

「第9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9月26日（月）午後16時30分～18時30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. 「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン(案)」について

東京大学大学院 後藤委員及び野村証券 村上委員から、「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン（案）」（以下「財務諸表等ガイドライン」という。）について、次のとおり、配布資料に基づき報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【報告・説明】

I. はじめに

- ・ 財務諸表等ガイドラインの「I. はじめに」は、金融商品取引法（以下「金商法」という。）の基本的な考え方について整理している。問題となるのは、金商法21条1項4号に基づく損害賠償責任と金商法17条に基づく目論見書使用者としての責任の2つの責任である。有価証券届出書の虚偽記載に係る金商法21条の責任については、監査証明を受けた財務諸表等について証券会社が善意であれば免責されるが、金商法17条の責任については、善意というだけでは免責されず、「相当な注意」を払っている必要があるとされている。学説においても、金商法21条に係る証券会社の責任は、やや緩すぎるものであり、17条により、元引受証券会社にゲートキーパーとしての役割を果たしてもらうことができると評価されている。
- ・ 「相当な注意」とは何なのか、やや不明確な状況にあり、その結果として、証券会社の引受審査が過度に保守的なものとなり、機動的な募集・売出しができなくなっているという指摘もある。財務諸表等ガイドラインは、これを踏まえて、金商法17条の「相当な注意」の解釈を明確化することにより、引受審査に係る実務の合理化と効率化を図りたいという趣旨で制定したい。しかしながら、あくまでガイドラインという位置付けであり、金商法17条を改正するというわけではない。本来あるべき金商法17条の「相当の注意」に関する解釈を明確化することで、現状よりも実務が回りやすくなることを目指している。
- ・ 「相当な注意」の具体的な内容として、まず、元引受証券会社ができることは何かという本来の趣旨について考える必要があるが、これは、監査人がやることも、元引受証券会社以外

の目論見書使用者がやることも違おう。元引受証券会社の有している発行会社や監査人へのアクセスを踏まえた上で、何ができるかについて考える必要がある。監査証明に係る部分については、監査業務の専門家である監査人が担当している。民事法一般について言えることだが、専門家がやっていることであれば、第三者（専門家）がやったことを信頼してもよいという信頼の原則の考え方がある。これを踏まえれば、専門家たる監査人による監査証明を信頼することができるかどうかについては、監査証明の適切性を疑わせしめるような事情がない限り、信頼してよいと考えられるだろう。

- ・ 以上を踏まえ、元引受証券会社は、何を行えば金商法 17 条但し書の「相当な注意」を果たしていると解釈されるのかであるが、監査証明が付されているということを確認するだけでは不足しており、当該監査証明を信頼することができるのかどうかについても考える必要がある。当然、監査人と同じ手続を繰り返す必要はなく、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象の有無について確認することが重要である。仮に何らかの疑わしい事象の存在に気づいた場合には、さらなる引受審査手続で十分な確認をした上で、最終的に引き受けるか、何か条件をつけて引き受けるか、引き受けを断るかを判断することとなる。
- ・ 以上のような観点から、「Ⅱ．引受審査における具体的な留意事項等」において、これまでの引受審査実務で何が行なわれてきたかを踏まえて、日本国内外での虚偽記載に関する事例を参考に、どういった点に留意すべきなのか、疑わしい事象を発見するためにはどういった点を確認すればよいのかといった事項を整理している。
- ・ I の最後の「なお、」以下は、こういった点とは少々別の観点から言及している。米国の判例等では、「財務状況が非常に良好な会社よりも、苦しい状況にある会社のほうが粉飾決算等の不正を行う可能性が高い。全ての苦しい状況にある会社が、常に不正を行っているというわけではないが、不正を行うインセンティブが働き得る。」と指摘されている。こういった点も踏まえて、引受審査の際には、財務状況が苦しい会社であれば、たとえ監査法人が問題ないとしても、少々注意してはどうかという、いわば引受審査に当たっての姿勢のようなイメージである。発行会社の状況の他にも、例えば監査手続なのか、単なるレビューなのかといった手続内容の違いによっても、その後の引受審査のスタンスは左右されるだろう。「なお、」以下は、必要に応じて、引受審査に当たってのスタンスのようなものを決めていってはどうかという旨を示している。

Ⅱ．引受審査における具体的な留意事項等

- ・ 財務諸表等ガイドラインの「Ⅱ．引受審査における具体的な留意事項等」は、前回の部会で

の意見等を踏まえた修正案になっている。これは、現在の引受証券会社における財務諸表等に係る審査手続について、過大であると考えられるため省略しても差し支えない手続、引き続き行う必要がある手続といった整理をするため、金商法 17 条及び 21 条において、何が引受証券会社に期待されているのか、どういった事項が疑わしい事象なのか、どういった点に留意し、どういったことを行うべきか、といった内容を整理したものである。

- ・ 「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」は、前回の内容から変更はない。「2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項」は、⑤を修正している。修正前は、税務申告書等の情報を先にもらっていることを前提にした書き振りとなっていたが、修正案は審査をする過程で見つかった場合を想定したものとしている。
- ・ 「3. 疑わしい事象に気がついた際の対応」では、「適切な引受審査を引き続き行い、」と、「引き続き」を加えている。今回初めて審査を行うわけではない発行会社であっても、スタートの時点から財務諸表等に注意を払い、問題点が見つかれば、引受審査手続を深めていくという修正である。

【意見交換】

1. 監査人、監査手続及び財務諸表等ガイドラインの位置付け等について

- ・ 「2. 疑わしい事象の発見のために行うべき事項」の④において、「監査人の監査上の重要な留意事項や監査手続を確認する。」とあるが、監査手続については、有価証券報告書提出時の共通質問事項の参考モデルには、具体的な質問項目として含まれておらず、個別質問においても必ず確認するような位置づけではないと認識しているが、監査手続の確認とは、どのような位置づけであり、具体的にどういったことを想定しているのか。
- ・ 様々な会計処理や会計事象について、その内容を鵜呑みにしないで、発行会社に確認していくというのが引受審査のスタートであるが、それをフォローアップするために、監査人がどのように見ていたのかについて、どの引受証券会社も監査人に対して質問を行っている。しかし、現在、監査人にも様々な制約があり、個別会計処理の直接的な見解は、なかなかいただけない。おそらく、引受証券会社に対して、個別的な保証を与えているような誤解につながりかねないので、そういった処理についての見解は述べられないといった回答になるだろう。
- ・ 代わりに、ある事項について、どのような監査手続を踏んだのかといったコメントは可能であると聞いている。疑問をもったある会計テーマに関する監査手続について確認するというスタンスで、審査実務に対応していると思われる。あらゆる事項について、全ての監査手続を回

答していただくことでチェックを行うのではなくて、ある会計処理に関してどんな確認が行なわれ、どんなところに監査人が関心を持っていたのか、可能な範囲で確認し、得られた情報の中で、引受証券会社としてどう考えるかにつなげていければ良いのではないかと考える。

