

## 「第2回 社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」議事要旨

日 時 平成 21 年 10 月 30 日 ( 金 ) 午後 4 時 ~ 5 時 40 分  
場 所 日本証券業協会 第 7 会議室  
出席者 吉野主査ほか各委員、外部有識者

### 議事概要

#### 1. 日本の社債市場の構造問題 ( 意見交換 )

事務局から、これまでの懇談会での議論等を踏まえ作成した「日本の社債市場の構造問題( 現状と問題点メモ )」について説明が行われた後、次のとおり、意見交換が行われた。

##### (1) リスクプレミアム、銀行貸出しの優位性等

- ・ 貸出のリスクプレミアムについては、日本銀行が平成 21 年 9 月に公表した「金融システムレポート」では、長期的な信用コスト率と貸出金利との関係に有意な相関がみられないことなどが指摘されている。この分析結果は、貸出金利が企業の信用リスクを反映していないことを示唆しており、効率的な資源配分の面で金融システムの重要な課題であると考えられる。
- ・ 懇談会では、「企業は、銀行から資金を低利で借りられるため、社債が発行されない」、「貸出と社債の間で裁定が働いているため、社債のリスクプレミアムが縮小している」等の意見があったが、「両方で合理的な裁定が働いているのかどうか」という問題は、重要な論点であるため、もう少し議論した方が良いのではないかと考えられる。
- ・ この論点については、貸出と社債の双方にアクセス可能な銀行と生保の投資行動がヒントと考えられるが、貸出と社債のいずれかで投資を行うかは、どのような要因で選択されているのか。例えば、貸出と社債では担保の有無や流動性の違いはあるが、情報量の格差や、コベナントの相違等による回収可能性の差異、企業との中長期的な関係等の観点から、貸出が社債よりも選択される、貸出金利が低くなるといったことはあるのか。実務的な感覚で、どのような要因が貸出と社債の選択に影響しているのか、ご教示いただきたい。
- ・ 邦銀主要大手銀行の預金超過、いわゆる預貸率については、欧米主要大手銀行と比較した場合、邦銀のほうが確かに預金超過傾向にあるが、日本の社債市場をクラウドファンディングアウ

トしている状況ではないと思われる。

- ・ 銀行は、準備預金制度等があるため預金全額を貸出・運用することはできない。国内外に保有している各国国債については、決済事務の関係で、各国の中央銀行や決済機構などへ担保として預けているものもあり、政策的に流動性を確保すべく運用している。したがって、必ずしも貸出増加が難しいため、債券を運用対象としているというわけではない。
- ・ 「貸出金利のリスク・アンド・リターンが明確ではない。」との意見については、傾向として、信用格付の低い企業に対して、レートを上げ切れていないと思われる。
- ・ 銀行としては、日本の社債市場においてリスク・リターンの構造が標準化されれば、いわゆる低格付先であるリスクの高い企業に対して、基本としてはリスク相応の高いスプレッドで貸出を行いたいと考えているが、銀行間の競争の激化や、中小企業向けに貸出基盤を増加する融資増強施策を採っていることなどから、必ずしも、融資の金利水準だけを重視して、借り手と取引することを考えていない。借り手との間で、貸し借りのみの関係だけではなく、様々な金融サービスの提供、例えば、預金取引や、外国為替取引、各種アドバイザリー業務の提供から得られる収益など、いわゆる総合採算的な観点に立って取引を行っている。したがって、顧客との間で、貸出金利水準のみを重視して取引している考えは一般的にはない。
- ・ 現在、新規に組成される銀行のシンジケーションローンの組成額は概ね 20 兆円を超えており、社債の年間発行額 10 兆円の 2 倍以上である。
- ・ 社債は、シンジケーションローンよりも流動性があると思う。その理由は、メガバンクがコンセントレーション・リスク（事業の一極集中によるリスク）を回避するため、地方銀行などに対して分散しており、結果として、日本の金融機関は、ミニメガバンクとなって信用リスクをシェアしている状況である。
- ・ 銀行によるオーバーバンキングや銀行の商慣行の問題なども挙げられるが、一番重要な点は、格付の低い企業に対して、リスクリターンを勘案したスプレッドと比べて、実際のスプレッドが低くなることであると思う。
- ・ ハイ・イールド債市場が未発達である理由については、適合性の原則の観点から、証券会社が投資家に低格付債を販売しないことや、確認書を求めるなどの慣行があること、発行会社自身が銀行と取引を好む傾向にあることが考えられる。
- ・ 間接金融と直接金融との関係については、多くの事業会社では、間接金融の方がコストが高いのではないかと。コストが高いのは、総合取引も含めたラストリゾートといった側面もあ

