

第 81 回 引受けに関するワーキング・グループ

〔 2021 年 10 月 22 日（金）10 時 30 分
W E B 及 び 電 話 会 議 〕

議 題

1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期
2. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る売買高報告の方法の見直し
3. その他

以 上

第 80 回引受 WG 後の意見照会結果

(共同主幹事の引受審査資料の受領時期、親法人等又は子法人等が発行する社債に係る売買高報告の方法の見直し)

2021 年 10 月 22 日

1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期について

(1) IPO における上場申請書類の推薦書を作成する幹事取引参加者（推薦証券会社）を担う事務主幹事（トップレフト）と、推薦証券会社に該当しない他の共同主幹事とは、收受する発行会社の情報の質及び量が異なりますが、引受審査上、共同主幹事に期待される役割について事務主幹事と同等に捉えてよいでしょうか。貴社の御意見に「○」を付し、その理由について御回答ください。

【御回答】		【理由】
事務主幹事と同等に捉えてよい	0	
事務主幹事と同等に捉える必要はない	6	トップレフトは案件を遂行してよいか否か、この立場にない共同主幹事とは期待される役割は同等ではなく、各社が引受を判断するにあたっての審査という観点からは実質的に通常のシ団と同様の審査レベルで問題ありません。トップレフトは推薦人として取引所上場申請に対し重要な役割も担っており、これらの立場にない非推薦の共同主幹事とは役割は同等ではないと考えます。なおこの点について、共同主幹事で推薦人である場合は事務主幹事と同等の対応になると思います。【A 社】 上場予定会社から見た場合、「共同主幹事に期待される役割」としては、一般的に事務主幹事（トップレフト）の牽制（適切なブラッシング）、円滑な消化（販売）等があげられ、事務主幹事とは別に共同主幹事としての役割を果たしております。引受審査上、共同主幹事に期待される役割について検討してみますと、事務主幹事は、推薦証券会社として「推薦書」を東京証券取引所に提出する役割を担い、上場予定会社により深く関与する立場にありますが、共同主幹事は関与開始の時期等から時間的制約を受けるなど、上場予定会社への関与が「事務主幹事（トップレフト）」との比較において劣後し、收受する発行会社の情報の質及び量が異なることは否めません。主幹事として自らの確な審査を実施することを前提に、事務主幹事と共同して厳格な審査を実現することが共同主幹事の役割と言えますが、実務上は、事務主幹事と同等に捉えることは難しい状況にあると考えます。【B 社】 貴所のご認識の通り、推薦証券会社と他の推薦証券会社でない共同主幹事では「收受する発行会社の情報の質及び量が異なっている」以上、期待される役割についても同等と捉える必要はない（同等と捉えるべきではない）と考えます。 加えて、引受業者として負う法的責任を明確に区分けする観点からも、貴所規則上において両者の審査手続（審査資料受領の期

		限、発行体との質疑の要否など）を明確に区分けすることが必要と考えます（現状の貴所規則では他の共同主幹事が（收受する情報の量や質が異なるにもかかわらず）推薦証券会社と同等の審査責任を問われるリスクがある点を強く危惧します）。【C社】 他の共同主幹事と事務主幹事との役割の差異は、端的には、事務主幹事が金融商品取引所への新規公開アドバイス、幹事取引参加者としての上場申請の際の発行会社の推薦とそれに先立って実施される証券会社審査及び取引所対応を担うことにある。このことから、他の共同主幹事に期待される役割については、事務主幹事と同等に捉える必要はなく、捉えるべきでないとも考える。 【D社】 推薦証券は、上場のかなり前の段階から上場予定会社との打ち合わせを重ね、また、Iの部の作成などにも深くかかわっているのに対し、共同主幹事は、コ・マネジャーではないとはいえ、関与のタイミング・度合いは案件により異なるが、推薦証券と同等ということはあまり一般的ではないと考えられる。【H社】 推薦証券と比較した場合、審査期間、收受する情報の質量にかなりの差があるため、事務主幹事と同等に捉える必要はないと思料します。【E社】
その他	2	「事務主幹事と同等に捉えてよい」との意見ではありませんが、以下の理由により「事務主幹事と同等に捉える必要はない」と結論付けることはできないため、こちらに記載しております。 引受審査上、事務主幹事と（推薦証券会社に該当しない）他の共同主幹事とでは收受する発行会社の情報の質及び量が異なっていることは事実であるものの、訴訟を提起された場合の責任度合いにおいて事務主幹事と他の共同主幹事との間で差異があると一律に判断することはできないものと考えています。【F社】 今回の問題につき同等か同等でないかを検討する意味はないのではないかと思います。IPO関連の規則上、取引所との関係で推薦証券会社との位置づけは必要となりますが、IPO審査の過程において共同主幹事が相当な役割を果たす場合も考えられます。投資家保護の観点からすると、複数の観点からの審査も重要になると考えられることから、規則上の位置づけはあるとしても審査の有効性を高め投資家保護に資する可能性もあることから、実質のある共同主幹事は事務主幹事と同等に考えるべきではないかと思料します。 一方で、形式的な参加による共同主幹事もあるのではないかと思料しています。このような場合の取扱いをどのようにするのかはありますが、上述のとおり、外形的な同等か否かの観点ではなく審査の有効性の観点から検討すべき問題ではないかと思料します。【G社】

(2) 事務主幹事（トップレフト）でない共同主幹事が IPO 案件に携わる場合において、引受審査資料の受領時期が遅くなり、共同主幹事の引受審査に支障が発生しているといった、実務上の問題はありますか。貴社の御意見に「○」を付し、その理由について御回答ください。