- ・ そのような趣旨であれば、例えば「監査人の監査上の重要な留意事項を確認する。また、必要に応じて監査手続きについても確認する」と修正してはどうか。
- ・ 「必要に応じて」というニュアンスは、あえて言えば全項目にかかっているもので、そういったニュアンスが、Ⅰの最後の「なお、」以下に入っている。このため、個別のテーマに「必要に応じて」と入れる必要はないと考える。
- ・ そうであるならば、どこかに「必要に応じて」という文言を入れる必要があると考える。留意事項や、行うべき事項が列挙されていたら、当局の検査等において、必ずそれぞれについて、どうなっているのかと確認を受ける覚悟をしなければならない。列挙してある事項を、全て例外なく実施するようにも読めてしまう以上、例外の事項については、「必要に応じて」と必ずどこかに入れておかなければならないと考える。
- ・ 先ほどの「相当な注意を果たすためには、監査証明が付されていることを確認するのみでは不十分であり」との説明やⅠを見ると、無限定適正意見が付いているといったことを確認するだけでは不十分で、監査証明が信頼できなくなるような疑わしい事象の有無を必ず確認しなければならないのだろう。しかし、2の④からすると、監査人に対していつも確認するわけではなく、証券会社の引受審査において、異常な点を発見した場合には、監査人に確認するといった前提で理解していた。ここに「必要に応じて」と入れる必要があるかどうかといえば、入れたほうが明確であるという意見は当然考えられるだろう。趣旨は、ある一定の状況に該当した場合にのみ、必要な手続だと理解している。
- ・ 監査人として回答を行うに当たっては、むしろ「監査・保証実務委員会報告第 68 号『監査人から事務幹事証券会社への書簡について』」（以下「68 号」という。）を意識しなければならないだろう。68 号において監査手続は、特に要請があった場合等、何らかの理由がある場合に確認されるものであり、監査人は、それについて回答するという前提になっている。証券会社から監査人に対して質問が寄せられる場合は、機械的に同じような質問が寄せられるのではなく、個別具体的な質問が寄せられるような想定で良いのか。
- ・ ここまでで論点になっているのは、「必要に応じて」という文言を適宜入れる必要があるの

かという点である。それから、監査手続の確認は、疑わしい事象の有無を発見するために常に一般的に確認される事柄なのか、それとも証券会社で何か疑わしい事象の可能性について具体的に特定したうえで、個別具体的に確認するものなのか、どちらを想定すれば良いのか。

- ・ 証券会社は、何か疑わしい事象があれば、当該個別の事象について監査手続が行われたのか、それについて監査人と発行会社との間でこういった協議をしたのかといった内容の質問をすることになるだろう。しかしながら、それ以外の質問はしないというイメージではない。現在でも行っているように、網羅的な質問も行わせていただくことになると思われる。
- ・ 2の④では、留意事項についても質問することとなっており、こういった可能性の一つの押さえとして機能していると言える。こういったことを確認することにより、「1. 疑わしい事象として留意すべき事項」のfにある「通常実施されるべき監査手続き」が行われていたことを確認したいと考えている。
- ・ 監査証明を信じてよいのかどうかという点について、基本的には監査証明の有無を確認するだけではなく、その内容で大丈夫かどうかまで、一般的に確認する必要があるのだろう。Ⅱの2の①から⑤の全ての手続が常に必要かどうかについて、私には判断しかねるが、勝手な想像では、2の②と③の間には、手続の重要性について、段階の違い、グラデーションのようなものがあり、おそらく2の①、②の手続きについては常に実施するのではないと思う。①、②について、まずは軽く実施してみて、何となく気になる点があれば、更に深く確認していくようなイメージではないかと考えている。2の②と③では、完全に段階が分かれるというよりは、グラデーションがあって、常にやるべきこともあれば、気になる点が見つかった場合にやることもあるのではないと思うが、それぞれどれがどれに当たるのかは、状況によっても異なるだろう。必須の手続はどれなのか、どれについて「必要に応じて」と付せばよいのかについては、実務家の皆様の判断になると思われるが、全ての項目について、必要がある場合だけ実施するというよりは、常に実施する手続と必要がある場合だけ実施する手続の両方が存在するのではないかと考える。
- ・ 疑わしい事象の有無を確認しなければならない、監査証明を信頼することができなくなるような前提で行われる証券会社と監査人との質疑については、監査人は積極的に協力すべきだと考える。
- ・ 例えば、通常実施すべき監査手続が行われていないという点を検証するために、「通常実施すべき監査手続については、ひと通り実施したのか」と質問されるのであれば、実務上、回答

は非常に難しいだろう。過去には、監査基準の準則で、「通常実施すべき監査手続」が例示されていたが、現在の監査手続はもっと複雑であるため、非常に回答が難しい。具体的には監査計画の策定から始まり、リスク評価、リスク対応手続、実証手続、審査と流れていく過程となっているので、端的に説明するのは非常に難しい。実務に落とし込んでもしっかり機能するかどうか、もう少し議論が必要ではないか。

- ・ 全ての監査手続について、証券会社がフォローアップする想定は一切していない。部分的に気になる点のみを確認することになる。例えば、「監査意見形成までに、特に留意された事項や指摘された事項はあるか」といった質問に限定されるだろう。
- ・ 財務諸表等ガイドラインで、実務でやろうとしていることは、証券会社がよく確認しておいたほうがいいと考える事項について、発行会社とは議論にならなかったのか、最終的に無限定適正意見を出すに当たって、どういった点に着目したのか、といった質問を監査人に行い、確認していくイメージと考えていた。
- ・ 米国の判例等を聞く限り、監査手続がきちんと行われていたかどうかは、重要なファクターだと考えられる。しかし、実務面から見ると、監査手続がきちんと行われていたかを証券会社が判断することは困難であり、監査手続そのものを主眼とした審査は実施していない。さらに申し上げれば、そういった考えで実務を行っていないので、監査手続そのものに関する事項は、ほとんど確認していないはずである。少なくとも、現在の発行登録制度における継続審査において、監査手続を確認するケースは、私が知る限りではほとんどない。どちらかと言えば、2の②や③にあるような、異常な変動を見つけた場合の監査手続について着目する方が、現在の実務にマッチするのではないか。2の④において、監査手続を確認することとなっているが、実務上対応できないのではないかと危惧している。
- ・ 本部会で議論しなければならない事項は、現在の実務をルール化することではない。金商法17条で要求されている「相当な注意」を、どうすれば果たせるのかについて、確認しなければならない。監査済みの財務諸表等があるので、それに依拠できると考えられるのはどういった場合なのか、どういった手続を踏んでいけば、監査済みの財務諸表等に依拠しても「相当な注意」を果たしたと言えるのかを確認している。よって、審査のあり方というよりも、財務諸表等の審査において、既に行われている監査人の監査に依拠しても差し支えない場合とは、どういった手続を踏んだ場合なのかを確認したい。そういった意味で、監査人との関係につい