り、最終的には、コスト面は重要視するが、それも含めて間接金融を利用しているのが発行会社の実態ではないか。

- ・ B B B 格やB B 格にしても、銀行融資と社債のどちらのリスクプレミアムが正しいのか、様々な検証が必要であると思う。ローンマーケットの方が正しいかもしれないし、社債市場の方が正しいかもしれないが、両者に格差があることは厳然たる事実であって、借り手や発行会社からすると、経済合理性の観点からすれば、やはり銀行から借りた方が良い点があると思う。
- ・ リスクプレミアムの問題は、どのゾーンのリスクプレミアムが特に問題なのかを整理したほうがよいのではないかと。現在の議論では、B B B 格など低格付に問題があるということのようであるが、価格づけのあり方とローンか、債券かの選択を関連付けて議論するのであれば、対象となる発行体のイメージを明確にしつつ議論することが良いのではないかと。
- ・ 銀行の貸出におけるリスクプレミアムが適正な水準であれば、全般的に、日本国内の社債のспредが低いことは決して悪いことではない。そもそも、銀行システムを含めた日本におけるリスクプレミアムが妥当であるかどうか、検証する必要があるのではないかと。
- ・ 日本のC D S市場では、спредが低いものの、ボラティリティは高い。銀行が株式を保有しているため株価が下がった場合、投資家又は発行会社の立場である銀行のボラティリティが、直接社債市場に伝播される。一定の水準を超えた株価の下落があった場合は、本来の社債のファンダメンタル以上に、極端にボラティリティが高くなり、非常に投資しづらい状況となる。この点についても、一つの問題点として議論できれば良い。
- ・ 最近1年間において、メガバンクでは、アクティブにヘッジに動いていたため、世界にも類を見ないC D S市場のボラティリティがあったと思われる。ただし、日本のC D S市場を除けば、海外の市場においても社債のボラティリティは高かったと思う。
- ・ 銀行のボラティリティが直接社債市場に伝播される問題点については、社債の保有者層が多様化されれば解決できるのではないかと。
- ・ 公的保証制度が社債のспредを歪めているという指摘については、「公的保証よりは、利子補給制度にした方が、むしろリスクが適切に反映されるのではないかと。」といった意見もある。つまり、リスクが反映された表面レートを算定した上で、利子補給を行う仕組みにした方が良いのではないかとという指摘であり、その指摘についても検討できれば良い。

- ・ 銀行貸出の金利は、概ね、短期プライムレートに多少のスプレッドを上乗せして決められていると聞いているが、そのプライムレートの決め方自体に何か問題がないのか、検討できれば良い。
- ・ 公的保証制度は、ドイツや米国においても、同様の制度が存在するため、日本の保証制度の実態についても調べてみれば良い。
- ・ 米国のハイ・イールド債では、B B格以下（非適格投資）の社債について、殆どが無担保債券であるが、銀行は、B B格の社債を発行している会社に対しても、殆どが担保付きのローンで貸出しを行っている。したがって、投資家若しくは借り手の立場で見れば、社債は、無担保であるため、銀行貸出と比較して劣後している。その劣後している部分のプレミアムについては、どの程度乗せるか議論されているため、社債の流通メーカー、マーケットメーカーも存在し、投資家も存在すると思われる。
- ・ 米国では、B B B格は、カテゴリーとしては投資適格である。海外の投資家から見れば、B格やC C C格はデフォルト線上である。リーマンショック以降、マーケットがB B格に少し偏重してきたが、現在は、B格に戻ってきている。また、海外のハイ・イールド市場では、B格でも無担保債である。
- ・ 高格付社債と同様の財務内容と思われる企業においても、発行実績が少ないと思われる。社債を発行する業種や発行会社は、非常に偏っていることから、なぜ、偏っているのか分析できれば良いと思う。

## (2) 社債のデフォルトリスク

- ・ 日本において社債のデフォルトが少ないことについては、債権間の商慣行に起因すると考えられる。一部の外国人トレーダーは、「日本の銀行のローンは投資対象としない。」と言い、また、ムーディーズによれば、「銀行のローンの方が銀取約定（銀行取引約定書）の下で優位な立場にあって、日本の社債権者は、銀取約定の貸出ローンに比べて劣後しているのではないか。」と指摘している。
- ・ 欧米では、社債、C D S及び銀行ローンの値段が一致しているが、日本では、それらが全く一致していない。その理由は、銀行が債権放棄に応じることなどにより、倒産までの距離感が把握できにくくなっている。倒産若しくは相手先に問題があった場合の回収確率の点で、社債とローンとの間でどちらが優位か予測できないため、スプレッドに必要な価格形成に関

