

「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」報告書に対する  
パブリック・コメントの結果について

平成 24 年 3 月 1 日  
日本証券業協会

本協会では、「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」が取りまとめた報告書の内容について、平成 24 年 1 月 17 日から 2 月 7 日までの間、パブリック・コメントの募集を行った。この間に寄せられた意見（12 件 6 社）の概要及び意見に対する考え方は、以下のとおりである。

項 番	報告書における 該当箇所	意見の概要	考 え 方
1	11～13 頁	<p>ここにいう「公正」「公平」という概念は、損失補てんに繋がることを防止する意味合いが強い、と認識している。</p> <p>IPO や PO における条件決定の傾向や個人客のニーズ、また「基本方針」や「社内規則」の内容についての認識も必要である。</p>	<p>配分に関する規制の如何にかかわらず、引受証券会社が、発行者についても市場についても熟知している専門家として、公正な配分に努めなければならないことは当然であり、配分が公正や公平を旨として行われるべきことは今後も変わることはありません。</p> <p>よって、今回の配分に関する規制の見直しは、当然のことながら、損失補てんと捉えられるような不公正な配分を行わないことが前提として議論されました。</p> <p>そのうえで、報告書 12 頁において記述されておりますように、配分結果の画一的な公平の過度の追求が案件ごとの適切な配分を実現しているとは必ずしも言えないことに留意すべきとされ、公正の確保を前提としつつ、案件の状況に応じて柔軟な配分が行われることが重要であるとの方向性が示されたところです。</p>
2	11～13 頁	<p>個人投資家が最も好むと言ってよい IPO や PO 株の配分方法について、規則から「個人投資家」という文言を消し去ることは、結果的に個人投資家を軽視することになるのではないか</p>	<p>御指摘の点につきましては、配分に関する基本的な精神を定める規定において個人投資家への配分を求めていることが、すべての案件において一律に個人投資家への相当数量の配分が必須であると解され、個別の案件をめぐる状況に照らすと、場合によっては適切な配分が実現できていないのではないかと、との指摘があったところ</p>

項番	報告書における 該当箇所	意見の概要	考 え 方
			<p>です。</p> <p>ただ、個人投資家への配分について規則において言及するか否かにかかわらず、個人投資家に対して募集・売出しにおける投資機会を適切に提供していくことが証券会社による配分において重要であることには変わりがない、との考え方も報告書13頁において示されております。</p>
3	16 頁	<p>わが国において、配分先に関する情報を発行者に提供する慣行がないと断じているが、少なくとも日本株以外における株式募集においては、配分先情報が発行会社に表示されている現実を踏まえるに、海外投資家にとって、日本株については「配分先に関する情報を発行者に提供する慣行がない」と断じてしまうことは、客観的かつ公正な価値判断とは言えないのではないかと。</p>	<p>分科会の議論においては、配分先に関する情報の発行者に対する提供についての制度及び慣行は、わが国と海外とは異なることが指摘されたところです。</p> <p>そのうえで、配分の透明性の向上、不公正な配分の抑止、市場の公正さに対する信頼の向上のため、わが国においても配分先に関する情報の発行者に対する提供を制度化する方向性が示されたところです。</p>
4	16 頁	<p>配分先に関する情報の発行者に対する提供についての投資家におけるコンセンサスにつき、元来発行者は株主名簿を通じ最終的には株主を知りうる主体であり、また既に機関投資家については一部の証券会社において同意を取って行われている実態がある。</p> <p>例えば証券会社と発行者との間の守秘義務契約の締結等、実務面の必要な手当ては検討される必要はあろうが、この情報提供をすることが募集・売出しの円滑な実施の妨げになるとの具体的な事例・論拠に乏しく、本件を議論する上でことさら焦点を当てるべき本質ではないと考える。</p>	<p>既に配分先に関する情報の発行者に対する提供が行われている実態があるようですが、今回の報告書では、この情報提供の意義に鑑み、制度として導入する方向が示されたところです。</p> <p>なお、この制度化に当たっての実務的な課題については、今後、検討することといたします。</p>
5	16 頁	<p>配分先に関する情報の発行者に対する提供は、証券会社における配分先の決定前に行われるべきである。</p>	<p>今回の報告書では、不公正な結果をもたらすような親引け行為を誘発するのではないかと懸念に鑑みると、制度として</p>