ても、ある程度確認しておかなければならないと考えるが、どうか。

- ・ 監査人との関係とは、例えばこういったケースを想定しているのか。
- ・ これまでの審査実務がどうであったかという議論ではなく、何を実施していれば金商法 17 条の「相当な注意」を果たしたことになるのかという議論をしなければならない。その際に、監査に依拠するために、こういった手続で監査をしたのか、とにかく広く確認するのも一つの考えではあるが、そこまでは要求しなくても良いのではないかというコンセンサスが形成されているようである。そうであるならば、「相当な注意」を果たすには、こういったことをしなければならないのかを考えていかなければならない。
- ・ そのうえで、「必要に応じて」という文言を入れるべきだという意見があったが、「必要に応じて」の内容について具体化しておかなければ、こういったときに必要であるのかルールとして機能しないので、もう少し明確にしなければならない。例えば、疑わしい事象を発見した場合には、監査人に対して監査手続を確認するということをルール化することで十分なのか、争点になっていると理解している。このため、結論としては同様でも、現在の実務ではやっていないからという理由ではなく、金商法 17 条の「相当な注意」を果たしたと言えるのかという観点で考えることが重要ではないか。
- ・ 常に監査人がどのような手続を踏んでいるのかをすべて確認するというのは本末転倒だろう。例えば粉飾決算等が起きた場合、監査人が関与している事例が少なからずあることを考えると、監査人の手続が重要なチェックポイントである点是否定できない。少なくとも、Ⅱの 1 の f にあるように、例えば、外観的にきちんと独立した者が監査人である、ローテーション・ルールを守っているといった点などをまず確認する必要があるのではないか。そのうえで、本当にきちんと監査をしていたのかを確認するのが第 2 段階になるということで、差し支えないのではないかと考える。
- ・ しかしながら、Ⅱの 3 は、様々なことがありうるという前提の下で書かれているので、ここに監査のことを入れこむのであれば、監査人に何を確認するのか、例示列举して入れ込むことになるが、どこに書くのが全体のバランスとしていいのか、悩ましい問題である。他には、完全にⅡの 2 の④とⅡの 3 とが切り離されているわけではなく、Ⅱの 2 の④の中にもⅡの 3 の要素が一部入っているという意味で、④の「監査手続を」の前に「必要に応じて」と加える修文が考えられる。どこまでやれば責任を果たせるのか、非常に難しいところであり、最終的にはこれを踏まえてうまく運用していくことになるのではないか。

- ・ 大多数を占めるであろう「普通の監査人」であれば全く問題ないのだが、監査人の中には、発行会社と異常な関係があったり、ローテーション・ルール等を守っていない監査人も存在する。そこでまず、本当に信頼を置ける監査人なのかという確認をしなければ、金商法 17 条の「相当な注意」を果たしたことにはならないだろう。しかしこれは、ほとんどの監査人はクリアできるので、手続というよりも確認事項のレベルだと考える。
- ・ それに対して、個別の監査手続を逐一全て確認するというのは、想定外だろう。ある内容について疑いが生じた場合に、その点について、どのように監査したのかを確認することは十分にあり得るだろう。金商法 17 条の「相当な注意」という点で考えると、監査人が守るべき監査の手続上のルールが遵守されているかを確認することは必要であると考え。
- ・ 現在、社債を発行している会社は非常に優良な会社ばかりで、当面はそれほど問題にならないが、仮に、今後それほど信用力が低い会社の社債発行が増えれば、どんな監査人がついているかも確認する必要があるのではないかと考える。例えば、形式的には独立性等を満たしているものの、いわくつきの監査人である、頻繁に監査人の交代があったなど、疑わしい状況は考えられるだろう。監査人の独立性というか、監査人に対する信頼性は、本来は確認すべき事項だと考えるが、財務諸表等ガイドラインに監査人が疑わしいかどうか確認することとストレートには書きづらいことも理解できる。しかしながら、監査手続そのものの確認とは違うことであり、入れ込む工夫は検討できるのではないかと考える。
- ・ 機関投資家として、実際に発行会社の審査をする際には、どこの監査人であるか、監査人が頻繁に交代していないかといった点を非常に重視している。審査の際には、発行会社に対して監査人の変更の経緯等を確認するが、疑わしい回答であれば、投資しないこととする場合も非常に多い。したがって、2には、直近で監査人が交代した会社については、その点についてヒアリングを行うといった内容を盛り込んだ方が、より実務的ではないかと考える。
- ・ I の最終段落において、発行会社の状況、監査証明の手続の内容等に応じた審査手続を取ることを求めているが、この中に監査人の選任の状況等を加え修正するか、II の 2 に監査法人の属性や交代の状況といったチェックポイントを正面から挙げるといった方法が考えられるが、どうか。
- ・ 監査人が交代した場合、証券会社も非常に注意をしている。特に、不祥事を起こした監査人に関しては、疑いを持って審査に臨んでいる。しかしながら、証券会社は、監査人を審査する

能力もなければ、審査する立場にはないと考えている。そのため、1のfにおいて、こういった内容を含んで項目としている。

- ・ 財務諸表等ガイドラインに書かれた項目すべてについて、質問にしなければならないとすると、おそらく発行会社に負担をかけるだけだろう。証券会社は、審査に当たって、こういった観点で発行会社の情報を分析すべきかを列挙しているだけであり、決して1問ずつ質問に落とし込むことを期待して例示したわけではない。
- ・ まず監査人との関係について、監査人が信頼できるのか、確認すべき点として明記したほうがいいのではないかと提案された。それに対して、Iに入れ込む具体的な案をいただき、機関投資家としてもチェックしているとの意見があった。こうした内容は、本日の修正案では、直接的な表現を避けるために「監査手続き」と書かれているが、これでは大多数のしっかり監査をしている監査人についても、個別の監査手続について確認が必要であると誤解される可能性がある。大多数が善良な監査人であるのに、そこから外れた者を見つけ出すための手続が善良な監査人にも課されるようになるよりは、むしろ、どういうところにターゲットを絞って留意するのか、明確に書いたほうが合理的ではないかと考えるが、その場合、監査人としては違和感があるだろうか。
- ・ 2において、様々な手続が例示列挙されているが、例えば、2の①、②、③の手続を実施した結果、1のaからeまでに該当するような項目があったとすると、それについて、監査人に手続や見解を確認するという流れになると理解していた。よって、監査人については、必要な場合にのみ確認を行い、常にターゲットになるとは想定していない。適正意見が出ているならば、たとえ発行会社にリスクがあっても、そのリスクを合理的に抑えるだけの手続を踏んだ上で適正意見を出しており、監査人は、適正意見を出せば逃げも隠れもできないというのが事実である。しかしながら、金商法17条は、証券会社の審査の問題であるので、証券会社としてお決めいただければ良いのではないか。
- ・ 監査人の信頼性について、具体的に例示する点に関しては、それほど違和感ない。特に留意することの一つの例示として挙げれば、実務が想定されたとおりに流れるのではないか。
- ・ 現在の実務では何か疑わしいことが見つかった場合の次のステップとして、監査人に確認するというのが、自然な流れのようである。問題は、監査人は正しいものだ最初から考えてしまっているのかという点である。監査人にも様々な監査人がいるという問題を、明確に書くのかという論点が残っているが、そのことを財務諸表等ガイドラインに書いておいたほうが、金

商法 17 条の解釈という意味では明確であろう。例えば、保険会社にムチ打ちの診断書を持ってきて、保険金の支払いを求めた顧客がいたとしても、医者診断書があるので直ぐに保険金を支払うということはないだろう。その医者がどういう医者なのか、例えば、いつも診断書を書いて、保険金請求に加担している医者ではないかという点から審査し、そうでなくても、本当にムチ打ちかどうか、疑わしいような事象があった場合には、改めてその医者に関問を合わせるだろう。このように、二つの次元に分かれているというのは、様々な場合でも考えられることであり、その一方だけを表記してしまうと、もう片方はやらなくても問題ないように外形的には見えてしまう。それでは、ルールの解釈としては、やや不十分な印象を与えてしまうので、監査人の適切性の問題について、一般的にチェックしたうえで、何か疑いがあった場合には、その手続について詳しく確認するという二段構えに整理してはどうか。

