会員における引受審査のあり方・ＭＳＣＢの取扱いのあり方等について

－会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告－

平成 19 年 2 月 22 日

会員における引受審査のあり方等に関するワーキング

目　　次

（頁）

はじめに ---------- 1

Ⅰ．会員における引受審査のあり方について

１．ファイナンスにおける証券会社の責任と役割 ---------- 3

２．引受審査項目の整備及び引受審査に関する実務指針の見直し ---------- 3

３．引受審査体制の強化等に向けた対応 ---------- 6

(1) 引受審査の独立性の確保 ---------- 6

(2) 引受審査の社内マニュアルの整備 ---------- 7

(3) 内部管理部門等により引受審査の適切性をチェックする体制の整備 ---------- 8

４．その他の論点への対応 ---------- 8

(1) 引受審査終了後に重大な状況変更が生じることが判明した場合の対応 ---------- 8

(2) 上場申請予定の証券取引所や主幹事証券会社に変更があった場合の対応 ---------- 10

(3) 会員が株式を保有する発行会社の公募増資において、自らが主幹事証券会社となる場合の引受審査等の適正性の確保 ---------- 10

(4) 主幹事証券会社とその他の引受証券会社における引受審査のあり方 ---------- 11

(5) 引受けを行う会員と監査人の協調・連携の促進 ---------- 12

(6) 海外発行についての準用 ---------- 14

５．今後の課題 ---------- 15

Ⅱ．会員におけるＭＳＣＢの取扱いのあり方について

１．検討を開始した経緯等 ---------- 16

２．会員がＭＳＣＢを買い受ける際の留意事項 ---------- 18

(1) 買受け時における確認項目 ---------- 18

(2) 発行会社に対する適切な開示の要請等 ---------- 21

３．ＭＳＣＢに係る流通市場における取引のあり方 ---------- 22

(1) 観察期間等における株式の売却規制 ---------- 22

(2) モニタリングの実施 ---------- 24

４．市場の公正性及び既存株主への影響に配慮した商品設計のあり方 ---------- 24

５．会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合の取扱い ---------- 29

６．理事会決議の策定 ---------- 30

おわりに ---------- 36

会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ

平成１９年２月
日本証券業協会

主査	早川　静	（野村證券	引受審査部長）
副主査	梶原治天	（日興シティグループ証券	引受審査部長）
委員	井上正則	（コスモ証券	引受審査部長）
	遠藤隆久	（三菱ＵＦＪ証券	引受審査部長）
	木嶋謙吾	（ﾘｰﾏﾝ･ﾌﾞﾗｻﾞｰｽﾞ証券	取締役ｺﾝﾌﾟﾗｲｱﾝｽ本部長 ｱｼﾞｱ地区統括責任者）
	雑賀基夫	（松井証券	コンプライアンス室長）
	髙須哲男	（いちよし証券	引受審査部長）
	竹内　直	（大和証券ＳＭＢＣ	引受審査部部長）
	立川浩三	（新光証券	審査部長）
	達裕一郎	（岡三証券	引受審査部長）
	伊達観太郎	（ＵＢＳ証券	引受審査部長）
	松岡直美	（ゴールドマン･サックス証券	株式資本市場部長）
	森保　守	（ＳＢＩイー･トレード証券	引受審査部長）
ｵﾌﾞｻﾞｰﾊﾞｰ	佐藤健二	（東京証券取引所	上場審査部長）
	清水政昭	（大阪証券取引所	上場グループ グループリーダー）
	堀井秀樹	（ジャスダック証券取引所	上場審査部次長）

以上　16　名
(敬称略　五十音順)

新規公開における引受審査のあり方に関する分科会

平成１９年２月
日本証券業協会

主査	村上そびゆ	（野村證券	引受審査部次長）
委員	朝比奈聡太	（大和証券ＳＭＢＣ	引受審査部部長）
	安藤聡	（ＫＯＢＥ証券	引受審査部長）
	井塚教夫	（ＳＭＢＣフレンド証券	引受審査部長）
	梶原治天	（日興シティグループ証券	引受審査部長）
	雑賀基夫	（松井証券	コンプライアンス室長）
	染谷重男	（エイチ・エス証券	公開審査部長）
	高須哲男	（いちよし証券	引受審査部長）
	田地伸至	（クレディ・スイス証券	法務部ディレクター）
	田中弘之	（新光証券	審査部副部長）
	玉川浩	（みずほ証券	ｲﾝﾀｰﾅﾙｺﾝﾄﾛｰﾙｸﾞﾙｰﾌﾟ 引受審査部次長）
	田丸裕子	（髙木証券	引受審査室課長代理）
	寺澤一嘉	（岡三証券	引受審査部課長）
	寺田栄藏	（楽天証券	引受審査部長）
	戸井田安一	（みずほインベスターズ証券	引受審査部課長）
	中谷毅彦	（ディーブレイン証券	審査部チーフマネージャー）
	長野雅彦	（マネックス証券	審査部次長）
	成川一夫	（東海東京証券	審査部部長）
	長谷川太郎	（三菱ＵＦＪ証券	引受審査部第二課長）
	櫨山良一	（コスモ証券	引受審査部副部長）
	森保守	（ＳＢＩイー・トレード証券	引受審査部長）

新規公開における引受審査のあり方に関する分科会

ｵﾌﾞｻﾞｰﾊﾞｰ	宮　下　　聡　史	（東京証券取引所	上場審査部主任上場審査役）
	清　水　　政　昭	（大阪証券取引所	上場グループ グループリーダー）
	渡　邊　　隆　次	（ジャスダック証券取引所	上場審査部課長）

以　上　　24　名

（敬称略　五十音順）

上場会社の公募増資等における引受審査のあり方に関する分科会

平成１９年２月
日本証券業協会

主査	村上そびゆ	（野村證券	引受審査部次長）
委員	朝比奈聡太	（大和証券ＳＭＢＣ	引受審査部部長）
	安藤聡	（ＫＯＢＥ証券	引受審査部長）
	梶原治天	（日興シティグループ証券	引受審査部長）
	木村寛	（ドイツ証券	株式資本市場部ｳﾞｧｲｽﾌﾟﾚｼﾞﾃﾞﾝﾄ）
	齊藤洋	（岡三証券	引受審査部部長）
	高須哲男	（いちよし証券	引受審査部長）
	武富公二	（みずほインベスターズ証券	引受審査部次長）
	伊達観太郎	（ＵＢＳ証券	引受審査部長）
	田中弘之	（新光証券	審査部副部長）
	玉川浩	（みずほ証券	ｲﾝﾀｰﾅﾙｺﾝﾄﾛｰﾙｸﾞﾙｰﾌﾟ 引受審査部次長）
	成川一夫	（東海東京証券	審査部部長）
	長谷川太郎	（三菱ＵＦＪ証券	引受審査部第二課長）
	櫨山良一	（コスモ証券	引受審査部副部長）
	三日市隆	（ゴールドマン・サックス証券	投資銀行部門ｱﾄﾞﾊﾞｲｻﾞﾘｰ・ｸﾞﾙｰﾌﾟ ｳﾞｧｲｽ・ﾌﾟﾚｼﾞﾃﾞﾝﾄ）
ｵﾌﾞｻﾞｰﾊﾞｰ	宮下聡史	（東京証券取引所	上場審査部主任上場審査役）
	大西信二	（大阪証券取引所	市場企画グループ グループリーダー）
	荒木敏朗	（ジャスダック証券取引所	自主規制部門総括室長）

以上　18　名

（敬称略　五十音順）

MSCBの取扱いに関する分科会

平成１９年２月
日本証券業協会

主査	古瀬康彦	（野村證券	キャピタルマーケット部次長）
委員	礒川辰彦	（新光証券	ｷｬﾋﾟﾀﾙﾏｰｹｯﾄ部副部長）
	伊藤宏一	（ﾘｰﾏﾝ･ﾌﾞﾗｻﾞｰｽﾞ証券	投資銀行本部ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞ･ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	今村吉宏	（ドイツ証券	ｽﾄﾗﾃｼﾞｯｸﾄﾗﾝｻﾞｸｼｮﾝ部ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	内尾博文	（みずほ証券	資本市場企画部部長）
	河越美乃	（日興シティグループ証券	投資銀行本部ディレクター）
	田地伸至	（クレディ・スイス証券	法務部ディレクター）
	平山康介	（メリルリンチ日本証券	ｵﾌｨｽ･ｵﾌﾞ･ｼﾞｪﾈﾗﾙｶｳﾝｾﾙ 上席法律顧問ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	藤岡智男	（大和証券ＳＭＢＣ	経営企画部上席次長）
	前田暁男	（三菱ＵＦＪ証券	ｴｸｲﾃｨ･ｷｬﾋﾟﾀﾙ･ﾏｰｹｯﾄ部長）
	真島徹雄	（ＪＰモルガン証券	ｴｸｲﾃｨｰﾃﾞﾘﾊﾞﾃｨﾌﾞﾏｰｹｯﾂ部 ｴｸﾞｾﾞｸﾃｨﾌﾞ･ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	益田治郎	（ゴールドマン･サックス証券	資本市場本部 転換社債ｵﾘｼﾞﾈｰｼｮﾝ部長）
	吉賀千晃	（ＵＢＳ証券	株式本部金融商品部ＣＯＯディレクター）
ｵﾌﾞｻﾞｰﾊﾞｰ	青克美	（東京証券取引所	上場部上場管理担当課長）
	大西信二	（大阪証券取引所	市場企画グループ グループリーダー）
	荒木敏朗	（ジャスダック証券取引所	自主規制部門総括室長）

以上　16　名

(敬称略　五十音順)

MSCBに係る流通市場における取引のあり方に関する分科会

平成１９年２月
日本証券業協会

主査	明渡則和	（野村證券	エクイティ部長）
委員	荒木裕次	（新光証券	エクイティ部）
	木嶋謙吾	（ﾘｰﾏﾝ･ﾌﾞﾗｻﾞｰｽﾞ証券	取締役ｺﾝﾌﾟﾗｲｱﾝｽ本部長 ｱｼﾞｱ地区統括責任者）
	楠誠晃	（みずほ証券	エクイティ企画部部長）
	巽正人	（ドイツ証券	ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙ・ﾏｰｹｯﾂ・ｴｸｲﾃｨ統括部 現物･派生商品ﾄﾚｰﾃﾞｨﾝｸﾞ部長 ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞ･ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	林邦良	（ゴールドマン･サックス証券	転換社債ﾄﾚｰﾃﾞｨﾝｸﾞ部 ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞ・ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	林義弘	（大和証券ＳＭＢＣ	エクイティ部次長）
	平山康介	（ﾒﾘﾙﾘﾝﾁ日本証券	ｵﾌｨｽ・ｵﾌﾞ・ｼﾞｪﾈﾗﾙｶｳﾝｾﾙ 上席法律顧問ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	真島徹雄	（ＪＰモルガン証券	ｴｸｲﾃｨｰﾃﾞﾘﾊﾞﾃｨﾌﾞﾏｰｹｯﾂ部 ｴｸﾞｾﾞｸﾃｨﾌﾞ・ﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	三宅秀俊	（クレディ･スイス証券	コンプライアンス部ディレクター）
	山田康太郎	（ＵＢＳ証券	ｺﾝﾌﾟﾗｲｱﾝｽ本部 ｺﾝﾌﾟﾗｲｱﾝｽｵﾌｨｻｰﾃﾞｨﾚｸﾀｰ）
	山本隆二	（三菱ＵＦＪ証券	市場商品ｿﾘｭｰｼｮﾝ部部長代理）
	吉田泰久	（日興シティグループ証券	法規監理部 ディレクター）
ｵﾌﾞｻﾞｰﾊﾞｰ	青克美	（東京証券取引所	上場部上場管理担当課長）
	大西信二	（大阪証券取引所	市場企画グループ グループリーダー）
	荒木敏朗	（ジャスダック証券取引所	自主規制部門総括室長）

以上　16　名
（敬称略　五十音順）

会員における引受審査のあり方・ＭＳＣＢの取扱いのあり方等について

―「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」最終報告―

平成１９年２月２２日
日本証券業協会

はじめに

昨今、いわゆる新興市場を中心とした新規公開ブームの陰で、上場して間もない企業の一部に財務内容や経営状況等に問題がある事例が生じていることや、元引受業務に参入する証券会社が増加する中で、証券会社の引受審査能力に格差が生じていることなどへの問題点が指摘されている。

また、現在会員が実施している引受審査手続きの基本となる引受審査に関する実務指針「有価証券の引受審査手続きに関する事務処理指針」（平成４年８月）についても、制定から相当の期間が経過しているなど、会員が行う引受審査のあり方等に関し、様々な問題が発生している。

金融庁では、平成１８年３月以降、「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」において、発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮に関する様々な論点について検討が行われた結果、同年６月３０日、証券会社における有価証券の引受け等の審査を強化する観点から、審査項目・内容の見直し、審査体制の強化並びに第三者割当増資及びＭＳＣＢ等の引受け・買受け時の留意事項の明確化等に向けた諸施策について、本協会に対して検討を要請する旨の論点整理（以下「市場仲介機能懇談会論点整理」という。）が取りまとめられた。

こうした状況を踏まえ、本協会では、会員が行う引受審査のあり方等について抜本的に見直すために、エクイティ市場委員会の下部機関として、平成１８年４月１７日に「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」（以下「本ワーキング」という。）を設置し、５回に亘って検討を行ってきた。

具体的な検討にあたっては、上記に係る検討事項の範囲は多岐に亘ることから、本ワーキングの下部機関として、さらに各検討事項に精通する実務者により構成される分科会において検討を行うこととし、同年５月２５日に「新規公開における引受審査のあり方に関する分科会（ＩＰＯ審査分科会）」、「上場会社の公募増資等における引受審査のあり方に関する分科会（ＰＯ審査分科会）」及び「ＭＳＣＢの取扱いに関する分科会（ＭＳＣＢ分科会）」を設置し、同年１０月１２日に「ＭＳＣＢに係る流通市場における取引の

あり方に関する分科会（ＭＳＣＢセカンダリー分科会）」を設置し、テーマ毎にそれぞれの分科会において、合計３５回に亘って検討を行ってきた。また、必要に応じて、会員の引受部門の実務者により構成される「会員における引受けのあり方に関する検討会」においても検討を行った。

今般、昨年９月以降段階的に公表を重ねてきた本ワーキングの第一次報告、第二次報告及び第三次報告における、引受審査項目の整備及び引受審査に関する実務指針の見直しに加え、その後に検討を行った、会員における引受審査体制の強化に向けた対応等並びに昨今社会的にも大きな議論を呼んでいるＭＳＣＢの取扱いのあり方等に関する検討事項も加え、ここに最終報告を取りまとめるものである。

