

証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会(第2回)で出された意見・論点について

第2回金融庁作成資料における論点	第2回で出された意見	第3回における論点
<p>(1)引受審査の強化</p> <p>①審査項目・内容の見直し</p> <p>イ)有価証券の引受け等に関する審査項目等を規定した証券業協会の規則や事務処理指針は、制定後相当時間を経過しており、特に新興企業向け市場において問題が多発していることを踏まえ、コーポレート・ガバナンスの体制・状況、事業計画・業績見通しの妥当性、企業の成長性等を審査の対象とするとともに、評価基準の設定を行う必要があるのではないか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・新興企業が初めて上場する場合等については最近の問題点を踏まえ、審査項目等の見直しが必要ではないか。 ・新規公開株人気が高まる中で個人投資家保護の観点からも見直しが必要。 ・引受証券会社によって審査水準にバラツキがあるのではないか。 ・過度な規制により、問題のない発行体による円滑な資金調達を避けるべき。 ・私募であっても厳格な引受審査が必要ではないか。 ・取引所間においても審査水準にバラツキがあるのではないか。 	<p>○証券業協会に審査項目の見直しを要請とした場合、</p> <ul style="list-style-type: none"> ○「論点」で示されたもの以外に、審査項目に追加すべきものはないか。 ○評価基準の設定はどのような考え方に基づいて行うべきか。 ○現在の協会の引受ルールは公募を前提としているが、私募CB等の発行が増加していることを踏まえた見直しが必要ではないか。 ○証券取引所の上場審査基準に関わる問題もあるが、どのような検討・対応が必要か。
<p>ロ)MSCB(転換価格修正条項付転換社債)など、条件設定や利用方法次第では既存株主の利益を損ない発行体のモラルハザードを誘発するおそれのある商品の発行が増加していることから、商品性の審査及び利用方法に関する基準や行為規範を設けるべきではないか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・投資家側からすると、株主価値の希薄化のおそれがあること等が問題なのではないか。 ・MSCBは迅速に企業再生を実現するための有効な資金調達手段となっていることを踏まえると過剰な規制は避けるべき。 ・MSCB自体には問題があるのではなく、引受証券会社の行為(空売りによるヘッジや発行会社の選択等)や発行体の利用方法が問題なのではないか。 	<p>○MSCBの問題は、「証券会社の自己規律の維持」上の問題として改めて検討するが、証券業協会に検討を要請とした場合、</p> <ul style="list-style-type: none"> ○指摘されている株主価値の希薄化、発行体のモラルハザード等の問題について、海外の事例も踏まえ、どのような対応が考えられるか。 ○例えば、空売りを行う場合の価格制限の適用除外措置の見直し等の措置が考えられるが、どうか。

<p>②引受審査体制</p> <p>イ)適正な引受審査を遂行するためにどのような組織や人員配置が必要か。専門的能力を有する人材の確保が重要であるが、どのような対応が考えられるか。</p> <p>ロ)引受審査の適正性を証券会社の内部でどのようにチェックするか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・引受審査と提案等の営業活動の間の根源的な利益相反に留意が必要。 ・組織論(数合わせ)から入るべきではなく、社内規程・マニュアルの整備、引受審査部門の独立性、コンプライアンス部門・内部監査部門によるチェック等の体制面に着目すべき。 	<p>○引受審査に関する態勢整備について証券業協会に検討を要請するとした場合、左記の意見で示されている事項以外に留意すべき点は何か。</p> <p>○当局の検査・監督において留意すべきものとしてどのようなものがあるか。</p>
<p>(2)適切な発行条件の設定</p> <p>仮条件の決定やブックビルディングのプロセスが標準化されていないため、一般投資家が公開価格の妥当性を判断することが困難ではないか。仮条件の決定及びブックビルディングの実施に関する基準・ルールの設定について検討する必要があるのではないか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・価格決定に行政が介入すべきではないのではないか。 ・発行額が小さい新興企業を中心に、新規上場時に個人投資家の購入希望が殺到し、初値が公募価格を大きく上回る傾向がある。ブックビルディングは機関投資家からのフィードバックで公募価格を決定しているが、果たして、一時の個人投資家の需要に依拠するのが適当か。 ・上記のような銘柄については、引受審査の役割が重要ではないか。 	<p>○投資家保護の観点からは、証券業協会において仮条件の決定方法、ブックビルディングのプロセスの透明性や公正性の確保及び新規上場時の販売・勧誘のあり方等について検討し、一定の基準を自主ルールとして設定することについて検討を要請することとしてはどうか。</p>
<p>(3)その他</p> <p>①複数の証券会社が共同して引受ける場合に、連携が十分に行われているか。</p>		<p>○複数の証券会社が共同して引受ける場合において、引受証券会社間の連携が十分でないことにより問題が生じている状況にはないと理解してよいか。</p>

