

発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮について（論点整理）

1. 引受審査の強化

(1) 近年の発行市場において見られる状況として、

- ① 新興企業向け市場等に上場して間もない企業の一部に財務内容や経営状況等に問題がある事例が発生している。
- ② 元引受け業務を行う証券会社が増加する中、証券会社の引受審査能力に格差（バラつき）が生じている。
- ③ 必ずしも引受けに該当しないMSCB等の私募発行（証券会社（関連会社）や機関投資家による買取り）が増加しており、その条件設定等によっては大幅に希薄化し既存株主の利益を損なう。といった指摘がある。

(2) 他方、有価証券の引受け等に関する法令、規則、規範については、

- ① 証券取引法上は、
 - (a) 元引受け業務の認可制

（注1）証券取引法においては、業務の専門性が高く、高度なリスク管理が必要な業務について認可制を採用しており、有価証券の元引受け業務もその対象とされている（法29条1項2号）が、市場原理に基づく競争により証券市場へ活力を与えるため、意欲と能力のある者の証券市場への新規参入を促進するという金融システム改革法の考え方のもと、元引受け業務に関する認可基準においては、リスク管理体制や資本金額等、当該業務を行う上で必要最低限のものを規定するにとどまっている。

（注2）今国会に提出されている金融商品取引法案においては、元引受け業務については第1種業者としての登録を受けることにより、当該業務を行うことが可能。

- (b) 不実の目論見書等を使用した証券会社の賠償責任及び有価証券届出書の虚偽記載等に関する証券会社の賠償責任
 - (c) 著しく不適當な条件による引受けの制限があるにとどまっている。

- ② また、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、平成4年の制定後相当時間を経過しているうえ、私募や引受けに該当しない発行を対象としていない。
- ③ 第三者割当増資に関してかつて存在したような業界の自主的な規範がなくなっている。

（注）第三者割当増資に関する自主的な規範としては、昭和48年の株式引受部長会の統一見解があり、①第三者割当増資の目的は企業再建等を原則とし、買受人の長期保有を前提とする、②実施に当たっては既存株主等への影響を考慮し、発行時期、発行量、発行価額等の決定に当たっては慎重に行う、③時価発行増資を行うまでに2年間のインターバルを置くこと、等を内容としていた。（平成8年に廃止）

- (3) こうした発行市場の状況変化と法令諸規則の現状を併せ鑑みると、有価証券の引受等の審査を強化する観点から、以下のような施策が考えられるかどうか。

【引受審査の項目・内容の見直し】

- ① 新興企業向け市場等に上場して間もない企業の一部に財務内容や経営状況等に問題のある事例が発生していることを踏まえ、証券業協会に対し、「有価証券の引受け等に関する規則」において規定している審査項目に、例えば、

- (a)コーポレート・ガバナンスの状況（取締役会の機能状況等）、
- (b)事業計画・業績見通しの妥当性、
- (c)企業の成長性
- (d)資金使途の適正性
- (e)関係会社の管理状況

を追加するとともに各審査項目の評価基準を設定するなど、証券会社の引受審査の充実・強化を図るよう要請することとしてはどうか。

なお、公募・私募、上場時・追加発行時等の別に応じた適切な差異を設けることが必要。

また、見直しに当たっては、厳格な審査を行っている証券会社の社内規則を参考にすることとしてはどうか。

- ② また、証券業協会において審査項目の見直しを行う際には、海外の事例も参考としつつ、証券会社が私募CBや第三者割当増資等の取り扱いを行う場合に留意すべき事項の整理・明文化による規範の形成を要請してはどうか。

(例：私募CB等の発行が許容される状況、発行株数、転換価額（下限・見直し頻度を含む）等の条件設定、譲渡・転換制限の有無、大株主等からの借株制限の有無、繰上償還条項の有無 等)

特にMSCB等については、発行条件の設定及び利用方法次第で希薄化により既存株主に不利益が生じるリスクがあることから、証券会社が発行体に対して適切な開示を行うよう指導するとともに、発行体（経営者）の理解度に応じた十分な商品説明及び既存株主等への影響を踏まえた適切な商品設計を行う必要があると考えられる。

なお、現在、東京証券取引所がパブリックコメントに付している「上場制度の改善に向けたディスカッションペーパー」においては、「特定の株主への一定の議決権割合以上の株式、新株予約権等の発行については、原則として株主総会に付議する旨を定めた規定を上場規則に明記する」ことが提言されているが、こうした方策についてどう考えるか。

- ③ 現在、各証券取引所が新興企業向け市場を開設しているが、その上場審査の水準にバラつきがあるとの指摘がある。取引所の上場審査の問題等については、現在、取引所のあり方に関する有識者懇談会で議論が行われているが、証券取引所の品質管理の観点からは、上場会社として具備すべき内部管理体制等の定性的基準に係るものについても、実効性ある上場審査を促していくことが望まれる。

