

## II. 資本市場インフラ編

# 4. コンフォートレターの現状と課題

アジア資本市場協議会・日本資本市場協議会

我が国におけるコンフォートレターについては、本文で詳しく説明されるように、関係者間の立場・主張が拮抗する中で、海外からみれば特異な状況が現出し、かつ、コンフォートレターの存在意義まで問われる状況になっている。

本論考は、この憂慮すべき状況を受けて、今後の前向きな方向への議論の進展に少しでも資するべく、主として円滑な資金調達を必要とする我が国発行体企業の視点から、発行体以外の複数の市場関係者の立場も念頭に置きつつ、現状のコンフォートレターの問題に関連する事項について、その歴史的な背景や経緯等も含めて網羅的に記述したものである。

本論考が、いささかなりとも、我が国資本市場の発展の阻害要因の解消と、更なる我が国資本市場の振興のための一助となることを願うものである。

なお、本論考の取りまとめにあたっては、日本資本市場協議会のメンバー・オブザーバーの方々他、各方面の市場実務家および専門家の方々の協力と助言を得たことを申し添える。

はじめに——証券発行体である我が国発行体企業と日本市場にとっての『コンフォートレターに関する問題』とは何か？

### (1) 海外市場における我が国発行体企業の証券発行に係る慣行の変容

例えば、我が国発行体企業が、社債発行を機動的に行うための仕組みである「ユーロMTN（ミディアムターム・ノート）プログラム」を設定したりその年次更新を行っ

たりするとき、あるいは単独の外債（ユーロ債を含む）を発行する時、又は株式等の公募・売出し時等に、コンフォートレターという名の書簡を監査人から引受証券会社及び発行会社に提出する実務慣行が定着しているが、最近その慣行に異変が生じている。

引受証券会社は、「Due Diligence（デュー・ディリジェンス）」と呼ばれる発行会社への調査を行い、その一環として、発行会社の財務諸表監査を行っている監査人からコンフォートレターを取得する。このコンフォートレターは、有価証券届出書や海外オファリング（MTNプログラムを含むが、それに限らない）の目論見書に記載された財務情報等の妥当性等を確かめ、その後の変動を把握するため、監査人に依頼して、通常発行体企業の費用負担で、特定の項目について見解を述べ、さらに目論見書等における財務報告について「Negative Assurance（ネガティブアシュアランス）と呼ばれる消極的保証」を付けてもらうのがその一般的な内容であった。

しかし、国際監査法人の本邦事務所（多くの日本の監査法人）では、対応がここ数年急に保守的・限定的になり、我が国発行体企業の多くに対してネガティブアシュアランスが与えられないなど、内容が以前に比べて著しく貧しくなっている。

【この問題は、ユーロ市場のみの問題ではなく、またMTNプログラムのみならず

Equity/Debtいずれの発行においても問題となりうるものであり、むしろ、一般的にはEquityにおける引受審査の方がより厳しいため、将来、我が国企業のEquityグローバル・オファリング等において、阻害要因となりうる可能性もなしとしない】

(2) 国内証券発行に際しての引受審査に係る慣行の変容

なお、上記の問題は、ユーロ市場だけではなく、日本の国内市場でも、我が国発行体企業に関して、同様の問題が惹起してきている。すなわち、我が国発行体企業からすると、内外市場ともに、これまで一般に定着した手続き・慣行でオファリングを行うことができなくなってきたという問題である。

しかし、ユーロ市場でも米国市場でも、海外の市場で一般に行われているコンフォートレターの慣行では、これまでDue Diligenceプロセスを適切に行なった結果としてネガティブアシュアランスを付すのは当然であった。「このAssuranceが無ければコンフォートレターと呼ばない」というくらい重要な部分である。その慣行が、日本の発行体については無くなってしまっている。

実際問題、海外の会社がユーロ市場等で海外オファリングを行う際には、今でもネガティブアシュアランスが当たり前のように付くが、日本企業については、海外や日本国内でオファリングを行う際に、ネガティブアシュアランスが付かなくなってきた。この点について、日本企業の起債のあり方の特殊性と、それに表象された日本市場の特異性、そして市場参加者の投資家軽視の姿勢を示すものとして、海外（証券会社の業界団体等）から批判が高まっている。

ただし、監査法人の立場からは異なる観点が存在するのであり、その意見にも十分

耳を傾ける必要があると考えられる。

いずれにせよ、我が国発行体企業の起債市場について、安心できない特異な市場であるという印象を対外的に与えることは、我が国市場関係者の立場からも避けなければならない。

なお、コンフォートレターの問題を今後検討するに際しては、我が国の市場関係者としては、以下のポイントに沿って、さらに論点を整理し明確化する必要があると考えられる。

1. まず、コンフォートレターの問題は、ユーロMTN等海外オファリングに際してのみ問題となりうるのか、あるいは、国内市場案件を含む引受審査ルールの在り方自体及び投資家保護への姿勢についての問題も含めて議論すべき問題なのか、というポイントである。

すなわち、我が国の公認会計士協会の現在のルールは、おそらく平成17（2005）年のAICPA（米国公認会計士協会）のWhite Paper IIの当初の議論を反映したものが成案となったものと思われる。具体的には、AICPAが、内部統制の質や財務の状況・業績動向に関する議論への関与を差し控えるなど、発行時のDue Diligenceへの関与を大幅に縮小する草案を関係業界に示した（White Paper II）ことと同様の趣旨である。

ところが、米国においては、AICPAのWhite Paper IIの提示に対する米国市場関係者の反応は、日本とは異なり極めて厳しいものであった。The Bond Market Association, Securities Industry Association（ともに当時；両協会は統合し、現在はSecurities Industry and Financial Markets Association）は連名でSEC他に手紙を送り、AICPAのWhite Paper IIの anti-investor direction とAICPAがDue Diligenceプロセスへの関与をやめようとしていることについて、投資家保護を阻害するものであり、SECはこの動きを押しとどめるべきとした。その結果、結局、上記の2つのAssociationとAICPAは連名で、

(1)草案は撤回、(2)今後この問題を検討するについては投資家や発行体・規制当局の参加が望ましいこと、(3)当面の実務対応は個別監査法人の自主性に任せる、という合意内容が発表されたのであった。(詳しくは本文5. 参照)つまり、それぞれの議論の過程で、米国では、「監査法人のDue Diligenceからの事実上の撤退」について、証券業界が強く拒否し、SECがそれを押しとどめる方向に動いたが、日本では、引受証券会社側が受諾し、それによって特異な状況が出現したという、そのことを問題とするかどうかという点である。

2. また、いま一つのポイントは、上記の明確化と併せて意思統一が必要な点として、公認会計士協会が問題としている、「日本国内におけるDue Diligenceプロセスを、保証を付すのに相応しい水準まで改善するために、発行体サイド、あるいは証券会社に協力意思があるか否か」という点である。この部分が、おそらく、かなり米国やユーロ市場等の海外実務と異なる点であり、その実施に向けては、作業負荷、費用負担等も問題となるであろう。しかし、今後、その問題は避けて通ることはできないとも考えられる。

## 1. コンフォートレターの役割

### 1. コンフォートレターの必要性

発行体企業が資本市場で資金調達をする際には、内外市場共通の一般的な慣行として、通常、Due Diligenceプロセスの適切な実施とその反映としてのコンフォートレターが必要となっていた。しかし、日本市場の慣行としては、海外市場とは若干異なった慣行の発達の仕方を見せていた。