- ・ 財務諸表等に対する引受審査ガイドライン案の内容について、ここに挙げられた事項を全て質問せよという意味でないことは本部会のメンバーには認識されていると思うが、これまでは先ず発行会社等に質問を行い、それに対する回答内容を利用しながら「疑わしい事象」の有無を確認していた面もあるように思う。金商法 17 条の「相当な注意」をかなり厳格に解釈せざるをえないという結論になっている以上、証券会社の引受審査担当者の能力によっては、審査手続の合理化を追求するという趣旨に沿った結果となるのか、ややリスクを感じている。これまで行っていた審査手続の中から省略していい部分が何なのかについて、もう少し明確に記述できるとありがたいのだが、それはやはり難しいということだろうか。
- ・ 省略していいのは、監査人が既に確認しているにもかかわらず、証券会社が再度見ていたような部分だろう。また、審査において、証券会社の審査担当者の能力差は確かに大きい、日本では、引受審査実務において、特定の個人に全てを委ねるのではなく、組織で対応していると認識している。よって、担当者個人の能力によってデューデリジェンスが効率よく進むかが決まるわけではなく、各証券会社が組織としてどのような担当者を付け、どうフォローアップを行い、意見形成をしていくのかという流れになるだろう。各証券会社の組織力を強化するしかないのではないか。
- ・ 信頼できる監査人であるということが確認できれば、当該監査人がアシュアランスを与えている財務諸表を信頼しても差し支えないというルールを作ろうとしており、それにより、あまり関係ない事柄まで必要以上に確認する実務をやめようとしている。そのため、審査のスタートで、まず監査人の信頼性について確認し、仮に疑わしいようであれば、財務諸表等をそのま

ま信頼するわけにはいかないもので、ある程度のことは質問せざるをえないだろう。

- ・ キャッシュフローや損益計算書の分析といった、証券会社の専門の観点から分析した結果、財務諸表等に気になる点が見つかった場合には、改めて監査人に監査手続について確認する建付けになっている。今までの審査実務のように、財務諸表等に係る質問を中途半端に行い、それで責任を果たしたかのようにしているよりは、合理的な手続に変わるのではないか。
- ・ 財務諸表等ガイドラインの内容を全て確認するのか、それとも何かあったら確認するのかは、ガイドラインのそもそもの位置付けにもかかわってくるだろう。財務諸表等ガイドラインの内容を全て守っていれば、金商法 17 条の「相当な注意」を果たしたと言えるわけではない。ここでどんなに議論をしても、実際の裁判事例では、この内容では不十分だとされることも当然考えられることは、初めから明らかである。財務諸表等ガイドラインは、あくまで例示でしかないはずだが、例示であるということが書かれていないため、全てやらなければならないのかという疑問が生じる。
- ・ 財務諸表等ガイドラインの内容はあくまでも例示であり、必要な内容を必要に応じて確認するのだということさえ明確にしておけば、解決するのではないか。財務諸表等ガイドラインの内容さえきちんとしていけば、「相当な注意を果たした」と言えるわけではない。財務諸表等ガイドラインの位置付けをまず明確にさせた上で、その内容をどのように扱うのかについても明確にしておく必要があるのではないか。
- ・ 確かに、引受証券会社が財務諸表等ガイドラインの内容を守っていさえすれば完全に責任を果たしたものと扱うのは無理だろう。財務諸表等ガイドラインの内容について、やらなくてもいい場合ももちろんありえるが、それとは別に、少なくともガイドラインに載っていることをやっていなければ問題があるという位置付けのガイドラインもありうるだろう。過剰な手続になってしまうかという懸念はもちろんありうるが、結局どれも必要に応じて判断することとするよりは、現実的かもしれない。問題となったのは、Ⅱの2の④のところであり、引受証券会社は一定の経済的なリスクを負う以上、Ⅱの2の①、②、③については普通に実施されており、この①、②、③をやっていないければ問題がある範囲なのではないかと考えている。さらに言えば、監査人の信頼性についても当然見ているだろうと考えている。
- ・ 財務諸表等ガイドラインの策定は、このような最低限やっていなければ問題があるという内容をまとめるということではないかと考えている。このような内容と、これさえやっていけば問題ないという内容には、どれだけの隔たりがあるのか分からないが、全て例示とするよりは、

最低限の内容が列挙されているという性格づけの方が、現実的ではないだろうか。しかしながら、過不足ない内容にすることは難しいだろう。

- ・ そういった考え方は、非常にクリアだろう。その考え方に則れば、論点になっている監査手続の確認は、常に確認が必要な事項ではないだろう。常にやるべきことと、何か見つかった場合に必要に応じてやることが混在している印象である。
- ・ 非常に優良な発行会社に対してまで、全ての項目について確認する必要はないという考えは理解できるが、やはりガイドラインで例示されれば、一つ一つについて確認したくなるだろう。「必要に応じた柔軟な対応」という内容をどこかに入れ込んでおかなければ、過剰に質問してしまうのではないかと危惧している。最低限必要な内容に関しても、それについて逐次対応した記録を残す必要はないと明記しておかなければ、実務が回らなくなるのではないか。
- ・ I の最終段落のなお書に、そういった内容がおりこまれていると理解しているが、これでは不十分だろうか。
- ・ 少なくとも、II の 2 には何のコメントもない。これでは、普通に読めば全てやる必要があるのではないかと考えてしまうだろう。
- ・ 金商法 17 条について、本部会でいくら解釈しても、それが裁判所に通用するものとは限らない。しかし、実務上合理的だと考えられている内容がまとめられているのであれば、裁判官は証券会社の引受審査実務の専門家ではないので、その合理性について、一定程度信頼するだろう。例えば証券会社だけが集まってまとめた内容であれば、信頼されるとは考えにくい。本部会のように様々な市場関係者・利害関係者が集まり、議論して作った一定程度の実務のコンセンサスであれば、相当程度信頼して判決が出るであろうことは想定できる。だからこそ、一生懸命議論しているのである。そのうえで、最も変えなければならないのは、これまでの証券会社の引受審査の実務だろう。金商法 17 条をおそれるがゆえに行われている現行の実務は、失礼ながら金商法 17 条に全く対応できていない。金商法 17 条が要求している内容を行わずに、要求していないことばかりをやっている印象である。現在の実務を変えなければ、引受証券会社は非常に危ない状況であるので、本部会で合理的な実務を検討している。財務諸表等ガイドラインには非常に積極的な意味があると考えている。
- ・ 財務諸表等についても、監査人（専門家）が確認した内容に対して、中途半端な質問をとにかく行うという実務は、ある意味では社債の発行を妨げている。社債発行の審査がいびつであ