する情報に恣意性が働いて、その予測が難しいと思う。

### (3) 社債管理会社の役割及び設置

- ・ 情報の濃密度、担保の有無及びコベンツなどの点で、貸出債権に比べて社債が劣後している問題を解決するためには、社債権者の債権保全、権利保護の観点から、社債の債権としての位置付けを高めるべく、メインバンクが社債管理会社となった場合の利益相反の問題なども含めて、社債管理会社の役割及び設置について検討すれば良いと思う。
- ・ 社債管理会社の設置については、平成5年の商法改正で、投資家の保護の観点から、純資産額を基準とした社債発行限度額を撤廃する代わりに社債管理会社の設置強制が導入されたが、平成8年の適債基準の撤廃に伴い、社債管理会社の不設置債（FA債）が一般化したことから、現在は、会社法における社債管理会社の設置強制対象は限定的な状況である。個人向け社債については、社債管理会社を設置している状況であるが、社債市場全体で言えば、強制されなければ社債管理会社を設置しない方向で対応していることから、社債が発行できるかどうかは、メインバンク等が社債管理会社を引き受けるかどうかの問題ではないと思われる。
- ・ 一方で、昨今のデフォルトの事例を踏まえると、社債の集团的処理の観点から、社債管理会社を設置する方が望ましいといった意見が挙げられている。
- ・ 現在、社債管理会社になる場合は、過重な善管注意義務として、経済合理性を欠く保全回収行動まで義務が課せられており、ある程度、欧米のトラスティのように、その義務を軽減することも必要ではないか。
- ・ 利益相反の点については、社債管理会社は、フィデューシャル・デューティー（受託者責任）の観点から、投資行動について厳格に制限されるため、投資家やローンの貸し手としての立場から、どのように対応するかといった問題は全くないと考える。
- ・ 社債管理会社とプロパー債権者の立場における利益相反の未然防止については、現在、社債権者を優先させなければならず、具体的に言えば、社債権者を100%保護しなければならない。米国の信託諸法に規定されているトラスティの義務と同様に、社債とプロパー債権の双方に対する同順位での担保設定や、プロラタ（比例配分）によって債権を回収できるようにすることによって、ある程度、コベンツでの優先的な回収等について対応できるのではないかと思う。
- ・ 社債を発行しているような大手企業の場合は、銀行から一般的には無担保で融資をうけて

いる。融資の際のコベナンツ（財務制限条項）は、担保に関してはネガティブプレッジ条項が一般的だろう。したがって、銀行が融資の担保物件を取っていて会社倒産時に、社債権者に優先するといった意味でコベナンツの問題を考えるのは社債発行会社に関しては適当ではないと思う。

- ・ 銀行では、J S L A（日本ローン債権市場協会）のローンシンジケーション委員会が作った定型的なシンジケートローンの雛型の契約書を利用しており、その雛型においては、シンジケーションローンへの担保提供に関する条項が殆ど記載されていない。シンジケートローンは、無担保の形態が多く、M & Aの実行や救済融資など以外では、融資の際に担保提供がされていないケースが多い。
- ・ 特に低格付のB B B格の社債については、銀行の貸出金利と社債のスプレッドの間に格差があるため、発行会社サイドとしては、B B B格の社債を発行しづらいという問題がある。投資家からは「B B B格は危ない。最近、デフォルトも起きている。」と話を聞くこともある。したがって、低格付社債については、社債管理会社を充実させることにより投資家の信頼を高め、社債の発行の確保につながるのではないか。F A債であれば、迅速に発行できる面もあると思うが、投資家保護や信頼確保の観点から、B B B格においても社債管理会社を設置しやすくすることは意味のある対応ではないか。
- ・ 社債管理会社の設置の是非については、当社では、今年の3月から4月に社債I Rを地方で行った際、地方投資家から社債管理会社を設置していることについて評価の声があった。
- ・ 平成15年3月に旧郵政省（総務省）郵政研究所が作成した「社債市場の動向と社債投資に関する調査研究報告書」の「平成3年8月から13年12月までの公開企業の倒産処理と社債デフォルトの事例」では、社債がデフォルトに陥りそうになった場合、受託会社（銀行）が社債を買い取る慣行があったとしており、平成15年当時は、銀行が社債を買い取るという慣行はあったようだ。実際、公社債のデフォルトによる損失を投資家が負担した戦後初の事例は、1997年のヤオハン転換社債であり、次に2001年のマイカル社債のデフォルトにより、多数の個人投資家が損害を受けた。その後の約7年間、2008年のスルガコーポレーション社債のデフォルトが発生するまで日本の社債のデフォルトは発生していない。かつては、銀行が負担して社債を買い取る慣行があったのであろう。ただし、最近では、銀行は、倒産会社の社債を買い取ることが勝手にできる状況ではない。企業向け融資に関しては、企業救済や経済合理性の観点などからいわゆるデット・エクイティ・スワップとすることや、一部