Ⅰ．会員における引受審査のあり方について

１．ファイナンスにおける証券会社の責任と役割

ファイナンスにおける証券会社の法律上の責任としては、証券会社が引受けを行うにあたっての証券取引法第１７条に規定される目論見書使用者としての責任と、同法第２１条に規定される有価証券届出書の記載内容に係る責任があり、発行者が投資者に対して開示する内容の正確性と十分性を確保する役割が期待されている。

また、証券会社の社会的な役割と責任としては、引受けを行うにあたって証券会社自身が増資資金の払込人となるため、そうした引受けに係るリスクを踏まえ、企業の株式が広く投資家に取得され、投資家の信頼を損ねることのないような銘柄であるか否かを適切に判断する、いわゆる「引受責任」を負っており、さらに、証券会社として企業が証券取引所に上場申請するにあたってのサポート役を担うとともに、推薦書を提出する立場として、当該企業が将来にわたって投資者の期待に応えられるか、当該ファイナンスが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか及び情報開示が適切に行われているか等の観点から、当該企業の公開適格性、企業内容及び開示内容等について厳正な審査が求められている。

今般、これらのファイナンスにおける証券会社の様々な役割と責任を適切に果たすために、会員の引受審査水準の向上を図り、もって投資者保護、資本市場の健全化・活性化に資することを目的として、引受審査項目の見直し等を行うこととした。

２．引受審査項目の整備及び引受審査に関する実務指針の見直し

これまで、本ワーキングでは、平成１８年９月２０日付け「『会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ』における検討状況」第一次報告において、新規公開時における公募増資等（ＩＰＯ）に係る引受審査項目の策定について、同年１０月２６日付け同第二次報告において、既上場会社の公募増資等（ＰＯ）に係る引受審査項目の策定及び「有価証券の引受審査手続きに関する事務処理指針」（平成４年８月）の見直しについて、また、同年１１月１４日付け同第三次報告において、ＲＥＩＴ（不動産投資信託）及び普通社債（ＳＢ）に係る引受審査項目の策定について、それぞれ検討結果を取りまとめ公表している。

このため、本最終報告においては、これらの説明は概要に止めることとする。［第一次報告から第三次報告の内容は別紙１参照］

(1)　新規上場会社の引受審査項目の見直し

市場仲介機能懇談会論点整理においては、「新興企業向け市場等に上場して間もない

企業の一部に財務内容や経営状況等に問題のある事例が発生していることを踏まえ、本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「１４号規則」という。）において規定している審査項目[1]に、例えば、①コーポレート・ガバナンスの状況、②事業計画・業績見通しの妥当性、③企業の成長性、④資金使途の適正性、⑤関係会社の管理状況、⑥財務データの整備状況及び適時開示に向けた体制の整備状況といった項目を追加するとともに、各審査項目についても評価基準を設定することが考えられる」旨の指摘が行われている。

同懇談会論点整理で提示されたこれらの引受審査項目を踏まえつつ、新規上場会社の引受審査項目の見直しについて検討を行った結果、ＩＰＯ時に会員が行う引受審査の具体的な項目として、大分類９項目（①公開適格性、②企業経営の健全性と独立性、③事業継続体制、④コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況、⑤財政状態及び経営成績、⑥業績の見通し、⑦調達する資金の使途・売出しの目的、⑧企業内容等の適正な開示、⑨その他会員が必要と認める事項）と、当該大分類を細分化した中分類２４項目を１４号規則及び同規則細則に規定すべきとの結論に至った。

(2)　既上場会社の引受審査項目の見直し

市場仲介機能懇談会論点整理においては、「ＩＰＯ時のみの引受審査項目だけではなく、追加発行時等の別に応じた適切な差異を設けることの検討も必要となる」旨の指摘が行われている。

これを踏まえ、既上場会社の株式の引受審査項目の見直しについて、現行の１４号規則に規定されている審査項目及びＩＰＯに係る引受審査項目をベースとし、ＩＰＯに係る引受審査項目と同様に、ＰＯに係る引受審査についても適用すべき項目等について検討を行った結果、ＰＯ時に会員が行う引受審査の具体的な項目として、大分類６項目（①財政状態及び経営成績、②業績の見通し、③調達する資金の使途及びその効果（売出しの引受けの場合は当該売出しの目的）、④株価等の動向、⑤企業内容等の適切な開示、⑥その他会員が必要と認める事項）と、当該大分類を細分化した中分類１５項目を１４号規則及び同規則細則に規定すべきとの結論に至った。

(3)　ＲＥＩＴに係る引受審査項目の新設

ＲＥＩＴは、平成１２年１１月３０日に施行された改正投資信託法によって我が国に

[1] 現行の 14 号規則第 3 条では、次の 8 項目を審査項目として掲げている。（① 財政状態及び経営成績、② 調達する資金の使途及びその効果（売出しの引受けの場合は当該売出しの目的）、③ 剰余金の配当の状況及び剰余金の配当に関する考え方、④ 株券等の発行数量及び発行額（売出しの引受けの場合は売出数量及び売出額）、⑤ 株券等の流動性及び収益性、⑥ 過去に発行された株券等の状況、⑦ 株価等の動向、⑧ その他会員が必要と認める事項）

導入され、現在においては４０銘柄が国内証券取引所に上場し、３兆円を超える市場規模にまで成長している。（平成１９年２月７日現在）

このような状況において、今般、事業会社のＩＰＯ、ＰＯに係る引受審査項目の整備を行うことを踏まえ、併せてＲＥＩＴについても一定の引受審査項目の整備が重要であるとの認識の下、検討を行った結果、ＲＥＩＴのＩＰＯ時に会員が行う引受審査の具体的な項目として大分類７項目（①公開適格性、②健全性、③コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況、④物件の調査、⑤投資法人及び物件の収益見通し、⑥適正な開示及び調達する資金の使途、⑦その他会員が必要と認める事項）と、当該大分類を細分化した中分類２０項目を、１４号規則及び同規則細則に規定すべきとの結論に至った。

また、ＲＥＩＴのＰＯ時に会員が行う引受審査の具体的な項目として大分類５項目（①物件の調査、②投資法人及び物件の収益見通し、③適正な開示及び調達する資金の使途、④価格等の動向、⑤その他会員が必要と認める事項）と、当該大分類を細分化した中分類１３項目を１４号規則及び同規則細則に規定すべきとの結論に至った。

(4)　普通社債に係る引受審査項目の新設

今般、ＩＰＯ、ＰＯ及びＲＥＩＴに係る引受審査項目の整備を行うことを踏まえ、併せて普通社債についても、従来からの開示審査に加え、一定の企業内容審査が重要であるとの認識の下、引受審査項目の新設に向けて検討を行った結果、普通社債の引受け時に会員が行う審査の具体的な項目として、大分類４項目（①財政状態及びキャッシュフロー、②調達する資金の使途、③企業内容等の適切な開示、④その他会員が必要と認める事項）と、当該大分類を細分化した中分類７項目を１４号規則及び同規則細則に規定すべきとの結論に至った。

(5)　引受審査に関する実務指針の見直し

現在、会員が実施している引受審査手続きの基本となる引受審査に関する実務指針「有価証券の引受審査手続きに関する事務処理指針」（平成４年８月）（以下「事務処理指針」という。）については、制定から相当の期間が経過しており、引受審査の環境が変化する中で見直しが行われていない状況にある。

これを踏まえ、自由競争の中で資本市場を活性化するという命題の下、会員における必要且つ十分な引受審査手続きを確保するため、事務処理指針の内容を見直すとともに、規則化すべき項目の検討を行った。

その結果、引受審査の対象とする有価証券に普通社債（非居住者発行を含む。）が含まれること、発行者の監査人との間で適切な連携をとる旨、引受審査を行うにあたって十分な審査期間を確保する旨、主幹事会員はその他の引受けに参画する会員の引受審査

に可能な限り協力する旨 並びに 引受審査に使用する資料や日程などの具体的な手続き等について、新たに規則化すべきとの結論に至った。

３．引受審査体制の強化等に向けた対応

市場仲介機能懇談会論点整理においては、証券会社における引受け等の審査体制の強化に関し、「引受審査の独立性の確保、引受審査の社内マニュアルの整備、内部監査部門等による引受審査の適切性のチェック体制の整備等に関する具体的な基準を整備することが適当である。」旨の指摘が行われている。

これを踏まえ、証券会社における引受け等の審査体制の強化に向けた具体的な方策について検討を行った。

(1)　引受審査の独立性の確保

本協会においては、従来から１４号規則第３条第２項[2]において引受審査の独立性を確保するため、引受審査体制の組織的独立性の確保を求めてきたところである。しかしながら、同規則には具体的な独立性の指針についての定めがなく、各社各様の対応となっており、引受けを行う証券会社としての社会的な責務に鑑みると、今般より一層の実効性を確保する必要があると考えられる。

そこで、引受審査業務（発行会社等から収集した資料及び情報を基に、引受責任等を果たすために必要な審査を行い、引受判断の基となる審査意見を形成する業務）を遂行する部門においては、社内におけるチェック・アンド・バランスの仕組みとして引受推進業務（引受案件獲得のための営業推進に係る業務）及び引受業務（企業に対してファイナンスの提案・指導、株式公開準備指導を行う業務）を実行する部門の影響を受けずに独立した審査意見を形成し、それを基に健全な引受判断が行われるように、原則として一定水準の組織的・人的な分離・独立を図るべきとの結論に至った。

そのため、現行の１４号規則第３条第２項をより具体化するとともに拡充し、以下の内容について規則化すべきである。

・　引受けを行う会員は、引受審査部門における独立した審査意見の形成と、それを基にした健全な引受判断を行うため、社内牽制機能が十分に発揮されるよう、次に掲げるすべての要件を満たす指揮命令系統を分離した組織体制等を構築しなければならない。 ①　引受審査業務を遂行する担当者は、引受推進業務及び引受業務に携わらないこと

[2] １４号規則３条２項では、引受幹事会社となる会員は、引受審査業務の重要性に鑑み、証券アナリストの調査結果の活用を図るとともに、引受審査機能の向上及び引受審査体制の組織的独立性の確保に努めなければならないこととしている。

② 引受審査部門と引受推進部門及び引受部門を同一の役員が担当しないこと
③ 独立した審査意見の形成と、それを基にした健全な引受判断を行うために必要な社内規則及び社内マニュアルを整備すること

・ ただし、上記の要件については、それと同等に社内牽制機能が十分に発揮される場合として、次に掲げるすべての要件を満たす場合には、この限りではない。
① 引受審査業務を遂行する担当者は、当該引受審査案件に係る引受推進業務及び引受業務に携わらないこと
② すべての引受案件について、法務コンプライアンス部門を含む複数の責任者により構成される、引受けの可否・条件を判断する会議体（当該案件に係る引受推進業務に携わる担当者が会議に参加することを妨げないが、その場合、引受判断の決議からは排除すること。）において、引受判断を行うこと
③ 法務コンプライアンス部門の責任において、引受判断に係る資料及び情報の分析・評価を行うとともに、引受判断の形成過程についての適正性・十分性を確認すること
④ 独立した審査意見の形成と、それを基にした健全な引受判断を行うために必要な社内規則及び社内マニュアルを整備すること

(2) 引受審査の社内マニュアルの整備

引受審査に係る社内規則及び社内マニュアルは、各社の陣容、取扱案件、環境の変化等によって異なるため、基本的には各社の責任と判断の下に作成すべきであると考えられるが、会員の引受審査に関し一定水準を確保する観点から、引受けを行う会員は、ＩＰＯ、ＰＯ等の引受審査項目に係る具体的な審査、確認の手続き等を社内規則及び社内マニュアルとして定めるべきとの結論に至った。

また、会員が引受けを行った銘柄に問題が発生した場合に事後的な検証が可能となるよう、審査意見の形成から引受判断に至るまでのプロセスに係る記録を作成・保存するとともに、社内規則及び社内マニュアルを協会に提出すべきとの結論に至った。

そのため、現行の１４号規則第１１条[3]を拡充し、以下の内容について規則化すべきである。

・ 引受けを行う会員は、今回新たに規定するＩＰＯ、ＰＯ、ＲＥＩＴ 及び 普通社債に係る引受審査項目の新設・細分化等を踏まえ、これらを適切に審査するための引受審査に関する基準（審査項目、確認の手続き等）を社内規則及び社内マニュアルとし

[3] １４号規則１１条では、会員は、本規則に定めるところにより、引受業務の適正化を図るため、第３条第１項各号に掲げる項目の審査、確認の手続き並びに株券等の募集及び売出しの引受審査に関する基準等を社内規則として定めなければならないこととしている。

て定めることとする。
・　引受けを行う会員は、審査意見の形成から引受判断に至るまでのプロセスに係る記録を作成・保存することとする。
・　引受けを行う会員は、社内規則及び社内マニュアルを協会に提出することとする。

(3)　内部管理部門等により引受審査の適切性をチェックする体制の整備

引受審査の適切性をチェックするための体制整備として、引受けを行う会員は、引受審査の独立性を確保するための社内牽制が適切に機能しているか並びに引受審査が社内規則及び社内マニュアルに従い適正に行われたかどうかについて、必要且つ十分な検査又は監査を行うこととすべきとの結論に至った。

そのため、１４号規則を改正し、以下の内容について規則化すべきである。

・　引受けを行う会員は、次に掲げる事項について、各社の定める検査・監査機能を十分に活かして定期的に検査・監査を行うこととする。
　①　上記(1)に基づき整備される組織体制において、独立した審査意見の形成と、それを基に健全な引受判断が行われるよう、社内牽制機能が十分に発揮されていること
　②　上記(2)に基づき整備される社内規則及び社内マニュアルに従い、引受審査に関する基準（審査項目、確認の手続き等）が適正に運用されていること
・　引受けを行う会員は、上記の検査・監査が適正に行われるよう、社内規則及び社内マニュアルについて、その内容を充実させるよう努めることとする。

４．その他の論点への対応

市場仲介機能懇談会論点整理では、「引受審査終了後の重大な状況変更への対応」、「上場申請予定の証券取引所の変更や主幹事証券会社の交代があった場合の対応」、「海外における本邦企業の資金調達において、証券会社の海外の関連会社が利用される場合の対応」等について指摘が行われていることを踏まえ、適正かつ十分な引受審査が実施されるために必要と考えられる以下の点について検討を行った。

(1)　引受審査終了後に重大な状況変更が生じることが判明した場合の対応

引受審査終了後に引受審査の前提となった業務状況等に重大な変更が生じることが判明した場合の対応については、① 上場申請のための審査終了（上場申請）後、証券取引所の審査が行われ、上場（払込み）するまでの間と、② 上場時のファイナンスに係る引受審査終了（証券取引所に上場（払込み））後 に場合分けしたうえで、それぞれのケースについて検討を行った。

