



—レポート—

第1部会報告「証券会社の引受審査の見直し等の検討状況とそのポイントについて」

野村証券 引受審査部 次長 **村上 そびゆ**

本年7月30日、日本証券業協会の「社債市場の活性化に関する懇談会」より、「社債市場の活性化に向けた取組み」として報告がなされた。「証券会社の引受審査の見直し等」をテーマとして掲げた第1部会では、野村修也・中央大学法科大学院教授を部会長に迎え、発行体、機関投資家、監査法人、学識経験者、銀行、証券会社を構成メンバーに、金融庁、東京証券取引所、経済産業省をオブザーバーとして検討が進められた。

本稿では、同部会報告書及び議事における検討の概要を紹介する。

なお、意見の部分については筆者の私見であり、筆者の所属する組織としての意見ではないことをあらかじめお断りしておきたい。

—〈目次〉—

- I. 検討の経緯と成果
- II. 検討内容のポイント
- III. 今後の課題

■ I. 検討の経緯と成果

1. 引受審査の見直しの目的

社債市場を活性化するために見直しが必要な課題の一つとして、発行体としての使い勝手のよさ、市場競争力を考える上で、引受審査がボトルネックとなっている、あるいは将来社債発行が増加していく際にボトルネックになりかねないという指摘を受けた。社債の引受審査は、金融商品取引法（以下「金商法」）第17条や第21条において投資家保護の観点から元引受証券会社（注1）に求められている「相当な注意」義務を果たすために行われる業務であるが、その慎重な対応が過剰なコンプライアンスコストにつながっていないか、点検を行った。

証券会社の引受審査は銀行による融資審査とは異なり、投資家が開示情報に基づき自己責任にて投資判断できるように情報の非対称

性^(注2)を解消することに主眼を置く。そこで、市場仲介者として開示内容の品質確保を図るために発行体にかけている負担をチェックし、投資家にとって効果がさほど期待されないものについては、簡素化・合理化する。

2. 引受審査の見直しの成果

引受審査の見直しの結果、機動性を制約していた市場慣行を廃し、発行ウィンドウを狭めていた審査期間を短縮して、発行登録制度(金商法第23条の3～第23条の12)^(注3)の機動性をより一層発揮することが可能となる弾力的な体制とする。また、継続開示書類^(注4)の提出時に行う引受審査において、形式的に陥りやすい確認事項を、発行体の個別事情に対応しやすい参考モデルとして整備するとともに、発行体に準備していただく資料の範囲も見直し、投資判断に影響が大きい事項へ審査の重点を配分できるようにする。

財務諸表等^(注5)に対する引受審査については、元引受証券会社の立場から投資家保護の効果が発揮できる手続きにする。

■ II. 検討内容のポイント

1. 社債の引受審査体制の合理化

発行登録制度を利用して社債発行する場合、発行時の審査負担を軽減し、機動的な発行を確保する観点から、引受けを予定する証券会社は、発行体から継続開示書類が提出されるつど、発行体に対して確認を行うとともに、社内での情報収集や分析などの引受審査

を行っているが、発行体への質問が形式的、一律的になりがちで、その対応が煩雑であるという指摘もあった。また、四半期報告書制度の導入に応じて年4回の審査体制となったが、審査対応をする負担と比較し、投資家にどれだけの効果をもたらすのか疑問も持たれた。そのため、以下の5点について見直し・確認を行い、「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」^(注6)をとりまとめた。

(1) 審査内容の重点

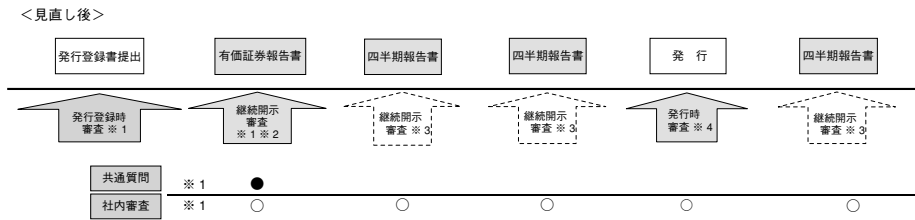
引受審査に当たっては、発行体、監査人による財務諸表等の品質確保が十分になされているということを前提として、社債投資家の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示(将来キャッシュフローの創出力に影響のある事項の分析及び開示)に係る審査に重点を置いた確認を行う。

財務諸表等に対する引受審査は、発行体の外部から財務諸表等を分析する立場に立って、疑わしい事象がないかどうかという点に留意し、疑わしい事象を発見した場合には発行体や監査人から追加情報を収集し検討を深めることにする。