るがゆえに、審査に時間がかかり、手間もかかると指摘されており、それを修正することにより社債発行の活性化につなげることを目指している。現在中途半端に行われている財務諸表等に関する質問をやめてほしいので、やめても大丈夫であること、なぜやめても大丈夫であるかの確認を本部会で行っている。これは非常に簡単なことで、法律の世界には、専門家がやっている内容を信じて依拠しても問題ないという信頼の原則がある。これに則り、専門家であるかどうかの確認を行い、専門家がやったことについて疑わしいものがあった場合にはしっかり確認するという単純な図式をガイドライン化することが基礎となる。この枠組みが確認できれば、あとは疑わしいと思われる場合や、その対応についてもケース・バイ・ケースである。少なくとも、中途半端に疑って、中途半端な質問を行えば責任が回避できると考える今の証券会社の実務の感覚は、相当危ない印象である。

- ・ 以上のような枠組みに違和感がないのであれば、最初に財務諸表等を信じられるかどうかを確認するために行う手続と、疑わしい点が見つかった場合に行う手続を書き分けてみてはどうかという提案として、意見をいただきたい。このような書き分け方が可能かどうかもう一度検討し、できなければまた元に戻るかもしれない。少なくとも、2の1カ所だけに「必要に応じて」と加えれば、ほかの部分は全てやらなければならないことになってしまいかねない。本日の修正案では、Ⅰにおいて、財務諸表等ガイドライン全体について、柔軟な想定をしているという建付けになっているが、もしそれが分かりにくいようであれば、Ⅱの2のところにも注書きできないか、検討することになるだろう。
- ・ 他には、二段構えのプロセスにするのであれば、「最低限、確認しなければならない事項」と、「疑いが生じた場合に確認すべき事項」といった形で書き分けることになるだろうか。それとも、全体がベストプラクティスとして想定されているというふうを書くのか、もう少し検討する必要があるかもしれない。いずれにしろ、Ⅱの2のところについても、もう少し柔軟な対応ができるように、書き換えてみるということでは如何だろうか。
- ・ おそらく、監査手続の扱いをどうするかのみが問題になるのではないかと。監査上の重要な留意事項は、発行登録制度における共通質問事項（参考モデル）にあるにもかかわらず、監査手続はないということから始まった論点だと理解している。監査手続は、常に確認が必要な事項ではないということを確認したかったのであり、そういった観点から見ると、2に④という特別なものが入り込んでいる印象である。
- ・ 了解した。そういった方向性で修文を検討させていただきたい。

- ・ 1は「疑わしい事象の発見のために行うべき事項」と、2は「疑わしい事象として留意すべき事項」というタイトルになっているが、本日議論した内容は、「監査証明を信頼することができなくなるような状況」に関するものだろう。この書き方では、疑わしいのは財務諸表等のことなのか、それとも監査証明のことなのか非常に分かりづらいので、その点も御検討いただきたい。
- ・ Iにある注記は、こういった意図で付されているのか確認したい。
- ・ 財務諸表等ガイドラインは、信頼の原則に則り作成されている。証券会社でも、元引受契約を結んでいる証券会社もあれば、販売シ団として契約を結んでいる証券会社もあるが、金商法17条の目論見書の使用者としては同じとなっており、どの証券会社も同じ責任を果たす必要があり、同じことをやらなければならないのかという疑問が出てくるが、やはりこうした立場の違いによる差は当然あると考えられる。その違いについて、細かく内容を列挙する方法も考えられるが、様々な立場が想定される以上、それぞれの責任等について線引きするのは非常に難しいと想像できる。
- ・ こうした立場の違いについて、日本証券業協会の「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）13条では、主幹事証券会社とその他の引受証券会社は相互に連携して審査を行う、主幹事証券会社はその他の証券会社の審査にできる限り協力するよう定められている。このように、明らかに立場が違うことが明記されているので、責任の違いがあるということを、法律的な部分でも説明しているという趣旨だと理解している。
- ・ 財務諸表等ガイドラインは、引受証券会社のことだけを想定しているのであれば、あえて触れなくてもよいのではないかという趣旨の質問だろうか。確かに、異質なものが紛れ込んで印象を受けなくもないが、本文で元引受証券会社とそれ以外の証券会社が果たすべき注意の内容は異なると書いてあるので、具体的にどう異なるのだと問われた場合に備えて注記を付した次第である。なくても差し支えないかもしれない。
- ・ Iの本文にある「元引受証券」と「元引受証券会社以外の目論見書使用者」とは、主幹事証券会社とそれ以外の幹事シ団のことか、それとも、引受契約を締結している証券会社（主幹事証券会社及びそれ以外の幹事シ団）と、それ以外の単なる目論見書の使用者・証券会社を指しているのか、不明確になっている。同様に、IIの実施主体も不明確になっており、主幹事と他の引受証券会社のことであれば、あまり意味がない。引受証券会社以外の目論見書使用者とは

立場が違うということであれば理解できる。

- ・ 実務的には、Ⅱの2の内容は、主幹事証券会社が代表して発行会社に質問するか、あるいは主幹事証券会社が監査人に対して質問を行い審査結果を出しておき、それに対して幹事シ団の各証券会社が主幹事証券会社の審査結果に依拠しながら、主幹事証券会社から必要に応じて聴取し審査を行うことになるであろう。Ⅱの1は、主幹事証券会社が代表して審査を行うが、主幹事以外の引受証券会社もきちんと留意する必要があるという立場を明確にしたものと理解していた。しかし、そう考えると、目論見書使用者とは何を指しているのかわからなくなってしまい、質問させていただいた。
- ・ 確かに、「元引受証券会社以外」と書いてあるところに注書を付すのは、やや不正確かもしれない。元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」の内容についても、主幹事証券会社かそれ以外かで、差が生じることも考えられる。さらに、引受契約を締結していない目論見書使用者・証券会社とは、さらに差が生じるかもしれないので、注書の中身と注書の位置がかみ合っていないかもしれない。注が必要かどうかも含めて、改めて検討させていただきたい。

(2) 社債以外の株式等への適用について

- ・ 本部会は、社債をテーマにしているが、財務諸表等ガイドラインの対象は、株式等の社債以外の金融商品にも適用されるのか。
- ・ 金商法 17 条の法律論としては、株式や社債といった金融商品ごとの違いはないと考えられるが、本部会では社債に関する検討を行っているので、とりあえず社債について書いてあり、それがどのような波及効果を持つのかについては、今後の課題と考えている。ガイドラインの位置付けによっては、前文にそういった内容を織り込むことになるかもしれないが、まずはどういったスタンスなのかを決めなければならないだろう。
- ・ 仮に金商法 17 条の責任が焦点になる裁判が起こり、訴えられた証券会社が財務諸表等ガイドラインの内容に従ったと主張したとする。それについて、裁判所がどう受け止めるかを考えてみると、それが社債の引受審査であれば、皆で意見を戦わせて作った合理的な実務を体现しているガイドラインに従っているという推定の下に裁判・議論を進めてくれると考えられる。しかし、エクイティに関して訴訟が提起された場合には、証券会社が同様の主張をしても、本部会ではエクイティを想定した議論を行っていないので、裁判官はおそらく、あくまで社債のガイドラインであるとして取り扱うだろう。