債権を放棄することはあるが、一律にメインバンクが倒産会社の社債をメインバンクだからといって額面で買い取る慣行にはないと理解している。

(4) 社債の発行条件の決定プロセス等

- ・ 事務局資料に「社債のスプレッドは不特定多数の市場参加者により決定される。」とあるが、「不特定多数の参加者」とは、どの程度の規模であるか議論できれば良い。個人投資家、機関投資家及び一般法人等、様々な者の参加が一番良いと思う。しかしながら、現状、投資家サイドでは、インフラ面や情報面によって非常に格差がありスプレッドとリスクの認識も理解しづらい状態にあり、大手投資家サイドの意向が多分に社債のスプレッドに反映されていると思う。その他の市場参加者を育成するためには、インデックスの充実、情報提供・分析等が必要であると思う。
- ・ 社債のスプレッドは、例えば、500億円の社債発行があった場合、10で割ると約50人、5で割ると約100人、概算で50人から100人の参加者や投資家の数で、社債のスプレッドが決まると認識している。昨年、特定企業の普通社債の大型起債では、参加者が約1,000人であったが、それをイメージしながら、不特定多数については、大手投資家や個人投資家とのバランスを考えれば良いと思う。
- ・ 価格の決定方式については、日本では、透明性の高いブックビルディング方式で行われ、投資家や発行会社と合意形成を行いながら1週間から10日かけており、海外と比べると相当長い日数を要している。一方、海外においては、当日の朝にアナウンスをして、午後にはプライシングを行っている。つまり、日本では、透明性の高いブックビルディング方式で価格が決定されていることを踏まえた上で、銀行ローンとの比較の議論を行えば良いのではないかと。
- ・ 発行会社の立場では、引受証券会社間において競争原理が働く必要があるが、単に金利が低ければ良いという問題ではなく、市場実勢にあった適切なスプレッドであるかどうかが必要である。このような観点から、発行条件の決定プロセスは重要であると思う。

(5) CDSに関するインサイダー規制

- ・ 米国などでは、CDSの発注部署とセカンダリーで売買する部署との間で、情報の壁を設けており、インサイダーの観点からも、CDSについて議論できれば良いと思う。

## (6) 税制

- ・ 非居住者、海外投資家の社債投資の促進、保有割合を高めるには税制措置が重要である。全国銀行協会は、平成 21 年 9 月 24 日付で「平成 22 年度税制改正に関する要望」を、日本証券業協会は、平成 21 年 10 月 7 日付で同要望をそれぞれ公表しており、両協会では、非居住者が受け取る振替社債等の利子の非課税化措置を要望している。
- ・ 日本銀行の資金循環統計によれば、2008 年度末の段階で、社債の発行残高に対する海外投資家のシェアは 0.4%程度であり、一方、国債の発行残高に対する海外投資家のシェアは 7.1%にまで達している。具体的に言えば、振替国債については 1999 年度から、振替地方債については 2007 年度から、非居住者による受取利子の非課税化が導入されており、この前後で目に見える形で、海外投資家は、社債よりも国債を選好する投資行動となっている。
- ・ 社債の利子非課税化が実現すれば、例えば、2012 年度末にかけて国債並みの水準まで外国人投資家の保有比率が上昇、つまり、社債の発行残高に対する海外投資家のシェアが 7.1%まで上昇すると、2012 年度の社債の新規発行額は、ほぼ 2.2 兆円程度は押し上げられると試算できる。
- ・ 外国人投資家にとって社債投資・保有の魅力を増していくには、税金の問題を解消する必要がある。

## (7) 社債市場に関する基礎データの充実

- ・ 「『社債市場の活性化に関する懇談会』における今後の検討の方向性について(案)」では、社債市場に関する基本的な基礎データが充実していないとされているが、研究者を含め、社債の価格は入手しにくく、価格データが便利な形では分からない状況にある。また、CDS プレミアムとの比較の議論もでていたが、日本企業を対象とした CDS のシングルネームの銘柄数は、それほど多くないと思われる。多様な側面から社債の価格形成が検証できるようなデータの提供が望まれるのではないか。