(2) 每期確認する事項の参考モデルの提示

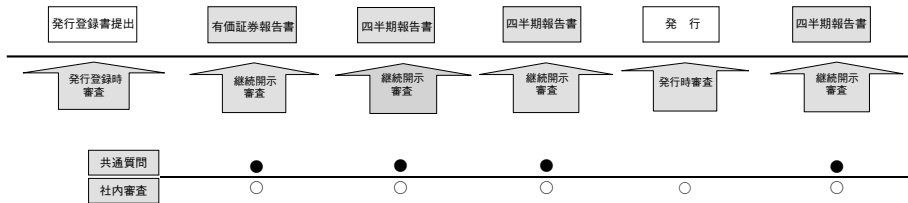
継続開示書類に係る引受審査を効率よく進めるため、每期確認する事項を共通質問事項として事前にとりまとめ、発行体に回答の作成を依頼している。ところが、発行体の個別事情に応じた調整が不十分で、形式的・一律的な確認になっているとの指摘があった。そ

証券会社による発行登録制度の下での基本的な社債の引受審査の枠組み



- ※1 社債の投資判断に影響が大きいと考えられる元利金支払能力及びリスクファクターの開示に係る審査に重点を置いた確認を行う。
- ※2 「共通質問事項」（参考モデル）に基づき発行登録会社ごとに策定した「共通質問事項」や、特定事項に対する「追加質問事項」により発行登録会社等に確認を行う。
- ※3 社内審査により新たな重要な課題を認識した場合、発行登録会社等に確認し、課題を共有する。
- ※4 発行時審査に当たっては、継続開示審査で認識した重要な課題の解決状況、「有価証券の引受け等に関する規則」第18条等に定める適格性、調達資金の使途及び企業内容等の適切な開示等の事項に重点を置き発行登録会社等に確認を行う。

<従来>



ここで、各発行体の実態に合ったものに見直すため「共通質問事項（参考モデル）」をとりまとめ、今後も必要に応じて見直していく。

(3) 四半期報告書に対する審査体制の

見直し

発行登録書の参照書類（注7）となる継続開示書類に対して、同質の審査手続きを採ってきた。しかしながら、四半期報告書にて更新される投資情報は限定的で、通期の状況を見通す進捗情報が中心に開示される。元利金支払能力に重大な影響を及ぼす情報が開示されるケースは多くない実情を踏まえ、引受けに当たっての考え方や方針を整理するのは有価証券報告書提出時にまとめて行うことが合理的で、四半期報告書提出時にはその基本方針に影響を与える事項の確認や、引受けに当た

っての留意点への取組み状況を確認する位置付けに見直した。これにより、四半期報告書提出時には社内において、四半期報告書、発行体のプレスリリース、格付情報その他公開情報を中心に審査を行い、年4回の引受審査に対応していた発行体負担が大幅に軽減されるとともに、発行時に弾力的に対応することで発行ウインドウが広がる。

(4) 審査資料の見直し

引受審査の内容の見直しに連動して、引受審査資料として発行体から受け入れる範囲を見直した。発行体がEDINETや自社ウェブ上で投資家や株主に向けて開示している情報を有効に活用する。

(5) 「マタギ」のある発行日程への対応

社債の発行登録追補書類等の提出から払込

期日までに決算短信や四半期決算短信（以下「短信等」）又は有価証券報告書や四半期報告書（以下「有価証券報告書等」）の提出があった場合、情報更新による投資家の投資判断への影響を懸念し、いわゆる「マタギ」による社債発行として、社債発行を避ける市場慣行があった。

有価証券報告書等の提出を跨ぐ社債発行では、社債を頻繁に発行し、財務信用度が高い発行体による機関投資家向け社債発行においては支障がないことを確認した。財務信用度が相対的に低い発行体や個人向け社債の発行においては、「業績悪化不在証明書」^(注8)による確認など必要な措置を図っていく。短信等の提出を跨ぐ社債発行では、重要な事実が初めて明らかにされる可能性について留意する。

2. 財務諸表等に対する引受審査のあり方

(1) 基本的な考え方

元引受証券会社による財務諸表等に対する引受審査のあり方について、我が国での学説の研究や、米国市場の証券規制・判例等も参考に、以下のとおり考え方を整理するとともに、「財務諸表等に対する引受審査ガイドライン」^(注9)をとりまとめた。同ガイドラインは、社債の引受審査を想定して検討・策定されたものであるが、基本的な考え方は、有価証券の引受審査全体に適用されうるものであると確認された。ただし、財務諸表等への信頼性に係る前提条件が異なる発行体（新規公開案件など）に対する引受審査は対象外となる。

(2) 財務諸表等の虚偽記載等に関する金商法上の民事責任

① 元引受証券会社は、有価証券届出書（発行登録追補書類を含む）のうち、監査人による監査証明を受けた財務諸表等に重要な事項の虚偽記載又は重要な事項・事実の記載欠如があった場合、金商法第21条第1項第4号に基づく損害賠償責任を負う可能性があるほか、目論見書等を使用して有価証券を取得させた者として、金商法第17条に基づく同責任を負う可能性がある。