現在、日本市場では、金融商品取引法第17条、21条において、

「証券会社は、元引受を行う金融商品取引業者あるいは目論見書使用者として、虚偽記載を知らず、かつ相当な注意を用いたにもかかわらず

知らず知ることができなかつたことを証明できなければ、虚偽記載のある目論見書又は有価証券届出書（以下、「届出書等」という）について、発行体と共に損害賠償の責任を負わなければならない」

とされており、コンフォートレターは、証券会社が「相当な注意」を用いたことを担保するものの一つとして位置付けられている。

そこで、「相当の注意」を払ったことを担保するものとして、財務の専門家であり発行体により近い立場にもある監査人による確認を得るコンフォートレターの存在が重要となる。

現状、コンフォートレターは、引受証券会社が行うDue Diligenceプロセスの十分性を担保する手続きの一つとして、世界的に、資本市場の実務慣行として定着してきている（ただし、コンフォートレターだけで十分という訳ではない）。しかしながら、この慣行は、監査法人にとっては、過度の負担と感じている問題でもある。

コンフォートレター発祥の地である米国では、コンフォートレターは法的根拠があるものではなく、日本においても、米国やユーロ市場等、海外でオフERINGを行う際に受領するリーガル・オピニオンと同様、受領すること自体、法定のものとしては定められていない。つまり、我が国においてもまた、市場の慣行・慣習として、長い時間をかけて定着してきたものなのである。

（なお、リーガル・オピニオンについては、海外でオフERINGを行う際には受領することが定着しているが、国内の証券発行案件で受領することはまれであり、この点は、投資家保護の観点から、我が国においても受領することが望ましいとの見解も存在する）

ただ、「慣習上定着した」ということは、それだけで業者間の自主規制のルールとしての効果を持つことになる。

すなわち、引受証券会社が実務慣行として定着しているコンフォートレターを受領せず、届出書等の開示書類に虚偽記載があって投資家に損害が生じた場合には、引受証券会社は、通常行うべき十分なDue Diligenceプロセスを行っていなかったということで、損害賠償責任が発生するおそれが高いことになる。

しかし、我が国の国内市場における引受審査は、かつては証券会社によりレベルに差があったため、これを同等のレベルにし、もって投資家等に迷惑がかかるのを避けることを趣旨として、平成19(2007)年5月に証券業協会の規則が改正(同7月施行)された(「有価証券の引受け等に関する規則」)。

それにより、引受けの際にはコンフォートレターを受領することが明示され、コンフォートレターの取得を引受証券会社による「適切な引受審査」の構成要素として明確に位置付けた(ただし、同規則は海外オフERINGには直接の適用はない)。

なお、これは証券業協会の規則(自主ルール)であるため、証券業界のメンバーである証券会社を拘束するものであり、違反した場合、証券会社は処分されるが、発行体を法的に何ら拘束するものではない。

## 2. 日本市場においてコンフォートレターが担保していた内容

(以下の3点:海外もその基本は同様) [ただし、必ずしも引受会社側の要求に沿った内容を得られるとは限らないのが実状(特に下記(2)及び(3)については、要求に比して限定的となるケースもある)]

### (1) 届出書等に記載されている監査済財務諸表に関する信頼性

有価証券報告書(有報)等の開示書類の提出日現在から資金調達時までの間に、監査済財務諸表について訂正すべき事項が発生しているか否かの調査内容。

### (2) 届出書等に記載されている非監査項目の信頼性

- 届出書等における監査人の監査対象は、有報等と同様に財務諸表のみである一方、届出書等には財務諸表以外にも多数の会計上の数値・金額(生産、販売、仕入の状況等)が記載されており、そうした監査対象以外の数値・金額について、監査人に調査を依頼する。
- 具体的には、有効な内部統制の管理下にある会計記録と、届出書等に記載されている数値・金額を突合し、一致していることを確認する過程を踏む。

### (3) 事後変動内容の確認

直近(資金調達が行われる日)までの間にB/S、P/Lの勘定科目が前期末現在もしくは前年同期間と比べて悪化していないかどうかについて、調査を依頼する。

日本では、この部分については、従来から売上高、当期純利益及び純資産額の3つしか調査対象とならないケース(これが従来からの我が国の慣行であるが、そもそもネガティブアシュアランス[消極的保証:下記参照]を行うための調査手続自体が不十分であったとの指摘も、公認会計士協会関係者からなされている)が多い。

また、公認会計士協会が監査委員会報告を改正した平成12年(詳細は、後述「II. 平成12(2000)年から平成19(2007)年にかけて行われた改正内容」参照)以降は、ネガティブアシュアランスを与えられないことが圧倒的に多くなった。

これに対して、海外の発行体では、通常、かなり広範囲にわたるB/S勘定科目、P/L勘定科目を監査人に調査してもらい、しかもネガティブアシュアランスが付されることが一般的である。

なお、最近では、海外オフERINGでも、日本の発行体については、調査項目が限定的となり、かつ、ネガティブアシュアランスを得られないケースが多くなってきている。

## 【ネガティブアシュアランス（消極的保証）について】

コンフォートレターの作成過程における調査は、正式な会計監査手続ではなく、監査人はコンフォートレターで、監査報告書のように「適正に表示している」などの意見を述べることはできない。このため、従来、コンフォートレターでは、「特定の調査手続を実施したところ、△△と信じさせるような事実は認められなかった、あるいは、□□という事实在存在するとは認識できなかった」などと記載するにとどまり、それをもって、一般に「消極的保証（negative assurance）」と呼ばれている。

## Ⅱ. 平成12（2000）年から平成19（2007）年にかけて行われた改正内容

### 1. コンフォートレターの変遷

(1) コンフォートレターは、日本では（証券会社や監査人主導ではなく）旧大蔵省主導で、昭和50（1975）年に（行政指導として）導入され、引受証券会社は、引受けの際には必ずコンフォートレターを受領することとされた。これを受けて、同年、公認会計士協会と証券業協会との合意の下に「**「監査人から事務幹事証券会社への書簡」要綱**」が制定された。

同要綱は、今でもコンフォートレター関連手続きのベースとして位置付けられており、公認会計士協会は同要綱に基づき、具体的な手続き等を定めた「**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、「**監査委員会報告**」という）を制定している。

(2) 当初は、事後変動内容の確認は、エクイティ調達にのみ選択的適用となっていたが、その後変遷しながら、公募債調達の場合も確認手続きを行うという、今日の形に至っている。

### 2. 公認会計士協会の監査委員会報告の改正（平成12（2000年）年5月）のポイント

「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い」（平成11（1999）年2月19日・企業会計審議会）の公表を受けて、企業内容等の開示に関する省令が改正され、同年4月に旧大蔵省が「**企業内容等開示ガイドライン**」を制定したことに伴い、公認会計士協会にてコンフォートレターにおける記載内容、記載方法等について再検討を行い、**監査委員会報告**にあるコンフォートレターの文例の見直しが行われた。

また、「**昨今（2000年時点）、監査人を取り巻く環境が厳しさを増していること**」から、コンフォートレターに関する監査人の責任、保証のあり方等についても検討し、監査委員会報告の改正に織り込まれた。

主な改正内容は下記の4点である。

#### (1) コンフォートレターに「保証を付与する条件」の設定

事後変動に関して、「事後変動の調査対象となる特定の財務項目の基礎となる月次（連結）財務諸表の金額が、事業年度決算と同一の会計処理の原則及び手続に準拠し、すべての決算整理事項について実質的に同一の方法により算出されていること」及び「事後変動を把握するための対象となる期間が9ヶ月を超えないこと」が必要とされ、これらの2つの条件を満たした場合にのみ消極的保証を付与することができることとした。