【引受審査体制の強化】

- ① 実効性ある引受審査を行うための体制整備に資する観点から、証券業協会において、引受審査部門の独立性の確保、引受審査マニュアルの整備、内部監査部門等における引受審査のチェック体制の構築等に関する具体的基準を整備することを要請してはどうか。
- ② 当局においては、証券業協会と適切に連携しつつ、協会が定めた基準等の周知徹底に努めるとともに、各証券会社の業務運営の実態を把握した上で、当該基準等も参考としながら、問題となる事案が認められた場合には、適切な改善を促すことによりチェック機能を適切に発揮していく必要がある。
- 特に、引受審査体制に問題がある証券会社に対しては、当局でも適切な措置を講じるべきとの意見があることから、どのような対応が可能かについて必要な検討を行うこととしてはどうか。

2. 適切な発行条件の設定

- (1) 現在、新規公開株の公開価格は、①引受証券会社による分析や機関投資家に対するプレヒアリングの結果等を踏まえて設定された仮条件の価格帯の範囲内で、②個人投資家をはじめとする幅広い投資家から申告される需要を積み上げたブックビルディングの結果等を勘案して決定されている。
- (2) しかしながら、仮条件の設定方法に関する明確な基準が設けられていないほか、ブックビルディングのプロセスに関しても具体的なルールはなく各社毎に定める方法によって実施されていることから、重複申告や空積み等の問題が指摘されており、公開価格が需要動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言いがたいとの指摘がある。
- (3) 新規公開価格が透明で公正に決定されていることを担保することが投資者保護の観点からも重要であると考えられることから、証券業協会に対し、仮条件の設定に当たって検討・採用すべき株価の算定方法の開示等に

よる明確化、及びブックビルディングに関する投資家への周知方法や需要申告の受付方法等についての具体的基準の設定等について検討を行うよう要請することとしてはどうか。

3. その他

- (1) 証券会社が引受審査業務を適正に遂行するためには、証券取引所や監査人（公認会計士又は監査法人）との間で適切に協調・連携していくことが重要であり、特に、企業会計が一層複雑・高度化していること等を背景として、監査人との協調・連携が従来にも増して重要となっている。

証券業協会はこれまでも日本公認会計士協会（CPA 協会）との間でコンフォートレターに関する要綱の取りまとめ等の対応を行ってきたところであるが、引き続き、CPA 協会と適切に連携していくことが望ましい。

なお、証券業界において、近年、監査人と発行会社との間の守秘義務を理由として引受審査に関して監査人の協力が得られない状況が生じているという意見があるほか、米国のエンロン事件等を契機に、法的リスクを理由として、監査人として証券会社の引受審査に協力することは困難であるとされるケースが増加しているとの意見がある。

このうち、発行会社に対する守秘義務を理由としたものについては、例えば、証券業協会の自主ルールにおいて、引受審査に監査人の協力が得られない企業との間では引受契約を締結しない旨を規定することで対応が可能ではないかとの意見がある。

他方、監査人の行う監査業務の特性等により引受審査に協力できない状況があることも事実であり、上記のような自主ルールを規定したとしても実効性に疑問があるとの指摘もある。

上記の点を踏まえ、引受審査の質を向上させる観点から、どのような状況の下であればどのような形で協力することが可能になるのか等について、証券業協会と CPA 協会の間で建設的な協議が行われる必要があると考えられる。

- (2) 引受審査終了後に、資本政策を変更するなど、引受審査の前提となった業務状況等に重大な変更が生じることが判明した事例が認められている。こうした場合には、上場の中止又は延期等の適切な措置をとることが必要であると考えられることから、証券業協会に対し、自主ルールで明確な規定を設けるよう要請することとしてはどうか。

なお、上場申請企業の中には、証券取引所から上場承認が得られるとそれ以降に行われる主幹事証券会社等の助言・指導を受け入れなくなる企業も存在するとの指摘があることから、引受審査の実効性を確保する観点

からも、例えば、上場後一定期間（最低 1 年程度）は引受審査を行った主幹事証券会社の指導等を遵守することを証券取引所の自主ルールにおいて義務付けるべきではないかとの意見があるがどうか。

他方、証券会社が発行体に対し必要以上に関与することは適当ではないとの指摘があるがどうか。

- (3) 上場申請する証券取引所の変更や主幹事証券会社の交代を安易に行う企業が存在しているため、取引所変更や主幹事交代があった企業にはその事実関係や経緯を公表させるべきではないかとの意見があるがどうか。

他方、誰がどのようなタイミングで何が公表できるか等の問題があるほか、仮に取引所が中立的な立場で公表するとしても、利害関係を有する者の理解を得ることは困難であるとの指摘があるがどうか。

また、上場直後に上場廃止基準に抵触する等の問題が判明した企業の引受審査を行った主幹事証券会社名を公表するとともに、当該証券会社に対しては当局及び証券業協会の検査・監査を速やかに実施し、引受審査自体に問題がなかったかどうかについて検証する体制を構築することとしてはどうか。

- (4) 証券会社が、発行会社と反社会的勢力との関係についての実効性ある審査等を可能とするためには、証券業協会及び証券取引所において、反社会的勢力に関する情報を集約又は共有し、各証券会社が適切に活用できる体制を構築することが望まれるとの意見があることから、証券業協会や証券取引所に対し、どのような対応が可能かについて検討を行うよう要請してはどうか。