① 上場申請のための審査終了（上場申請）後、上場するまでの間の対応

上場申請後、証券取引所の審査が行われ、上場するまでの間に引受審査の前提となった業務状況等に重大な変更が生じることが判明した場合には、主幹事証券会社は、上場日程の見直しを含め、再審査（変更となった事象の確認、改善指導）を行うとともに、併せてその他の引受証券会社に対する情報開示の徹底と引受審査への協力を行うべきであるとの認識を共有した。

ただし、「重大な変更」については具体的に定義、想定することが難しいことから、具体的な対応については、主幹事証券会社各社がそれぞれの事象に応じて適切な対応を図るべきであるとの認識を共有した。

② 上場時のファイナンスに係る引受審査終了（証券取引所への上場）後の対応

上場直後に引受審査の前提となった業務状況等に重大な変更が生じ、その事実が公表されると、株価を含めた市場への影響は大きく、また、有価証券届出書に開示した内容が適切であったのか、という問題に直面する。元引受証券会社は、発行会社との間の引受契約が終了していることもあり、基本的には上場後に発生する事実を事前に入手する立場にはないものの、有価証券届出書の作成に関与した立場から、その公表された事実が有価証券届出書を提出する時点に存在していたのか否か、発行会社からの説明に不実はなかったのかについて当該発行会社に確認すべきであるとの結論に至った。

その場合、その事実が有価証券届出書を提出する前に存在していたのであれば、引受審査を通じて発行会社から十分に事実を聞き出していたのか、それを適切に開示していたのかを自ら検証するとともに、内容によっては市場に対する発行会社の説明責任を実行するように促すことが期待される。

したがって、１４号規則に以下の内容を規則化すべきである。

・　会員は、自らが主幹事証券会社となった発行会社が上場直後に重要事実を公表した場合、その事実が上場前に発生していたのか否か、発行会社からの説明に不実はなかったのかを確認し、有価証券届出書等の開示が適切であったかを検証することとする。有価証券届出書等の開示と引受審査の前提となった発行会社の業務状況等に重大な格差があったことが判明した場合には、当該発行会社に対して、その原因を投資家に説明するよう要請することとする。

発行会社においては、当該会社を取り巻く事業環境の変動に対応し、業務状況等の変更を伴いながら経営を行っていくことは十分考えられることであるが、新規に上場

会社を推薦する証券会社としては、上場後に証券市場の信用失墜を招くことのないように、上場準備の段階で適時開示に適切に対応できるように指導、啓蒙していくことが求められており、上場前までに十分に審査を行い、問題点の解消や適切な開示指導を行っておくことが肝要であるとの認識を共有した。

(2) 上場申請予定の証券取引所や主幹事証券会社に変更があった場合の対応

基本的には、上場申請予定の証券取引所の変更や主幹事証券会社の交代が行われる場合であっても、その後新たに引受審査を行うこととなる別の引受証券会社が、今般制定される引受審査項目、審査手続きに則り、適切に審査を行うことによって適正性は確保されるものと考えられる。したがって、審査途上における上場申請予定市場の変更や主幹事証券会社の交代は、あくまで上場に向けてのプロセスの問題であると考えられる。

しかしながら、上場申請予定市場の変更や主幹事証券会社の交代が安易に行われているとの指摘を踏まえると、次に引受審査を行う主幹事証券会社にあっては、発行会社に対して、上場申請予定の証券取引所の変更や主幹事証券会社の交代の理由を確認するために最大限努力し、その回答に合理性があるのかどうかの十分な検討を行い、かつ、過剰な競争とならないように留意することも必要であるとの結論に至った。

そのため、１４号規則を改正し、以下の内容について規則化すべきである。

・　会員は、直前に上場申請予定の証券取引所の変更、主幹事証券会社の交代又は監査人の交代が行われたことを知り得た場合において、当該変更等が行われた銘柄の主幹事証券会社となる場合には、当該銘柄の発行者に対して、当該変更及び交代の理由を確認するために最大限努力するとともに、その理由に合理性があるのかどうかの十分な検討を行うこととする。

(3) 会員が株式を保有する発行会社の公募増資において、自らが主幹事証券会社となる場合の引受審査等の適正性の確保

主幹事証券会社の自己投資部門による上場前の未公開株式取得は、昨今の企業再生ビジネスに果たす証券会社の役割の拡大等とともに広く行われており、それ自体に問題があるものではないが、主幹事となる証券会社が事前に一定割合の株式を保有した場合（行為規制府令１２条１項第２号に規定される親子関係にある企業の主幹事への就任禁止に係る規制（以下「ファイアーウォール規制」という。）に該当しない場合をいう。）には利益相反が生じ得るため、引受審査に係る手続き・プライシングの公正性の担保を図るための方策について検討を行った。

本件は、今般制定される引受審査項目、審査手続きに則り、適切に審査を行うことによって適正性は確保されるものと考えられることから、特に新たな体制等の整備は必要無いという考え方もある。

一方で、引受証券会社にとって、本来公開すべきでない会社であっても公開させることにより自己の投資資金を回収できるのみならず、公募価格を高くプライシングする程自己の収益に繋がるという問題も生じる可能性があり、これらの状況について、外部から見た場合に、引受審査等による判断が甘くなったのではないか等の疑念が生じないよう、引受審査並びに公募価格のプライシングに関し、一定の独立性・透明性の確保が重要であるという考え方もある。

このような両面からの意見を勘案しつつ検討を行ったが、本件については、より利益相反の度合いが高いとされるファイアーウォール規制のあり方について適切な議論を行ったうえ、そこで求められることとなる引受審査やプライシング等のあり方を踏まえ、今後引き続きどの程度の独立性・透明性が必要であるかを議論すべきとの結論に至った。

なお、この場合でも、保有株式を急激に放出し市場に大きな影響を与えないこと及び適切な引受審査やプライシングが行われるべきであることは当然である。

将来的な対応としては、利益相反の問題を排除し、投資家に対する引受審査、公開価格決定の透明性を確保するために、一定比率以上の自己投資が行われている案件については「独立した他の証券会社（インディペンデントアンダーライター）」の参加を求める制度のルール化も考えられる旨の意見があった。

(4) 主幹事証券会社とその他の引受証券会社における引受審査のあり方

現在、１４号規則では、引受責任については全ての引受証券会社の引受シェアに応じた責任が発生しているとの観点から、主幹事証券会社とその他の引受証券会社の引受審査について別々に規定しておらず、その他の引受証券会社に対しても主幹事証券会社と同等の引受審査を求めているところであるが、実際には、主幹事証券会社からその他の引受証券会社への審査資料の配付から発行会社に対する質問作成、回答受領までの期間が短く、引受けを行う証券会社のみならず発行会社にとっても多大な負担となっているケースがあることから、より実務的に実効性の確保できる役割分担を考慮することが適切であるとの判断に基づき、主幹事証券会社とその他の引受証券会社の引受審査のあり方について検討を行った。

証券取引法上の責任（同法第１７条に規定される目論見書使用者としての責任と、同法第２１条に規定される有価証券届出書の記載内容に係る責任）に関しては、主幹事証券会社とその他の引受証券会社との間で軽重が設けられているものではないが、

実質的な責任は引受シェアにより分担されることが一般的であり、主幹事は大多数の引受シェアを確保していることや、実務上、審査期間、審査資料、審査方法、発行会社との関係等において、審査の深度には自ずと差が生じざるを得ず、また、上記における発行会社の負担にも配慮すると、その他の引受証券会社の審査手続きは主幹事証券会社を通じて取得する情報に基づき、重要項目に絞った確認とならざるを得ないと考えられる。

そのため、その他の引受証券会社が行う引受審査は、原則として、主幹事証券会社を通じて取得する情報に基づき行うことを規則上明確化すべきとの結論に至った。

ただし、例外的に、その他の引受証券会社が主幹事証券会社から受領する情報以外に、さらに情報の必要性を認めた場合には、審査品質の向上の観点から、その他の引受証券会社が直接発行会社に対して確認を行うことが必要となる場合も想定されるため、それを完全に排除すべきではないとの結論に至った。

そのため、１４号規則を改正し、以下の内容について規則化すべきである。

- 主幹事証券会社は、その他の引受証券会社の引受審査に可能な限り協力するものとし、当該引受証券会社に対し、十分な期間前に引受審査資料等を送付することとする。
- その他の引受証券会社は、原則として、主幹事証券会社を通じて取得する引受審査資料等に基づき引受審査を行うこととする。
- ただし、その他の引受証券会社が主幹事証券会社を通じて取得する情報以外に、さらに必要な情報があると認めた場合には、審査品質の向上の観点から、当該引受証券会社が直接発行会社に対して確認を行うことを妨げない。

(5) 引受けを行う会員と監査人の協調・連携の促進

市場仲介機能懇談会論点整理において、「証券業協会は、これまでにも日本公認会計士協会との間でコンフォートレターに関する要綱の取りまとめ等の対応を行ってきているが、懇談会としては、引受審査の質の向上の観点から、上記認識を踏まえつつ、引受人と監査人との間において、どのような状況下でどのような協力が可能かについて、両者の役割分担の検討を含め、両協会が建設的な協議を続けていくことが重要であると考える。」との指摘がなされている。

また、昨今、公認会計士の保証業務の明確化やリスク管理の観点から、一部の監査法人からコンフォートレターが受領できなかったり、記載が不十分であるものが多々見受けられ、会員が行う引受審査に支障が生じていたことを踏まえ、引受けを行う会員と監査人との間における協調・連携について、どのような対応を図るべきかについて検討を行った。

①　コンフォートレターの役割と位置付け

コンフォートレターの制度は、欧米での制度を参考として、昭和５０年に我が国に導入され、以後、実務が定着しているものである。

証券取引法第２１条において、有価証券届出書に関する関係者の連帯的賠償責任が規定されているが、その免責事由として「相当な注意」が挙げられている。本来、有価証券届出書等の記載内容の正確性については、第一義的には発行会社が開示責任を負うものであるが、コンフォートレターは、発行会社が当該開示責任を全うするとともに、元引受証券会社が引受責任を果たすための手続きのひとつとして位置付けられ、法令上の義務ではないものの、投資者保護上必要なものとして利用されている。

コンフォートレターの内容としては、主に以下の内容を監査人が調査し、発行会社と元引受証券会社の代表である事務幹事証券会社へ報告している。

・　有価証券届出書等に含まれている財務諸表等に対する監査意見について、ファイナンスを実施する時点において再度確認し、監査報告書の日付現在の状況の意見として修正を必要とする事項が判明しているか否か
・　有価証券届出書等に含まれている財務諸表等以外の財務情報（「営業の状況」などに開示している会計数値）について、監査人の監査している会計記録と照合し、合致しているか否か
・　有価証券届出書等に含まれている最近事業年度の財務諸表等の決算日（あるいは中間決算日）を基点として、ファイナンスを行っている直前までの期間において、発行会社の経営成績や財政状態の特定の項目が変動していないか

②　本協会と日本公認会計士協会との協議と今後のあり方

上記のとおり、会員が証取法上の目論見書使用者としての責任、有価証券届出書の記載内容に係る責任及び市場仲介者としての社会的な役割を十分に果たし、十分な投資者保護を図るという命題の下、証券会社が引受審査業務を適正に遂行していくためには、監査人等との間の適切な役割分担に基づく協力体制の構築が必要不可欠であると考えられる。[4]

そのような観点に立ち、別途、日本公認会計士協会とコンフォートレター制度について協議を行い、その結果、「監査人から事務幹事証券会社への書簡」（要綱）の一部

[4] １４号規則上におけるコンフォートレターの位置付けについては、昨年１０月２６日付け公表した本ワーキング・グループ第二次報告において、事務幹事証券会社の基本的な責務として、公募有価証券の払込日までの企業動向について的確な情報の把握に努めるため、引受審査の対象となる有価証券の発行者の監査人からコンフォートレターを受領することを規則化すべきとの結論に至っている。

改正及び同書簡作成業務契約書の参考様式の策定が行われる運び[5]となっており、昨今見受けられたような、監査人からコンフォートレターが受領できないといった事態は回避されるものと考えられる。ただし、今回の改正では、監査人の責任範囲の明確化により、従来、監査人自身が監査報告書の日付時点での監査意見を修正する要否に関するコメントを表明していたものが、監査人が発行会社の責任者に質問し、その回答を報告する形式に改められるなど、会員における引受審査への協力関係に変化が顕在化していることも事実である。

こうした点に関しては、今後のあり方として、欧米のコンフォートレター制度における、元引受証券会社、監査人及び発行会社の三者間の協調・連携関係のあり方等も参考としつつ、投資家保護の観点から、我が国のコンフォートレター制度が形骸化することのないよう、今後とも双方の業界レベルでの建設的な話し合いを継続していくとともに、関係当局も含め、その位置付けについて適切な議論がなされるべきであると考えられる。

(6) 海外発行についての準用

市場仲介機能懇談会論点整理において、「例えば、ユーロ市場等の海外における本邦企業の資金調達においては、本邦所在の証券会社の斡旋で当該証券会社の海外の関連会社が利用される事例が多いことに鑑み、その場合であっても、斡旋を行う本邦所在の証券会社が、海外の関連会社において適切な引受け等の審査が行われていることを確認することについても検討の対象に含めるべきである。」との指摘がなされているが、それについて、規定の整備を含めどのような対応を図るべきかについて検討を行った。

現在、１４号規則第１３条では、海外発行についての準用規定として、「本邦発行者が本邦以外において株券等の募集又は売出しを行う場合には、代表証券会社又は本邦における主たる斡旋証券会社である会員は、当該発行者に対しこの規則の趣旨を尊重して行うよう要請するものとする。」旨を規定している。

会員（本邦証券会社）が行う引受審査は、基本的には我が国投資家を保護することを目的としており、ユーロ市場等の海外における本邦企業の資金調達に関して、会員の海外関連会社において、海外の投資家に販売する目的をもって引受けが行われる場合に関しては、原則として、当該海外関連会社が服するべき現地の証券取引規制に基づき、海外の投資家を保護するために必要・十分な審査が行われるべきであると考えられる。

[5] 平成１９年１月２２日、日本公認会計士協会ホームページ（http://db.jicpa.or.jp/visitor/search_detail.php?id=1013）において、「「監査人から事務幹事証券会社への書簡」要綱」の改正に係る公開草案が公表されている。