そして、これらの条件を満たさない場合、実施した手続とその各々の手続の結果を記述するにとどめることとした。

#### (2) 財務諸表以外の財務情報の調査結果に対する保証の禁止

届出書等に記載されている財務諸表以外の財務情報のうち、事務幹事証券会社から依頼される調査事項については、監査対象の会計記録に関係していない事項を調査事項としてはならないこととされた。

また、財務諸表以外の財務情報に対して実施した調査結果の記載にあたっては、「〇〇については、××と照合した結果、両者はいずれも合致した。」あるいは「〇〇については、関連数値に基づいて計算突合を行った結果、誤りはなかった。」など、調査により判明した事実のみを記載し、消極的保証を付してはならないこととされた。

### (3) 重要な後発事象の記載の廃止

従来コンフォートレターに記載されていた「届出書等に記載されている監査報告書又は中間監査報告書の日付の翌日以降打切日までの間の重要な後発事象」については、記述しないこととされた。

### (4) コンフォートレターに関する経営者確認書の入手の義務化

事後変動等に係る発行体の責任者への質問とそれに対する回答について、発行体と監査人との間で相互に誤解がないことを確認するため、また、新規証券の発行等における発行体の責任を明確にするため、コンフォートレターに記載した事項について発行体の代表取締役から、コンフォートレターの日付と同一日付の経営者確認書を入手することとされた。

## 3. 公認会計士協会の監査委員会報告の改正 (平成18(2006)年9月)のポイント

平成16(2004)年11月に企業会計審議会より公表された「財務情報等に係る保証業務の概念的枠組みに関する意見書」において示されている保証業務のあり方に基づき、コンフォートレターの作成業務の位置付けを明らかにするとともに、「昨今、監査人の監査の厳格化、明確化が求められていること」を踏まえ、平成18(2006)年から19(2007)年にかけての、証券業協会と公認会計士協会間の長期にわたる議論の末、**監査委員会報告及び要綱が改正された。**

監査委員会報告は18年9月に改正され、その後19年4月に、2者連名方式による要綱も改正された。

本来要綱の下に位置付けられるべき監査委員

会報告が先に改正され、後にベースとなるべき要綱が改正された経緯は、監査委員会報告の改正要望が公認会計士協会から証券業協会に対して行われ、両者で議論される中で、「監査委員会報告を大きく改正するのであれば要綱も改正する必要がある」との結論に至ったことよるとされる。

以下の(1)から(4)が主な改正内容であるが、下記(3)の、保証を示唆する文言を全廃したことが最大の特徴である。

### (1) 監査人交代時に前任監査人の監査期間をコンフォート対象とすることの禁止

監査人交代時に、財務諸表は前任監査人によるものしかないという状態が発生することがあり得るが、本改正により、こうした場合にはその時期を対象としたコンフォートレターの作成自体が禁止されたため、後任の監査人が最初の監査報告書を書くまで（又はRe-auditしない限り）、会社は社債や株式の公募発行が困難となっている[ただし、全く不可能ということではない]という弊害が生じている。

ただし、米国で通常に行われているAUP(Agreed Upon Procedures)レターについては、従来日本には具体的根拠がなかったが、今回の改正で公認会計士協会は監査人交代によりコンフォートレターが作成されない場合に、AUPレターを容認することとした。(→「なお、後任監査人が、本報告で定める書簡ではなく、後任監査人の監査の対象期間に係る特定の財務項目に関して、事務幹事証券会社及び発行会社との間で合意された手続きに基づき発見した事項のみを報告する業務を行うことは妨げない。」(監査委員会報告 第6条より一部抜粋))

コンフォートレターは、引受証券会社や発行体が調査希望項目を監査人に伝え、監査人は当該項目を調査する上で最も有効と思われる手続きを考え、自らの手続きに責任を持ち、調査結果についても責任を持つのが本来の趣旨とするところである。

一方、AUPレターは、引受証券会社や発行体が調査手続きを監査人に依頼し、監査人が当該

手続きにつき合意した場合に、その合意した手続きに基づき調査してその結果を報告するものである。

従って、AUPレターについては、監査人は調査手続きの妥当性については責任を持たず、調査結果についてのみ責任を持つことになる。

### (2) 業務契約書締結の奨励

この改正により、コンフォートレターを作成するための業務契約を、ユーロ市場における慣行にならない、事務幹事証券会社、発行会社、監査人の3者間で締結することが奨励された。

すなわち、ユーロ市場を中心とする海外でのオフリングにおいては、3者間で契約を締結するアレンジメントレターと呼ばれる業務契約書が作成されるが、今回日本に導入されたコンフォートレター作成業務契約書は、このアレンジメントレターと形式的には同様のものである。

また、ユーロ市場においては、債券のオフリングについてのフォーム（雛形）のみが後述のように業界内で合意され、エクイティについては、当初は引受サイドでは同様のフォームでの締結を拒否していたが、昨今では似たようなフォームの締結が要請されることが一般的になりつつある。

なお、米国におけるオフリングにおいて適用される後述のSAS No.72には、そもそもアレンジメントレターの規定はない。それは、業務契約には、賠償額の限定等ではなくても何らかの責任限定を必然的に含む恐れがあり、それはDue Diligenceプロセスの観点からは問題と考えられている、一すなわち、監査人がしっかり確認を行うプレッシャーを弱めることにつながる—と考えられているからである。

### (3) コンフォートレターにおける「保証の全廃」

従来、監査人はコンフォートレターに消極的保証を付けていたが、前述のとおり平成12(2000)年の監査委員会報告の改正で「消極的保証を付す条件」が設定された結果、多くのケースで消極的保証が出されなくなり、さらに今回(平成18(2006)年)の改正においては、監査人が引受証券会社に消極的「保証」を付すことさ

え不適切とされ、保証を示唆する文言がすべて削除されることとなった。

また、内部統制管理下でない財務諸表、すなわち、監査人が内部統制下にあつて有効であると認識した財務諸表以外は、コンフォートの対象としないこととした。

なお、公認会計士協会は、消極的「保証」(保証を示唆する文言)を全廃した理由について、「コンフォートレターは企業会計審議会が公表した「財務情報等に係る保証業務の概念的枠組みに関する意見書」(平成16年11月29日)にある保証業務の定義に合致せず、現実にも時間的な制約から、監査手続はもちろん保証に必要なレビューを実施することは無理」であることを挙げている。

この消極的保証について付言すると、今回改正された監査委員会報告は、改正前に比して、監査法人にとってさらに保守的ないし限定的な内容となっており、たとえば、改正前の監査委員会報告に記載されていた「当該変動金額に重要な影響を及ぼさない事項について、年度決算と実質的に同一の方法によって算出されていない場合であっても、当該変動金額に対して消極的保証を付すことができる」との記載や、「年度決算と実質的に同一の方法によって算出するように発行会社に協力を要請する必要がある」との記載は削除されている。

また、監査委員会報告には、以前も今現在も明示的に「日本国外での新規発行証券の発行等については、本報告は適用しない」と記載されている。

それにも関わらず、ここ数年来、監査法人は、消極的保証(を基本的に付与しないこと)について、海外オフリングについても同様の条件を課し、よって消極的保証の付与を拒否するようになったのではないかと推測される。

この点、日本国内の新たな慣行と、ユーロ市場等海外の一般的な慣行との間に、齟齬が生ずることとなったといえよう。

#### (4) 証券会社による質問への慎重な対応

Due Diligenceプロセスにおいて、証券会社から監査人に提出される会計上の個別問題や監査手続きに関する質問に対して、個別的な保証にならないよう慎重な回答を監査人に要請している。

