

1. 会合名	「募集株券等の配分に係る規制のあり方に関する検討分科会」(第3回)
2. 日 時	平成23年11月2日(水) 16:00~17:30
3. 議 案	1. ゴールドマン・サックス証券によるプレゼンテーション 2. 意見交換 3. その他
4. 主な内容	1. ゴールドマン・サックス証券によるプレゼンテーション ゴールドマン・サックス証券より、海外における配分に関する制度や慣行についての紹介が行われた。 2. 意見交換 1. のプレゼンテーションを踏まえ、大要以下のとおり意見交換がなされた。 【主な意見】 ・ ABO (Accelerated book building offer : 機関投資家を中心に短期間でブックビルディングを行う方式) を行った場合、当該銘柄を個人投資家が購入する機会はあるのか。 → 個人投資家が参加する場合もあるが、資産規模が大きい個人投資家が参加するケースがほとんどであり、参加者数は限られている。 ・ 米国においては、発行体と協議を行った上で配分先を最終決定することが一般的なようだが、当該協議は「協議」として行われ、また、行われないケースは少ないのか。 → 協議を行うことはプロセスの一つとしてほぼ行われているが、絶対条件ではないため、例えば、完全に主幹事に任せるケースもある。 なお、最も一般的なのは、上位の主要な配分先についてのみ協議を行い、その他については主幹事に任せるようなケースである。 ・ ABO 方式等、短期間でブックビルディングが行われる場合であっても、需要状況や配分状況などを発行会社に公開し、協議するのが一般的なのか。 → そうである。プライシングの協議と一体として、配分先の協議を行っており、その過程で発行会社への開示を行う。 ・ 海外ではコーナーストーン投資家や、アンカー投資家という投資家が存在するとのことだが、そういった投資家は P0、IP0 ともに存在するのか。 → そのとおり、そのような投資家が IP0 にしかいないとか P0 にしかいないということではない。 例えば、米国におけるリーマンショック後の大型銀行増資においては、既存株主である大手機関投資家を事前にウォークロスしていたが、これはアンカー投資家制度にも近いといえ、また、欧州における P0 については通常ライツ・オファリングが行われることが多く、その場面でも一定以上をコミットするこ

	とを事前に発表する等コーナーストーン投資家の存在も見られる。 ・ コーナーストーン投資家プロセスとアンカー投資家プロセスとを同時並行的に用いる事例もある。 ・ コーナーストーン投資家若しくはアンカー投資家制度を採用する場合、証券会社が発行体の指示とは無関係に当該投資家を選定することはあるのか。 → コーナーストーン投資家制度では、大きなポーションを限られた数の特定の投資家に配分することとなるため、発行体の強い同意に基づき行われる。 アンカー投資家制度についても、一般的なオファリングの中で主幹事として期待ができる優良かつ大型の投資家に早期の大口需要申告を促すため、発行体が株主として迎え入れたい投資家像と大きく乖離することは基本的にはないものとする。 ・ 米国では、ルール 5131 において、IPO におけるブックビルディングの状況及び配分結果について、発行会社に報告するよう求めているということであるが、その背景はわかるか。FINRA のルールは投資家保護が前提となっているはずだが、当該規定がどのように投資家保護に結び付くのか。 → 明確な背景は不明だが、当該規定には、利益相反の関係にある発行体と投資家とを仲介する証券会社が、両サイドのトランスペアレンシーを高め、公正な価格形成を促すという目的があると理解している。 また、米国ではラダリング等不公正な配分について明確な禁止規定があり、こうした配分が発見されやすくなるという副次的な効果もある。 ・ UKFSA のルール上、発行体に配分先を開示することが求められる根拠条文は、既に削除されているものと認識しているがどうか。 → 需要配分に関する情報に関し、発行体、売出人に情報提供するということを社内規則に定めるとするルールがあると認識している。文面については、次回以降に用意させていただく。 ・ ヨーロッパの大陸側など、比較的持合いが行われている地域の状況が分かれば教えて頂きたい。 → 各国で規制の内容は異なるが、欧州地域は概ね同じような方法で運営されているのではないかと考える。 ・ 発行体による株主の選択の問題や、公平・公正とは何かというところが議論になっているが、米国ではこの点は議論されているのか。 → 大きな枠組みとしては、証券会社にとっては発行体も投資家も顧客であるという関係の中で、利益相反が起こらないようにするという考え方がある。
--	---