【御回答】	【理由】
実務上の問題がある	4 発行会社の理解を得るための調整が頻繁に生じており、その結果として、引受審査資料の受領時期が遅くなるケースが散見されます。質量ともに十分な審査が困難となりそうな事例もあったことから、規則上必要な手続きや一定の審査期間の確保を明示することが望ましいと考えます。【C 社】 引受審査資料の受領時期よりも、引受審査資料として受領する資料が限定される場合（例えば引受審査に係る個別資料とⅠの部のみ）が、引受審査の深度の観点からの阻害要因となっていると考えています。【F 社】 競争環境、発行会社との関係性等さまざまな要因はあるものの、推薦証券会社ではない共同主幹事における審査手続に関して、引受審査資料（引受規則第 12 条第 2 項に定める（発行者によって公開された資料を含む）主幹事の引受審査に係る資料全般）の受領時期は、事務主幹事よりも通例遅い。また、事務主幹事と全て同等の資料を受領することも通例ない。 実務上の問題は、引受規則又は引受細則等において引受審査上も他の共同主幹事と事務主幹事との役割の差異があることを定めていないため、他の共同主幹事における引受審査が、引受規則又は引受細則の求める水準を充足していないように解釈しうることである。【D 社】 事務主幹事と共同主幹事の関係は、取引所規則上推薦証券会社となるか否かであると考ええると、対取引所に対しての住み分けであり、実際の幹事構成、IPO 会社との関係、投資家保護の観点（審査の有効性の確保）などにより共同主幹事であっても主幹事としての責務は重要であると考えられることから、引受審査資料の受領時期が遅くなり十分な審査期間を取れなくなることは実務上の問題があると思料します。【G 社】
実務上の問題はない	4 当社ではあくまでも主幹事以外の案件として取り扱っておりシ団と同等の審査を最低水準とし、可能な限りの審査（質疑応答、ヒアリングへの参加、コンフォートレター受領等）を行っているため大きな問題は生じていないと思います。15 営業日前に引受審査資料（シ団に配布する資料）を受領できるのであれば、実務上問題はありません。【A 社】 資料の受領時期が遅れる等のケースも見られますが、ディーディリジェンスを実施する際の Q&A や Meeting で対応しており、特に問題は発生しておりません。【E 社】 上場予定会社の意向等から引受審査資料の受領時期が遅くなった場合には、受領した引受審査資料（Ⅰの部、Ⅱの部等）の精査に加え、事務主幹事（トップレフト）が上場予定会社に対して実施した質疑の入手、事務主幹事への質疑等を通じて、審査資料受領の遅れを取り戻すよう努め、「新規公開における引受審査項目」に係る審査を行っております。推薦証券会社に該当しない

		他の共同主幹事就任前に実施された内部管理体制等については書面確認が中心となりますが、利益計画については、書面での質問回答及び面談を行っており、これまで実務上の問題は特に生じておりません。【B 社】 弊社が関わった範囲では、共同主幹事として関与する場合にも、内部承認手続や引受審査に必要な期間・情報量は確保されている。【H 社】
--	--	---

(3) 「新規公開時の募集又は売出しの共同主幹事について、主幹事会員の引受審査資料の具体的な受領期限を明示してはどうか」という提案に対して、貴社の御意見に「○」を付し、その理由について御回答ください。

【御回答】		【理由】
規則改正を検討すべき (具体的な日数を明示して、引受審査資料の受領日を明確化する)	2	(具体的な日数の案も含めて御回答ください) 引受審査資料(シ団が受領する引受シ団資料ではない) 受領日については明確することが望ましいと考えます。 各社の実務はやや異なるものの、申請前後からファイナンス関連の審査を始めることが多いことを勘案すると、上場申請の前という時期が一つの目安になるものと考えます。なお、独立引受幹事の場合、東証申請に関与することを勘案して上場申請の1か月前となっていますが、そこまでの期間は不要と考え、「上場申請の前」をご提案します。【C 社】 上述のとおり、共同主幹事における審査の有効性を確保するためにも引受審査資料の受領日を明確化することは必要と思料します。期間としては1ヶ月程度前が良いのではないのでしょうか。 一方で、当該受領日を確定することにより、それを幹事参入の障壁に用いられないように注意すべきかと思います。例えば、審査資料の受領期日を超えてしまっているのが共同主幹事としての参入を認めないとの理由に用いられるのは避けるべきです。 このため、規則改正に際しては「引受審査資料の受領日はXXXとする。但し、当該期日を理由に幹事参入等幹事団の構成を拘束するものではない。」といったような配慮が必要かと思料します。【G 社】
規則改正の検討は不要	6	平成18年のIPO分科会に「発行体の事業内容によっても適切な審査期間が異なることから、具体的な期間を明示すべきではない」との意見が出されておりますが、同意見です。【F 社】 現状、実務に問題が生じていないため。 IPO時の共同主幹事について定めるのであれば、P0や社債等も含めた共同主幹事の役割、責任、対応を明確にする必要が有ると思います。現状は以下の通り共同主幹事の扱いが相当違うと思います。 ・社債の共同主幹事 主幹事とほぼ同等の審査、審査依頼も主幹事としての審査

	・ P0 の共同主幹事 GC か、ブックの有無等で主幹事が主幹事以外か判断されるが、会社等に対しては審査資料の受領（中 17 営業日前まで）、質疑応答・DDM は主幹事と同様の対応 ・ IPO の推薦・共同主幹事 事務主幹事と同等で数か月前から共同で審査、審査依頼も主幹事 IPO 時の非推薦・共同主幹事のみ規則改正するのはいかがなものかと思います。 また、期間を定めると、事実上、事務主幹事の引受審査資料受領時期や、共同主幹事の参入時期も拘束することとなりますが、たとえば独立引受会員を置いた場合の日程や、引受規則 11 条の 2 では主幹事の所有する発行会社株式の割合判定日に影響するなど、規則全体への影響や、整合性などを検証する必要があると思います。さらに慎重な議論を重ねる必要があると感じます。 【A 社】 共同主幹事証券に選定される時期について、様々なケースが想定されることから、現行の「引受審査を行うために十分な期間前までに受領すること」の規定で良いと思料します。【E 社】 主幹事会員の引受審査資料の受領期限を定めることのみの規則改正は不要と考える。事務主幹事と他の共同主幹事との情報格差を埋めることに至らず、上場申請前から検討・審査を行う事務主幹事と他の共同主幹事に確保される時間にも差異があることから、主幹事会員と引受会員との間においてのみ実務上の役割の差異を認める現行規則の下と同様の実務が継続しかねないためである。この点について、後掲（４）の通り申し述べる。【D 社】 事務主幹事（トップレフト）の場合、証券各社の IPO 業務への取組状況、体制整備の状況により引受審査資料の受領期限に係る考え方は異なるものと考えております。また、推薦証券会社に該当しない他の共同主幹事の場合でも上場予定会社との関係や事務主幹事の協力状況によって引受審査に必要な期間も異なるものと考えます。このような状況を踏まえると「引受審査を行うために十分な期間」とする現行ルールで特に支障がないと考えます。【B 社】 IPO については、共同主幹事に期待される役割も関与のタイミングも様々であり、一律に日数を定めることにはなじまない。最低限の日数が置かれると、かえって、円滑な情報共有に支障が生じる恐れ点も懸念される。【H 社】
--	--