この要請を受けて、現在の監査人からの回答は個別具体性が失われており、従来に比して十分なDue Diligenceを行うことができなくなっている。

また、この点に関し、口頭による回答は、原則として発行体責任者の同席ある場合のみとされたため、監査人単独の場合に比して忌憚のないコメントが期待しにくい状況になった。

#### 4. 公認会計士協会と証券業協会との連名による要綱の改正（平成19（2007）年4月）のポイント

(1) 公認会計士協会のガイドラインである監査委員会報告が先に改正されたため、業務が円滑に実施されることを趣旨として、監査委員会報告の内容を追認する形で要綱が改正された。

(2) 今回の改正で、新たにコンフォートレター作成業務契約書の雛形が提示された。なお、本雛形の第10条において、監査人の損害賠償責任額にCap（上限）を設定しているが、この点は今回の改正において、「公認会計士協会として譲れない」とされた点である。これは、海外からの批判を浴びることとなり、後々問題を残すこととなった（後述「Ⅲ. コンフォートレターの課題 5. 海外との関係における課題」参照）。

### Ⅲ. コンフォートレターの課題

#### 1. 業務契約書締結手続き上の課題

今回、国内の手続きに関して、主要な監査法人と証券会社が議論の末、ギリギリの線でお互いが譲り合った結果として、今回の業務契約書の雛形が出来上がったため、本雛形に対して不

満を持つ監査法人も存在するようである。

このため、実際の業務契約書締結の段階において、本雛形に修正を加える監査法人もあるようで、証券会社側でそれに対応する必要がある結果、契約締結に時間がかかることがあるとの指摘がある。

また、公募による調達資金の払込日直前まで意見の一致を見ない（勧誘開始（目論見書の当初交付時）までに解決すべき事項であり、ルール違反といえる）こともあるようで、発行体にも事務負担が発生し、円滑な資金調達を阻害する要因となっているとの指摘もある。

監査法人側でも、基本的に本雛形に沿って契約を締結する方向になってきているようであるが、そうした対応をとらない監査法人も依然として存在するといわれている。

このように、この雛型の内容自体、ユーロ市場で一般に使われているICMAフォーマット（詳細は後述「5. 海外との関係における課題」参照）と異なり、日本だけの特殊な部分がある上に、その雛型に対しても、より限定的な方向へと修正が加わることがある。

ただし、この点は、証券会社にとっても問題であるとともに、同時に監査法人にとっても譲れない問題である、との面があると考えられる。

#### 2. コンフォートレター作成手続上の課題

監査済み財務諸表について、訂正すべき事項の発生の有無に関し、従来監査人は「監査報告書の日付現在の状況において訂正を要する事項は判明していない」などの形によりネガティブアシュアランスを付けていたが、現在は、従来と同様の手続きを踏んでいるにも関わらず、コンフォートレターには発行体の財務担当役員等への質問の回答結果しか書かなくなってきた。また、財務諸表以外の財務情報については、「会社の会計帳簿等との突合せの結果、両者は合致した」とのみ記される。

さらに、事後変動内容の確認については、売上高、当期純利益及び純資産額が前年同期ないし直近決算日に比べて「減少していると信じさ



せるような事実は認められなかった」との記述が許されるが、この「総括的手続結果」と呼ばれる記述が許されるのは、前述の平成12年5月における監査委員会報告の改正で設定された「消極的保証を付す条件」を満たした場合、すなわち、月次決算が年度決算と同一の方法で作成され、かつ、直近決算日から調査打切日までの期間が9ヶ月を超えない場合、に限られてしまう。

月次決算を減損会計等が適用される年度決算と同一の方法で作成している日本の企業は現状ほとんど存在しないため、総括的手続結果の記載が許されるケースは極めてまれであることから、圧倒的に多くの場合、売上高等が「減少していないとの回答を会社の役員から得た」との文言になることになる。

コンフォートレターがこうした文言となっているのは世界中で日本だけであり、コンフォートレターの本来的役割を果たしているか、疑問が残るところとなっている。

証券業界には、「会社側が財務情報は正しい」といっていることを確認するだけなら、わざわざ監査法人に調査を依頼する必要もない。日本のコンフォートレターは、世界に例をみないほど保守的なものとなってしまった」、また、「日本の監査法人から与えられた「安心 (comfort)」の水準では、適切な引受審査の基礎とすることもできない」との見解も存在する。

しかし、一方で、監査法人側には、もともと我が国のコンフォートレターの慣行は、十分な手続きに則って行われてきたものではなく、いわば、監査法人側がリスクを取ってネガティブアシュアランスを与えてきたという側面もあり、我が国においても、資本市場関連の法改正などを経て、監査法人自身をリスクから守ることも重要なテーマとなってきていることから、監査法人としてできることの限界を明示するためのやむを得ない対応である、との見解も存在する。

(なお、監査法人が保守的になる理由としては、やはりその法的責任の問題に尽きると考えられる→金融商品取引法第21条第1項3号、第2項2号により、届出書等について記載が虚偽であり又は欠けているものを虚偽でなく又は欠けていないものとして証明した公認会計士又は監査法人は、当該有価証券を募集又は売出しに応じて取得した者に対し、そのことにより生じた損害を賠償する責めに任ぜられることとなる)

### 【米国におけるコンフォートレター及びネガティブアシュアランスについて】

米国におけるコンフォートレターの取扱いは、AICPA (American Institute of Certified Public Accountants: 米国公認会計士協会) の「Statements on Auditing Standards (SAS) No.72」をもとにして、PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board: 米国公開企業会計監視委員会) の「Interim Auditing Standards AU Section 634 "Letters for Underwriters and Certain Other Requesting Parties"」に規定されている。

オファリングに関してコンフォートレターが出されるケースは、1933年証券法に基づき米国SECに登録届出書が提出される場合と提出を要しない等の場合の2つに分けられ、それぞれの場合でコンフォートレターのフォーマットが異なることとなる。

すなわち、登録届出書が提出される場合は、標準的なコンフォートレターの内容をもつフォーマット(上述「Interim Auditing Standards」のAppendixのExample A)が適用されるが、海外オファリング、あるいはSEC規則144Aに基づく適格機関投資家向け私募など登録届出書の提出を要しない場合には、証券会社等がRepresentation Letterを会計士に提出して要求した場合にコンフォートレター(同Example Pが適用)が出されることとなる。

また、Representation Letterが提出されない場合にはコンフォートレターは作成されず、そ

の場合、会計士はコンフォートレター以外のレター（同 Example Q が適用）を作成することはできるものの、ネガティブアシュアランスを出すことはできない。

なお、我が国発行体企業が、1933年米国証券法ルール144Aの米国私募を含む株式のグローバル・オファリングを行うことがある。米国私募については SAS No.72 に従ってコンフォートレターが作成されるが、本来この規定の適用がないはずのユーロ市場でのコンフォートレターについて、SAS No.72 の規定を会計士から持ち出され、議論が紛糾したことがあるとの声も聞かれる。

次に、ネガティブアシュアランスについては、先の Interim Auditing Standardsに規定されており、米国SEC登録会社の米国内オファリングについてはこの規定が適用される。また、監査財務諸表の期末、または SAS No.100 に基づく interim review（四半期レビュー）対象期間末から135日を経過した場合にはネガティブアシュアランスは出せない「135日ルール」などの規定もある。

具体的なネガティブアシュアランスの文例としては、先の「Example A」において、"Nothing came to our attention as a result of the foregoing procedures, however, that caused us to believe that ...." との文言が入ることとなる。

その一方で、ネガティブアシュアランスがない場合には上記文言は入らず、「Example Q」では、"(we have) inquired of certain officials of the company who have responsibility for financial and accounting matters whether ...." と質問し、"Those officials stated that ...." とその回答を述べるのみとなり、会計士の意見は記述されないこととなる。