## (8) 投資スタンス

- ・ 例えば、ゆうちょ銀行、あるいは年金基金などの主要な機関投資家の投資行動に対して、もう少し低格付も含めた社債投資について積極的なスタンスをとる方向でアプローチすることも大事ではないか。
- ・ 投資家には選択の自由があり、商品性、供給する商品の情報提供を行い、どの商品・社債

に投資するかについては、投資家の判断に任せるべきであると思う。

(9) 個人金融資産の預金への集中

- ・ 日本の個人金融資産は、預金に集まっているが、その理由は、銀行の信用力が高いからであると思う。銀行の預金が非常に多く、低金利で貸出を行うことができる一つの要因になっているため、根源的な論点として、なぜ預金に集まるのか、なぜ個人金融資産のバランスは悪いのか、議論できれば良い。この議論は、銀行による社債の保有割合が最も高く、海外、家計及び投資信託による社債の保有割合が低いことと同じ問題点であると思う。
- ・ 日本では、1989年から現在まで、株価が相当下がったため、預金で資産運用することが一番合理的だったかもしれない。一方、米国では、概して株価が右肩上がりであったため、株式や投資信託のパフォーマンスの方が良かった。個人金融資産の資金の流れが預金に集まる理由は、経済の波の影響があったかもしれない。

(10) 社債市場の活性化の目標

- ・ 「何をもって社債市場の活性化になるのか。」について、もう少し議論しても良いのではないか。現在の日本の社債市場は、概算で50兆円から60兆円であり、この規模を100兆円にすることを目標とするのか、あるいは、50兆円を維持し、セカンダリーでの売買を活発にさせ、いつでも投資家が売買できるマーケットを目指すのか。どちらなのか、もう少し議論してはどうか。
- ・ 仮に50兆円の社債マーケットを100兆円にする目標を立てるのであれば、日本では銀行融資の方に流れる傾向にあるため、どのように社債の魅力を高めて、直接金融市場へ導くか考えなければならない。この議論は、新しく古い議論として、従来から行われている議論であると思うが、結局のところ、間接金融市場偏重のマーケット構造は変わっていないと感じている。
- ・ もし、日本の発行会社（借り手）若しくは投資家のために、直接金融市場を更に増やしていかなければならない方向に議論がまとまるのであれば、政策などを通じて少し圧力をかけなければならないのではないかと。例えば、法的な規制で、社債発行量を増やし社債に投資した方がよいマーケットにするといった抜本的な構造まで考えなければ、社債市場は変わらないのではないかと。ただし、法的な規制が加われば、借り手や発行会社がファンディング（借り換え）がしにくくなること、プレミアムが非常に上がることで起こり得るため、

この点については慎重に議論しなければならない。「社債市場の活性化」とは、どこをゴールとするのかといった議論が必要なのではないか。

- ・ 社債の活性化の議論は、1990年代から続いている議論であるが、社債市場活性化のイメージとして、新たに社債を発行する会社を増やすのか、既に社債を発行している会社の発行量を増やすのか、流通市場での売買を増やすのかなど、どのような市場の状況が望ましいと考えるのか、具体的な目標となるような姿のイメージがある程度共有されていることが必要ではないか。
- ・ ハイ・イールド債と言われるリスクの高い社債は、何か整備したら投資家が入ってくるタイプのマーケットとは基本的に違うと思われるため、その市場の整備をターゲットにして制度を改革することは難しいのではないか。
- ・ そもそも社債は誰のためにあるのか、投資家のためにあるのか、発行会社のためにあるのかといったバランスが必要である。米国の社債マーケットは200兆円以上であり、その200兆円のうち、米国の金融機関は社債市場を通じて多額の資金調達を行っており、米国の普通社債市場の6割以上は、昨年まで、金融機関、若しくはノンバンクが占めていた。
- ・ 例えば、グーグル、マイクロソフト、コカ・コーラ等の米国で非常に活気がある産業の企業は、全く社債市場を利用していない。日本の社債市場で50兆円を借りている企業が世界で活躍しているのであれば、投資家としては、スプレッドが不足するかもしれないが、結果として日本のために良いのではないかといった議論もあるのではないか。
- ・ 融資と社債の発行残高のトータルが日本の企業の資金需要であると考えられるが、それを社債とローンでどのように分けて、日本企業が活性化するかといった観点も考慮しなければ、キャピタルマーケットとセカンダリーの関係者、証券会社と投資家中心の議論になる可能性があるのではないか。
- ・ 企業の資金調達構造は、銀行融資に依存している面が強いと思われるため、社債市場から資金調達を行い、バランスを取っていき、結果として、例えば、100兆円規模の社債市場のマーケットに大きくしていくことが重要ではないかと思う。
- ・ 仮に日本企業全体が借入れと社債調達の割合を変えていかなければ社債市場が活性化しないという議論を展開するのであれば、当然に、銀行のビジネスモデルにも関係してくる点によく留意する必要がある。