（４）その他、本件について何か御意見がございましたら、御記載ください。

【御意見】
引受規則、引受細則における新規公開時の「主幹事会員」について、共同主幹事案件を念頭に、引受審査項目によって他の共同主幹事が行うべき引受審査は事務主幹事と比べその深度や粒度に差異が生じることを前提とした規則改正とするか、規則改正が困難な場合には両者には差異があることが適当であるといった指針を

発信する対応が望まれる。

《説明》

- ・ 引受規則第 16 条及び第 17 条に規定される引受審査項目においては、下表の通り、新規公開時のイ乃至二（表中赤字）については新規公開時独自の内容であり、事務主幹事による推薦審査において十分に確認される内容である。他方、有価証券の引受けにあたっては、新規公開時のホ乃至リ（イに関しては一部。表中緑字）は上場発行者についても掲げられている内容である。

新規公開	上場発行者
イ 公開適格性 （反社会的勢力との関係性） （上記以外）	イ 適格性（反社会的勢力との関係性）
ロ 企業経営の健全性及び独立性	
ハ 事業継続体制	
ニ コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況	
ホ 財政状態及び経営成績	ロ 財政状態及び経営成績
ヘ 業績の見通し	ハ 業績の見通し
ト 調達する資金の使途（売出しの場合は当該売出しの目的）	ニ 調達する資金の使途及びその効果（売出しの場合は当該売出しの目的）
	ホ 株価等の動向
チ 企業内容等の適正な開示	ヘ 企業内容等の適切な開示
リ その他会員が必要と認める事項	ト その他会員が必要と認める事項

- ・ 新規公開時の有価証券の引受けに際し、他の共同主幹事は、ホ乃至リに関しては主幹事会員として独自の審査を行いつつ、イ乃至ニに関しては事務主幹事の見解に一定程度依拠するといった他の引受会員と同程度の粒度、深度での確認を行うことは、引受規則の趣旨を逸脱するものではないと考える。
- ・ また、事務主幹事による審査に加え、金融商品取引所による上場適格性の審査がなされることに鑑み、過重な発行者への負担を強いることなく、通例、上場発行者に対して実施される共同主幹事としての審査項目とも合致する。
- ・ なお、新規公開時の引受けは、上場承認がなされてはじめて発生する行為であるところ、下表の通り、イ乃至ニの審査項目に関しては、金融商品取引所による審査も経たものとなっている。

プライム・スタンダード	グロース
企業の継続性及び収益性	企業内容、リスク情報等の開示の適切性
企業経営の健全性	
企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性	
企業内容等の開示の適正性	事業計画の合理性
その他公益又は投資者保護の観点から取引所が必要と認める事項	

※東京証券取引所の新市場区分を例とする。太字は引受審査項目と重なる主な事項である。

引受審査において、規則変更を伴わなくとも事務主幹事と他の共同主幹事との間での実務上の役割の差異があることを踏まえた実務が担保され、また発行者に過度な負担を強要することなく様々な引受会社編成の検討が可能となる。【D 社】

（３）については、具体的な日数の前に、役割の違いを明確化することが望ましいと思います。日数を明示することで役割の違いを明確化するという意図であるならば、日数を検討することも考えられるものと思います。【B 社】

推薦証券である事務主幹事に対し、共同主幹事の招へいに際し、各共同主幹事の審査手続・承認手続に配慮した情報共有を心掛ける、といった指針を議事録等で共有するのではどうか。【H 社】

特にございません。【F 社】

特にございません。【E 社】

2. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る売買高報告の方法の見直し

9月28日開催の第80回「引受け等に関するワーキング・グループ」の資料4をご確認いただき、下の設問(1)及び(2)にご回答ください。

【見直し提案の概要】

主幹事就任規制の例外要件を満たすために行っている「社債券売買高100億円以上の発行者」の公表に係る集計において、現行の「発行者と親子関係にある証券会社が、自社における当該発行者の社債券等の売買高を報告する」方法を改め、日証協が「社債の取引情報の報告制度」により報告を受けている「社債の取引情報」のデータを用いて集計する方法に変更し、市場全体の売買高により100億円の要件を判定することとしてはどうか。

【集計方法の見直しに関しご留意いただきたい事項】

➤ 売買高の増減の可能性

- ・集計方法の見直しにより、親子証券会社以外の証券会社における売買高を集計対象に含むことができるため、証券会社の親子法人の社債券等の売買高は増加する可能性が高い一方で、「社債の取引情報の報告制度」では「日銀の社債買入れオペに対する売付け」が報告対象から除外されており、また、「額面1,000万円未満の取引」の報告は任意となっているため、現行の集計方法においてこれらの取引が多く含まれている場合、集計方法の変更により、逆に売買高が減少する可能性もある。

➤ 異なる事務フロー（社債券と投資法人債）の併存

- ・社債券については、集計方法の見直しにより親子証券会社の事務負担が軽減すると考えられるが、投資法人債は「社債の取引情報の報告制度」の対象となっていないため、社債券について集計方法の見直しを行った場合であっても、投資法人債については現行の方法で売買高を報告する必要があり、社債券と投資法人債で事務フローが異なる状況が発生する。

➤ 新たな事務の発生

- ・「社債の取引情報の報告制度」では銘柄ベースで取引情報の報告を受けており、日証協では、「社債券売買高100億円以上の発行者」として公表対象とすべき発行者（証券会社の親子法人）と、発行者毎に集計対象とすべき銘柄を把握していないため、親子証券会社においては、現行の方法による報告（自社の親子法人である発行者の名称と、自社における当該発行者の社債券等の売買高）に代えて、「自社の親子法人である発行者の名称と、発行者毎に集計対象とすべき銘柄」を日証協に報告する新たな事務が発生する。