上述のように、米国SEC登録会社（上場会社）が米国内で募集する場合には、Example A によりネガティブアシュアランスのついたコンフォートレターが出されることとなる。

その一方で、日本の上場会社が日本国内で募集する際にネガティブアシュアランスのついたコンフォートレターが出されることはほとんどないのであり、この点は、日本市場の特異性が現れており問題がある、との見解も存在する。

### 3. Due Diligenceプロセス上の課題

これまで見てきたような変化を受けて、日本では証券会社から監査人への質問に対する監査人からの回答に個別具体性が無くなってきており（どのような質問に対しても「一般に公正妥当な監査手続きに基づき監査している」、「監査法人は財務諸表全体について監査を行っており、個別の勘定項目に関する質問には回答できない」等の回答）、Due Diligence手続きの十分性、あるいはそもそもの意義が失われつつある。

日本の監査法人がネガティブアシュアランスの要件を絞り始めたのは、バブル経済崩壊後の金融機関の相次ぐ破綻を一つの契機として会計ビッグバンが行われた平成12（2000）年頃からとされるが、日本では前記の平成18（2006）年9月における監査委員会報告改正を機に、保証を示唆する記載が全廃され、従来の実務が止まってしまった。

これに対し、エンロン事件やワールドコム事件の起こった米国では、コンフォートレターが劣化することにはならなかった。（ワールドコムの社債発行に関する集団訴訟で引受証券会社のDue Diligence責任を論じた平成16（2004）年の判決では、コンフォートレターの位置付けが重要な論点の一つとなっている。時期的にも、後述する平成17（2005）年秋の米国の監査法人（公認会計士協会）のDue Diligenceプロセスからの撤退問題が惹起した時期と一致している。）

その理由としては、原則としてネガティブアシュアランスなしのコンフォートレターでオファリングを行うとDue Diligenceの抗弁があるとは考えられず、従って、そのようなコンフォートレターなしでのオファリングを引受けないという米国証券引受業界の統一的なスタンスがあり、また、間接的には投資家保護のため

にコンフォートレターの劣化を防ぐ方向での当局 (SEC) のサポートもあったと思われる。

ちなみに、米国のワールドコム事件に係る判決においては、証券会社が免責される前提として、「財務諸表に対して十分なDue Diligenceプロセスを行っていること」が挙げられ、「疑義のある会計処理を見抜けなかった証券会社にも責任がある」、また、「会計処理に疑義があれば、証券会社はその判断に応じた対応を行うべきである」との判決が出されている。

こうした解釈は、同様の問題が日本で起きた場合にも適用されることが予想される中、Due Diligenceプロセス中の質問において、「紋切り型の具体性の無い回答」しか得られないことは、個別具体的な会計処理・財務諸表作成過程・監査手続等の妥当性に関する確認の機会をも乏しくするため、証券会社にとって、潜在的なリスク要因となるとの見解も存在する。

#### **【Due Diligenceプロセスの充実とコンフォートレター受領の時期の問題】**

日本国内発行に関するコンフォートレター（事後変動を含むもの）については、受渡日（クロージング日）の前日にしか受領できないようになっていたため、（投資家からそれ以降申込みを受付ける）プライシングの段階では、事後変動部分についての確認が得られないこととなっている。

この問題は従来からのことではあるが、投資家保護のためのDue Diligenceプロセスを充実させるという観点からは、プライシング前においてもコンフォートレターによる事後変動の確認が得られた方が良く、海外発行においてはプライシング前（引受契約締結前）にも事後変動を含めたコンフォートレターを受領するのが慣行となっているので、制度の根本的見直しとして、（特に発行登録によらない届出書提出案件については）コンフォートレターのプライシング時における受領も、検討されるべきであろう。

#### **4. コンフォートレター作成に係る費用負担上の課題**

コンフォートレターは、引受証券会社はその引受責任の一つとして実施するDue Diligenceのプロセスが適切に行なわれたことを示す資料として利用されることを目的として作成され、その作成に係る費用は、通常、発行体が負担している。

今回の業務契約書の雛形において、コンフォートレター作成業務に係る報酬及び経費の詳細については、「発行会社、事務幹事証券会社及び受託者（監査人）の間で別途協議することができる」とされているものの、実態としては、依然として発行体が作成に係る費用全てを負担している。

また、監査人の中には、証券会社が費用負担することについて、監査人と証券会社との利益相反行為になる恐れ等があり、その調査に時間を要するため、発行体に発行までのタイムリミットがある中で、実質的に証券会社にも費用負担してもらうことは不可能、としているところもある。

こうしたことから、コンフォートレターの作成による受益者や費用負担のあり方について、3者間で今後議論を深めていくことが必要であろう。

#### **5. 海外との関係における課題**

以上のような日本国内におけるコンフォートレターの質の低下が、今や我が国発行体企業の海外における資金調達活動にまで悪影響を及ぼし始めている。これは、我が国市場関係者全体および我が国の起債市場の本質的なあり方にかかわる問題として、早急に解決を要する課題である。

ユーロ債の発行市場に関して見れば、1980年代から90年代にかけ、5大監査法人、引受業者及び弁護士といった主要市場参加者が、10数年にわたって議論・交渉を重ね、ICMA (International Capital Market Association) フォーマットというコンフォートレター及びア

レンジメントレターの雛形が導入された。現在のユーロ市場における起債に際しては、この雛形を元に調整・合意のうえレターが作成されている。

しかし、そもそもは、アレンジメントレターなしで監査法人はネガティブアシュアランスを付与していたにもかかわらず、アレンジメントレターがなければネガティブアシュアランスが付与されなくなり、さらに、そこに、今回の日本国内でのコンフォートレター作成手続見直しの動きにつられ、海外の起債においてもネガティブアシュアランスが付与されなくなってきたことに対して、海外の証券会社の業界団体等からも批判が高まっている。

海外の監査法人は、当然ながら、実質的なDue Diligenceプロセスを経たうえでネガティブアシュアランスを付与するのであり、この保証こそがコンフォートレターの意義・役割そのものと言える程重要な部分である。

また、事後変動内容の確認項目について、海外では、B/S勘定科目、P/L勘定科目について、かなり幅広い事後変動の調査を監査法人に要求するが、日本では前述のとおり、従来から売上高、当期純利益及び純資産額の3項目のみとなるケースが多く（ネガティブアシュアランスが付されないだけでなく、これらの項目ですらカバーされないケースもある）、元々劣っていたコンフォートレターの質（およびそれに表象される我が国市場の投資家保護の水準についてのイメージ）がさらに劣後することとなった。

さらに、海外から批判を受けているいま一つの点としては、業務契約書における監査法人の損害賠償責任額に上限（Cap）を設けることとしている（国内オフリングに関しては、総括的手続結果を付す場合には、重過失があっても故意がない限りかかる責任額の上限が適用されることを意図していると思われる）ことがある。

ユーロ市場における一般の慣行としては、損害賠償責任額について、未だCapを設けておらず、いざという時には裁判で争うことがコンセンサスとなっているのである。

このように、日本における手続きを念頭に、監査法人が、ユーロ市場における我が国発行体企業の起債において、上記ICMAフォーマットを使用しているとしつつ、実際には、自らに有利あるいは中立な部分は採用する一方、不利な点については削除、改変しようとする現状があるとの声も聞かれる。これが海外の合弁企業等の起債にも影響を及ぼしかねないと見られていることも、海外からの批判を高めている原因の一つと思われる。

また、監査委員会報告におけるネガティブアシュアランスを付す条件について、国外発行には適用しないと明示しているにも関わらず、実質的に国外発行にも同様の条件が適用されていることも、その原因の一つにあると思われる。