## 2. 四半期開示による起債の集中化の解消

大和証券エスエムピーシー 倉本委員から、四半期開示の現状及びルール等について、次のとおり、配付資料等に基づき報告・説明があった後、意見交換が行われた。

### 【四半期開示の現状及びルール等について】

#### (1) 金融商品取引法と引受審査上のスケジュール

- ・ 公募社債については、発行登録と有価証券届出書の発行方式があり、一般的には発行登録で発行されている。金融商品取引法（以下「金商法」という。）では、それぞれ有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書等の提出に当たっては、投資家が発行会社の状況等を詳しく知るための効力発生の停止期間が設けられている。発行会社が新たに社債を発行する際、証券会社は、十分な開示ができていないかどうか等をチェックするために引受審査を行っている。
- ・ 一般的に、引受証券会社では、有価証券報告書若しくは四半期報告書の審査資料を受け取ってから、発行会社に共通質問を行いその回答を受け取った後追加質問を1週間かけてまとめて行っている。これに対して、発行会社では、1週間程度で追加質問への回答を行うことになる。その間（約2週間）は、引受証券会社としては、開示等のチェックが十分できず引き受けができないことから、社債の発行ができないことになる。
- ・ 社債の発行を急いでいる発行会社の場合には、概ね1週間で引受審査を行うこともある。また、証券会社では、提出前の有価証券報告書のコピー等を受け取って実質的な引受審査を行い、後で有価証券報告書で確認するなど、引受審査を早めに終了させるなどの個別の対応も行っている。

#### (2) 引受審査の位置づけ

- ・ 社債の募集に当たっては、有価証券報告書が提出され募集の届出が行われるが、金商法では、その届出者、つまり発行登録書の作成者は、虚偽の届出があれば責任を負い、引受証券会社は、使用する目論見書に不実記載があれば責任を負う。日本証券業協会は「有価証券の引受等に関する規則」を定め、証券会社は、この規則に基づき引受審査に関する社内規則を整備、引受に当たって一定の項目をチェックするとともに、原則としてコンフォートレターを受け取ることとなっている。

#### (3) 開示スケジュールのズレと監査

- ・ 四半期報告制度の導入に伴い、2008年度からは、年4回、有価証券報告書及び四半期報告書を提出することとなった。3月決算の会社が多いため、第1クォーターの四半期報告書又は四半期決算短信の発表が行われるのは7月であり、6月末に第1クォーターの決算があれば、7月末に四半期決算短信の発表があり、8月初旬に四半期報告書が提出される。概ね、このような開示が3カ月毎に発生する日程が一般的である。
- ・ 社債の発行額から見れば、必ずしも、2007年度が多くて、2008年度、2009年度と減っているわけではないが、社債の発行は、7月～8月、あるいは10月～11月、1月～2月において、若干制約を受ける期間となっている。
- ・ 四半期の引受審査は、年度の引受審査に比べて簡易であり質問数も少ないため、実際には1週間+1週間の2週間よりは、もう少し短い期間で引受審査が行われている。

#### (4) 四半期報告制度により生じている課題

- ・ 半期報告書から四半期報告書の提出となって、社債の発行額が減っているかと言えば、必ずしも減っていないことから、社債の発行を阻害しているとはまでは言えないのではないかと。ただし、引受証券会社の実感としては、起債が集中化していて、その時期は特に忙しく、起債の集中化は確かに見られる。
- ・ 発行会社及び引受審査を行う証券会社では、当然、四半期報告制度の導入により作業量は増える。また、従来の半期報告書の提出の実務では、11月中旬に中間決算短信の発表を行い、12月中旬に半期報告書を提出していた。この間、1カ月余りの期間があったため、この間を利用して発行する事例もあったが、四半期報告書の場合は、四半期決算短信の発表から四半期報告書が提出されるまでは、1週間から10日程度であるため、実質的に、この間の発行は難しい状況である。
- ・ 年度決算も四半期決算も同じであるが、監査法人によっては、四半期報告書若しくは年間の有価証券報告書が提出されるまでの間コンフォートされないため、引受証券会社は、コンフォートレターを受領できないこともある。
- ・ 引受証券会社の立場としては、数字の面で十分なチェックができていないのか、あるいは、例えば会計基準の連結範囲の相違や引当金の処理方法に問題があるのではないかなど会計士と発行会社の間には大きな齟齬があるのではないかと非常に心配になる。コンフォートレターを受領できない中で、四半期決算短信の発表と四半期報告書、あるいは決算短信の発表と有価証券報告書の間は、少し不安な時期である。