(1) 上記の見直し提案に対して、貴社の御意見に「○」を付し、その理由について御回答ください。

【御回答】	【理由】
見直しに賛成	法令の定めである「売買高 100 億円以上」は市場全体の取引高であるべきところ、現行制度は枠組み上の限界で利害関係ある証券会社からしか報告がされない点に改善の余地があったと認識。今回の見直しにより集計範囲がより法令の趣旨に則った形になるものであり、望ましい見直しと考える。また、結果的に独立引受幹事設置が不要となる案件が増えれば資金調達の柔軟性拡大などメリットは大きい。 なお、留意事項については、テクニカルなものであり、負担増は限定的で対応可能なものであることから、見直しの趣旨やメリットの大きさに鑑みれば、大きな問題ではないと考える。【F 社】 ・ 市場全体の売買高で判定すべきであり、見直しに賛成。 ・ 売買高の増減の可能性については、技術的に可能であれば任意で会員各社から該当銘柄についてのみオペに対する売り付け額を別途追加報告できるようにするのも一案ではないか。任意報告であればあまり負担感もないと思われる。 ・ 事務フローについては、親子証券会社は現行制度でも対象銘柄を把握・更新しているので、協会に銘柄一覧リストのような形でご報告するのであれば、負荷は少なく十分対応可能。【C 社】 日証協が「社債の取引情報の報告制度」により報告を受けている「社債の取引情報」のデータを用いて集計する方法に変更し、市場全体の売買高により 100 億円の要件を判定する、ことに賛成します。一方で、資料のごとく、A 証券 HD の場合には A 証券が専ら報告し、B 証券は A 証券 HD の取引情報の報告をするインセンティブが無い、とありますが、そもそも社債の取引情報の透明性の向上を目的とすべきであり、インセンティブで議論されるべきものでもないものと思料する為、一括で日証協が報告を受けているデータを用いて集計する方法に統一すべきと思料します。【E 社】 主幹事就任規制の例外要件である「社債券売買高 100 億円以上の発行者」については、市場全体の売買高により判定することが望ましいことから、「社債の取引情報の報告制度」のデータを利用して集計する方法に変更することについて、賛成します。【B 社】 実態は 100 億円以上の売買高があるにも関わらず、現行の集計方法ではそれが反映されていない銘柄もある。改正により、実態に応じた対応が可能となります。【A 社】 現行の集計方法を見直すこと自体に異存はない。【D 社】
条件付で見直しに賛成	1 現行の社債売買高の報告様式を一切変更しないのであれば見直しに賛成。ただ、親法人子法人等以外の業者に追加の負担を強い方法での集計には反対する。【G 社】

見直しに反対 (見直しは不要)	0	
--------------------	---	--

(2) 上記の見直し提案に関して、ご意見やご質問等がございましたらご記載ください。

特に、集計方法を見直すこととした場合に予め明確化しておくべき事項等がございましたら、前広にお寄せください。

【御意見・御質問】
協会に対象銘柄の集計をお願いした場合、100 億以上の発行者名のみを公表するだけでなく 100 億に満たない場合も含めて、集計結果の数字を公表もしくは親子証券会社にフィードバックしていただきたい。法令上は過去 6 カ月のいずれかの算定基準日にクリアしていれば良いが、売買高が十分余裕を持って基準を上回っているのか、徐々に売買高が細っており近いうちに基準を満たせなくなる可能性が高いというような売買高の推移情報は親子証券会社および発行者にとって重要な情報であり、発行計画にも影響するため。【C 社】
証券会社から、日次で社債の取引情報（ISIN 銘柄コードや取引数量、約定単価等）の報告も行われていると思いますが、これを使用することにより、「日銀の社債買入れオペに対する売付け」を対象に含めるといった対応をすることは可能でしょうか。【A 社】
日証協への報告事項とされる項目のうち、「発行者毎に集計対象とすべき銘柄」については、協会員がどの銘柄かを選定して日証協に報告するのではなく、店頭売買参考統計値又は店頭基準気配値が公表されている銘柄を集計対象とすることも考えられるのではないかと。 独立引受幹事の主な役割の一つとして、発行価格等の決定に適切に関与し、発行条件の妥当性を確保するということが考えられるが、今年から「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」が施行され、社債券等の引受けを行う際の需要の把握、条件決定及び販売等の一連の手続きの透明性の向上が図られているといった状況を踏まえ、独立引受幹事の制度の存在意義等について、改めて検討しても良いのではないかと（日証協の規則マターではないかもしれない）。【D 社】
特にございません。【E 社】
特にございません。【B 社】