② これらの規定は、元引受証券会社に財務諸表等の正確性に関するゲートキーパーとしての機能を果たさせるために有益なものであると評価されている一方、元引受証券会社が果たすべき「相当な注意」（金商法第17条ただし書）の意義がやや不明確な状況にあるため、元引受証券会社の引受審査が過度に保守的なものとなっているという指摘もある。

(3) 「相当な注意」について

元引受証券会社は、発行体の外部から財務諸表等を分析する立場で引受審査を行うものであり、監査人の監査と同様の行為を再度行うことが「相当な注意」として要求されているわけではないと考えられる。このため、元引受証券会社は、専門家である監査人による監査証明を信頼することの適切性を疑わしめるような事象の有無に主眼を置いて、検討することが合理的かつ実務的と考えられる。

3. コンフォートレターに係る課題の整理

(1) 整理する上での観点

日本証券業協会及び日本公認会計士協会において、コンフォートレター（注10）の取扱いについて、投資家への開示の正確性・信頼性の確保、発行体の負担の軽減、発行の機動性の確保や、公認会計士の実務上の対応の可否といった観点から、実務上の課題の洗い出し・整理を行い、対応について意見交換が行われている。

(2) 取組み中の課題

元引受証券会社から監査人宛て質問の事例集の作成など具体的な対応策の検討、とりまとめが期待されている。ゲートキーパーとして期待される各関係者がそれぞれの責任を果たしながら、協働関係を築くことが、投資家保護につながると認識しているが、効果に比してコンプライアンスコストが過大になることのないように留意している。

III. 今後の課題

「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」は「非常に多くの発行会社から、証券会社の引受審査のプロセスの簡素化による発行会社の事務作業が軽減されたと評価する意見をいただいで」（注11）おり、一定の成果をあげている。投資家保護の役割を果たしながら機動的な発行に弾力的に審査対応するように、今回策定された各ガイドラインが実効性を持つように

尽力し、必要に応じて見直しをしていきたい。

また、財務信用度の低い発行体に対する引受審査は、相当な注意を払う基本姿勢としては変わることではないものの、リスクの発現の確度が大きく高まることになるので、デフォルトを現実的な問題として捉えた手続きと開示が求められる。コベナンツや社債管理会社など他の部会で検討がなされている課題と合わせて、投資家のニーズに応えた有価証券を市場に供給できるように検討を続けたい。

最後に、証券会社関係者だけで業務見直し議論を行うのではなく、多くの関係者に集まっていただいて議論が積み重ねられたことに対し、関係各位に感謝申し上げたい。

（注1） 有価証券の募集又は売出しに係る元引受契約を締結した証券会社。

（注2） 発行体の保有する情報と投資家が保有する情報とに大きな格差があること。

（注3） 発行登録制度では、発行登録を行った有価証券の募集・売出しについては、有価証券届出書を提出する必要はなく、個別の発行価額等の総額や発行条件等を記載した発行登録追補書類を提出すれば、当該有価証券を取得させ、又は売り付けることができる。

（注4） 有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、それらの訂正報告書など流通開示において発行体が作成し提出する書類の総称。

（注5） 募集又は売出しに係る有価証券届出書のうち、公認会計士又は監査法人による監査証明を受けた財務計算に関する書類に係る部分。

（注6） 日本証券業協会が2011年5月25日に制定。

（注7） 有価証券届出書あるいは発行登録追補書類の一部をなすものとして、参照するように指定された継続開示書類。

(注8) 経営者が、イ. 未監査の開示情報の正確性、ロ. 監査又はレビューにおける監査人との重要な見解の相違等の有無、ハ. 重要な内部情報（訴訟の被提起等）の有無について表明することが考えられる。

(注9) 日本証券業協会が2012年5月9日に制定。

(注10) 元引受証券会社の引受審査に当たり、有価証券の募集等に係る有価証券届出書等に記載される財務情報の正確性、当該財務情報の事後の変動に係る調査等を行うため、監査人に作成を依頼する発行体に関する調査報告。日本公認会計士協会・日本証券業協会の「『監査人から引受事務幹事会社への書簡』要綱」、および日本公認会計士協会の実務指針「監査・保証実務委員会報告第68号「監査人から引受事務幹事会社への書簡について」」に基づき作成される。

(注11) 第10回「社債市場の活性化に関する懇談会」(2012年4月4日開催) 議事要旨より。

[参考文献]

- 日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」
- ・「社債市場の活性化に向けて」(2010年6月22日)
 - ・「社債市場の活性化に向けた取組み」(2012年7月30日)
 - ・その他、第1部会議事録・各種資料