我が国発行体企業の海外での資金調達の際にも、「日本国内限定のはずのルール」が実質的に適用されるという、我が国市場関係者の間の特殊な現実は、発行体、日系引受業者のみならず、発行地の現地の引受業者や弁護士といった主要な市場参加者に追加費用負担を及ぼしかねない。

また、世界中の資本市場に共通で標準的なルールや慣行からかけ離れているという我が国の特殊性・ローカル性、そして我が国市場は投資家保護の水準が低いというイメージを際立たせることとなり、日本の資本市場におけるDue Diligenceプロセスをはじめとする市場実務の質的後退・劣化が批判される結果となっているとの指摘もなされている。

これらの変化は、日本の市場関係者全般に対する海外からの批判の対象ともなっており、ひいては海外発行における我が国発行体企業の開示の信頼性を損ない、円滑な資金調達の妨げとなる懸念もなしとしない。

なお、米国でも、ここ数年来、コンフォートレターの取扱いをめぐる、監査業界と証券関係者との間で激しい論争がある。平成17（2005）年の秋にAICPAは、内部統制の質や財務の状況・業績動向に関する議論への関与を差し控えるなど、発行時のDue Diligenceプロセ

スへの関与を大幅に縮小する草案を関係業界に示した（White Paper II）。

これに対する米国市場関係者の反応は、日本とは異なり、極めて厳しいものであった。

The Bond Market Association, Securities Industry Association（ともに当時；両協会は統合し、現在はSecurities Industry and Financial Markets Association<sup>42)</sup>）は連名でSEC他に手紙<sup>43)</sup>を送り、AICPAのWhite Paper IIの anti-investor direction とAICPAがDue Diligenceプロセスへの関与をやめようとしていることについて、投資家保護を阻害するものであり、SECはこの動きを押しとどめるべきとした。<sup>44)</sup>

その結果、結局、上記の2つのAssociationとAICPAは、2005年10月28日に、連名で、(1)草案は撤回、(2)今後この問題を検討するについては投資家や発行体・規制当局の参加が望ましいこと、(3)当面の実務対応は個別監査法人の自主性に任せる、という合意内容を発表した。

つまり、それぞれの議論の過程で、米国では、「監査法人のDue Diligenceプロセスからの事実上の撤退」について、証券業界が強く拒否し、SECがそれを押しとどめる方向に動いたのである。

なお、その議論の際に、証券業界側が挙げたポイントは以下のとおりであった。

#### Policy Points:

- The integrity, reliability, and efficiency of the due-diligence process are key components of investor protection. SIA believes White Paper II jeopardizes the interests of investors, directors, and issuers by potentially weakening financial disclosure.
- The AICPA has excluded from the decision-making process the very group

affected the most ? retail and institutional investors ? as well as other essential groups, such as issuers and their directors.

- The AICPA has no legal authority to regulate auditor conduct. Under the Sarbanes Oxley Act, that authority rests exclusively with the Public Company Accounting Oversight Board under the supervision of the Securities and Exchange Commission.
- White Paper II fails to take into account that auditor's participation in the due-diligence process is undertaken at the request and with the consent of the issuer and agreement by the auditor.

上記で明らかのように、米国での議論は一応振出しに戻った形だが、それ以降も、AICPAは、例えば平成19（2007）年2月には不動産ローンのDue Diligenceに対するコンフォートレターの発行を差し控えるべきとの見解を示すなど、監査業務以外の業務への関与で過度のリスクをとることは避けるべきとの立場を維持している。

（（参考）平成17（2005）年3月2日付のCREDIT SUISSE FIRST BOSTON社の日本語版レポートに掲載されている「コンフォートレターで安心はできない」には、米国では、監査法人からのコンフォートレターが入手できない、あるいは内容が薄くなったために、引受証券会社の調査負担が重くなり、発行の滞留・延期が相次ぎ、市場環境は良好にも関わらず社債発行が低水準に止まった、と記されている。）

なお、日本の公認会計士協会の現在のルールは、おそらくAICPAのWhite paper IIの議論を完全に反映したものが成案となったものと思

42 [http://www.sifma.org/legislative/securities/auditors\\_role.html](http://www.sifma.org/legislative/securities/auditors_role.html)

43 [http://www.sifma.org/regulatory/comment\\_letters/comment\\_letter\\_archives/8594.pdf](http://www.sifma.org/regulatory/comment_letters/comment_letter_archives/8594.pdf)

44 <http://corplawcenter.bna.com/pic2/clb.nsf/id/BNAP-6H6PLF?OpenDocument>

われる。

つまり、米国と日本の違いは、米国では証券業界が拒否した「監査法人のDue Diligenceプロセスからの事実上の撤退」を、日本では他の市場関係者との議論が十分に行われないうまま、引受証券会社側が受諾した点にあるともいえるかもしれない。

なお、米国では、そこに至るまでの証券業界とAICPA間の議論にSECが非公式に介入し、資本市場を有効に機能させるため、Due Diligenceプロセスからの撤退を目論むAICPAに対し、それを押しとどめようとするSECの働きかけが行なわれたといわれている。

また、ユーロ市場においても同様の議論が証券業界と会計士業界間に持ち込まれたが、そこに英国FSAが関与して「監査法人のDue Diligenceからの事実上の撤退」を阻止し、こうした動きはシンガポールなどでも踏襲されていたものと思われる。

そしてその結果、監査法人のDue Diligenceプロセスへの関与について、日本と香港<sup>45・46</sup>だけが世界標準とは異なる形になったと考えられる。

このように、欧米で、ある段階において、行政ないし公的な規制権限を有する主体が民間の議論に関与した背景には、コンフォートレターに係る問題について、「コンフォートレターの作成は、会計士の本来業務・必須業務として位置付けられてはいないため、発行体、引受証券会社、監査法人の3者間で議論を行う際に、作成を依頼する立場にある発行体、引受証券会社と、受託者である監査法人が、同じ立場で議論に臨むことは難しく、従って、かかる場合には、投資家保護と資本市場の本来的な機能発揮・維持の観点から、公的な機関が介入することが適当であり、許される」という規制機関としての判断があったものと思われる。

このため、日本においても、我が国の資本市場の機能を、世界標準と少なくとも同等のものとすべく、行政が何らかの形でこの問題に、より積極的に関与していくことが望まれよう。

また、米国では、コンフォートレターを作成する前提として、前述のように、発行体のコスト負担についての納得を得たうえで、幅広く十分な調査を実施しているとされるが、日本の場合には、調査自体が不十分な事例が極めて多く、もともと監査法人が行う手続きが保証を付する水準にあったとは到底考えられないという認識が、公認会計士協会の判断の背景にはあるようである。この点についても、発行体をはじめ市場関係者による、より深い理解と共通認識が必要と思われる。

上述のように、引受審査において、日本の監査法人は、ここ数年、急速に保守化してきているように見えるが、これは、前述の日本の特殊性のもとで、結果として我が国の引受証券会社とリスク回避競争を行わざるを得ず、やむを得ず、共に異なる方向にオーバーシュートしている面もあるのではないかとと思われる。

日本は、形式主義の中で、対応できることをやっつけこうというルール・ベースのアプローチであり、実際、監査委員会報告等でルールを厳格に定め、それを厳格に運用している（同報告の違反者に対しては、公認会計士協会が懲戒処分を下しうる）。

これに対し、ユーロ市場等の海外市場では、ルールを実効あるものにするために、プリンシプルベースを採り、ディール毎に発行体、引受及び主幹事証券会社、さらに必要により監査法人、法律事務所も交え、徹底的にDue Diligenceプロセスを行い、その結果を受けて、コン