一方で、本件については、本邦企業が海外でファイナンスを行う場合であっても、既存株主への影響であるとか、場合によってはユーロ円ＣＢのように我が国投資家に還流するケースもあり得るところであり、そうした意味からも、発行会社に対しては、従来の１４号規則第１３条の規定の精神を踏襲し、本邦企業が本邦以外において株券等の募集又は売出しを行う場合には、代表証券会社又は本邦における主たる斡旋証券会社である会員は、当該発行者に対しこの規則の趣旨を尊重して行うよう要請するとともに、会員の海外関連会社が引受けを行う場合には、適切な審査が行われるよう十分に指導し、企業グループとしての責任を果たすことが重要である旨について認識を共有した。

そのため、１４号規則を改正し、海外関連会社等における適切な対応が図られるよう、以下の内容について規則化すべきである。

・　会員は、本邦企業が本邦以外において株券等の募集又は売出しを行う場合において、当該会員の海外関連会社等による引受けを斡旋する場合には、当該関連会社等に対し、この規制の趣旨に基づく適切な審査が行われるよう要請を行う、又は必要に応じて当該会員自身が代行して適切な審査を行うこととする。

５．今後の課題

今般、会員がファイナンスにおける様々な役割と責任を適切に果たすよう、引受審査水準の向上を図り、もって投資者保護、資本市場の健全化・活性化に資することを目的として、上記２．において、引受審査項目の整備を行うこととしたが、市場仲介機能懇談会論点整理においては、「各審査項目についても評価基準を設定することが考えられる。」旨が指摘されている。

これを受け、引受審査項目の審査に係る具体的な内容や留意点等については、今後、本協会のガイドライン等において、別途明確化していく方向で検討が行われることが望まれる。

なお、引受審査は各審査項目を総合して判断を下すものであり、また、発行者の状況や資本市場を始めとする発行者を取り巻く環境の相違によっては、同一項目に対しても異なる審査意見を形成することがあることから、必ずしも絶対的な数値基準等を設けることが馴染まない場合があることに留意して検討を行う必要がある。

Ⅱ．会員におけるＭＳＣＢの取扱いのあり方について

１．検討を開始した経緯等

ＭＳＣＢ（Moving Strike Convertible Bond：転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債）は、一般的に、ＣＢ（転換社債型新株予約権付社債）の株式への転換価額について、発行会社の株価が変動した場合に随時修正が行われる商品をいい、１９９０年代には、主に経営不振企業の資金調達手段として海外においてファンド等の投資家を相手に第三者割当形式により発行されるものが大半であった。

その後、２０００年代に入ってからは、大手都市銀行の自己資本増強策の一環として転換価額の下方修正条項付き優先株が発行されたこともあり、そうした商品性は次第に一般化していったが、２００３年以降、ＭＳＣＢを特定の証券会社に対して第三者割当形式により発行し、当該ＭＳＣＢを買い受けた証券会社は、その後株価への影響を極力抑えつつ随時株式に転換し、一定の時間をかけて市場で売却するか、あるいは機関投資家等に相対で販売するといった新しいファイナンス手法の広がりとともに、昨今においては再建を目指す経営不振企業だけではなく、自己資本の円滑な拡充を目指す経営が堅調な企業においても、多様化する資金調達手段の一つとして有効に利用される事例が多く見られている。

近年、本邦企業によるＭＳＣＢ（証券会社及びそのグループ会社が買い受けたもの）の発行規模は、２００３年度下期以降、株式市場における相場環境の好調さにも起因して、２００５年度上期には発行件数６１件、発行金額５,０７９億円、２００５年度下期には発行件数７３件、発行金額５,４２６億円となり、エクイティファイナンス全体に占める割合も、２００５年度上期には５７％にまで達するなど、昨今の上場企業におけるエクイティファイナンスにおいて相当の割合を占めるに至っている。２００６年度に入ってからは、相場環境の悪化とともに、その発行規模も減少傾向にあるものの、依然としてＭＳＣＢを発行する企業は多い。

本ワーキングでは、共に早期の資本増強を目的とするファイナンス手法として、公募増資とＭＳＣＢについて、発行決議日の終値に対する実際の発行価額（転換価額）について比較検証を行ったところ、ＭＳＣＢについては株価が上昇するケースもあれば下落するケースもあるといったように、株価動向は個々の状況に応じて広範囲に分散しているが、実際の発行価額が発行決議日終値の９０％以上となる累計割合を比較した場合、ＭＳＣＢの方が結果として既存株主負担が小さくなるケースも少なくなく、実際には株価への影響を抑えながら円滑な自己資本の拡充が行われたケースも多いことが実証されている。［ＭＳＣＢの発行規模の推移及び比較検証の内容は別紙２参照］

一方で、ＭＳＣＢについては、その商品性から、

・　調達資金による企業価値の向上が見込まれない、あるいは企業価値の向上について十分に説明しない企業がＭＳＣＢを利用することによる株式の希薄化（一株当りの価値の低下）及び株価下落が、既存株主の利益を損ねているのではないか、

・　ＭＳＣＢを買い受けた投資家が、買受け後にとる投資行動（ヘッジのための空売り等）によって、発行後の株価下落を招いているのではないか、

など、様々な論調による社会的な批判があることも事実である。

また、市場仲介機能懇談会論点整理においては、「発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮」として、第三者割当増資やいわゆる私募ＣＢ（ＭＳＣＢを含む）等については、発行条件及び利用方法次第で希薄化による既存株主に対する不利益が生じるリスクもあることから、証券会社（関連会社や他のファンド等を含む。）によるそれらの第三者割当増資、いわゆる私募ＣＢ等の引受け・買受け時の留意事項を整理・明確化すること[6]について本協会に対し要請がなされるとともに、「市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持」として、各種法的リスクの増加への適切な対応やレピュテーショナルリスクの適切な管理の重要性の高まりを背景に、証券会社においては積極的に自己規律を維持・向上させる努力を行っていくことが望まれる旨の指摘が行われている。

このような状況を踏まえ、今般、ＭＳＣＢを買い受ける証券会社の市場仲介者としての役割と責務にも鑑み、上記のようなＭＳＣＢに係る社会的な批判を払拭するとともに、会員自身におけるリスクの低減を図るため、一定の自己規律としての規範形成を図ることとし、「ＭＳＣＢの取扱いに関する分科会（ＭＳＣＢ分科会）」においては、会員がＭＳＣＢを買い受ける際の留意事項に関し、昨年６月以降９回にわたり、また、「ＭＳＣＢに係る流通市場における取引のあり方に関する分科会（ＭＳＣＢセカンダリー分科会）」においては、ＭＳＣＢに関連する流通市場での取引のあり方に関し、昨年１０月以降６回にわたり、それぞれ鋭意検討を行った。

また、両分科会では、ＭＳＣＢに係る買受け及び流通市場での取引の双方に共通する問題として、市場の公正性及び既存株主への影響に配慮した商品設計のあり方及び会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合の取扱いについても検討を行った。

なお、当該検討の対象となる商品は、原則として、取締役会決議（委員会設置会社では委任された執行役の決定を含む。以下同じ。）のみにより第三者割当形式で発行される転換価額修正条項（半年に一度超の頻度で修正が行われるもの（可能性のあるものを含

[6] 具体的には、「証券会社は、ＭＳＣＢについて、既存株主への影響等を踏まえた適切な商品設計に加えて、発行体（の経営者）に対して商品の理解度に応じた十分な商品説明を行うとともに、発行体による適切な開示を指導する必要がある」旨が指摘されている。

む。以下同じ。）に限る。）付きのＣＢの他、同様に転換（行使）価額の修正が行われる新株予約権及び取得請求権付種類株式とすることとした。（以下、「ＭＳＣＢ」という。）

２．会員がＭＳＣＢを買い受ける際の留意事項

これまで、会員が第三者割当形式によりＭＳＣＢを買い受ける場合においては、会員は、投資家の立場として、株式の流動性、株価形成の状況、会社の財務内容・業績動向等のファンダメンタルの状況、クレジット等を発行会社の公開された情報及びマネジメントインタビュー等により確認し、買受けの可否及び買受額につき判断を行ってきたところである。

しかし、今般の検討においては、さらに買い受けたＭＳＣＢに係る転換株式等を市場で売却又は投資家に販売する可能性、また、発行会社における既存株主への影響等も踏まえ、会員が買受け時に確認すべき一定の項目を「留意事項」として策定するとともに、発行会社に対する適切な開示の要請等について規則化すべきとの結論に至った。

(1)　買受け時における確認項目

ＭＳＣＢの買受け時における確認項目の検討を進めるにあたっては、市場仲介機能懇談会論点整理における、「既存株主への影響等を踏まえた適切な商品設計」の必要性の指摘を踏まえ、各社で行われている実務及び先般の「『会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ』における検討状況」第二次報告及び同第三次報告において策定された、既上場会社の公募増資等（ＰＯ）及び普通社債（ＳＢ）に係る引受審査項目を参考とし、会員が引受けを行う公募ＣＢとの相違点として、ＭＳＣＢには転換価額修正条項が付されている点 及び 会員は引受業務としてではなく原則として公開情報に基づいて買受けを行う点についても考慮した上で検討を行った。

①　財政状態及び経営成績

発行会社がＭＳＣＢを有効に活用できるだけの財務基盤を有しており、それが将来に亘っても見込まれることの重要性を踏まえ、「財政状態及び経営成績」を大分類項目とし、仮にＭＳＣＢが株式への転換により自己資本化せず、償還された場合であっても十分に元利金を支払うことができるだけの財政状態とキャッシュフローの状況、あるいは元利金を支払うために必要なリファイナンスを実行できるだけの信用力を有していること等について確認するため、「財政状態の十分性と資金繰り状況」、「業績の推移と業績予想」及び「財政状態及び経営成績の変動理由分析」を中分類項目とし、さらに、公表された業績予想とその進捗状況を比較検証することにより、発行会社によって開示された業績予想につき修正の必要の有無を確認するため、「公表された業績予想と進捗状況」を中分類項目として規定することとした。

②　調達する資金の使途

調達資金による企業価値の向上が見込まれない企業がＭＳＣＢを利用することによる株式の希薄化及び株価の下落が、既存株主の利益を損ねているとの指摘を踏まえ、「調達する資金の使途」を大分類項目とし、調達する資金が有効に活用され、結果として将来的な収益の向上、あるいは借入金の返済などを通じたバランスシートの改善に繋がることが見込まれ、それが既存株主にとっても合理的な説明がつくことを確認するため、「調達する資金の使途の合理性」を中分類項目とし、過去調達した資金が適切に活用され開示も適切に行われていることを確認するため、「過去調達した資金の充当状況」を中分類項目として規定することとした。

③　株価等の動向

ＭＳＣＢの発行にあたり、ファイナンス直前の株価や出来高の推移に異常値が見られないか等をチェックする観点から、「株価等の動向」を大分類項目とし、「株価の推移」及び「出来高の推移」を中分類項目として規定することとした。

④　市場及び既存株主への影響

ＭＳＣＢの発行条件次第では株式の希薄化等による既存株主に対する不利益が生じるリスクがあるとの指摘を踏まえ、既存株主への影響等を踏まえた商品設計に係る確認項目として、「市場及び既存株主への影響」を大分類項目とし、上記①から③において確認を行う発行会社の財政状態及び経営成績、調達する資金の使途等を始め、当該銘柄に係る株価のボラティリティ等を総合的に勘案し、発行会社がＭＳＣＢを利用して自己資本を拡充していくにあたっての方針との間の整合性が取れると考えられる発行条件[7]について確認するため、「新株予約権又は取得請求権の行使価格（行使価格の修正条項を含む。）、行使期間等の条件の合理性」を中分類項目とし、また、転換により取得する発行会社の株式が、転換可能期間において急激な株価下落を引き起こさずに円滑に市場で売却できるだけの十分な流動性を有しているとともに、発行しようとするＭＳＣＢの数量及び株式に転換された場合に生じる希薄化の規模が、調達する資金の使途、調達額を始め、発行会社の時価総額等を総合的に勘案し、既存株主にとっ

---

[7] ＭＳＣＢの発行条件をめぐっては、昨今、会社法上の有利発行への該当性の指摘が存在する。このＭＳＣＢの発行条件に係る有利発行に該当するか否かの判断においては、本協会の「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」（平成 4 年 6 月 12 日制定）を参考にする事例が見受けられるところである。
確かに、当該指針においては、株式の第三者割当増資における価格決定にあたっては、原則として発行決議日の直前における時価の９０％相当額を下回らないように要請を行っているところであり、また、この考え方は過去に東京地方裁判所において一定の合理性のある考え方であるとされているが、ＭＳＣＢの条件決定にあたっては、複数回に亘る株式の第三者割当スキームと実質的に異ならないとの見方もあるものの、本来、発行体の信用リスク、社債の利率を含む発行条件、買受人が負う価格下落リスク、株式の消化可能性等の観点から総合的に判断すべきものであり、これらの事象を踏まえ、十分な検討が行われることが必要であることに留意すべきである。

ても合理的な説明がつくことを確認するため、「株券等の流動性、時価総額及び発行数量（発行に伴う希薄化を含む。）の合理性」を中分類項目として規定することとした。

なお、上記の趣旨を踏まえ、例えば、ＭＳＣＢのうち下方にのみ転換価額の修正が行われたり、上方修正に過度な制限が付されたものについては、業務・資本提携等のために割り当てる場合で、発行会社と買受人との間で転換後の株式について６か月以上の（貸株やデリバティブでのヘッジを行わず実質的に）長期保有が約され、その旨が開示される場合など、市場及び既存株主への影響に一定の配慮がなされる場合を除き、会員は、自らの買受け、及び第三者による買受けの斡旋のいずれも行うべきでないとの認識を共有した。

⑤　企業内容等の適切な開示

企業がエクイティファイナンスを行う上で果たすべき基本的な開示義務のうち、ＭＳＣＢについて特に重要となる事項として、「企業内容等の適切な開示」を大分類項目とし、発行会社における未公表の重要事実がないこと、未公表の簿外債務・偶発債務がないこと等を確認するとともに、ファイナンス直前の有価証券報告書に記載された事業年度末以降の必要な情報が適切に開示されていることを確認するため、「直近事業年度末以降の状況の適切な開示」を中分類項目として規定することとした。

なお、それに加え、発行会社自身が、調達した資金の有効活用による企業価値の向上等について十分な説明を行うことが重要であるとの認識の下、会員は、発行会社に対し別途適切な開示の要請を行うべきとの結論に至った。（後述(2)②参照）