- ・ そのため、本部会における財務諸表等ガイドラインに関する議論は、「社債に関する実務としての合理性」に留めたものであると整理しておいたほうが無難ではないだろうか。しかし財務諸表等ガイドラインが策定されれば、エクイティの実務担当者は、同じ条文の解釈である以上、エクイティについても適用できる内容であると考えられるかもしれない。その場合においては、エクイティの実務担当者等により、エクイティに関連する実務でも過不足ない内容であるかどうかを検討し、その内容が積み上がって、新たな基準が作られるのか、同じものになるのかは分からないが、結論が出るのだろう。逆に、その議論を踏まえてフィードバックされた内容が、社債でも検討すべき内容として還流してくるようであれば、更にブラッシュアップしていく契機になるのだろう。ひとまず、そのように整理しておけば良いのではないか。
- ・ 証券会社としては、金商法 17 条について、ダブルスタンダードは持てないと考えているので、エクイティの実務者を集めた検討会を早急に立ち上げ、エクイティを踏まえた検討を進めていただきたい。
- ・ 財務諸表等ガイドラインには、社債にのみ適用されるとは書かれていない。ガイドラインの発出の仕方にもよるが、金商法の根拠条文が同じであることから考えると、社債だけに關するもので、エクイティは関係ないというのは不自然だろう。最低限やるべき内容のものであるという方向性で内容を決めるのであれば、エクイティについても関係者を集めて検討した方が良いのではないか。
- ・ エクイティについても関係者を集めて検討を行ってはどうか。事務局において御検討いただきたい。
- ・ 本日は、実務が回るのかどうかという非常に重要な御指摘があった。ガイドラインは利用してこそ存在意義があるものであり、作ったものの全く役に立たなかったり、過度に運用されたりするようなことがあれば、ない方がよかったということになりかねない。引き続き、それぞれの立場からそれぞれの意見を徹底的に出し合い、より良いガイドラインを作っていきたいと考えている。

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」の一部改正について（案）

事務局から、「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。）の改正案について、次のとおり、配付資料

に基づき報告・説明が行われた後、意見交換が行われた。

【 報告・説明 】

- ・ 社債の引受審査ガイドラインでは、四半期報告書の提出時の継続開示審査について、証券会社は、原則として社内審査により行なうこととしており、改正案は、社内審査結果の発行登録会社への連絡、そのタイミングや方法を具体的に定めるという改正内容となっている。
- ・ 改正案の(2)の①において、証券会社は、四半期報告書提出時には、社内において四半期報告書、プレスリリース、格付情報等の資料を用いて社内審査を行うこととされているが、当該社内審査の結果の連絡のタイミングについて②を新設した。具体的には、発行登録会社に個別質問を行う必要がないと判断される場合は、現在の実務・取扱いを参考に、概ね3週間を目途に事務取りまとめ証券会社から当該発行登録会社にその旨を連絡するという内容である。
- ・ 次の③は、基本的には現行の②を③としたものであるが、個別質問がある場合の連絡方法について、なお書で、事務取りまとめ証券会社が一括して連絡を行うこととした。
- ・ ⑤は、発行登録会社において具体的な起債の計画や日程に関する希望等があった場合には、証券会社の社内審査に係る期間について、画一的に対応するのではなく、柔軟に対応するよう明示した。

【 意見交換 】

- ・ 改正案の(2)の②の「概ね3週間後」という期間について、起点が示されていないので、四半期報告書提出から3週間というイメージで理解しているが、実務的には、この時点では有価証券報告書の継続開示審査すら終わっていない証券会社もあるのではないかと。一方、改正案の③では、「速やかに確認が必要な事項が認められれば」とあるように、四半期報告書の継続開示審査には、速やかな対応が求められており、その観点からは、3週間は少し長すぎる印象である。これでは、3週間という期間設定が長すぎる会社と、短すぎる会社の両方が存在するのではないかと。そのため、そもそも3週間という数字を明示化することに疑問を感じる。
- ・ 改正案の(2)の⑤で「柔軟に対応する」とされているが、具体的に、どのように「柔軟に対応する」のか、非常に不明確な印象である。引受規則の規定もあるので、こういった対応を行う必要があるのであれば、もう少し具体的にしておく必要があるのではないかと。
- ・ 現在行われている二百数十社の発行登録会社の審査は、当社では、近々社債の発行が予定されている会社は別としても、審査期間が長い会社も短い会社もあるが、当社では、多くの会社について1カ月程度で審査の全工程が終わっている状況である。こうした実情を踏まえて、1

か月程度で審査の全工程を終了させるためには、発行会社からの質問事項への回答を待つ期間を考慮すると、3週間程度を一つの目安にしてはどうか。御指摘の「柔軟に」という表現がやや曖昧であるため、ここでは逆に3週間という具体的な期限を設けてはどうか。

- ・ 「柔軟に」であるが、発行会社によっては、実際に四半期報告書を提出してから審査対応を求める会社もあれば、ドラフトや決算短信の段階から事前審査を求め、四半期報告書提出後すぐに準備に入ってほしいという会社もある。また、実際に四半期報告書を提出してから審査の最短期間について確認してくる会社もある。こうした様々な場合において、発行会社によっては、証券会社からの質問に対する回答が非常に早い会社もあれば、遅い会社もある。例えば午前中にお願ひした質問に対して、当日の夕方には回答がある会社もあれば、1週間経過しても回答がない会社もある。これらを一律に何日以内に対応するよう設定するのは現実的でなく、その会社に応じて対応するしかないと考え、具体的な期間は設定しない方がよいのではないか。
- ・ 「速やかに確認が必要な事項」としてやや曖昧にしているのに、発行登録会社への連絡の期日だけを3週間と具体的にする必要はやはりないのではないか。ここでも「柔軟に」や「速やかに」といったことでも差し支えないのではないか。
- ・ 逆に⑤については、証券会社側だけが「柔軟に対応する」とあることに、一抹の不安を感じる。発行会社と協議をしたうえで対応するというニュアンスを加えるため、例えば、「発行会社、証券会社合意の下に審査期間については相談の上、柔軟に」とした方がよいのではないか。
- ・ ③は個別質問を行う場合で、②は個別質問を行う必要がないと判断された場合の目安であり、②と③は、別の場合を想定しているという理解をしている。
- ・ ③では「速やかに確認が必要な事項が認められれば」とされており、確かに「速やかに」となっている。②では、個別質問を行う必要がないと判断された場合の確認の目安を示しているので、②がなければ、現行の社債の引受審査ガイドラインでは、審査期間に関する規定は特段設けられていなかったという理解でよい。
- ・ 社債の引受審査ガイドラインを制定する際に、「速やかに」という期間の具体的な意味について、本部会で共有できていなかったのではないか。社内でも「速やかに」の解釈は別れた。「速やかに確認が必要な事項」とある以上、当社では、四半期報告書が出てから1週間以内には、今まで継続開示をスキップしていた会社や、何のコンタクトもない会社を含めた全社について、引受証券会社としての見解をまとめて、質問を用意しておかなければならないのではないかと解釈していた。

