

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5回)
2. 日 時	平成23年11月28日(月) 16:30~18:15
3. 議 案	1. これまでの議論の論点整理 2. その他
4. 主な内容	1. これまでの議論の論点整理 事務局より、前回会合までの論点の整理と、本分科会の検討を取りまとめる報告書の方向性について、以下の4点につき資料に基づいた説明がなされ、大要以下の通り意見交換がなされた。 (1) 配分の基本原則について (2) 親引け規制について (3) 発行会社への配分先の開示について (4) 届出前勧誘について 【主な意見】 (1) 配分の基本原則について ・ 公正な配分を行うことを否定する余地はないが、一方で公平な配分とは、抽選を行い平等に配分すること等を指していると考えられ、公正性とは次元の異なる内容であると考えられるがどうか。 ・ 現行の規制では、公平と公正の概念について整理がなされていない。 ・ 「個人投資家」という単語にこだわらず、規則本来の趣旨である持ち合い先への配分を抑止するといった形にすべきではないか。 また、規則制定当初からマーケット環境が変化しているため、「幅広い配分」という点についても、案件の特性によっては限定的な投資家への販売が行えるよう、証券会社にフレキシビリティを持たせるべきではないか。 ・ 一律的に「個人投資家」や「広く公平に」という文言があることによって、フレキシビリティのあるファイナンスが行いにくくなっているという印象があり、規制を見直すタイミングにきているのではないかと感じている。 ・ 発行体の株式分布の現状を見た上で、例えば機関投資家を増やした方が良いとか外国人を増やした方が良いとかの方針を引受証券会社で反映させたくても、現行の規制ではやりづらいところはある。 ・ 適合性という観点から、商品の特性に合わせて配分先を決定することも必要なのではないか。 ・ 同じIPOでも、個人投資家中心に配分する方が適切と思われる場合もあれば、そうでない場合もあるだろう。いずれの場合においても、配分には柔軟な規制

	が求められているという点で一貫していると考えられるのではないか。 (2) 親引け規制について - 親引けの概念を見直すためには、まず配分についてのプリンシプルを定め、その上で選択肢として、規制の撤廃、例外拡大、維持のなかから考えていく必要があるのではないか。 → 現行の規則ではプリンシプルと親引け規制の関係が現実的な状況に合っていないという印象であるため、公平・公正な配分という議論と、親引けの規制については分けて考える必要があるのではないか。 また、現行の規則では適用除外要件が具体的に定められているが、親引け規制の目的とその例外としての適用除外要件とがマッチしているとはいえない。適用除外要件を変更するのであれば、目的に照らして考えながら規則改正を行っていくべきである。 逆に、プリンシプルとして、配分先を考えるとところまでを証券会社の努力規定としておく必要がないのであれば、自主規制規則の中で親引けを規定する必要もなくなるのではないか。 - そもそも第三者割当に求められる開示よりも、親引けの際に求められる開示が緩やかなものであるならば、第三者割当の開示規制からの潜脱として親引けを利用することが可能であるため、性質に近い二つの手法にかかる規制の度合いが異なることは望ましくないとする。 - 規則に定める適用除外要件でキャッチできる投資家が、規則制定時と現在では異なるため、規制として実態をとらえられていないのではないか。また、規則改正に係る手続きを考えると、適用除外要件を増やしていく方法では柔軟性が確保できず、効果的ではないのではないか。 - 親引け規制を撤廃した上で、第三者割当にかかる開示規制の潜脱にあたる行為を規制していくという考え方が、合理的なのではないか。 - 実務上の印象では、P0 については現行の適用除外要件以外で親引けを行うニーズは少なく、一方で IP0 については、株主政策ができていない状態で、適用除外要件にも当てはまらないケースが多いため、P0 と IP0 で規制のかけ方を変えた方がよいとする。発行会社が株主を選ぶという行為をどうとらえるかによるが、IP0 時に株主を選ぶ行為には正当性が認められる場合があるのではないか。 → 第三者割当と同様の開示がなされるのであれば、特段 P0 と IP0 でどちらか一方だけを規制する必要はないのではないか。
--	--