以 上

共同主幹事の引受審査資料の受領時期の意見照会において寄せられた主な御意見

2021 年 10 月 22 日

【項 目】	【御意見】		取りまとめ（案）
	【同等に捉えるべき場合がある】	【同等に捉える必要はない】	
IPO における上場申請書類の推薦書を作成する幹事取引参加者（推薦証券会社）を担う事務主幹事と共同主幹事に期待される役割について	○役割の差異について ・ IPO 関連の規則上、取引所との関係で推薦証券会社との位置づけは必要となるが、IPO 審査の過程において共同主幹事が相当な役割を果たす場合も考えられる。投資家保護の観点からすると、複数の観点からの審査も重要になると考えられることから、規則上の位置づけはあるとしても審査の有効性を高め投資家保護に資する可能性もあることから、実質のある共同主幹事は事務主幹事と同等に考えるべきではないか。	○役割の差異について ・ 事務主幹事は、推薦証券会社として「推薦書」を東京証券取引所に提出する役割を担い、上場予定会社により深く関与する立場にあるが、共同主幹事は関与開始の時期等から時間的制約を受けるなど、上場予定会社への関与が事務主幹事との比較において劣後し、収受する発行会社の情報の質及び量が異なる。 ・ 事務主幹事は金融商品取引所への新規公開アドバイス、幹事取引参加者としての上場申請の際の発行会社の推薦のそれに先立って実施される証券会社審査及び取引所対応を担う。 ・ 上場予定会社から見た場合、共同主幹事に期待される役割として、事務主幹事の牽制（適切なプライシング）、円滑な消化（販売）等が挙げられ、事務主幹事は別に共同主幹事としての役割を果たしている。 ・ 事務主幹事は推薦証券会社として取引所上場申請に対して重要な役割を担っており、非推薦の共同主幹事とは役割は同等でない。 ・ 共同主幹事は、関与のタイミング・度合は案件により異なる。	事務主幹事は金融商品取引所への新規公開アドバイス、幹事取引参加者としての上場申請の際の発行会社の推薦と、それに先立って実施される証券会社審査及び取引所対応を担う。 上場予定会社から見た場合、共同主幹事（事務主幹事を除く。以下同じ。）に期待される役割として、円滑な消化（販売）や事務主幹事への牽制（プライシングを含む適切な案件運営）等が挙げられる。 投資家保護の観点からも、共同主幹事は事務主幹事と同等ではないが、審査機能の面で重要な役割を果たしている。
	○訴訟リスク ・ 引受審査上、事務主幹事と（推薦証券会社に該当しない）他の共同主幹事とでは収受する発行会社の情報の質及び量が異なっていることは事実であるものの、訴訟を提起された場合の責任度合いにおいて事務主幹事と他の共同主幹事との間で差異があると一律に判断することはできない。	○訴訟リスク ・ 引受業者として負う法的責任を明確に区別する観点からも、規則上において両者の審査手続（審査資料受領の期限、発行体との質疑の要否など）を明確に区別することが必要と考える（現状の規則では他の共同主幹事が（収受する情報の量や質が異なるにもかかわらず）推薦証券会社と同等の審査責任を問われるリスクがある点を強く危惧）。	

【項 目】	【御意見】		取りまとめ（案）
	【実務上の問題がある】	【実務上の問題はない】	
事務主幹事でない共同主幹事が IPO 案件に携わる場合において、引受審査資料の受領時期が遅くなり、共同主幹事の引受審査に支障が発生しているといった、実務上の問題について	- 発行会社の理解を得るための調整が頻繁に生じており、その結果として、引受審査資料の受領時期が遅くなるケースが散見される。質量ともに十分な審査が困難となりそうな事例もあったことから、規則上必要な手続きや一定の審査期間の確保を明示することが望ましい。 - 引受審査資料の受領時期よりも、引受審査資料として受領する資料が限定される場合(例えば引受審査に係る個別資料とⅠの部のみ)が、引受審査の深度の観点からの阻害要因となっている。 - 推薦証券会社ではない共同主幹事における審査手続に関して、引受審査資料（主幹事の引受審査に係る資料全般）の受領時期は、事務主幹事よりも通例遅い。また、事務主幹事と全て同等の資料を受領することも通例ない。 引受規則又は引受細則等において引受審査上も他の共同主幹事と事務主幹事との役割の差異があることを定めていないため、他の共同主幹事における引受審査が、引受規則又は引受細則の求める水準を充足していないように解釈しうることである。 - 事務主幹事と共同主幹事の関係は、取引所規則上推薦証券会社となるか否かであると考えると、対取引所に対しての住み分けであり、実際の幹事構成、IPO 会社との関係、投資家保護の観点（審査の有効性の確保）などにより共同主幹事であっても主幹事としての責務は重要であると考えられることから、引受審査資料の受領時期が遅くなり十分な審査期間を取れなくなることは実務上の問題がある。	- 当社ではあくまでも主幹事以外の案件として取り扱っておりシ団と同等の審査を最低水準とし、可能な限りの審査（質疑応答、ヒアリングへの参加、コンフォートレター受領等）を行っているため大きな問題は生じていない。15 営業日前に引受審査資料（シ団に配布する資料）を受領できるのであれば、実務上問題はない。 - 資料の受領時期が遅れる等のケースも見られるが、ディーディリジェンスを実施する際の Q&A や Meeting で対応しており、特に問題は発生していない。 - 上場予定会社の意向等から引受審査資料の受領時期が遅くなった場合には、受領した引受審査資料（Ⅰの部、Ⅱの部等）の精査に加え、事務主幹事が上場予定会社に対して実施した質疑の入手、事務主幹事への質疑等を通じて、審査資料受領の遅れを取り戻すよう努め、「新規公開における引受審査項目」に係る審査を行っている。推薦証券会社に該当しない他の共同主幹事就任前に実施された内部管理体制等については書面確認が中心となるが、利益計画については、書面での質問回答及び面談を行っており、これまで実務上の問題は特に生じていない。	現行規則において、主幹事会員もシ団会員も審査項目は同等である（規則 16 条）。 審査資料について、主幹事会員は原則として発行者から、シ団会員は主幹事会員から入手することを想定している。ただし、共同主幹事が事務主幹事から入手し、シ団会員が発行者から入手することも否定していない。（規則 12 条、13 条） 共同主幹事の現行実務において、事務主幹事からの資料を入手や質疑応答することに対応できているという社と、発行者からの受領が遅れることにより審査の深度の観点から懸念があるという社がある。 【確認事項】 共同主幹事が規則を充足する審査を担保できる時期に資料を入手できているか確認が必要。 また、共同主幹事に期待される役割を実現するための審査手続きの粒度・水準について、各社において認識の差異がないか確認が必要。