- ・ ところが、実際に話を聞くとこれほど急ぐ必要はないようである。起債に先立って、継続開示の際に確認しておかなければならない事項という趣旨で「速やか」と規定されているようであるが、いずれにしろ「速やかに」とは何を指しているのか不明瞭なまま進んでしまっている印象である。「速やかに」と言いながら連絡までの期間が3週間というのは、長い印象である。また、実際には有価証券報告書が提出されてから2～3カ月ほど、継続開示審査がスタートしない会社も実務的には存在する。そういった会社の場合には、3週間という期間は逆に早すぎる（短すぎる）ので、3週間と具体的に定めるのは疑問が残る。
- ・ ③は、最初に社内審査をする際に、急いで確認した方が良いと思われる事項が見つかった場合には、個別質問を行うという旨の規定であり、審査の期間を定めている規定ではない。③は個別質問が必要なのはどういう場合なのかを定めた条項ではないかと理解しているが、そういった理解でよいのか。
- ・ そう理解している。しかしながら、速やかに確認が必要な事項について、いつまでに見つけ出さなければならないのかという点で考えてみると、四半期報告書が提出されて長い期間が経過してから、実は速やかに確認が必要な事項であったと判明しても意味がないのではないのか。
- ・ それはあくまでも個別質問を行う必要があると考えた場合のことではないか。個別質問を行う必要があると考えられる会社に対しては、速やかという概念を踏まえながら、実際にどれぐらいの期間で個別質問をするのが決まると思うが、②で新設されているのは、個別質問を行う必要がないと判断された場合である。質問がない場合の次のステップとして、いつまでに連絡する必要があるのかを定めた規定で、どのくらいまで証券会社で抱えていていいのかについて3週間という目途を示したのであり、「速やかに」とは別のことではないか。
- ・ 1週間以内に、全ての会社について、質問の有無等の確認をしていく必要があるのではないかと誤解されているようだが、そのような前提では、おそらく証券会社の審査の実務は立ち行かない。証券会社には1週間で全社の四半期報告書をチェックするだけの体制はないので、早く見なければならない会社、比較的時間的な余裕のある会社、近いうちに社債発行を予定している会社、社債発行の予定がない会社等、様々な状況に応じて実務を行っている。しかしながら、証券会社の都合だけで何カ月も引き伸ばすことはできず、一定の目途は設けなければならないという趣旨である。仮に審査の中で問題点が見つかり、迅速に当該会社に連絡する必要があるのであれば、迅速に連絡をとるという趣旨である。

- ・ 社内審査の実務が回らないことは、実感している。しかしながら、当社では、「速やかに」という概念について、1週間で完了しなければならないと考え、とにかくやってみようとしてみたのは事実であるので、そういった風にも読めてしまうガイドラインである点は申し上げたい。
- ・ ③に、個別質問をするかどうか1週間以内に判断しろと明記してあったとしても、②の規定は必要ではないか。
- ・ ②の連絡をするということは必要だと考える。そうでなければ、発行会社から見れば、個別質問があるのかどうか把握できず、起債ができるのかどうか判断できない状態になってしまう。いずれかのタイミングで発行会社に対して、質問事項はないという旨を伝える手続きは必要だと考える。
- ・ ②を個別質問が不要であるという連絡についても3週間を目途に行わなければならないという趣旨と解釈されているということか。②は、こういった趣旨なのか。
- ・ 事務局では、②は、発行会社から、一向に連絡が入らない、証券会社の社内審査が終わったのか、個別質問があるのかないのか分からないという意見をいただいているので、連絡をしなければならないという内容と、現在の実務・取扱いを踏まえて、ある程度の目安となる期間を設ける必要があると理解し、改正案を作成した。
- ・ その理解には全く違和感ない。しかしながら、3週間という期間を明示することについては、違和感がある。
- ・ 全ての会社に対して、質問の有無やその内容について1週間で回答するのは不可能である。質問を行うのは無理だとしても、質問するかどうかを決めるのに3週間も必要なのか、3週間では長すぎるのではないかという趣旨の御意見か。
- ・ 具体的な期間を決める意味があるのかどうかである。3週間よりも長いケースも、短いケースもあるので、会社によって柔軟に対応すれば良く、3週間という数値を明示する必要はないのではないか。
- ・ ②は、原則としては3週間程度と、目安の数字を入れ込む立て付けになっていると理解しているが、⑤の「柔軟に対応する」ということで、①から④まで例外を許容しているということ

であれば、②の概ね3週間についても、あくまで原則であり、例外を許容していると理解しているが、このようなルールを作ることに問題があるということだろうか。

- ・ 問題があると考えている。本部会の議論で、3週間はあくまでも例示であり、例外は認められるという旨が明言され、その内容が議事要旨にも残ることで、柔軟に対応できるガイドラインであるということが明確にされるのであれば、差し支えないと考える。しかしながら、過去にこうした会議体における議論から制定された各種ガイドラインや規則は、会議の場においては柔軟に解釈して良いということになっていたとしても、その後の当局や協会の検査等では厳格に解釈され、指摘を受ける場合が事実としてある。こうした危惧から、3週間という数字を独り歩きさせたくないで、なるべく明示したくないと考えている。
- ・ 発行会社から見れば、質問はないという連絡が3週間程度待たされるのは如何なものかと感じた。しかしながら、⑤で柔軟に対応するとあり、社債を発行するスケジュールが決まっている場合には、もっと早めるよう催促することになるので、3週間待ち続けるというのはいり得ないだろう。そういった意味で、3週間という具体的な例示により誤解が生じるのであれば、個別質問事項はないという旨を連絡するのは、出来るだけ早いほうが良いという趣旨で、「速やかに」程度でよいのではないか。
- ・ 一方、③に、例えば3週間といった期間を設けることで、審査全体に係る期間の目安を示すというのであれば、意味があるのではないかと考える。いずれにしろ、⑤に「柔軟に対応する」とあるので、大勢に影響はないと考えるが、改正案にはそのような印象を受けた。
- ・ 発行会社から見れば、3週間待たされないと、個別質問があるのかどうか分からないというのは違和感があるということだろう。このような意見を踏まえて、②を修正するとすれば、例えば「概ね3週間後までを目途に、」を全て削除して、「速やかに」と書き換えるという修正案が考えられるが、どうか。
- ・ 削除までは理解できるが、「速やかに」とすれば、実務が回らなくなるだろう。
- ・ 今度は、「速やかに」を1週間程度ではないかと解釈する懸念が生じるからだろうか。
- ・ これまでの実務では、3週間といった具体的な決まりはなく、証券会社と発行会社との間で四半期報告書の継続開示審査における大体のスケジュールを決めて対応していた。その中で、質問を出す目安は、3週間程度までには収まっていたのではないかとと思われるが、今までは基