	・ 発行会社への配分先の開示について、本邦では、投資家情報について証券会社へ守秘義務が課せられるが、米国の投資家からはそういった要望はでないのか。 → 米国の投資家は、発行体に対し需要の内容が開示され、配分の際に発行体の指示が入ることについて理解した上でオファリングに参加しており、慣行としても確立している。 ・ 発行体と配分先について協議することや、指示を受けることについて、取引所におけるルールはないのか。 → 確認を取ったわけではないが、米国での聞き取りの際には、特段指摘はなかった。 ・ 海外では、証券会社が不公正な配分を行わないよう、発行会社に配分状況を開示するという方向性であるようだが、それとは逆に、本邦における親引けルールは、発行体による不公正な配分を行わせないことを目的としている。 海外では、証券会社と発行会社とによる協議と合意の上で配分先が決定されていくとのことだが、両者が合意できないということは起こらないのか。また、証券会社に委ねておくと不適切な先に配分してしまうのではないかという疑問や議論はないのか。 → 基本的には証券会社のマーケティングにより需要を獲得し、その中で協議を行うという形になっているため、本邦のように発行体によって個別の配分先が指定されるということはないものとする。 なお、発行体から、なぜそのような配分をするのかということについて、詳細な質問が投げかけられることはあるようだが、大幅な配分先の変更を要するような事例が頻発するという話はなかった。 ・ そもそも、本邦では、個人投資家を含め広く公平に配分を行うことを目的として、現行の規制が置かれているが、海外ではそういった公平な配分をすることが望ましいという考え方はないのではないか。 → 海外では、時間をかけて広く公平な配分を行うことよりも、スピーディなファイナンスを行うことが志向されると考える。 そもそも、協会規則における「個人投資家等」は「個人」のみならず、持合いの株主ではないという意味であると、規則制定時の考え方を第一回会合時に事務局からご説明を頂いている。 ・ 配分の公平化を図るという目的で現在の協会規則が置かれているのであれば、配分の公平化に影響を与えるようなものを除けば、発行体から指示を受けることについて、規制の対象にならないのではないか。 → 日本では、顧客カードの情報の守秘が定められており、当該守秘義務を明示
--	--

	的に解除しない限り、発行体に対する配分先の公開はできない。また、そのようなルールの上に慣行が築かれているため、配分先の開示制度を導入することで、直ちにうまくいくということではないと考える。 ・ そもそも、米国では、個人の顧客に個別の銘柄を勧めるということはあまりされていないという認識でいる。 であれば、公平を考える際に個人を入れなくてはならないという考え方は希薄なのではないかと考えるがどうか。 → 発行体と証券会社が合意の上で機関投資家に対象を絞ってオフERINGを行う場合、その需要の中で適切に配分をするのであれば、公平性に問題はないと考えられているのではないか。 ・ 米国でも、公募の場合には一定のディスカウントを行うことが通常であると考えるが、本邦における有利発行のような観点での議論はあまりされていないのか。 → 有利発行といった考え方はなく、10%以上の大幅なディスカウントが行われている案件も存在する。 会社法的な観点では、公募増資を不適切な形で行った場合は、最終的にマネジメントが責任を問われる形となるが、細かく外形的な数値規制は置かれていないものと認識している。 ・ 米国における IPO の取扱いに関する規制を除けば、海外においては、配分に関する規制は特段ないようだが、規制がないことにより不適切な配分が行われ、社会的に問題になった事例はないのか。 → 発行体に対して配分先を公開することにより、発行体主導で不合理な配分が行われ、社会問題化するようなことは認識されていないと思われる。 ・ 海外における投資は、ほとんどがフィナンシャルな目的であると考えられるが、日本では必ずしもそうではなく、持ち合いや取引関係の維持など、様々な目的を持って投資を行うという意味で事情が異なっており、海外における制度や慣行を参考にするのは良いが、日本における現状を踏まえたうえで、議論していく必要があるのではないか。 ・ ジェネラルルールとして規制をするのか、個別案件についての説明責任が果たせればよいとするのかといった考え方について、整理をする必要がある。 なお、本邦の国柄を考慮すると、ある程度事前にルールを定める方法がとられると考えられるため、恐らくジェネラルルールのな規制が求められるのではないかと考える。
--	--

	・ コーナーストーン投資家やアンカー投資家については、ロックアップや目論見書での開示などプロセスに違いがあるが、どのような基準で手段が選択されるのか。また、ライツ・オフERINGについても、どのようなインセンティブによりこの手法が選ばれるのか。 → コーナーストーン投資家若しくはアンカー投資家制度については両制度とも、案件に対する不確実性を小さくしたいということが主な実施理由となっており、案件の不確実性が高い IPO 等で利用されることが多い。 ライツ・オフERINGについては、日本の場合、制度設計上公募増資とライツ・オフERINGを自由に選択できることとなるようだが、多くの国では一定以上の希薄化が発生する増資は、株主総会の承認を得るかライツ・オフERINGをするかしか選択肢がないため、自動的に制度が選択されるという側面がある。 ・ 日本では発行登録制度を使い需要の見通しを立てることも可能ではないか。発行登録が株価にインパクトを与えるという問題はあるものの、日本のマーケットの流動性が増し、多様な投資家が参加する形になれば、そういった問題も解消できるのではないかと考える。 → 米国で、PO を行う際に ABO 方式が選択されることが多いのは、包括発行登録制度により、複数の有価証券について一つの登録で取り扱うことができる等、公募増資に係る設計の自由度が高い点にある。 日本で発行登録制度を利用する際には、例えば、“株式の公募”という発行登録を行う等、種類毎に登録をする必要がある。そのような問題が解消され、発行登録自体が使いやすくなれば、需要の見通しを立てる手段としての有効性も高まるのではないかと考える。 3. その他 ○ 東京証券取引所より、第三者割当増資に関する規制の説明がなされ、大要以下のとおり意見交換がなされた。 【主な意見】 ・ 本分科会での検討の結果、協会規則上の親引けルールが見直される方向となった場合には、東京証券取引所の上場規程の開示内容についても影響が及ぶという理解でよい → 本分科会での議論を踏まえて、取引所規則に影響があるかどうかも含めて検討をしたい。 (事務局) 金融庁より、近年に第三者割当に関する規制を強化した趣旨を理解した上で、十分な議論を尽くして頂きたいとの意見を頂いている。 以上
5. その他	・ 平成 23 年 12 月 16 日(金)一部訂正

	※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問合せ先	自主規制本部 自主規制1部（03-3667-8647）