<p>②引受審査に際し、取引所(上場審査)・公認会計士(会計監査)との間で適切な協調・連携が図られているか。</p> <p>③引受審査後に、上場申請会社の業務の状況や調達資金の用途等に重要な変更が生じることが判明した場合、証券会社はどのように対応すべきか。</p> <p>④明らかに上場が適当でない判断し、自社で引受けを取止めた場合における関係者への連絡等どのように対応すべきか。</p> <p>⑤上場申請会社の適格性や反社会的勢力との関係等についての明確な審査基準が必要ではないか。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・監査人(公認会計士又は監査法人)に対する調査要請(コンフォートレターを含む)に関し、証券会社が引受を行うために必要な情報提供が得られない場合があるとの指摘がある。 ・他方で、監査人からは、決算期末以降で監査人として確認しようがない情報について証券会社から意見を求められることがあるとの指摘がある。 ・業務状況や資金用途等の重要な変更が生じた場合には、証券会社は引受けを原則中止すべきであり、それに従わない場合には理由説明すべき。 ・証券会社間では特に連絡は必要ない。 ・上場申請取引所の変更や主幹事会社の交代といった上場プロセスを目論見書等で開示させることにより、けん制効果を期待できるのではないか。 ・上場後に問題点が把握され、上場廃止が決定された会社に関しては、その主幹事証券を開示すべきではないか。 ・当たり前の話であり、当局ではなく取引所の審査項目に入っていればバランスが取り易い。 	<ul style="list-style-type: none"> ○監査人から必要な情報が得られないことにより具体的にどのような問題が生じているのか。 ○例えば、証券業協会の自主ルールにおいて、引受審査に関して監査人の協力が得られない企業については、引受契約を締結してはならない旨を規定することなどが考えられるがどうか。また、監査人の協力を得るためにはどのような手当てが必要か。 ○引受審査後に、業務状況等(資本政策を含む)に重要な変更が生じることが判明した場合に、上場の中止又は延期等の適切な措置が採れるよう、自主ルールで明確に規定する必要はないか。 ○上場申請取引所の変更や主幹事証券の交代といった事実を適切に目論見書等に記載させることは可能か。 ○主幹事証券名は、上場承認の段階で公表されているが、上場後に問題があることが明らかとなった場合や上場廃止が決定された場合においても改めて公表することが考えられるがどうか。 ○上場申請会社の適格性や反社会的勢力との関係について証券会社の適切な対応を確保する上で何ができるか。
--	--	--

既存株主の権利の希薄化に関する規制

米国 (NYSE・NASDAQ)	英国
<p>証券取引所の上場基準において、大きなダイリューションが発生するエクイティ・ファイナンスについては、あらかじめ株主の承認を受ける仕組みがないと上場を認めないといった事項が規定されている。</p> <p>◎ NYSEのルール 根拠規定：Listed Company Manual 312.03 Shareholder Approval 内 容：発行前の株式数又は議決権数を基準にして20%以上の普通株式（潜在株を含む）の発行については、株主の承認が必要である。 ただし、現金を対価とした公募と、bona fide private financing（ブローカーを通じた場合や引受先に5%以上株主のいない場合の私募）であって、価格が簿価と市場価格を下回らない場合は、株主承認は不要である。</p> <p>（注）NASDAQのルールも同様（Marketplace Rules 4350 (i) Shareholder Approval(1)(D)）</p>	<p>FSAのUKLA上場規則LR9.3.11Rに基づき、上場会社は、新株発行及び自己株式処分の引受の勧誘を最初に既存株主に対して行わなければならないとされている。</p> <p>ただし、1985年会社法95条に基づき、上記既存株主の優先引受権の一般的不適用について株主の承認を得ている場合において、承認期間内に発行される場合などには、LR9.3.11Rは適用されない（LR9.3.12R）。</p> <p>また、英国保険会社協会や年金基金連合会によるガイドラインが存在し、「ダイリューションの発生するエクイティ・ファイナンスは、1年に5%または3年で7.5%のダイリューションにとどめ、マーケットプライスの5%のディスカウントまでとする」等が規定されている。ただし、これは各協会等の申し合わせであり、法的な根拠はない。</p>