本的に個別質問を出していたのが、今後は質問がないケースが標準になるので、②と③の関係が少々難しい印象である。

- ・ ②の3週間という期間の妥当性に関しては言及できないが、ここまでの流れを見ると、ここでのみ期間が明示されているのは、少々違和感がある。②は今までと同様に、ある期間までに連絡する旨のみを定めて、それまでに連絡がなければ審査終了、質問事項がある場合には、③に従って対応することによいのではないか。
- ・ そもそも②に3週間という具体的な期間を置く趣旨は、発行会社に対して質問事項の有無を明確に伝えるためではないか。そうであるならば、②の規定自体は残しておくべきだと考えるが、⑤のところでこういった風にも読めることや、現状、発行会社と証券会社との日程調整において、質問事項の有無の連絡の目安についても概ね合意ができていると考えられることから、あえて具体的な期間を置く必要はないのではないか。先ほどの指摘のとおり3週間の起点が不明確であるので、かえって審査実務が集中することもあるのではないか。
- ・ 発行登録に基づく審査のスケジュールは、実際には発行会社と証券会社との間の打ち合わせに基づき決定されている。そういった前提に立てば、発行会社、証券会社間であらかじめ合意した期日までに、質問事項の有無について連絡することと決めておけばよいのではないか。修文案としては、例えば「あらかじめ、発行会社と合意された日までに」といった表現が考えられるが、3週間とするよりは、実務的ではないかと考える。
- ・ 仮に、改正案の②に具体的な期間が入らないのであれば、⑤は不要となるのか。それとも、いずれにしろ⑤は必要となるのか。
- ・ いずれの場合でも、改正案の⑤は必要であると考え。①と⑤では、発行体のニーズへの対応レベルが全く異なる認識である。②を提案のように修文したとしても、実際に社債の発行を予定しているといったニーズの中では、再度スケジュールを見直すといった対応は当然考えられる。⑤は残していただきたい。
- ・ 仮に②を提案のように修文したとすると、③にある「速やかに」という表現についても見直す必要があるか。
- ・ できれば表現を見直していただきたい。四半期報告書の提出後、すぐに確認するという趣旨ではなく、「起債前の時期では確認が間に合わないような事項」を「速やかに確認が必要な事

項」と表現しているのだと理解している。そういった趣旨であれば、誤解の生じないように、「起債前の時期では確認が間に合わないため、継続開示時に確認しなければならない事項」という趣旨が明確に伝わる表現に見直していただきたい。

- ・ ③の「速やかに」の解釈を巡って、議論がすれ違っていたのだろう。これは、確認する期間を定めているのではなく、確認が必要な事項とはどういったものなのかを説明するものである。「速やかに確認をする必要がある事項」を発見するまでの期間については、特に定められていない。
- ・ これまで、いつまでに「速やかに確認が必要な事項」を発見すべきなのかという規定はなかったので、新たに②が設けられているという整理だったと理解している。③で、どういった事項かを具体的に示す意味での「速やかに」という概念は残すとして、②の「3週間」という部分は、修文するという整理でよい。
- ・ 社債の引受審査ガイドラインに従って、今回第1四半期の継続開示審査を行った経験から申し上げますと、③の「なお、」以下の個別質問の期限に関する要望は、発行会社各社から必ず寄せられている。今回②を追加したのは個別質問はしない前提だということを強調するためのものと理解しているが、現実には、複数の証券会社が審査に携わっている場合は、③の「なお、」以下のプロセスがほぼ確実に行われることになると思う。このように、ほぼ必ず行うプロセスをなお書にしていいいのか、若干違和感がある。
- ・ ③の「なお書」は、必要だと考える。発行会社から見れば、事務取りまとめ証券会社を経由する継続開示審査の流れは、常に統一感があるものであり、質問がある場合もない場合も事務取りまとめ証券会社から連絡があるという形で一貫している。逆に「なお書」がなければ、事務取りまとめ証券会社を経由しないで質問が来るようにも読めてしまい、事務取りまとめ証券会社を飛び越えて、勝手に質問できると曲解されるおそれもある。こうした事態は、継続開示審査の流れを考えると、避けた方がよく「なお書」があるほうが良い。
- ・ ②と③は、逆の順序のほうが発行会社としてはありがたい。発行会社としては、質問事項があれば、出来るかぎり早めに連絡していただきたいと考えている。質問事項がない場合にはその旨を連絡するといっても、本当にないとハッキリするのは、最後になるだろう。③に「速やかに確認が必要な事項」とあるが、発行会社としては、重要性を考慮の上、可能なかぎり速やかに個別質問を行うこととしていただいた方がありがたいところである。質問事項がない旨の

連絡時期については、具体的に明示されていなくても特に差し支えない。

- ・ ②が原則でありメインシナリオであるので、先に書かれているということであれば、確かにその方が説得力があると考えられるが、むしろ③の「重要性を考慮のうえ、個別質問を行う」を、「重要性を考慮のうえ、（可能な限り）速やかに個別質問を行う」としていただいたほうが、発行会社としてはありがたい。
- ・ 確かに③では、質問がある場合にはいつまでに質問をしなければならないのか、特に定められていない。ある期間連絡がなければもう質問事項はないという推定が働くのであれば、一方のルールだけあれば良いという考え方もあるが、質問事項の有無がよく分からないままの状態があったとしても、当初に約束している期限までに連絡するというルールがあっても不自然ではないのかもしれない。
- ・ 問題になるのは、実際に質問事項があるにもかかわらず、約束した期限まで質問を行わない場合であり、これを避けるために、質問事項が見つかった場合には、早めに連絡してほしいという発行会社からの意見があるが、これについては如何だろうか。証券会社としては、質問事項があると分かった場合には、いつまでに出す必要があるというルールを制定するか、それとも当初に約束している期間で実務を進めるか、どちらの考えだろうか。
- ・ 全体の流れとしては違和感ないが、一律に「可能な限り、速やかに」としてしまうと、本部会の目的である社債市場の活性化に逆行する可能性がある。審査事務がある時期に集中してしまうことにより、個別の起債対応が遅れ、むしろ発行会社に迷惑をかけてしまうのではないかと危惧している。
- ・ 例えば、しばらく社債の発行予定がない発行会社については、審査を後回しにできるように調整することで審査実務を平準化すれば、突発的な起債にも対応できる。こういった対応を可能にするため、例えば発行会社と証券会社との間で協議して決めたスケジュールどおりに進めればよいといったルールであれば、審査事務を平準化でき、起債を急がない発行会社の審査は後日とし、起債を急ぐ発行会社や、起債ウィンドウを広げたい発行会社の審査を優先的にやるといったニーズに応じた個別対応が可能になる。一律に「速やかに」とするのではなく、発行会社と証券会社と合意の下で進めるとしたほうが実務的であり、社債市場の活性化という本来の観点に立っても望ましいのではないかと考える。⑤の「柔軟に対応する」という文言を含めて、「発行会社と証券会社との合意の下に」と入れていただければ、整理できるのではないかと考える。
- ・ 御提案の内容は、例えば発行会社と証券会社の間で、必要があるときには1週間以内に、最

終的な内容については3週間以内に連絡するといった合意があったとすると、このとおり遵守すれば良いという程度のレベル感で理解している。そうであるならば、②の「概ね3週間後までを目途に」を「個別に合意された期間に」と修文することで、表現ぶりについては検討の必要があるかもしれないが、ひとまず具体的な期間を明示せずにそういった趣旨の内容に変更する。③は、「なお、」以下が原則であるので、本文で書くべきではないかという意見はそのとおりであるが、ひとまず全体の立て付けとしては、質問事項がない場合が原則となっているので、②、③の順とし、それで反対がなければ、③の「なお、」以下は残す。

- ・ 最後に、⑤は、別次元の問題について、柔軟な対応を定めたものであるもので、⑤も残す。以上により、特に強い反対の意見がなければ、修正が必要な②については、次回の会合で事務局に新たな案を御提示いただき、再度検討することとし、他の部分については本日の議論で御了承いただいたと認識したい。

(配付資料)

- ・ 財務諸表等に対する引受審査ガイドライン(案)
- ・ 「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」の一部改正について(案)

以 上