(5) 四半期開示及びその引受審査は必要か

- ・ 四半期報告書は、株式を念頭に置いており、企業の業績動向は、タイムリーなリスク情報で、重要な情報である。そうであれば、エクイティとは別に、デット・エクイティとしての開示方法はあるのだろうか。また、投資家サイドの立場では、四半期報告書の確認を行わず、十分なチェックができるのかと言えば、結論としては、やはり四半期開示は必要である。今後、社債市場の拡大を目指すのであれば、投資家も十分なデータが必要となり、四半期開示は重要であると思われる。
- ・ 四半期開示に基づく引受審査については、発行時の開示書類に記載すべき重要事項は網羅できているかといった点を中心に引受審査が行われている。現在でも、リスク情報の開示などについて十分な開示を行っていない発行会社もある。そういった面でも、投資家サイドにとってのチェックは、やはり必要ではないか。また、金商法に基づく損害賠償請求の懸念もあり、引受審査に当たっては、やはり一定のチェックを行わなければ、引受けられないことは十分あるだろう。
- ・ したがって、四半期報告書が提出されて、それが発行開示として追補書類に掲載される、あるいは参照される状況において、四半期報告書をチェックしないことはないと思う。そうすれば、四半期報告書もあって引受審査もある現在の制度は、必要であると思う。

(6) その他の問題

- ・ 投資家サイドから見れば、発行登録書が取り下げられた場合は、追補書類も閲覧できなくなる問題もある。また、有価証券報告書では、社債の財務上の特約などの開示が任意となっており、借入金の財務特約の開示が必ずしも行われていない状況は投資家にとっては不便であると考えられる。
- ・ 引受責任の面については、米国の証券取引法では、虚偽の目論見書の使用者責任について、会計士などの専門家を信じて使用した部分について免責されている。一方で、日本の金商法では、引受証券会社に対して目論見書全体の責任が掛かってくる。したがって、「公認会計士を信用した部分については免責」という内容に法律が変われば、引受審査の簡素化の可能性も出てくるのではないかと。

(7) 最後に

- ・ 結論としては、四半期開示及び引受審査は必要であると考えている。発行会社による迅速な決算資料の作成や、監査法人による迅速な監査が行われことは必要であり、証券取引所規

則で行われている四半期決算短信の発表と四半期報告書の提出の間にはタイムラグが生じているが、可能な限りタイムラグが生じないように、早めに対応することも必要である。また、引受証券会社から、つまらない多くの質問が行われていると批判を受けるが、そのようなことがないように迅速な引受審査を行うことも必要であり、発行会社の決算月を3月から変更することも一つの方法である。こういった細かい積み重ねで、四半期開示による起債の集中、あるいは障害となっている問題を解消するしかないのではないかと考えている。

#### 【意見交換】

- ・ 決算数値等に間違いがないかといった観点からコンフォートの要請であれば、四半期報告書が提出されるまでの間は、公認会計士の立場で言えば、「何もコメントができない。」ことは、当然であると思う。
- ・ 「照合だけのコンフォートであっても、決算発表と報告書提出の間のコンフォートはしない監査法人もある。」といった点については、四半期について、監査法人のレビュー結果の結論の表明とするのであれば、難しい部分があることを理解していただきたい。
- ・ 決算短信の発表以降、会社法監査が終了していれば大きな数字の変更はないということから、コンフォートを行う監査法人もある。一方、金商法上の監査が終了しなければ、コンフォートできないとする監査法人もある。
- ・ コンフォートできない監査法人では、有価証券報告書など最終バージョンが提出されないとコンフォートされない。引受証券会社としては、可能であれば、会社法監査が終わっている段階や、監査法人における監査がある程度進み大きな数値等の変更がない段階でコンフォートいただければ、大変有り難い。
- ・ 会社法監査であれば、年度末のケースであると思われるが、監査法人がコンフォートするかどうかは、ケース・バイ・ケースである。もちろん、作業の進行状況等によっても違う部分があるのではないかと。
- ・ コンフォートレターを発行できないかどうかは、監査法人として発行しないファームがあるといった指摘であるのか。
- ・ 多くの監査法人では、品質管理のチェック後でなければ、コンフォートレターは発行できないとのことであるが、明確に会社法監査が終わっていればコンフォートレターを出せる監