⑥　その他の留意すべき項目

ＭＳＣＢの買受け時の確認項目の検討にあたって参考とした、ＰＯに係る引受審査項目においては、「反社会的勢力との関係の有無」について、発行会社（既上場会社）は日々大勢の株主・投資家によってチェック・評価を受けていることを考慮し、ＰＯに係る引受審査項目としては規定しないものの、各社が対応し得る範囲において責任をもって確認を行うべきとされたことを踏まえ、本件については、ＭＳＣＢの買受け時においても同様に対応すべきとの結論に至った。

⑦　買受け時の確認体制の整備

上記①から⑥に掲げる項目の確認にあたっては、会員がＭＳＣＢの引受けを行うものではなく、証券取引法第１７条に規定される目論見書使用者としての責任や、同法第２１条に規定される有価証券届出書の記載内容に係る責任等を果たすことを目的とした「引受審査」を行うものではないことを踏まえ、従来のＭＳＣＢの買受け時に行ってきた事業状況の確認、クレジット確認等の手法を踏襲し、原則として、発行会

社の公開情報に基づいて検討を行うとともに、必要に応じてマネジメントインタビュー等により確認を行うべきとの結論に至った。

したがって、ＭＳＣＢの買受け時の確認は、必ずしも引受審査部門で行うことに限らないこととするが、当該確認の実効性の確保の観点から、各社一定の牽制が働く社内体制を整備すべきである。

なお、本件は、会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合においても同様に重要であると考えられることから、発行会社自身においても、ＭＳＣＢを発行する際には、上記①から⑥に掲げる項目について、既存株主への影響等に配慮し十分に確認・検討を行うことを、証券取引所を通じて発行会社に対して要請されることが望ましいとの結論に至った。（後述５．③参照）

(2)　発行会社に対する適切な開示の要請等

発行会社に対する適切な開示の要請等についての検討を進めるにあたっては、市場仲介機能懇談会論点整理における、「発行体（の経営者）に対して商品の理解度に応じた十分な商品説明を行うとともに、発行体による適切な開示を指導する必要がある」との指摘を踏まえて検討を行った。

①　発行会社に対する十分な商品説明

本来、企業がＭＳＣＢを発行するにあたっては、当該企業自らが、自社の既存株主の利益の保護の観点から、ＭＳＣＢの商品性及び発行に伴うメリット・デメリットを十分に理解し、既存株主に与える影響等を十分に考慮したうえでＭＳＣＢを選択することが重要であるとの認識の下、会員は、発行会社の経営者等に対してＭＳＣＢの発行を提案する場合には、十分な商品説明を行うべきとの結論に至った。

②　発行会社に対する適切な開示の要請

発行会社自身がＭＳＣＢを利用することによる企業価値の向上について対外的に十分な説明を行わないことにより、結果として既存株主の利益を損ねているとの指摘を踏まえ、調達した資金の使途を始め、発行会社が資本政策として公募形式のファイナンスを行わずにＭＳＣＢを選択すること、証券会社が割当先となること、発行条件の合理性等について、既存株主にとっても説明がつき、事前に適切な開示がなされることが重要であるとの認識の下、調達した資金の使途、ＭＳＣＢを発行する理由、割当先の選定理由、発行条件の合理性及び発行会社の役員等会社関係者における株券貸借の予定並びにＭＳＣＢ発行後の新株予約権の行使状況等に係る開示を充実させることについて、会員は、発行会社に対し適切に開示を行うよう要請すべきとの結論に至った。

なお、本件は、会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合においても同様に重要であると考えられることから、証券取引所を通じて発行会社に対して要請されることが望ましいとの結論に至った。（後述５．③参照）

３．ＭＳＣＢに係る流通市場における取引のあり方

ＭＳＣＢは、再建を目指す経営不振企業だけではなく、経営が堅調な企業においても、多様化する資金調達手段の一つとして有効に利用される事例が多く見られており、ファイナンスに対する多様なニーズを実現するために有用な商品のひとつであると考えられる。その一方で、ＭＳＣＢを買い受けた投資家が、買受け後に流通市場においてとる投資行動によって、市場や既存株主に対し大きな影響を与える恐れがあることが社会的にも問題視されている。

こうした状況を踏まえ、ＭＳＣＢに対する社会的な疑念を払拭するとともに、市場及び既存株主に対する公正性を確保するため、発行体の資金調達の自由度を狭める等過剰な規制とならないよう配慮しつつ、ＭＳＣＢに係る流通市場における取引のあり方について検討を行った。この結果、ＭＳＣＢを買い受ける会員が行う観察期間（株式への転換価額の修正を行う際に基準となる終値等の株価を参照する期間をいう。以下同じ。）等における株式の市場売却（取引所有価証券市場の売買立会における売却をいう。以下同じ。）に対し一定の制限を設けること及び当該制限等に係るモニタリングを実施することについて規則化すべきとの結論に至った。

また、当該規則化は流通市場における証券会社の行為を規制するものであることから、株主総会における特別決議を経たＭＳＣＢも対象に含むこととした。

なお、その商品性において、転換価額修正条項として上方修正条項のみが付されているＭＳＣＢ（下方修正条項が付されていないＭＳＣＢ）については、流通市場における株価の下落圧力は小さいと考えられることに鑑み、流通市場における取引に係る規則化の対象とはしないこととした。

(1)　観察期間等における株式の売却規制

観察期間等における株式の売却規制については、ＭＳＣＢを買い受けた者が空売りによるショートポジションを積み上げて株価が下落したところで大量転換を行うという、不公正とも指摘されかねない行為が行われているとの指摘を踏まえて検討を行った。

その結果、過剰な売りにより相場に重大な影響を与えた場合には、本来は作為的相場形成の禁止規定等により捕捉されるべきであると考えられるものの、市場プレイヤーとしての証券会社の積極的な自己規律の維持の観点から、観察期間等における、ＭＳＣＢを買い受けた会員が行う、ＭＳＣＢに係る空売りを含めた株式の市場売却に関し、価格

規制及び基準価格への関与規制を設けることとすべきとの結論に至った。

① 価格規制

観察期間中は、ＭＳＣＢを買い受けた会員が行う、当該ＭＳＣＢに係る株式のヘッジのための空売り（市場売却）について、価格規制（アップティックルール（証取法施行令第 26 条の４に規定される空売価格規制））を自主規制ルールとして設けることとすべきである。[8]

具体的には、会員は、ＭＳＣＢの観察期間中に、自己の計算による当該ＭＳＣＢに係る株式のヘッジのための空売りを行おうとするときは、当該売却に係る証券取引所の直近公表価格（マーケットメイカーの公表最良買い気配を含む。以下同じ。）以下の価格において当該売却を行ってはならないこととすべきである。

ただし、証券取引所が直近公表価格の直近に公表した価格を当該直近公表価格が上回る場合に当該直近公表価格で行う当該売却については、この限りでない。

なお、会員は、ＭＳＣＢを有している第三者に対して、上記の価格規制の趣旨に反する空売りを積極的に誘引するような勧誘は、当然ながら行うべきではないと考えられる。

② 基準価格への関与の規制

ＭＳＣＢを買い受け、又は買い受けようとする会員における、発行決議日以降に当初転換価額を決定する場合の当該当初転換価額の基準となる株価や、転換価額を修正する際に基準となる株価への関与に関する自主規制ルールを設けることとすべきである。

具体的には、当初転換価額の基準となる株価（発行決議日以降に当初転換価額を決定する場合に限る。）又は転換価額を修正する場合の基準となる株価が一定日（期間）の終値を参照するものである場合には、同日（期間）の大引け前１５分間の売り関与（市場売却）を行ってはならない（禁止時間前の発注による約定を除く。ただし、注文の変更及び引条件付注文は認めない。）こととする。また、ＶＷＡＰ（売買高加重平均価格）を参照する場合には、原則として直近１０営業日における日次平均出来高の２５％を超える数量[9]の売り関与（市場売却）を行ってはならないこととすべきである。

---

[8] 「有価証券の空売りに関する内閣府令」第３条第５号では、ＣＢのヘッジ売りについて、権利行使により取得することとなる株券の数量の範囲内においては、価格制限の対象外とされている。

[9] 「上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令」第２条第４号では、作為的相場形成などの疑念を持たれないための自社株買いに係る発注数量として、直前４週間の一日当たり平均売買高の２５％を超えない旨の制限が置かれている。

なお、これらの規定は、① 株価が発行決議日の終値以上の場合、② 株価が修正され得る転換価額の下限未満の場合 及び ③ 全ての転換が終了している場合 の状況下においては、ＭＳＣＢを保有する者にとって、株価を下落させた上で転換するというインセンティブが生じ難いことから、適用除外とすべきとの結論に至った。

(2) モニタリングの実施

今般のＭＳＣＢの取引に係る規定の新設に合わせ、ＭＳＣＢを買い受けた会員における、従前より行われていた不公正取引に係るモニタリング、並びに上記(1)「①価格規制」及び「②基準価格への関与の規制」の内容が履行されているかのモニタリングの実施について理事会決議において明確化を図るべきとの結論に至った。

４．市場の公正性及び既存株主への影響に配慮した商品設計のあり方

上記２．及び３．の対応が図られることにより、例えば、会員がＭＳＣＢを買い受ける際に確認すべき項目として、「新株予約権又は取得請求権の行使価格（行使価格の修正条項を含む。）、行使期間等の条件の合理性」を規定することで、市場及び既存株主への影響等を十分に踏まえた商品設計が行われることや、ＭＳＣＢに係る流通市場での取引について観察期間中の売却規制及び当該規制に係るモニタリングを規定することで、空売り等による株価下落に対して抑止が働くことなど、一定の効果が期待されるものと考えられる。

一方で、これらの規定は、基本的には会員を対象とした規制であるため、会員以外の者が買い受ける場合や、買い受けた会員がデリバティブによってその経済効果を他者に移転する場合などにおいて、市場の公正性を確保するためには、そうした者の投資行動についても必要な範囲で規制する必要がある。

そうした認識の下、既存株主への影響及び市場の公正性に配慮した具体的な商品設計のあり方について検討を行った。

(1) 検討の過程

検討にあたっては、株価下落、希薄化に対する対応として一般投資家からも一定の理解が得られ、また、証券取引所から発行会社への要請を行うことで会員以外の者が買い受ける場合や、買い受けた者がデリバティブによってその経済効果を他者に移転する場合などにも効力が及び、かつ監視が容易である等の現実性を備える具体的な方策として、以下の２つの規制案について比較検証を行った。

・　**転換スピードに関する規制（「転換スピード規制」という。）**

ＭＳＣＢの発行条件において、一定の期間における転換請求（＝希薄化）を一定割合に制限する条項を設ける規制である。

具体的な水準としては、過去に株価が大きく下落した過程で極端な転換が行われた銘柄を抽出し、それらが再発しない程度の実効性のある水準を設定することが考えられる。

・　**フロア水準に関する規制（「フロア水準規制」という。）**

ＭＳＣＢの発行条件において、転換（行使）価額の下方修正の下限を一定の水準以上に設定する規制である。

具体的な水準としては、転換（行使）価額の下限を低く設定することは当該下限が証券界における公認の水準として捉えられてしまう懸念もあり、対外的な理解を得難いことから、ある程度高い水準に設定することが考えられる。

本ワーキングでは、転換スピード規制及びフロア水準規制について、市場への公正性確保、既存株主への影響、発行体のファイナンス手法の自由度への影響等の観点から、それぞれの特徴及びメリット・デメリットを以下のとおり検証した。

①　市場への公正性確保

・　株価への影響（意図的な株価下落）に関しては、転換スピード規制は、一定の期間における転換に伴う希薄化を一定割合に制限することにより、株価への影響が分散されるのに対し、フロア水準規制は、フロア水準より上では抑止が効かないこととなる。

・　買い受けた者による意図的な空売りの抑止に関しては、転換スピード規制は、空売りによるショートポジションを積み上げて大量転換しようとする行為に対して一定の歯止めが期待できるのに対し、フロア水準規制は、フロアをどこに設定しても、量的規制をかけなければ、その水準まで空売りを行う者は排除できないこととなる。

このことから、市場への公正性確保に関しては、転換スピード規制については一定の効果が期待できるのに対し、フロア水準規制については特段の効果は期待できないとの認識に至った。

②　既存株主への影響

・　希薄化懸念への対応に関しては、転換スピード規制は、転換制限により一定の歯止めが期待でき、また、フロア水準規制は、フロアをある程度高いところに設定し

た場合には希薄化が限定されることとなる。

・　希薄化とそれに伴う株価下落の相乗的な悪影響（いわゆるデススパイラル）の抑止に関しても、同様に、転換スピード規制は、転換制限により一定の歯止めが期待でき、また、フロア水準規制は、フロアをある程度高いところに設定した場合には希薄化が限定されることとなる。

このことから、既存株主への影響に関しては、転換スピード規制とフロア水準規制の双方ともに一定の効果が期待できるとの認識に至った。

③　発行会社のファイナンス手法の自由度等への影響

・　商品設計の自由度に関しては、転換スピード規制は、一定の制約は受けるものの相対的に自由度を確保できるのに対し、フロア水準規制は、ＭＳＣＢの商品性の根幹であるフロアを一定水準に規制するものであるため、商品設計の自由度は著しく低下することとなる。

・　ＭＳＣＢの発行額に関しては、転換スピード規制は、転換に一定期間を要することによるリスク要因から発行額が若干減少することが想定されるが、フロア水準規制は、ある程度高いところに設定した場合には買受け手にとっての相当なリスク要因となり、発行額が著しく減少するとともに商品の存在自体が脅かされることが想定される。

・　ＭＳＣＢ発行後の資本増強に関しては、転換スピード規制は、一定割合の範囲・スピードで可能であるのに対し、フロア水準規制は、フロア以上であれば自己資本化が進むが、株価の状況によっては制約される場合もある。

このことから、発行体のファイナンス手法の自由度等への影響に関しては、転換スピード規制については一定の自由度が確保されるのに対し、フロア水準規制については自由度が大きく制約され、場合によっては新興企業や再建途上企業等において真に必要なファイナンスまでもが排除されかねないとの認識に至った。

④　その他

その他の観点からの検証として、理論上、転換スピード規制は、発行会社のリファイナンス（ＭＳＣＢを繰上償還したうえで別のＭＳＣＢを発行すること）に影響を受けないが、フロア水準規制は、リファイナンスによりフロアの実質的な引下げが可能となってしまうことや、一方で、転換スピード規制は、複数発行（回号）への対応として、行使可能期間が重複する場合、総合して規制が必要となるといった点が確認された。