【項 目】	【御意見】		取りまとめ（案）
	【規則改正を検討すべき】	【規則改正の検討は不要】	
規則改正の検討要否	- 引受審査資料(シ団が受領する引受シ団資料ではない) 受領日については明確することが望ましい。上場申請の前後からファイナンス関連の審査を始めることが多いことを勘案すると、上場申請の前という時期が一つの目途になるものとする。なお、独立引受幹事の場合、東証申請に関与することを勘案して上場申請の 1 か月前となっているが、そこまでの期間は不要。 - 共同主幹事における審査の有効性を確保するためにも引受審査資料の受領日を明確化することは必要。期間としては 1 ヶ月程度前が良いのではないかと。 - 一方で、当該受領日を確定することにより、それを幹事参入の障壁に用いられないように注意すべき。例えば、審査資料の受領期日を超えてしまっているため共同主幹事としての参入を認めないとの理由に用いられるのは避けるべき。 - このため、規則改正に際しては「引受審査資料の受領日は XXX とする。但し、当該期日を理由に幹事参入等幹事団の構成を拘束するものではない。」といったような配慮が必要かと史料。	- 平成 18 年の IPO 分科会に「発行体の事業内容によっても適切な審査期間が異なることから、具体的な期間を明示すべきではない」との意見が出されているが、同意見。 - 現状、実務に問題が生じていないため。 IPO 時の共同主幹事について定めるのであれば、PO や社債等も含めた共同主幹事の役割、責任、対応を明確にする必要が有る。現状は以下の通り共同主幹事の扱いが相当違う。 - 社債の共同主幹事 事務主幹事とほぼ同等の審査、審査依頼も事務主幹事としての審査 - PO の共同主幹事 GC（グローバルコーディネーター）か、ブックの有無等で事務主幹事か事務主幹事以外か判断されるが、会社等に対しては審査資料の受領(中 17 営業日前まで)、質疑応答・DDM（デューデリジェンスミーティング）は事務主幹事と同様の対応 - IPO の推薦・共同主幹事 事務主幹事と同等で数か月前から共同で審査、審査依頼も事務主幹事としての審査 IPO 時の非推薦・共同主幹事のみ規則改正するのはいかがなものかと思う。 また、期間を定めると、事実上、事務主幹事の引受審査資料受領時期や、共同主幹事の参入時期も拘束することとなるが、たとえば独立引受会員を置いた場合の日程や、引受規則 11 条の 2 では主幹事の所有する発行会社株式の割合判定日に影響するなど、規則全体への影響や、整合性などを検証する必要がある。 - 共同主幹事証券に選定される時期について、様々なケースが想定されることから、現行の「引受審査を行うために十分な期間前までに受領すること」の規定で良い。 - 主幹事会員の引受審査資料の受領期限を定めることのみの規則改正は不要と考える。事務主幹事と他の共同主幹事との情報格差を埋めることに至らず、上場申請前から検討・審査を行う事務主幹事と他の共同主幹事に確保される時間にも差異があることから、主幹事会員と引受会員との間においてのみ実務上の役割の差異を認める現行規則の下と同様の実務が継続しかねないためである。 - 事務主幹事の場合、証券各社の IPO 業務への取組状況、体制整備の状況により引受審査資料の受領期限に係る考え方は異なるものと考えている。また、推薦証券会社に該当しない他の共同主幹事の場合でも上場予定会社との関係や事務主幹事の協力状況によって引受審査に必要な期間も異なる。このような状況を踏まえると「引受審査を行うために十分な期間」とする現行ルールで特に支障がない。	見直し提案のあった共同主幹事が審査資料の受領期限を明示することについては、共同主幹事の参入することを阻害する懸念が示されている。 また、審査資料の受領時期の問題ではなく、実質的に共同主幹事に求められる審査機能を如何に担保するかが重要であると考えられる。 引受審査項目について、事務主幹事、共同主幹事、シ団会員に適用される規定は同じである一方、取引所の要請により実施する推薦審査を行う会員（一般には事務主幹事のみだが、案件によれば共同主幹事も含まれる）は、追加項目について審査が求められている。 【検討事項】 前頁の確認を経た上で、共同主幹事に期待される役割（円滑な消化（販売）、事務主幹事への牽制（プライシングを含む適切な案件運営）等）が実質的に担保されるためには、事務主幹事の協力も含め、共同主幹事の審査に必要な資料・情報の確保を如何に担保すべきか議論いただきたい。
	○その他 - 具体的な日数の前に、役割の違いを明確化することが望ましい。 - 推薦証券である事務主幹事に対し、共同主幹事の招へいに際し、各共同主幹事の審査手続・承認手続に配慮した情報共有を心掛ける、といった指針を議事録等で共有するのではどうか。 - 引受規則、引受細則における新規公開時の「主幹事会員」について、共同主幹事案件を念頭に、引受審査項目によって他の共同主幹事が行うべき引受審査は事務主幹事と比べその深度や粒度に差異が生じることを前提とした規則改正とするか、規則改正が困難な場合には両者には差異があることが適当であるといった指針を発信する対応が望まれる。 - 引受規則第 16 条及び第 17 条に規定される引受審査項目においては、下表の通り、新規公開時のイ乃至二（表中赤字）については新規公開時独自の内容であり、事務主幹事による推薦審査において十分に確認される内容である。他方、有価証券の引受けにあたっては、新規公開時のホ乃至リ（イに関しては一部。表中緑字）は上場発行者についても掲げられている内容である。		

引受規則第 16 条 新規公開における引受審査項目		引受規則第 17 条 上場発行者による公募増資等における引受審査項目	
引受会員は、新規公開において行う株券、優先出資証券、外国株信託受益証券又は不動産投資信託証券（金商法第 2 条第 1 項第 11 号に掲げる投資証券であるものに限る。以下この条及び次条において同じ。）の募集又は売出しに際して引受けを行う場合には、次の各号に掲げる有価証券の種類に応じて、少なくともそれぞれ各号に掲げる引受審査項目について厳正な審査を行わなければならない。		引受会員は、上場発行者が発行する株券等（インフラファンド及び外国インフラファンド信託受益証券を除く。）の募集又は売出しに際して引受けを行う場合には、次の各号に掲げる有価証券の種類に応じて、少なくともそれぞれ各号に掲げる引受審査項目について厳正な審査を行わなければならない。	
1 株券、優先出資証券及び外国株信託受益証券 イ 公開適格性 （反社会的勢力との関係性） （上記以外）		1 株券、新株予約権証券、優先出資証券及び外国株信託受益証券 イ 適格性（反社会的勢力との関係性）	
ロ 企業経営の健全性及び独立性			
ハ 事業継続体制			
ニ コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況			
ホ 財政状態及び経営成績		ロ 財政状態及び経営成績	
ヘ 業績の見通し		ハ 業績の見通し	
ト 調達する資金の使途（売出しの場合は当該売出しの目的）		ニ 調達する資金の使途及びその効果（売出しの場合は当該売出しの目的）	
		ホ 株価等の動向	
チ 企業内容等の適正な開示		ヘ 企業内容等の適切な開示	
リ その他会員が必要と認める事項		ト その他会員が必要と認める事項	