45 <http://www.ifr.com/includes/magazine/PRINT.asp?ISS=21019&PUBID=33&SID=600879>

46 [http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news\\_id=fto022820061327299008](http://us.ft.com/ftgateway/superpage.ft?news_id=fto022820061327299008)

フォートの作成が行われる。

また、このように、ベストを尽くした結果として出てくるコンフォートレターは、案件により内容は異なるが、監査法人が保守的になる流れの中でも、その内容は従来とほとんど劣後していないと指摘されている。

恐らくそのような手続きが、市場参加者の共通の認識の下、原則プリンシプルベースのアプローチで行われ続けているからこそ、訴訟にも耐え得るものとなると考えられる。

日本では、市場関係者全体に、すぐに杓子定規に規則化する特殊なルール・ベースのアプローチであるため、オーバーシュートした時に、今回のように問題化してしまうのであり、その結果、オーバーシュートした日本のコンフォートレターとそれを使う日本の市場だけが、非常にローカルなものとして世界からみなされてしまったともいえる。

また、日本の特殊性は、「すぐに杓子定規に規則化する特殊なルール・ベース」という点もさることながら、市場関係者の職業意識として、Due Diligenceプロセスにどこまで踏み込み、どの程度の協力と対価を発行体に求めるかが不明確のままにされる点（つまりプリンシプルの設定と、市場維持のコストと効果、およびコスト負担主体のあり方についての、必要な議論の欠落）にもあるように思われる。

従って、発行体企業としても、今後、この問題の解決に、当事者の一人として積極的に関わっていく必要があると思われる。

コンフォートレター自体は、投資家に直接配布されるものではなく、直接的には万一の場合に引受証券会社を訴訟からプロテクトするためのものであるため、その意味でこの問題は一般にはなじみの薄い技術的な問題としてとらえられがちであろう。

しかし、究極的には、投資家に販売されるべき我が国発行体企業の発行する証券の本質的な開示資料の正確性と信頼性を担保するものとし

て、投資家保護に資するものであり、そのような役割を担うべきDue Diligenceプロセスとその結果を示すコンフォートレターに関して、我が国の監査法人が極めて限定的な表明しか行っていないという、この極めて特殊な現状は、我が国の国策ともいえるべき、金融資本市場の国際化・グローバル化と、市場と市場参加者の国際競争力の強化を進める上でも、弊害となりかねないものと考えられる。また、現在検討が進められている対内投資の促進の観点からも、阻害要因の一つとなるものと考えられる。

コンフォートレターの問題は、決して監査法人と引受会社（及び発行会社）との間の、民間の市場参加者の間だけにある問題ではない。それは、投資家保護と、資金調達者にとっての調達コスト削減と資本市場の流動性の増大、そして金融サービス業の競争力の強化という、資本市場の機能発揮を通じて達成されるべき我が国の公益に資するべきものとして、いわば国策として、その内容の充実、強化が図られるべきものであると考えられる。

我が国発行体企業の起債市場が、世界の目から見て、信用できない特異な市場である、という印象を与えてしまうとすれば、それは大きな問題である。

我が国の市場関係者間で、全体最適の観点からの議論再開が、望まれる所以である。

以上

## **Comfort Letters: Status and Problems**

While market participants continue to argue about comfort letters in Japan from a variety of standpoints, a view from an overseas perspective reveals certain peculiarities, and makes us question the significance of this mechanism.

### **What are the problems of comfort letters for Japanese issuers and the Japanese market?**

#### **(1) Changes in practice for issues conducted by Japanese issuers in overseas markets**

It has been standard practice for auditors to present underwriting companies and issuers with comfort letters, for example when the Euro medium-term note (MTN) program was established as a mechanism enabling flexible issuance of corporate bonds by Japanese issuers, and they are presented when the program is upgraded annually, when single issues of foreign bonds (including Eurobonds) are conducted, and when stock issues are publicly offered. However, some surprising changes have occurred with respect to this practice recently.

Applying due diligence, underwriting companies examine issuing companies, and as part of that process, are presented with comfort letters by the auditors who audit the issuers' financial statements. Auditors are retained, generally at the issuer's expense, in order to confirm the validity of the financial information contained in security registration statements, prospectuses for overseas offerings (including but not limited to offerings made under the MTN program) and the like, and to enable any changes occurring since their publication to be surveyed, and the comfort letters contain

opinions regarding specific items in addition to negative assurance concerning the financial reports in prospectuses, etc.

However, in the past several years, compliance with these requirements among the Japanese offices of international auditing firms (representing the majority of auditing firms in Japan) has become conservative and limited. They no longer provide negative assurance with regard to the majority of Japanese issuers, and there is conspicuously less content in the letters than was the case previously.

This presents a problem not merely for issues in the Euromarket, nor merely for issues under the MTN program, but may represent a problem for all equity and debt issues. Underwriting audits for equity issues will become more severe, and this may become an impediment to equity global offerings and other offerings conducted by Japanese companies.

#### **(2) Changes in practice for underwriting audits when conducting domestic issues**

Similar problems are occurring when Japanese issuers attempt to conduct issues in the domestic market. We are facing the problem that Japanese issuers are becoming unable to conduct offerings on the basis of standard procedures and practices in either the overseas or the domestic markets.

In the Euromarket and the US market, however, the provision of negative assurance as an outcome of the appropriate application of due diligence has to date been taken for granted. It is considered so important that a comfort letter could not be called a comfort letter without containing negative assurance. This is less and less the case among Japanese issuers.

When conducting issues in overseas markets such as the Euromarket, overseas



issuers even today take the provision of negative assurance for granted; it is only among Japanese issuers that this expectation is weakening. This fact, which symbolizes the idiosyncrasies of the mode of bond issuance in Japan and the lack of concern of Japan's market participants for investors, has been roundly criticized overseas, by securities industry groups among others.

Auditors, however, have a different perspective on the issue, and it is necessary to pay sufficient attention to this perspective.

Nevertheless, Japan's market participants cannot avoid the realization that the nation's issuing market gives the impression to outsiders of being an idiosyncratic market that is not to be trusted.

The author believes that it will be necessary for Japan's market participants to consider the following points in organizing and clarifying their arguments in future.

First, is the problem of comfort letters one that will only affect overseas offerings such as Euro MTN, or should discussion include the problems of appropriate underwriting audit rules and the stance with regard to investor protection in the domestic market also?

The rules currently employed by the Japanese Institute of Certified Public Accountants (JICPA) apparently reflected the initial arguments of White Paper II published in 2005 by the American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). This was, however, a rough draft that proposed a significantly reduced involvement in due diligence, declining, for example, involvement in discussion of the quality of internal controls, or financial status and trends in business results.

By contrast with the Japanese response, the response of market participants in the US

to the AICPA's White Paper II was extremely negative. The Bond Market Association and the Securities Industry Association (which have since merged to become the Securities Industry and Financial Markets Association) sent a joint letter to the SEC and other organizations complaining that the anti-investor direction of White Paper II and the fact that the AICPA was attempting to withdraw from involvement in due diligence represented an impediment to investor protection. The SEC decided that it must intervene, and as a result, the two Associations and the AICPA agreed 1) to scrap the draft, 2) that the participation of investors, issuers and regulatory authorities would be desirable when the issues were discussed in future, and 3) that implementation of the AICPA's recommendations in the initial stages would be at the discretion of the individual auditing firm concerned.

In the US, then, the withdrawal of auditors from the practice of due diligence was strongly objected to by the securities industry, and the SEC moved to prevent this recommendation from being implemented. In Japan, the recommendation was accepted by underwriting firms, and this has resulted in a strange situation in Japan's market practice. The point here is whether or not this is viewed as a problem.