	・ 第三者割当増資と公募の中での親引けはある程度同列に扱われるべきである と考える。発行会社が指定する配分先が適用除外要件の外である場合があり、 そこは適切な開示で対応していけばよいと思う反面、資本構成を優先して親引 けを行うことにより、配分の公平性が歪められることはないのだろうか。 → 既存株主の持株比率を引き上げる親引けにより、その他の配分が小さくな り、公正な配分に支障をきたすということはあるのではないか。 → その点については、例えばプリンシプルが置かれて証券会社が適正に配分す ることが原則になっていれば、その配分自体が親引け規制にあたらなくとも、 配分について証券会社が発行会社の要請を拒否することや、提案された配分に ついて譲歩をお願いすることは可能であると考え。 ・ 発行会社の意向を無視することにより、資本政策の機動性が下がってしまう のは好ましいことではない。主要株主の持分の引き上げと資金調達を同時に行 いたいというニーズ自体は自然なものであり、2回に分けなければならない、 とすべきではない。必要な開示がなされるのであれば、持株比率を上げながら 一般投資家からも調達できる道を残しておいたほうがよい。 ・ ロックアップについては、当然実務として証券会社から要請はするが、発行 会社や配分先は規則の対象ではなく、100%守ってもらえるという保証はない ため、規制を努力義務としてかけるのか、遵守義務としてかけるのか、その点 を議論する必要がある。 ・ 証券会社として、ロックアップ契約の締結を求めているものの、契約の締 結までを規則に定めると、たとえ努力規定であったとしても証券会社の実務に 何らかの影響が出ると考えられるため、ロックアップ契約の有無を開示すれば よいのではないか。 → ロックアップは基本的に契約者双方の合意で解消できると認識している。 → 主幹事証券会社の裁量がどこまで認められているかにもよるが、後で契約を 解消することを前提に、みせかけの契約を結ぶことは可能である。しかしなが ら、日本のマーケットにおいて、ロックアップの有無は投資家に対しての重要 なメッセージであるため、契約が解消された場合にはそれも開示すべきである と考える。 (3) 発行会社への配分先の開示について ・ 発行会社への配分先の開示を行うとすれば、どのタイミングを想定している のか。 → ブックビルディングの途中あるいはアロケーションの前に開示を行うと、親 引けに該当するような発行体からの示唆が行われてしまうのではないかと。開示 を行うのであれば、事後的な開示が望ましいのではないかと。
--	--

	また、顧客情報の守秘義務はあるが、現実的には同意があれば開示することは可能であると認識しており、同意を得た顧客からの需要情報だけを開示するのと、すべての需要情報を有無を言わず開示するのと、どちらがよいのか。 ・ 発行会社への配分先の開示を行うにしても、投資家の属性だけでなく投資家名まで開示する必要があるのか。開示を受けた発行会社は、何を基準に特定の投資家への配分を不公正だと判断するのか。 ・ 発行会社としては、個社名・個人名等の詳細な情報までは必ずしも必要性を感じない場合が多いのではないか。とはいえ、上位の配分先については気になるケースもあるため、一定の基準を設けて開示をしてほしいニーズはありうる。 また、事前に開示を受けるのであれば、上位の配分先については気になるだろう。配分先指定の有無にもよるが、大きな配分を受ける投資家や、配分先の属性の割合については、資本政策上の参考として、事前に知っておきたいニーズはある。 ・ 証券会社としては、案件の信頼性を高めるため、発行会社とのコミュニケーションの中で、匿名でブックの状況等を話題にすることは実務的に行われている。 ・ 証券会社が発行会社に配分先を開示することにより、間接的に世間一般にも配分先が伝わることになると考えられるが、これを規則化することについてはどのように考えるか。 → 配分先開示の義務化の是非以前に、まずどういった目的で開示が必要とされるのかを整理する必要があると考える。 → この問題はある意味で親引け規制と表裏一体と捉えられるのではないか。すなわち、親引け規制が撤廃されるとすれば、証券会社の裁量が広がる一方で、配分先を開示することにより、証券会社の恣意的な割当てを抑止するという性質を持っていると考えられるのではないか。 ・ 需要調査の段階での開示は認めず、配分の段階では開示を認めるというのは、守秘義務という観点から整合性が取れているとは考えにくい。まずなぜ発行体を開示する必要があるのかを整理する必要がある。 ・ 実務上の印象ではあるが、これまでに携わったファイナンスにおいて、発行会社への配分先の開示について、義務化するほどの強い要望を受けたことは少ない。実務的にブックの状況を説明することはあるが、ロードショウが行われている案件であれば、それぞれの投資家からの需要について丁寧に対応してい
--	--

	れば、ある程度発行会社の希望に応えることは可能であるとする。 ・ 投資家勧誘前に、候補を発行体と共有することは守秘義務違反にはあたらないだろうし、発行会社と証券会社の間で方針等が事前共有されていれば、必ずしも投資家動向等に関する個別・詳細な開示は求める必要ないかもしれないと考える。 ・ 個人情報や機密情報は非常にセンシティブな問題であると認識している。機関投資家によって契約形態が異なり、受託資金の性格が変わってくるので、各社で情報管理の根拠とする内部のコンプライアンスに差があるのではないかと考える。 また、一般論として、配分先として開示されることにより、結果として運用資金のポジションが流布されることや、こういった形でオーダーを入れるのかについて、個社の名前を含めて開示されることに抵抗がある投資家もいるのではないかと考える。 個別の契約によっては開示されることが契約違反になってしまうこともありうるので、この点については慎重に議論すべきである。 ・ アメリカでファイナンスに応募する際は、発行体に配分先が開示されるのが前提になっているとの理解だが、日本でも発行体への配分先の開示が行われることとなった場合、自分の情報が発行体に伝わるなら申し込まないとする投資家が相当程度存在するのではないか。 → ルールが変わったからと言って、アロケーションの考え方を変えたり、株式を投資対象から外すという極論に至ることはないと思うが、日本では個人情報を厳重に管理することで評価される側面がある。大量保有報告のように一定のルールが決まっていれば開示されていくというコンセンサスも生まれるだろうが、周辺ルールとの関係があまり整理されていなかったりすると混乱を招くのではないかと考える。 (4) 届出前勧誘について ・ 届出前勧誘の是非については法令事項であるため、分科会での議論から法令改正まで実現することは非常にハードルが高い。 2. その他 特になし。 以 上
5. その他	特になし ※ 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）
---------------	-----------------------------