

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4回)
2. 日 時	平成23年11月18日(金) 16:00~17:30
3. 議 案	1. 早稲田大学 若林准教授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. 早稲田大学 若林准教授によるプレゼンテーション 早稲田大学 若林准教授により、米国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】 ・ 米国では、あらかじめ配分先が決まっている場合、届出書や目論見書での開示を要するという紹介があり、又、親引け行為の事前勧誘への該当性についての指摘を頂いた。 米国においても届出前の勧誘は禁止されているものと理解しているが、仮に配分先を指定する行為が事前勧誘と整理されているのであれば、配分先を開示することができるものなのか。 → 確かにガンジャンピングの問題との関係があるとの指摘があり、実務の点をわかっているわけではないが、原則的な開示の考え方からすると、重要な情報については目論見書において開示をする必要があるのではないかと。 米国のIPOにおいては、届出書を提出した後、SECとのやり取りを経て、内容の修正が行われるようであり、その過程で配分先の情報が付け加えられるということもあり得るのではないかと。 ・ 本邦の場合、経営参加権的な意味合いで、事前の割当てが行われることが多いと考えられる。 単純に経済的利益を求める投資家とそれ以外の利益を求める投資家が混在することにより、価格形成が歪められる可能性があるように思われるが、そのような議論は米国においてされているのか。 また、一定の親引けが行われることが、価格形成にどのような影響をもたらすと考えられるか。 → 親引けなどの配分がプライシングに与える影響については、価格上昇に拍車をかけるといった指摘以外には、あまり議論されていないものと認識している。 経済的利益を求める投資家と、経営参加を求める投資家が混在することによる価格への影響については、経済学的な側面からアプローチされているものと考えられる。

	なお、配分先が開示されている場合であっても、配分の数量が多大な場合には、価格に影響を与えることはあると考えるが、発行会社全体の株価にどの程度影響があるのかということについては別問題として考えられるのではないかな。 ・ 米国において、IPO については、ディスカウントがなされるということから不正が起きやすいと考えられ、配分規制がおかれているが、PO については特段の規制は存在せず、証券会社に判断が委ねられると同時に、アロケーションのプロセスについての発行会社の事前関与が認められる形となっているという理解でよいか。 → 引受証券会社がフィデューシャリーとしての立場に立っていると、発行会社の意向は通しやすくなるのではないかな。 ・ 米国においては第三者割当増資という慣行が存在せず、支配権の移動は基本的に TOB によると理解している。米国においては、新株発行の段階で発行会社が投資家を選ぶという発想はそもそもなく、そのため、現状のような規制の枠組みになっていると考えられるがどうか。 → 米国では、増資を行う際、既発行株式に対し一定パーセント以上の新株発行が伴う場合には株主総会の承認を得ることが基本であり、英国の場合には新株引受権があるため、そのような前提がある中で、発行会社の意向を組み入れることは理解できる。 他方、そういった前提がない本邦において、発行会社の意向を通そうとすると、マーケットに多大な影響を及ぼす可能性もあると考える。 ・ 証券会社は、アドバイザーという立場から、発行会社の資本政策としてどのような株主構成が望ましいのかを考えているのが実態である。「証券業界として、どのような株式市場にしたいのか？」という問題提起があったが、業界としてどういう構造が望まれているのかという観点での意識はあまりなかったため、新鮮な問題提起だと感じた。 ・ 本邦で引受けが行われる際の主幹事は、案件の規模によって、日系の大手から準大手、外資系といった証券会社で構成されるが、米国においてはどうか。 また、米国内の案件に参加する機関投資家は、米国勢が中心なのか。それとも、案件によっては海外の機関投資家が中心となる場合もあるのか。 → 本邦では、国内証券会社がリテール販売を行う必要があるが、米国ではそういった必要がないため、より競争が自由であるという印象を持っている。 また、米国は国内機関投資家層が発達しており、自国内の機関投資家の参加が極めて多いと認識している。 なお、米国においては、本邦のように海外トランシェという考え方はない。
--	--

	・ 米国では個人投資家への配分を行わなければならない旨のルールは規定されていないが、かといって、公正な配分をしなくて良いと考えられているわけではないものとする。 リテールに必ず投資機会を与えないと公平な配分とは言えないと考えるのか、それとも案件によるものとするか。 → 絶対に必要であるとは考えないが、原則的に個人へ配分を行うこととし、一部について例外を認める形が望ましいのではないかと考える。その場合、本邦の株式保有構造を考慮したうえで、例外をどこまで認めるかがポイントになってくるのではないかと考える。 なお、エクイティ発行の際に数量規制がおかれたり、持ち合い構造が解消されたりした場合は、原則と例外が逆転するとか、例外部分をより大きく設けるということも考えられるのではないかと考える。 3. その他 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）