Another point which presently concerns the JICPA, on which consensus must be reached at the same time as the issues discussed above are clarified, is whether issuers and securities firms are prepared to cooperate in the process of improvement of due diligence in Japan to a level suitable for the provision of guarantees. The practices adopted will presumably differ from those employed overseas, for example in the US or Euromarkets, and the workload and expense of implementation will represent a

problem. However, it is a problem that cannot be avoided.

### **Issues in Relationship with Overseas Markets**

The decline in the quality of comfort letters in Japan has begun to have a negative effect on the procurement of funds overseas by Japanese issuers. This is a problem that affects the makeup of market participants in Japan and the constitution of the nation's issuing markets, and must thus be resolved as quickly as possible.

For more than a decade from the 1980s to the 1990s, major participants in the Eurobond market — five leading auditors, underwriting firms and lawyers — held discussions and negotiations towards the introduction of the International Capital Market Association (ICMA) formats for comfort letters and arrangement letters. At present, these formats are used in the formulation of letters following negotiation and agreement between the parties concerned.

However, despite the fact that auditors previously provided negative assurance in the absence of an arrangement letter, negative assurance can no longer be provided without an arrangement letter in Japan, and the provision of negative assurance for foreign bonds has been scrapped in the recent revision of domestic procedure regarding comfort letters. These facts have drawn criticism from securities industry organizations and others overseas.

Overseas auditors provide negative assurance as a matter of course following substantive application of due diligence. This aspect of procedure is so important that it can be indicated as constituting the significance and the role of the comfort letter.

With regard to post facto changes, auditors overseas are required to conduct a fairly wide-ranging survey of post facto changes in B/S account items and P/L account items. In many cases in Japan, however, the survey is limited to amount of sales, current net earnings, and net assets. There are even cases in which not only is negative assurance not provided, but even these items are not covered. This has caused a further decline in the already declining quality of comfort letters in Japan (and has further tarnished the image of the level of investor protection in the Japanese market, as symbolized by the letters).

Another point that is drawing criticism from overseas is the cap that has been placed on auditors' liability for recompense. (The purpose of this is believed to be to apply a limit to payouts in the case of domestic offerings when comprehensive procedures have been conducted, if the loss is not excessive and no intention is involved).

In the Euromarket, no cap has yet been applied, and the general consensus is that disagreements will be decided in the courts. Complaints have been heard that when Japanese companies conduct issues in the Euromarket, auditors, taking the procedures employed in Japan into consideration, are using the ICMA formats, but only those sections that are advantageous to them, and are discarding or changing sections that are disadvantageous for them. This may have an effect on bond issues by overseas joint ventures and the like, and can be seen to be another factor in increasing criticism from overseas.

In addition, the fact that recommendations regarding negative assurance are being applied in practice to issues conducted outside the country, despite it having been announced that this would not be the case, is another

factor producing criticism.

The odd situation obtaining among Japan's issuers, in which rules that should be limited to Japan are applied when Japanese companies seek to procure funds in overseas markets, is one that could occasion extra costs for the main market participants? not only Japanese issuers and underwriters, but underwriters, lawyers and others in the country in which the issue is being conducted.

This has highlighted the particularism and localism of Japan, which has diverged from the shared rules and practices that are standard in capital markets throughout the world, and has promoted an image of the country as providing a low level of investor protection, resulting in criticism of the low standards of quality of the country's market procedures, in particular its due diligence process.

As a result of these changes, all of Japan's market participants have become the subject of criticism from overseas. In addition, confidence may be lost in the disclosures made by Japanese issuers in overseas markets, and this may represent an impediment to their smooth procurement of funding in those markets.

In the US, there have been fierce arguments in the past several years between auditing industry organizations and securities industry organizations regarding the treatment of comfort letters. In fall 2005, the AICPA published a draft paper (White Paper II) which significantly restricted involvement in the due diligence process when bonds were issued, for example by declining to be involved in discussions regarding the quality of internal controls or financial status and trend of business results.

By contrast with the Japanese response, the response of market participants in the US to the AICPA's White Paper II was extremely

negative. The Bond Market Association and the Securities Industry Association (which have since merged to become the Securities Industry and Financial Markets Association) sent a joint letter to the SEC and other organizations complaining that the anti-investor direction of White Paper II and the fact that the AICPA was attempting to withdraw from involvement in due diligence represented an impediment to investor protection. The SEC decided that it must intervene, and as a result, the two Associations and the AICPA agreed 1) to scrap the draft, 2) that the participation of investors, issuers and regulatory authorities would be desirable when the issues were discussed in future, and 3) that implementation of the AICPA's recommendations in the initial stages would be at the discretion of the individual auditing firm concerned.

In the US, then, the withdrawal of auditors from the practice of due diligence was strongly objected to by the securities industry, and the SEC moved to prevent this recommendation from being implemented. In Japan, the recommendation was accepted by underwriting firms, and this has resulted in a strange situation.

The points made by the securities industry at the time were as follows.

### **Policy Points**

As is clear from the above, the argument in the US resulted in the AICPA going back to square one, but since then, the AICPA has maintained a stance that excessive risk should be avoided in business operations other than auditing, for example indicating in February 2007 that comfort letters should not be issued in the due diligence process applying to real estate loans.

(Reference) The Japanese-language report published on March 2, 2005 by Credit Suisse First Boston indicated that because comfort letters either could not be obtained from auditors in the US or their content was deficient, the burden of conducting surveys had become heavier on underwriting companies, and this was delaying issues, resulting in a low level of issues despite a favorable market environment.

The rules currently employed by the JICPA were apparently formulated reflecting the arguments of the AICPA's White Paper II in their entirety.

The difference between the US and Japan, then, was that the withdrawal of auditors from the due diligence process was resisted by the securities industry in the US, while in Japan it was accepted by underwriting firms without adequate discussion with other market participants.

In the US, the SEC participated as an informal mediator in discussions between the securities industry and the AICPA, and it is said that the organization acted to prevent auditors from withdrawing from involvement in the process of due diligence.

Similar discussions have ensued between the securities and accounting industries in Europe. In the UK, the FSA intervened to prevent auditors from withdrawing from the process of due diligence, and similar scenarios have been repeated in Singapore and other nations.

As a result, it is only Japan and Taiwan that deviate from world standards in terms of the involvement of auditors in due diligence.

In the background of this involvement of administrative authorities or organizations with the right to establish public rules in discussions between private sector entities, we

can see the judgment of regulatory authorities with regard to the problem of comfort letters that, given the fact that the provision of comfort letters was not a binding duty on accountants, it would be difficult when issuers, underwriters and auditors came together to discuss the issues to reach a consensus between the perspectives of issuers and underwriters, as entities requesting comfort letters, and auditors, as entities commissioned to formulate comfort letters. It would therefore be appropriate to allow mediation by public organizations in order to protect investors and ensure that basic capital market functions were maintained.

In Japan also, more direct involvement by the administrative authorities in some form with regard to this problem would be desirable in order to ensure that the functioning of Japan's capital markets at least comes up to world standards.

In addition, while wide-ranging and in-depth audits have been conducted in the US since it was agreed that the issuer would assume the burden of the cost of the audit as a condition of issuance of comfort letters, in Japan, where there are an overwhelming number of examples of insufficient audits, the awareness that the procedures employed by auditors have never been adequate to the provision of guarantees can be seen to be in the background of the judgment of the JICPA. There needs to be a deeper and a shared awareness of this point among issuers and other market participants.

(May 31, 2008)