・ 新規公開時の有価証券の引受けに際し、他の共同主幹事は、ホ乃至リに関しては主幹事会員として独自の審査を行いつつ、イ乃至ニに関しては事務主幹事の見解に一定程度依拠するといった他の引受会員と同程度の粒度、深度での確認を行うことは、引受規則の趣旨を逸脱するものではないと考える。

・ また、事務主幹事による審査に加え、金融商品取引所による上場適格性の審査がなされることに鑑み、過重な発行者への負担を強いることなく、通例、上場発行者に対して実施される共同主幹事としての審査項目とも合致する。

・ なお、新規公開時の引受けは、上場承認がなされてはじめて発生する行為であるところ、下表の通り、イ乃至ニの審査項目に関しては、金融商品取引所による審査も経たものとなっている。

プライム・スタンダード	グロース
企業の継続性及び収益性	企業内容、リスク情報等の開示の適切性
企業経営の健全性	
企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性	
企業内容等の開示の適正性	事業計画の合理性
その他公益又は投資者保護の観点から取引所が必要と認める事項	

※東京証券取引所の新市場区分を例とする。太字は引受審査項目と重なる主な事項である。

引受審査において、規則変更を伴わなくとも事務主幹事と他の共同主幹事との間での実務上の役割の差異があることを踏まえた実務が担保され、また発行者に過度な負担を強要することなく様々な引受会社編成の検討が可能となる。



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料3

社債券等売買高の集計方法の 見直しに係る意見照会結果について

2021年10月22日
日本証券業協会 公社債・金融商品部



【見直し提案の概要】

主幹事就任規制の例外要件を満たすために行っている「社債券売買高100億円以上の発行者」の公表に係る集計において、現行の「発行者と親子関係にある証券会社が、自社における当該発行者の社債券等の売買高を報告する」方法を改め、日証協が「社債の取引情報の報告制度」により報告を受けている「社債の取引情報」のデータを用いて集計する方法に変更し、市場全体の売買高により100億円の要件を判定することとしてはどうか。

【集計方法の見直しに関しご留意いただきたい事項】

- 売買高の増減の可能性
 - 集計方法の見直しにより、親子証券会社以外の証券会社における売買高を集計対象に含むことができるため、証券会社の親子法人の社債券等の売買高は増加する可能性が高い一方で、「社債の取引情報の報告制度」では「日銀の社債買入れオペに対する売付け」が報告対象から除外されており、また、「額面1,000万円未満の取引」の報告は任意となっているため、現行の集計方法においてこれらの取引が多く含まれている場合、集計方法の変更により、逆に売買高が減少する可能性もある。
- 異なる事務フロー（社債券と投資法人債）の併存
 - 社債券については、集計方法の見直しにより親子証券会社の事務負担が軽減すると考えられるが、投資法人債は「社債の取引情報の報告制度」の対象となっていないため、社債券について集計方法の見直しを行った場合であっても、投資法人債については現行の方法で売買高を報告する必要があり、社債券と投資法人債で事務フローが異なる状況が発生する。
- 新たな事務の発生
 - 「社債の取引情報の報告制度」では銘柄ベースで取引情報の報告を受けており、日証協では、「社債券売買高100億円以上の発行者」として公表対象とすべき発行者（証券会社の親子法人）と、発行者毎に集計対象とすべき銘柄を把握していないため、親子証券会社においては、現行の方法による報告（自社の親子法人である発行者の名称と、自社における当該発行者の社債券等の売買高）に代えて、「自社の親子法人である発行者の名称と、発行者毎に集計対象とすべき銘柄」を日証協に報告する新たな事務が発生する。

意見照会結果①(提案への賛否)



【照会事項①】

上記の見直しに対する賛否とその理由をお答えください。

賛成	: 7社
条件付き賛成	: 1社
反対(見直し不要)	: 0社

「賛成」「条件付き賛成」の主な意見

- 「売買高100億円」は市場全体の売買高で判定すべきであり、見直しに賛成。
- 見直しによるデメリットや事務の変更による負担は限定的であり、見直しによるメリットのほうが大きい。
- 見直しによる事務の変更についても、現行制度上、親子証券会社は集計対象銘柄を把握・更新しているので、協会に銘柄一覧のような形で報告するのであれば、対応は十分可能。
- 現行の社債売買高の報告様式を一切変更しないのであれば見直しに賛成。ただ、親法人子法人等以外の業者に追加の負担を強いる方法での集計には反対。

意見照会の結果を踏まえた対応

賛成多数、反対なしという結果を踏まえ、集計方法を見直す前提で、見直しに伴う実務上の課題について検討することとしてはどうか。

意見照会結果②(検討事項)



【照会事項②】

上記の見直し提案に関して、ご意見やご質問等がございましたらご記載ください。
特に、集計方法を見直すこととした場合に予め明確化しておくべき事項等がございましたら、前広にお寄せください。

意見(1) 集計結果のフィードバックについて

- 協会に対象銘柄の集計をお願いした場合、100億以上の発行者名のみを公表するだけでなく100億に満たない場合も含めて、集計結果の数字を公表もしくは親子証券会社にフィードバックしていただきたい。法令上は過去6カ月のいずれかの算定基準日にクリアしていれば良いが、売買高が十分余裕を持って基準を上回っているのか、徐々に売買高が細っており近いうちに基準を満たせなくなる可能性が高いというような売買高の推移情報は親子証券会社および発行者にとって重要な情報であり、発行計画にも影響するため。

事務局コメント

- 現行の「社債の取引情報の報告・発表制度」において、特定の発行者の社債券の売買高の合計や個別銘柄の売買高の公表・提供は行っておりません。
- 集計方法の見直しを行った場合、「社債の取引情報」を利用した売買高の集計結果には、親子証券会社以外の証券会社における取引の情報も含まれることになるため、集計結果を親子証券会社にフィードバックするのは適当ではないと考えます。
- 特定の発行者の売買高の推移については、現行と同様に、自社における取扱高から推測していただくことになるものと理解しております。

意見照会結果②(検討事項)