項番	報告書における 該当箇所	意見の概要	考 え 方
		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 発行者は既存株主を含むその投資家（株主）全てに対して等しく発行者としての忠実義務等の責任を負っており、配分の結果に責任を持つべきとの指摘がなされている。配分の最終決定権限は引受証券会社にあるといえども、最終決定に至るプロセスが可視化されること自体は、この観点から重要なことであり、配分先の情報提供が事後となると、発行者は配分の過程に関与できず、結局は当該公募増資に対する発行者としての義務を果たせず、投資家の信頼を得る機会を失うことになる。</li> <li>・ 公募増資というイベントを投機的に利用する投資家は、中長期的には、J-REITの成長にとっても既存投資主の利益のためにも望ましくなく、新投資口がどういった投資家に配分されるかをという情報は、発行者にとって重大な関心事である。</li> <li>・ 「不公正な結果をもたらすような親引け行為を誘発することにもなりかねない」懸念があるのであれば、それは別途、かかる親引け行為を厳に禁止すればよい。親引け規制については「証券会社が適正と判断する場合については許容する」旨の方向が示されており、配分先に関する情報の発行者に対する提供のタイミングにおいてその懸念を議論するのは矛盾している。</li> <li>・ 発行者には、引受証券会社の真の販売力は分からず、実際はブラックボックスである。配分先の情報を引受証券会社と発行者で共有することは、不公正な配分を抑止するためには必須。</li> </ul>	<p>は、証券会社において配分先を決定した後に情報提供することとする方向性が示されたところです。</p> <p>なお、本協会では、現在においても、配分先の投資家の同意を得る等して守秘義務の問題をクリアする等、必要な対応がとられるのであれば、証券会社における配分先の決定の前後を問わず、配分先に関する情報が発行者に対して提供されることを禁止している訳ではありません。</p>

項番	報告書における 該当箇所	意見の概要	考 え 方
		<p>・配分決定前に発行会社に配分（候補）先の情報を提供するには、「No という意思表示がない限りは同意と看做す」こととする等、同意プロセスを現実的な観点から簡便化する必要がある。</p>	
6	18 頁	<p>配分についての考え方を整理した後に、IPO の際の一部抽選ルールについて廃止、もしくは配分比率の変更を検討したほうがよい。発行者の状況、市場環境、投資家や資金属性のいずれも考慮せず配分対象者を決定する IPO の抽選義務は、分科会での「柔軟な配分」に関する議論と矛盾すると考えている。また、規則化された平成 18 年は新規公開株の人気が高かった時期であり、現在の相場環境を鑑みて見直しを図る時期ではないか。</p>	<p>御指摘の点を含め、今後の制度化に当たって検討することといたします。</p>
7		<p>コーナーストーン投資家について、安定株主の確保により必要以上の需給悪化を防ぐ効果があると考えられ、また企業の資本政策の自由度を高める意味からも意義が大きいため、インサイダー情報の管理が担保されるという前提で、導入を前向きに検討すべきと考える。</p>	<p>海外におけるいわゆるコーナーストーン投資家プロセスのような手法を制度として導入することは難しいと思われませんが、報告書で見直しの方向性が示された配分に関する規制及び親引け規制や現行の開示制度等の枠組みを踏まえ、実務面での対応が図られることが考えられます。</p>
8		<p>公正性を確保しつつ柔軟な配分を実現するよう規則の改正が行われると思うが、実際の運用で画一的に取り扱っては規則改正の意味がなくなってしまう。これを回避するには関係者の「公正」に関する認識のレベルを平準化する必要があると考えるため、規則改正時には、その基本的な考え方についての補足資料を併せて公表した方がよいのではないか。</p>	<p>規則改正に当たっては、規制の趣旨について御理解いただけるような工夫を図ってまいりたいと存じます。</p>
9		<p>2009 年から 2010 年にかけて行われた一連の無秩序ともいうべき株式公募によって、日本の株式市場の国際的な信用度が低</p>	<p>貴重な御意見として承り、今後の参考とさせていただきます。</p>

項番	報告書における 該当箇所	意見の概要	考 え 方
		<p>下し、総体的に日本企業の長期的な企業価値の上昇が停滞している中、更なる全体の株価の押し下げ要因となったことは、多くの投資家にとって大変遺憾であることを考えると、今回の議論は、内外の機関投資家にとり大変有意義であり、その重要性は彼らにとって強調してしきれないものがある。</p> <p>今回の報告書で述べられている『配分における「公正」の確保が必要である』という点においてまず述べられなければならないことは、不特定多数の投資家に対するその前に、既存株主への公正さではないかと考える。</p> <p>彼らが、現行では一連の株式公募において株価の下落と保有分の希薄化の両面において大きな損害を被っているという現状を再認識せずして、この国のガバナンス全般の今後の進歩と株式市場の整備と信用性の維持は無いと考える。</p> <p>そして、既存株主の保有株式の希薄化という課題は、当該企業がファイナンスを行なうことが出来るという観点に比べますと第二義的な重要性しか与えられていないように見受けられる。</p> <p>その一つの解決策として、昨今金融庁と東証で、主に金商法の改正等で rights issue 制度導入の整備が行われつつあるのは大変喜ばしいことである。</p> <p>内外の機関投資家は、株主の所謂 preemption rights - 新株優先引受権 という概念が今の日本の株式市場において早急に認識され法制度・規制枠として確立されることを望んでおり、今回の議論の主旨・目的は必ずしも内含していないかもしれないが、配分に関する一連の議論の最終</p>	

項番	報告書における 該当箇所	意見の概要	考 え 方
		到達点にこの preemption rights の尊重がある、という点を改めて認識して頂きたい。	

以 上