上記の比較検証を踏まえて総合的に勘案した結果、転換スピード規制は、発行体のファイナンスの自由度をある程度確保するとともに、株価への影響を極力抑えながら平準化された発行金額による自己資本の円滑な拡充が促進されるというＭＳＣＢ本来の利点を残しつつ、市場への公正性確保及び既存株主への影響に対しても一定の効果が期待されることから、会員がＭＳＣＢの買受けを行う場合には、当該買受けを行う会員から発行会社に対し、買取契約において過度な転換スピードを制限する条項を設けることを要請すべきとの結論に至った。

また、前述のとおり、本件は、ＭＳＣＢを買い受ける会員以外の者の投資行動も規制する必要があると考えられることから、併せて証券取引所を通じて発行会社に対して要請されるべきであるとの結論に至った。（後述５．③参照）

一方で、フロア水準規制については、以下のような理由から導入すべきではないとの結論に至った。

・　適切なフロア水準については、発行会社や市場環境によって状況が変化するため、一律の数値基準ではなく、その都度適正な値が決定されるべきであること。
・　フロア水準規制を行うと、商品設計上の自由度が著しく損なわれる等深刻な問題が生じ、多様なファイナンス手法の開発を著しく阻害すること。
・　特に新興企業や再建途上企業においては、リスクとの兼ね合いからＭＳＣＢの発行額が著しく減少し、商品の存在自体が脅かされること。
・　フロア以上の株価では大きな効果を得られないこと。

(2)　転換スピード規制の具体的な内容等

①　転換スピード規制の具体的な内容

転換スピード規制の具体的な内容の検討にあたっては、過去に株価が大きく下落した過程で極端な転換が行われた銘柄を抽出し、それらを参考に実効性のある基準について検討した結果、月間にＭＳＣＢの払込日時点の上場株式数の１０％を超える株式への転換請求を行えないこととすべきとの結論に至った。

ただし、以下の場合については、規制の適用除外とすべきである。

・　発行会社の株式が上場廃止となるＭ＆Ａの覚書が締結（または、株主総会で決議）された時から、当該Ｍ＆Ａがなされないことが明らかになった時まで
・　発行会社に対してＴＯＢの公告がなされた時から、継続されないことが明らかになった時まで
・　業務・資本提携等のためにＭＳＣＢを割り当てる場合で、発行会社と買受人との間で転換後の株式について６か月以上の（貸株やデリバティブでのヘッジを行わず実質的に）長期保有が約され、その旨が開示される場合
・　発行会社の株券が監理・整理ポストに割り当てられた場合

・　発行会社の株価水準が発行決議日の終値以上の場合
・　ＭＳＣＢの取得条項に基づき発行会社により転換される場合
・　転換可能期間の最終２か月間（転換可能期間が２年以上の場合に限る。）
・　理事会決議施行前に発行決議された案件

②　転換スピード規制の具体的な管理

ＭＳＣＢの発行条件として、転換スピード規制を設けるための具体的な方法としては、基本的には発行会社と当該ＭＳＣＢの買受けを行う会員との間における「買取契約」において、以下の内容を約することとすべきであるとの結論に至った。

イ．発行会社は、月間にＭＳＣＢの払込日時点の上場株式数の１０％を超える株式への転換を行わせない（上記①の適用除外事項を除く。）こと

ロ．前イ．の制限は、発行会社が複数回号のＭＳＣＢを発行する、又は発行している場合には、それらを合算したうえで適用すること

ハ．ＭＳＣＢの買受人は、当該ＭＳＣＢを転売する場合には、あらかじめ転売先となる者に対して、発行会社との間で前イ．及びロ．の内容を約させること（転売先となる者が、さらに第三者に転売する場合にも同様とする。）

ニ．ＭＳＣＢの発行会社は、前ハ．の転売先となる者との間で、前イ．及びロ．の内容を約すること（転売先となる者が、さらに第三者に転売する場合にも同様とする。）

また、当該規定における「月間」の考え方については、当初の１か月を、暦月における当初条件決定日若しくは第１回目の修正可能条件決定日翌日から、翌月の最初の修正可能条件決定日（但し翌月に修正可能条件決定日がなければ、当初条件決定日若しくは当月の修正可能条件決定日の応答日。以下同じ。）までとし、その後は、さらに翌月の最初の修正可能条件決定日までとしていくべきとの結論に至った。

ただし、当該月間の考え方については、発行後のＭＳＣＢについて、月次の転換数量制限が適切に管理されているか（実際にどの程度の数量の転換が行われたか）が、既存株主を含め一般投資家にとってもきちんと認識できることが重要であると考えられることから、今後、発行会社におけるＭＳＣＢ発行後の新株予約権の行使状況等に係る開示の充実化との整合性を図る必要があるとの認識を共有した。

なお、発行会社サイドにおける上場株式数の１０％を超える株式への転換を制限するための具体的な管理方法（転換請求受付場所から発行会社に対する転換可否の確認事務等）については、今後、信託銀行等関係者を交えた実務的な検討が必要となる。

５．会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合の取扱い

今般策定する自主ルールは、直接的には会員に適用されることとなるが、会員以外の、例えば証券会社の関連会社やファンド等がＭＳＣＢを買い受ける際に、全く当該ルールの趣旨が尊重されなかった場合には、市場仲介者としての厳格な自己規律の下に行動する証券会社ではなく、これらの者による買受けに安易に流れてしまうことにもなりかねず、その結果として、規制本来の目的が達成できないだけでなく、かえって既存株主への影響を含む投資者保護上の問題を惹起する懸念も想定されるところである。

また、市場仲介機能懇談会論点整理においても、証券会社のみならず、証券会社の関連会社や他のファンド等によるＭＳＣＢの買受け時の留意事項についても、併せて整理・明確化が要請されており、これらを踏まえ、会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合の取扱いについて検討を行った。

①　会員の関連会社が買い受ける場合の当該関連会社等への要請等

本邦企業がＭＳＣＢを発行する際には、証券会社の海外現地法人などの関連会社等が買い受ける事例があることから、当該事例を踏まえ検討を行った結果、会員は、当該会員が要請等を行うことが可能な関連会社等による本邦企業のＭＳＣＢの買受けを斡旋する場合には、当該関連会社等に対し、会員と同様に上記２.、３．及び４．に掲げる事項について、規制の趣旨に基づき遵守するよう要請すべきとの結論に至った。

なお、上記２．の遵守については、会員の関連会社等には、海外ＳＰＣなど、実質的には買受け時における確認等を行うことが困難な投資家も想定されることから、そうした場合には、必要に応じて当該会員自身が代行して適切な確認を行うべきとの結論に至った。

②　会員以外の者が買い受ける場合の発行会社への要請

現行の本協会における自主ルールのうち、会員以外の者が取引の主体となることによる規制の潜脱を防止する目的で置かれている規定としては、１４号規則第１３条[10] における、本邦発行者が本邦以外において株券等の募集又は売出しを行う場合の取扱いに関する準用規定が存在している。

当該規定を参考として検討を行った結果、会員は、会員以外の者（上記①における当該会員の関連会社等を除く。）によるＭＳＣＢの買受けを斡旋する場合には、当該ＭＳＣＢの発行会社に対し、上記２．及び４．に掲げる事項について、規制の趣旨を尊重するよう要請すべきとの結論に至った。

---

[10] １４号規則１３条では、海外発行についての準用規定として、「本邦発行者が本邦以外において株券等の募集又は売出しを行う場合には、代表証券会社又は本邦における主たる斡旋証券会社である会員は、当該発行者に対しこの規則の趣旨を尊重して行うよう要請するものとする。」としている。

③　証券取引所への要請

本来、企業がＭＳＣＢを発行するにあたっては、当該企業自らが、既存株主に与える影響を十分に考慮したうえで、適切な商品設計及び十分な情報開示を行うことが重要である。

一方で、発行会社が本協会の会員の斡旋を伴わずに当該会員以外の者に対してＭＳＣＢを割り当てる場合や、あるいは会員以外の者がＭＳＣＢ自体を流通市場において取得する場合等には、上記①及び②のいずれの適用も受けないこととなるが、既存株主への影響を含む投資者保護の観点からは、たとえそうした場合であっても本理事会決議の趣旨が踏まえられるよう一定の方策が講じられることが望ましいと考えられる。

そこで、ＭＳＣＢ分科会及びＭＳＣＢセカンダリー分科会の双方においては、今般策定する理事会決議の内容のうち、投資者保護上特に重要と考えられる以下の項目については、こうした場合においても発行会社によって自主ルールの趣旨が尊重されるよう、証券取引所に対し、証券取引所から上場会社に対して要請又は必要な範囲で義務化されるよう検討要請をすべきとの結論に至った。

・　上場会社がＭＳＣＢを発行する場合には、当該会社自身においても、上記２．(1)①から⑥に掲げる確認項目（自社の財政状態及び経営成績、調達する資金の使途、市場及び既存株主への影響を踏まえた適切な商品設計、直近事業年度末以降の状況の適切な開示等）について、既存株主への影響等に配慮し十分に確認・検討を行うこと。

・　上場会社がＭＳＣＢを発行する場合における調達した資金の使途、ＭＳＣＢを発行する理由、割当先の選定理由、発行条件の合理性及び発行会社の役員等会社関係者における株券貸借の予定並びにＭＳＣＢの新株予約権の行使状況等に係る開示を充実させること。

・　上場会社がＭＳＣＢを発行する場合には、当該ＭＳＣＢの発行条件として、株価が発行決議日の終値以上の場合等一定の場合を除き、月間に払込日時点の上場株式数の１０％を超える株式への転換請求を行えない旨の転換制限条項を付すこと。

６．理事会決議の策定

(1)　規則策定にあたっての具体的な方針

上記２．から５．における検討の結果、会員におけるＭＳＣＢの取扱いに関し、以下の内容につき理事会決議を新設することとすべきであるとの結論に至った。

・　理事会決議の対象となる商品は、取締役会決議のみにより第三者割当形式で発行さ

れる転換（行使）価額修正条項（半年に一度超の頻度で修正が行われるものに限る。）付きのＣＢ、新株予約権及び取得請求権付種類株式とする。

ただし、ＭＳＣＢに係る流通市場における取引に関する規定については、株主総会における特別決議を経た場合であっても適用することとし、また、その商品性において、転換価額修正条項として上方修正条項のみが付されているものや、株価が発行決議日の終値以上の場合、株価が転換価額の下限未満の場合及び転換終了後 の状況下においては適用除外とする。

・　ＭＳＣＢを買い受ける会員の市場仲介者としての役割と責務に鑑み、会員が買受け時に確認すべき一定の項目を規定するとともに、発行会社に対する適切な開示の要請等及び会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合の取扱いについて規定する。

・　規則で規定する確認項目は、会員が確認すべき最低限の項目であり、これらの項目にかかわらず、会員は十分な確認を行う旨規定する。

・　また、発行会社（既上場会社）は日々大勢の株主・投資家によってチェック・評価を受けていることが前提となっていることから、これらの事情を勘案し、「反社会的勢力との関係の有無」については、ＭＳＣＢの買受確認の開始前において、公表された事実や報道から必要と考えられる場合には、各社が対応し得る範囲において責任をもって確認・判断を行う等の慎重な対応を行うとともに、ＭＳＣＢの買受確認期間中において、この項目に関する問題点を把握した場合にも、適切に対応を行うこととする。

・　ＭＳＣＢの買受け時の確認は、各社一定の牽制が働く社内体制の下に、原則として発行会社の公開情報に基づいて検討を行い、必要に応じてマネジメントインタビュー等により確認を行う旨規定する。

・　流通市場における取引に関する規定として、ＭＳＣＢを買い受け、又は買い受けようとする会員が行う、観察期間等における当該ＭＳＣＢに係る株式の売却に係る規制について規定する。

・　ＭＳＣＢの買受けを行う会員は、発行会社に対し、買取契約において過度な転換スピードを制限する条項を設けるよう要請を行う旨規定する。

・　理事会決議に規定する各項目に関しては、会員各社において、社内規則を設け、その具体的な内容を規定することとする。

・　理事会決議の施行日については、流通市場における取引に関する規定に対応するための各社のシステム対応期間等も考慮したうえで決定することとする。

(2)　規則に規定すべき内容

理事会決議に規定する、会員がＭＳＣＢを買い受ける際の留意事項、ＭＳＣＢに係る流通市場における取引のあり方、既存株主への影響及び市場の公正性に配慮した商品設計のあり方及び会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合の取扱いの主な内容につい

ては、以下のとおりとする。

１．買受け時の確認事項

（１） 財政状態及び経営成績

① 財政状態の十分性と資金繰り状況

② 業績の推移と業績予想

③ 財政状態及び経営成績の変動理由分析

④ 公表された業績予想と進捗状況

（２） 調達する資金の使途

① 調達する資金の使途の合理性

② 過去調達した資金の充当状況

（３） 株価等の動向

① 株価の推移

② 出来高の推移

（４） 市場及び既存株主への影響

① 新株予約権の行使価格（行使価格の修正条項を含む。）、行使期間等の条件の合理性

② 株券等の流動性、時価総額及び発行数量（発行に伴う希薄化を含む。）の合理性

（５） 企業内容等の適切な開示

・ 直近事業年度末以降の状況の適切な開示

（６） その他会員が必要と認める事項

２．発行会社に対する十分な商品説明及び適切な開示の要請

（１） 会員は、企業に対してＭＳＣＢの発行を提案する場合には、当該企業自らがＭＳＣＢの商品性及び発行に伴うメリット・デメリットについて十分に理解し、既存株主に与える影響等を十分に考慮したうえでＭＳＣＢを選択するよう、当該企業の経営者等に対して十分な商品説明を行うこととする。

（２） 会員は、発行会社に対し、調達した資金の使途、ＭＳＣＢを発行する理由、割当先の選定理由、発行条件の合理性及び発行会社の役員等会社関係者における株券貸借の予定並びにＭＳＣＢ発行後の新株予約権の行使状況等に係る開示を充実させることについて、適切な開示を行うよう要請することとする。

３．流通市場における取引に関する規定

（１） 観察期間等における株式の売却規制

ＭＳＣＢを買い受け、又は買い受けようとする会員は、観察期間（株式への転換価額の修正を行う際に基準となる終値等の株価を参照する期間をいう。以下同じ。）等における当該ＭＳＣＢ（下方修正条項が付されているものに限る。）に係る空売りを含めた株式の市場売却（取引所有価証券市場の売買立会における売却をいう。以下同じ。）について、以下の規制を遵守することとする。

ただし、① 株価が発行決議日の終値以上の場合、② 株価が修正され得る転換価額の下限未満の場合 及び ③ 全ての転換が終了している場合 の状況下においては、この限りでない。