意見(2) 日銀の社債買入れオペに対する売付けの取扱い

- 証券会社から、日次で社債の取引情報(ISIN銘柄コードや取引数量、約定単価等)の報告も行われていると思いますが、これを使用することにより、「日銀の社債買入れオペに対する売付け」を対象に含めるといった対応をすることは可能でしょうか。
- 売買高の増減の可能性については、技術的に可能であれば任意で会員各社から該当銘柄についてのみオペに対する売り付け額を別途追加報告できるようにするのも一案ではないか。任意報告であればあまり負担感もないと思われる。

事務局コメント

- 現行の「社債の取引情報の報告制度」においては、日銀の社債買入れオペに対する売付けは報告対象から除外されているため、同制度に基づく報告では、日銀の社債買入れオペに対する売付けを社債券売買高の集計対象に含むことはできません。
- 集計方法を見直した場合、「社債の取引情報の報告制度」とは別に、親子証券会社から発行者名及び集計対象銘柄のリストの提供を受ける際に、当該親子証券会社における集計対象銘柄の社債買入れオペに対する売付け額をご報告いただくこと自体は、実務的には可能と考えます。
- ただし、現在は集計対象に含んでいるものの、本来の制度趣旨に照らして、セカンダリーの売買高として日銀の社債買入れオペに対する売付けを含むべきかどうかは、改めて整理が必要と考えます。

意見照会結果②(検討事項)



意見(3) 集計対象銘柄等の協会への報告について

- 事務フローについては、親子証券会社は現行制度でも対象銘柄を把握・更新しているので、協会に銘柄一覧リストのような形でご報告するのであれば、負荷は少なく十分対応可能。
- 日証協への報告事項とされる項目のうち、「発行者毎に集計対象とすべき銘柄」については、協会員がどの銘柄かを選定して日証協に報告するのではなく、店頭売買参考統計値又は店頭基準気配値が公表されている銘柄を集計対象とすることも考えられるのではないか。

事務局コメント

- 現行制度上も、親子証券会社においては、集計対象銘柄を選定したうえで、自社における取扱高をご報告いただいているものと認識しており、今後、協会が「社債の取引情報」による集計を行う場合には、これまで各社で選定していた集計対象銘柄を協会にご報告いただくことを想定しております。
- 協会では、個別銘柄を発行者ベースで管理しておらず、特に、過去の吸収合併や社名変更の前に発行された社債券がある場合、個別の社債券の名称と発行者の名称が一致しないケースがあり、協会において個別銘柄と発行者の紐づけを行うことが困難であるため、集計方法を変更する場合には、親子証券会社から集計対象とする発行者と個別銘柄をご報告いただく必要があるものと考えております。

意見照会結果②(検討事項)



意見(4) 独立引受幹事制度について

- 独立引受幹事の主な役割の一つとして、発行価格等の決定に適切に関与し、発行条件の妥当性を確保するということが考えられるが、今年から「社債券等の募集に係る需要情報及び販売先情報の提供に関する規則」が施行され、社債券等の引受けを行う際の需要の把握、条件決定及び販売等の一連の手続きの透明性の向上が図られているといった状況を踏まえ、独立引受幹事の制度の存在意義等について、改めて検討しても良いのではないかと(日証協の規則マターではないかもしれないが)。

事務局コメント

- ご認識のとおり、独立引受幹事制度は法令事項(業等府令153条1項4号二)であるため、自主規制規則の見直しの文脈で検討するのは難しいと考えます。
- また、独立引受幹事制度は社債券等に限ったものではなく、株式等についても同様の制度になっているものと理解しておりますので、同制度について議論するのであれば、株式等の他の有価証券も含めて一体的に検討すべきものと考えます。

見直し後の事務フロー(案)



時系列	現行	見直し後(注)
X-1月の末日	算定基準日	
～X月10日	(親子証券会社) 対象とする発行者(親子法人)の社債券等について、算定基準日以前1年間の自社における売買高を集計し、協会に報告	(親子証券会社) 対象とする発行者(親子法人)の名称、発行者毎の集計対象銘柄、 <u>集計対象銘柄に係る日銀の社債買入れオペに対する売付額【P】</u> を協会に届出
～X月14日	(協会) 報告内容を確認し、売買高が100億円以上の発行者を選定	※額面1億円未満の「社債の取引情報」は、翌月20日までにまとめて報告できる(X-1月における1億円未満の取引は、X月20日までに報告)ため、協会における集計開始はX月20日以降となる
X月15日	(協会) 売買高が100億円以上の発行者を公表	
～X月20日		
～X月29日		(協会) 親子証券会社から届出のあった集計対象銘柄の売買高を「社債の取引情報」から集計し、 <u>届出のあった社債買入れオペに対する売付額を合算して【P】</u> 売買高が100億円以上の発行者を選定
X月30日 (最終営業日)		(協会) 売買高が100億円以上の発行者を公表

(注)投資法人債について集計方法の変更は行われなため、現行と同様の事務フローとなるが、発表時期については、社債券と揃える(後ろ倒しとする)ことも考えられる

今後のスケジュール



- 本日のご議論を踏まえ、事務局より、集計方法を変更した場合の具体的な事務フローを提示し、意見照会を実施させていただきます。
- 並行して、見直しの方向性について金融庁や証券保管振替機構へ説明を行い、いただいたご示唆等については、適宜、本WGにご報告させていただきます。
- 11月中に見直しの是非及び見直し後の事務フローの大枠を確定したうえで、12月の自主規制会議において、本見直し提案の取扱いについてご報告したいと考えております。

引受 WG の検討スケジュール（案）

2021 年 10 月

開催時期	検討事項	内容
第 80 回 (9 月 28 日)	1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期 2. 株券等の募集に係る M & A の資金使途の開示 3. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る 売買高報告の方法の見直し	・キックオフ
～10 月上旬	意見照会	
第 81 回 (10 月 22 日)	1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期 2. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る 売買高報告の方法の見直し	・方向性について固める
第 82 回 (11 月 9 日)	○ 株券等の募集に係る M & A の資金使途の開示	・方向性について固める
11 月中旬～12 月	予備日（必要に応じて意見照会、WG 開催など）	
12 月中旬	「自主規制規則の見直しに関する検討結果等について」自主規制会議等報告・会員通知（自主規制 企画部） ※ 検討状況を自主規制会議等に報告のうえ会員通知	

※ 2022 年 1 月以降 （WG で了承が得られた検討事項について）規則改正

以 上