査法人もある。

- ・ 発行会社サイドから、四半期決算短信の発表から四半期報告書の提出までの間、社債を発行できない批判があった。外国の場合は、恐らく決算発表の段階においてアン・オーディット（未監査）であると思うが、四半期決算発表の段階から四半期報告書の提出までの間において、何か発行される事例はあるのか。
- ・ 社債発行について、マーケットでは、四半期決算短信の発表、ローンチ（社債発行の対外公表）、四半期報告書の提出、払込・クロージングの流れの中で、いわゆる「またぎ」と呼ばれているローンチからクロージングの間に、四半期報告書を提出する重要なイベントがあるため、現状では市場慣行上、四半期決算短信の発表から四半期報告書提出までの間（通常約2週間）は、社債発行を避ける実務となっている。
- ・ 法定開示書類である「四半期報告書」と取引所の適時開示書類である「四半期決算短信」では、若干、性格が異なるかもしれないが、事実上、四半期決算短信においては、相当重要な情報が開示されている。四半期決算短信の発表から四半期報告書の提出までの間に、財務情報等において大きな修正等が生じた場合、その修正に伴う投資家からのレピュテーションリスクについては、基本的に発行会社の自己責任の問題であると考えている。
- ・ したがって、旧半期報告書制度においては、中間決算短信発表後の半期報告書提出前に、いわゆる「またぎ」で社債を発行する事例もあり、開示の基本精神に鑑みれば、四半期報告書の提出を挟む社債の発行は、発行会社の自己責任として理解していただきたい。つまり、重要なイベント（四半期報告書提出）があるにもかかわらず、社債を発行し何らかの問題があった場合は、次の発行を検討しても、その発行会社は淘汰されると考えられる。明確なルールがない状況下、市場慣行として社債を発行できないことについては、是非とも見直していただきたい。
- ・ 金商法では、証券会社は、引受審査において「相当な注意」を払うことが求められており、発行会社としても投資家保護の観点から「相当な注意」が重要なことであると理解している。四半期開示制度の下での引受審査において、「相当な注意」を払うとは、どのような考え方であろうか。
- ・ 新しい四半期開示制度の下では、監査法人による監査において、有価証券報告書提出時に監査報告書、四半期報告書提出時に四半期レビュー報告書が提出され、社債発行時に、経営者確認書に基づく公認会計士の確認によるコンフォートレターが提出されている。このように現状の監査では、公認会計士による確認に濃淡がついている。今後、社債市場が活性化さ

れ、起債が増えた場合、証券会社が現状の引受審査の方法を続けるのは、実務的に相当厳しいのではないかと考えられる。

- ・ このようなことを踏まえれば、四半期開示制度の中で、一番重要な位置付けである有価証券報告書の引受審査を最も適切に行い、これを前提として、四半期報告書提出時については、ある程度、引受審査に濃淡をつけていただきたい。四半期報告書は、適正な内部統制が行われている監査法人を含めた適正な機関によって確認されており、全体的な品質管理体制の中で作成されたことをもって、「相当な注意」が払われていると理解できるのではないかと。
- ・ 具体的に言えば、四半期報告書は監査法人のレビューを受けて提出されており、そのレビューが適切であるかどうかについては、公認会計士協会によって監査法人の品質管理体制が確認されているため、これらを重要視することは可能ではないか。職業専門家である公認会計士によって、適切な体制の下に監査されていることが「相当な注意」に該当するのではないかと考える。

また、新しい四半期開示制度の下では、四半期報告書と併せて、代表者による確認書の提出が義務付けられており、経営者の責任をもって作成していることが明確化されていることをもって、「相当な注意」が払われていると理解できるのではないかと。

- ・ いずれにしても、これらの要素で「相当な注意」が払われていると言えないのであれば、例えば、過去に訂正報告書を複数回提出した会社や、訂正内容が著しく影響を与えた会社など、過去の発行会社の開示状況を踏まえて判断していただきたい。

以上のとおり、全般的に四半期開示における引受審査のあり方を検討していただきたい。

### 3. その他

第3回ワーキング・グループを11月16日(月)に開催する。

(配付資料)

- ・ 日本の社債市場の構造問題(現状と問題点メモ)
- ・ 社債発行における四半期開示について
- ・ 「社債市場の活性化に関する懇談会」における今後の検討の方向性について(案)

以上