① 価格規制

ＭＳＣＢを買い受けた会員は、当該ＭＳＣＢの観察期間中に、自己の計算による当該ＭＳＣＢに係る株式のヘッジのための空売りを行おうとするときは、当該売却に係る有価証券につき証券取引所が当該売却の直近に公表した取引所有価証券市場における価格（マーケットメイカーの公表最良買い気配価格を含む。以下「直近公表価格」という。）以下の価格において当該売却を行ってはならない。

ただし、当該証券取引所が当該直近公表価格の直近に公表した当該取引所有価証券市場における当該直近公表価格と異なる価格（マーケットメイカーの公表最良買い気配価格を含む。）を当該直近公表価格が上回る場合に当該直近公表価格において行う当該売却については、この限りでない。

② 基準価格への関与の規制

ＭＳＣＢを買い受け、又は買い受けようとする会員は、当該ＭＳＣＢの当初転換価額の基準となる株価（発行決議日以降に当初転換価額を決定する場合に限る。）又はその後の転換価額を修正する際に基準となる株価が一定日（期間）の終値を参照するものである場合には、同日（期間）の大引け前１５分間の売り関与（市場売却）を行ってはならない（禁止時間前の発注による約定を除く。ただし、注文の変更及び引条件付注文は認めない。）こととする。また、ＶＷＡＰ（売買高加重平均価格）を参照する場合には、原則として直近１０営業日における日次平均出来高の２５％を超える売り関与（市場売却）を行ってはならないこととする。

（２） モニタリング

会員は、上記(1)「①価格規制」及び「②基準価格への関与の規制」の内容が履行されているかのモニタリングを実施することとする。

４．転換制限

（１）　ＭＳＣＢの買受けを行う会員は、発行会社に対し、当該ＭＳＣＢの買取契約において、月間に当該ＭＳＣＢの払込日時点の上場株式数の１０％を超える株式への転換請求を行えない旨の条項を設けることを要請することとする。

ただし、以下の場合については、規制の適用除外とする。

・　発行会社の株式が上場廃止となるＭ＆Ａの覚書が締結（または、株主総会で決議）された時から、当該Ｍ＆Ａがなされないことが明らかになった時まで

・　発行会社に対してＴＯＢの公告がなされた時から、継続されないことが明らかになった時まで

・　業務・資本提携等のためにＭＳＣＢを割り当てる場合で、発行会社と買受人との間で転換後の株式について６か月以上の（貸株やデリバティブでのヘッジを行わず実質的に）長期保有が約され、その旨が開示される場合

・　発行会社の株券が監理・整理ポストに割り当てられた場合

・　発行会社の株価水準が発行決議日の終値以上の場合

・　ＭＳＣＢの取得条項に基づき発行会社により転換される場合

・　転換可能期間の最終２か月間（転換可能期間が２年以上の場合に限る。）

・　理事会決議施行前に発行決議された案件

（２）　前(１)に規定する買取契約には、以下の内容を盛り込むこととする。

①　発行会社は、月間にＭＳＣＢの払込日時点の上場株式数の１０％を超える株式への転換を行わせない（上記(１)の適用除外事項を除く。）こと

②　前①の制限は、発行会社が複数回号のＭＳＣＢを発行する、又は発行している場合には、それらを合算したうえで適用すること

③　ＭＳＣＢの買受人は、当該ＭＳＣＢを転売する場合には、あらかじめ転売先となる者に対して、発行会社との間で前①及び②の内容を約させること（転売先となる者が、さらに第三者に転売する場合にも同様とする。）

④　ＭＳＣＢの発行会社は、前③の転売先となる者との間で、前①及び②の内容を約すること（転売先となる者が、さらに第三者に転売する場合にも同様とする。）

５．会員以外の者がＭＳＣＢを買い受ける場合の取扱い

（１）　会員は、当該会員の関連会社等によるＭＳＣＢの買受けを斡旋する場合には、当該関連会社等に対し、上記１．から４．に掲げる事項について、規制の趣旨に基づき遵守するよう要請することとする。

なお、上記１．の遵守については、必要に応じて当該会員自身が代行して適切な確認を行うこととする。

（２） 会員は、会員以外の者（当該会員の関連会社等を除く。）によるＭＳＣＢの買受けを斡旋する場合には、当該ＭＳＣＢの発行会社に対し、上記１．及び２．並びに４．に掲げる事項について、規制の趣旨を尊重するよう要請することとする。

６．社内規則の制定

会員各社においては、理事会決議に規定する各項目に関して社内規則を設け、その具体的な内容を規定するものとする。

おわりに

会員における引受審査のあり方については、自由競争の中で資本市場を活性化していこうとする命題の下、本年夏に施行が予定されている金融商品取引法においては、元引受業務は登録制に移行することとなるが、一方で、主幹事獲得競争に審査水準の高低が持ち込まれるようなことがあれば、証券市場への信頼が大きく損なわれることも懸念されるところであり、今後、証券会社においてはより一層の自主的な努力の下、引受審査水準の向上を図るとともに、引受審査における効果的な品質管理を行っていくことが重要となるものと考えられる。

また、会員におけるＭＳＣＢの取扱いについても、昨今の社会的な議論を踏まえ、証券市場への信頼が損われることのないよう、証券会社においては積極的に自己規律を維持・向上させるための努力を行っていくことが必要であると考えられる。

この報告書で取り上げられた対応を適切に実現するためには、証券取引所を始めとして、発行会社や信託銀行等市場関係者の協力が不可欠であるが、今後可及的速やかに具体的な規則化等に向け、取り組み実行に移されていくことが望まれる。

各会員においても、今後１４号規則等に規定される引受審査項目、引受審査の独立性の確保に係る項目等、並びに理事会決議に規定されるＭＳＣＢの取扱いに係る項目については、あくまで会員が適正に業務を遂行するため最低限遵守すべきものであることを念頭に置き、企業が国民共有の財産である証券市場を通じて投資家から広く資金を調達するにあたり、証券会社の様々な役割と責任を適切に果たすために、これらの項目にかかわらず十分な配慮がなされることを期待したい。

以　　上

別紙１－１

「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」第一次報告（平成１８年９月２０日付け公表）の内容

日本証券業協会

○　新規上場会社の引受審査項目の見直し

オペ懇論点整理においては、「新興企業向け市場等に上場して間もない企業の一部に財務内容や経営状況等に問題のある事例が発生していることを踏まえ、本協会の「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「１４号規則」という。）において規定している審査項目[1]に、例えば、①コーポレート・ガバナンスの状況、②事業計画・業績見通しの妥当性、③企業の成長性、④資金使途の適正性、⑤関係会社の管理状況、⑥財務データの整備状況及び適時開示に向けた体制の整備状況といった項目を追加するとともに、各審査項目についても評価基準を設定することが考えられる」旨の指摘が行われている。

検討にあたっては、オペ懇論点整理で規則化すべきとされたこれらの引受審査項目を踏まえつつ、新規上場会社の引受審査項目の見直しについて検討を行った。

(1)　検討の内容

①　公開適格性

「公開適格性」を大分類項目として規定することとした。広義の公開適格性という意味では、今回整備するすべての引受審査項目が該当することとなるが、ここでいう公開適格性は、引受審査の入り口において確認すべき、証券市場を通じて資金調達しようとする企業の根幹に関わる部分である。

具体的には、事業内容が社会的な批判を受けるもの、又はその恐れのあるものでないことや、それに纏わる経営者の意識を始め、昨今特に重要性を増している反社会的勢力との関係として、企業が国民共有の財産である証券市場を通じて投資家から広く資金を調達するにあたり、経営者、従業員のみならず、株主や取引先においても反社会的勢力が含まれず、また排除の仕組みが適切に構築されているか及び上場するにあたっての市場の利用目的の健全性について審査を行うべきとの結論に至った。

②　企業経営の健全性と独立性

「企業経営の健全性と独立性」を大分類項目として規定することとし、具体的には、企業の親会社、主要株主、役員などの関連当事者（公開前規制にて規定する人的関係

[1] 現行の 14 号規則第 3 条では、次の 8 項目を審査項目として掲げている。（① 財政状態及び経営成績、② 調達する資金の使途及びその効果（売出しの引受けの場合は当該売出しの目的）、③ 剰余金の配当の状況及び剰余金の配当に関する考え方、④ 株券等の発行数量及び発行額（売出しの引受けの場合は売出数量及び売出額）、⑤ 株券等の流動性及び収益性、⑥ 過去に発行された株券等の状況、⑦ 株価等の動向、⑧ その他会員が必要と認める事項）

会社を含む）との取引の必然性、取引条件の妥当性を確認することで、これらの特定の者との取引が本来株主に帰属すべき利益を損ねていないか、あるいは親会社等からの独立性を確認することで、当該親会社等が企業の意思決定に影響を及ぼし、同様に株主の利益を損ねていないか等について審査を行うべきとの結論に至った。

また、企業が企業集団を形成して事業展開をしている場合、企業内容等の開示が意図的に歪められていることがないか、関係会社（資本上位会社を除く）の管理状況及び出資構成について審査を行うべきとの結論に至った。

なお、本項目については、ベンチャー企業などの過渡的な体制にある企業については、事業立ち上げに必要な支援関係を考慮した上で、各証券会社において判断することを妨げないこととした。

③　事業継続体制

「事業継続体制」を大分類項目として規定することとし、具体的には、企業が事業を継続していくには様々な法令遵守及びコンプライアンス体制の整備が求められるところであり、現行におけるこれらの体制整備の状況に加え、もし過去に問題が生じていた場合には、その後どのように改善がなされ、再発防止の仕組みが構築されたのかも踏まえて審査を行うべきとの結論に至った。

また、訴訟リスクなど、円滑な事業の継続を脅かす要素も可能な限り取り除かれている必要があることから、昨今の知的財産権に関する関心の高まりを踏まえ、主要な製品、サービス等に係る特許権及び実用新案権や商標権などの保護の状況、他社の権利侵害の状況 及び 事業継続にあたっての重要な契約の締結状況、権利の確保の状況について審査を行うべきとの結論に至った。

④　コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況

近年の上場企業における粉飾決算等の問題を踏まえ、我が国においても、米国のエンロン事件を契機とした Sarbanes-Oxley Act（SOX 法）の制定（2002 年 7 月）に倣い、本年夏に施行される予定の金融商品取引法において、上場企業に対して会計監査制度の充実と内部統制の強化が求められることとなる。

こうした状況も踏まえ、「コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況」を大分類項目として規定することとし、具体的には、会社規模、事業リスクへの対応力等の観点からの会社の機関設計の妥当性、取締役・代表取締役・取締役会の責任遂行の状況（委員会設置会社の場合、代表執行役・執行役・執行役会等の責任遂行の状況等）、監査役・監査役会の責任遂行（委員会設置会社の場合、取締役会、３委員会の責任遂行の状況等） 及び 内部監査機能の状況 並びに 組織、社内規則、売上債権管理、予算管理、労務管理、システム管理等様々な観点からの内部管理体制の運用状況と牽制機能について審査すべきとの結論に至った。

⑤　財政状態及び経営成績

新規公開においては、上場に至るまでの財政状態及び経営成績の実績やその変動要因が、公開価格や投資者の投資判断に大きく影響している。そこで、「財政状態及び経営成績」を大分類項目として規定することとし、具体的には、企業が投資者の期待に応えられるだけの財政状態の健全性と資金繰り状況にあるかを確認し、さらに、財政状態及び経営成績の変動理由を分析して、企業の対応力を見るとともに、そのような業績変動要因が適切に開示されているかについて審査すべきとの結論に至った。

なお、本項目では、基本的には実績部分を審査することに主眼を置き、企業の将来的な事業展開や業績見通しに係る審査項目については、次項の「⑥　業績の見通し」にまとめることとした。

⑥　業績の見通し

「業績の見通し」を大分類項目として規定することとし、具体的には、前項の「⑤財政状態及び経営成績」において審査する内容をベースに、過去の実績を踏まえた利益計画の策定根拠の妥当性及び利益計画の進捗状況を審査するとともに、企業が将来にわたって投資者の期待に応えられるだけの成長性・安定性を有しているかを審査すべきとの結論に至った。

また、剰余金の配当の状況及び配当方針とその開示についても、併せて審査を行うべきとの結論に至った。

⑦　調達する資金の使途・売出しの目的

「調達する資金の使途・売出しの目的」を大分類項目として規定することとし、具体的には、調達する資金の使途（売出しの場合は当該売出しの目的）の妥当性として、企業の事業ステージや事業計画と整合が取れているか、また、調達する資金の使途が適切に開示されるかについて審査を行うべきとの結論に至った。

なお、上場基準への適合のため未予定額が発生する場合には、その充当方針や変更可能性について、また、ベンチャー企業の立ち上げ期における企業推進者の売出しにあたっては、その必然性とその旨の開示も合わせて行うことが適当であると考えられる。

⑧　企業内容等の適正な開示

近年、上場企業における有価証券報告書等の不実記載により、投資家の信頼を大きく損ねる事例が発生していることを踏まえ、「企業内容等の適正な開示」を大分類項目として規定することとし、具体的には、法定開示制度及び適時開示制度への適応力について、四半期開示への対応も含め十分な審査が必要であるとの結論に至った。

また、平成１５年４月に「企業内容等の開示に関する内閣府令」及び関連ガイドラインが改正され、事業内容全般にわたり投資者の投資判断に影響を及ぼす可能性のある事項として「事業等のリスク」の開示内容の重要性が高まっている。こうした状況を踏まえ、投資者がリスクを正しく認識したうえで投資判断を行えるよう、「事業等のリスク」を始めとする企業情報等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性について審査するとともに、投資者の視点に立った分かりやすい表現にも配慮し、開示表現の妥当性についても審査を行うべきとの結論に至った。

(2) 規則化にあたっての方針

新規公開時の引受審査項目の規則化にあたっての方針は、以下のとおりとすべきである。

- 大分類項目は「１４号規則」、中分類項目は「同規則細則」にて規定する。
- ＰＯに係る引受けを主に規定する１４号規則に併記すると複雑になるため、ＩＰＯに係る引受審査、ＰＯに係る引受審査等をそれぞれ別の章立とするなどして明確化する。
- 現行の１４号規則第３条本文[2]において、当該規則の本文に発行者が取引所へ新規に上場申請するに当たっての会員の義務、責任、並びに、上場時の募集又は売出しの引受けを行うにあたっての会員の義務、責任について規定した条文を追加、あるいは章立てした冒頭にまとめることとする。

加えて、規則で規定する審査項目は、会員が審査すべき最低限の項目であり、これらの項目にかかわらず、会員は十分な審査を行う旨、新たな条文（項）を新設する。

(3) 規則に規定すべき審査項目

１４号規則及び同規則細則に規定するＩＰＯ時に会員が行う引受審査の具体的な項目は、以下のとおり（大分類９項目、中分類２４項目）とすべきである。

１．公開適格性

（１） 事業の適法性及び社会性

（２） 会社の経営理念及び経営者の法令遵守やリスク管理等に対する意識

（３） 反社会的勢力との関係の有無及び排除への仕組み

（４） 上場するにあたっての市場の利用目的の健全性

[2] 現行の 14 号規則第 3 条本文では、「会員は、引受けを行うに当たっては、当該発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、当該発行又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、次の各号（売出しの引受けを行うに当たっては、第３号及び第６号を除く。）に掲げる事項について厳正に審査、確認するとともに、必要に応じて、当該発行者の財政状態等及びその監査の状況について当該発行者の公認会計士又は監査法人から聴取する等引受証券会社としての総合的な判断と責任のもとに行わなければならない。」旨規定している。

２．企業経営の健全性と独立性

（注）ベンチャー企業などの過渡的な体制にある企業については、事業立ち上げに必要な支援関係を考慮した上で、各会員において判断をする。

（１）　関連当事者（公開前規制にて規定する人的関係会社を含む）との取引の必然性、取引条件の妥当性

（注）企業会計基準公開草案第 14 号による関連当事者の範囲の見直しに対応する。

（２）　親会社等など特定の者からの独立性

（３）　関係会社（資本上位会社を除く）の管理状況と出資構成

（注）関係会社の財政状態及び経営成績は、連結ベースでの審査を実施することとなるため、大項目５．財政状態及び経営成績に含まれる。

３．事業継続体制

（１）　企業活動における法令遵守の状況及びコンプライアンス体制の整備状況

（２）　事業推進に必要な知的財産権の保護の状況、他社の権利侵害の状況

（３）　事業継続に当たって重要な契約の締結状況、権利の確保の状況

４．コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況

（１）　会社の機関設計の妥当性（会社規模、事業リスクへの対応力等）

（２）　取締役・代表取締役・取締役会の責任遂行の状況（委員会設置会社の場合、代表執行役・執行役・執行役会等の責任遂行の状況等）

（３）　監査役・監査役会の責任遂行（委員会設置会社の場合、取締役会、3 委員会の責任遂行の状況等）及び内部監査機能の状況

（４）　内部管理体制（組織、社内規則、売上債権管理、予算管理、労務管理、システム管理等）の運用状況と牽制機能

５．財政状態及び経営成績

（１）　財政状態の健全性と資金繰り状況

（２）　財政状態及び経営成績の変動理由分析

６．業績の見通し

（１）　利益計画の策定根拠の妥当性

（２）　利益計画の進捗状況

（３）　企業の成長性・安定性

（４）　剰余金の配当に関する考え方

７．調達する資金の使途・売出しの目的

（１）　調達する資金の使途（売出しの場合は当該売出しの目的）の妥当性（事業計画との整合等）

（２）　調達する資金の使途の適切な開示

８．企業内容等の適正な開示

（１）　法定開示制度及び適時開示制度への適応力

（２）　「事業等のリスク」など企業情報等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性・開示表現の妥当性

９．その他会員が必要と認める事項

以　　上

別紙１－２

「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」第二次報告（平成１８年１０月２６日付け公表）の内容

日本証券業協会

１．既上場会社の引受審査項目の見直し

オペ懇論点整理においては、「上場時だけの引受審査項目だけではなく、追加発行時等の別に応じた適切な差異を設けることの検討も必要となる」旨の指摘が行われている。

これを踏まえ、既上場会社の株式の引受審査項目の見直しのほか、株式と有価証券としての性格の異なるＲＥＩＴ及びＳＢに係る引受審査項目を新たに策定することについて検討を行った。

(1)　検討の内容

議論を進めるにあたって、現行の１４号規則に規定されている審査項目及び平成１８年９月２０日付け策定したＩＰＯに係る引受審査項目をベースとし、まずは、ＩＰＯに係る引受審査項目と同様に、ＰＯに係る引受審査についても適用すべき項目について検討を行うこととした。

その結果、ＩＰＯに係る大分類項目のうち、「業績の見通し」として、利益計画の策定根拠の妥当性、利益計画の進捗状況 並びに 剰余金の配当に関する考え方について、また、「企業内容等の適切な開示」として、事業等のリスクなどの企業情報等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性・開示表現の妥当性については、同様に重要な項目であると考えられることから、新たにＰＯに係る引受審査の大分類及び中分類項目として規定することとした。

一方で、ＩＰＯに係る引受審査項目のうち、「反社会的勢力との関係の有無及び排除への仕組み」、「企業経営の健全性と独立性」、「事業継続体制」及び「コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況」については、ＰＯに係る引受審査では、発行者（既上場会社）は日々大勢の株主・投資家によってチェック・評価を受けていることを踏まえ、また、発行者の機動的な発行ニーズに応えるよう限られた期間で引受審査を行っていることを考慮して検討を行った。その結果、ＰＯに係る引受審査項目としては規定しないが、各社が対応し得る範囲において責任をもって確認を行うべきとの結論に至った。

また、現行の１４号規則に規定されている引受審査項目は、それぞれ、より詳細な中分類項目が必要との結論に至り、具体的な内容の検討を行った。

現行の審査項目である「財政状態及び経営成績」及び「調達する資金の使途及びその効果（売出しの引受けの場合は当該売出しの目的）」については、昨今のＰＯにおける引受審査上の問題点[1]を踏まえ、その重要性について改めて認識するとともに、その中分類項目として、財政状態の健全性と資金繰り状況、財政状態及び経営成績の変動理由分析、調達する資金使途の妥当性、調達資金の充当による将来の収益への影響 並びに 調達する資金の使途の適切な開示を規定することとした。

さらに、「株券等の発行数量及び発行額」、「株券等の流動性及び収益性」等現行の引受審査項目については、大分類項目を「株価等の動向」とし、それぞれを中分類項目に整理・再編することとした。

なお、新たに規定するＰＯ固有の中分類項目としては、「財政状態及び経営成績」のうち、「公表された利益計画の達成状況」として、過去に公表された計画の精度から新たに作成される利益計画の信頼性･妥当性を判断すること及び経営成績の変動要因に係る開示の十分性を検討すること、「調達する資金の使途及びその効果」のうち、「過去調達した資金の充当状況」として、今回のファイナンスの必要性に係る判断材料とすること、また、「企業内容等の適切な開示」のうち、「直近事業年度末以降の状況の適切な開示」として、ファイナンス直前の有価証券報告書に記載された事業年度末以降の必要な情報が適切に開示されていることを確認することとした。

(2) 規則化にあたっての方針

既上場会社の引受審査項目の規則化にあたっての方針は、以下のとおりとすべきである。

- 現行の１４号規則第３条に規定されている審査項目について見直しを行い、新たな引受審査項目として、大分類項目は「１４号規則」、中分類項目は「同規則細則」にて新たに規定する。
- 規則で規定する審査項目は、会員が審査すべき最低限の項目であり、これらの項目にかかわらず、会員は十分な審査を行う旨、新たな条文（項）を新設する。
- また、ＰＯに係る引受審査においては、発行者は大勢の株主・投資家によって、反社会的勢力との関係、企業経営の健全性と独立性、事業継続体制、コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況について日々チェックを受け、評価を受けていることが前提となっていることから、これらの事情を勘案した審査項目を策定する。ただし、ＰＯに係る引受審査の開始前において、公表された事実や報道から、これらの項目について十分な開示がなされていない、あるいは評価が十分になされていないと考えられる場合には、これらの項目についても審査を行う等の慎重な対応を行うととも

[1] ＰＯ審査分科会においては、検討の開始に先立ち、昨今問題視されている既上場会社による大幅な希薄化を伴う公募増資等のあり方を踏まえつつ、種々の検討を行うこととされた。

に、ＰＯに係る引受審査期間中において、これらの項目に関する問題点を把握した場合には、同様に対応を行う旨規定する。

(3)　規則に規定すべき審査項目

１４号規則及び同規則細則に規定するＰＯ時に会員が行う引受審査の具体的な項目は、以下のとおり（大分類６項目、中分類１５項目）とする。（下表のうち、下線項目は今回新設又は細分化した項目）

１．財政状態及び経営成績

（１）　財政状態の健全性と資金繰り状況

（注）資金繰り状況の審査については、キャッシュフローの状況を含むものとする。

（２）　財政状態及び経営成績の変動理由分析

（３）　公表された利益計画の達成状況

２．業績の見通し

（１）　利益計画の策定根拠の妥当性

（２）　利益計画の進捗状況

（３）　剰余金の配当の状況及び剰余金の配当に関する考え方

３．　調達する資金の使途及びその効果（売出しの引受けの場合は当該売出しの目的）

（１）　調達する資金の使途（売出しの場合は当該売出しの目的）の妥当性（事業計画との整合等）

（２）　調達資金の充当による将来の収益への影響

（３）　調達する資金の使途の適切な開示

（４）　過去調達した資金の充当状況

４．株価等の動向

（１）　株価の推移

（２）　出来高の推移

（３）　株券等の流動性と発行数量（売出しの場合は売出数量）の妥当性

５．企業内容等の適切な開示

（１）　「事業等のリスク」などの企業情報等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性・開示表現の妥当性

（２）　直近事業年度末以降の状況の適切な開示

６．その他会員が必要と認める事項

２．引受審査に関する実務指針の見直し

現在、会員が実施している引受審査手続きの基本となる引受審査に関する実務指針「有価証券の引受審査手続きに関する事務処理指針」（平成４年８月）（以下「事務処理指針」という。）については、制定から相当の期間が経過しており、引受審査の環境が変化する中で見直しが行われていない状況にある。

これを踏まえ、事務処理指針の見直しについて検討を行った。

(1)　検討の内容

議論を進めるに当たって、まずは自由競争の中で資本市場を活性化するという命題の下、会員における必要且つ十分な引受審査手続きを確保するため、規則化すべき項目の検討を行うこととした。

その際、現行の事務処理指針は、主にＰＯにおける事務手続きの内容について規定した実務指針であるため、これにＩＰＯにおける手続きを加え、現状の取扱いに合わせて見直しを行った。

その結果、引受審査の対象とする有価証券に普通社債（非居住者発行を含む。）が含まれること、発行者の監査人との間で適切な連携をとる旨、引受審査を行うにあたって十分な審査期間を確保する旨、主幹事会員はその他の引受けに参画する会員の引受審査に可能な限り協力する旨 並びに 引受審査に使用する資料や日程などの具体的な手続き等について、新たに規則化すべきとの結論に至った。

(2)　規則化にあたっての方針

上記(1)における検討の結果、現在会員が実施している引受審査手続きの基本となる事務処理指針については、制定から相当の期間が経過していることを踏まえ、今般、投資者保護、資本市場の健全化・活性化に資することを目的として、必要と考えられる内容について、１４号規則及び同規則細則にて新たに規定すべきである。

なお、これらの見直しに伴い、現行事務処理指針の内容の殆どが規則化されることとなるため、同指針は廃止することとした。

(3)　規則に規定すべき審査手続き

１４号規則及び同規則細則に規定するＩＰＯ、ＰＯ時に会員が行う引受審査の具体的な手続きは、以下の内容とすべきである。

１．規則にて引受審査の対象とする有価証券

（１） 規則にて対象とする有価証券は、株券、新株予約権証券、新株予約権付社債券、優先出資証券、社債券及び不動産投資信託証券（非居住者が発行する証券又は証書でこれらの性質を有するものを含む。）とし、これらの募集又は売出しの引受けに係る引受審査、又は、これらの国内証券取引所へ新規に上場申請するにあたっての審査について規定するものとする。

（２） 非居住者による国内発行、国内証券取引所への上場の場合も、国内の発行者と同様に審査を行うこととし、その場合においては、非居住者という個別事情が大きく異なる特殊性に鑑み、審査項目の取扱いについては、各発行者に応じて適切なものとする。

（３） 発行登録制度を利用して機動的な発行を準備する場合、継続開示書類（発行者の元利金支払能力の評価に影響を及ぼすと認められる内容が開示されているものに限る）の提出の都度、発行者より引受予定会員として指名された者において引受審査を実施するものとする。

（４） 公募実績の乏しい有価証券に関し、あるいは今後新たな商品性格を持った有価証券の引受けが活発になることに備え、「個別審査項目のない有価証券の引受けを行う場合においても、本規則の精神に則り、必要と認められる事項について十分な審査を行わなければならない。」旨の包括条項を定めるものとする。

２．引受審査準則

（１） 会員は、引受けを行うにあたっては、当該有価証券の払込日までの企業動向について的確な情報の把握に努めるとともに、引受審査の対象となる有価証券の発行者の監査人より、次項に規定する調査報告（以下「コンフォートレター」という。）を受領するものとする。

（２） コンフォートレターの具体的な記載事項、内容等については、概ね「監査人から事務幹事証券会社への書簡」要綱（最終改正平成 12 年 5 月 9 日、日本公認会計士協会・日本証券業協会）（今後改定予定）に準拠して行うものとする。

（３） 会員は、引受審査を行うにあたっては、十分な審査期間を確保するとともに、相当な注意を用いて必要十分な審査手続きを行うものとする。

（４） 主幹事会員は、その他の引受けに参画する会員の引受審査に可能な限り協力するものとし、当該会員に対し、十分な期間前に引受審査資料等を送付するものとする。

３．引受審査手続き

（１） 発行者より指名された主幹事会員は、発行者から直近の有価証券報告書、半期報告書等の継続開示書類及び引受審査資料を受領するものとする。

（２） 前項における引受審査資料の内容は、例えば以下に掲げるものとする。

１ 引受審査基礎資料、２ 定款、３ 計算書類及び事業報告並びにこれらの附属明細書、４ 税務申告書（修正申告書及び更正通知書を含む。）、５ 会社案内（ＩＲ使用資料等）及び製品カタログ

（３） 前項１における引受審査基礎資料の内容は、例えば以下に掲げるものを含むとする。

① 調達資金使途、② 予想貸借対照表又は予想キャッシュフロー表、③ 会社の概要、ａ．業界に占める地位、シェアー、ｂ．業界の動向、ｃ．事業の概況、ｄ．事業内容の変更等、④ 営業の状況と利益計画、ａ．営業の状況、ｂ．利益計画、⑤ 経理の状況、ａ．販売先一覧表、ｂ．仕入先一覧表、ｃ．月次受注高及び売上高表、ｄ．関係会社一覧表、⑥ 最近の財政状態及び経営成績、ａ．最近の財政状態、ｂ．偶発債務一覧表、ｃ．最近の経営成績、ｄ．重要な後発事象、ｅ．最近の受注高、受注残高及び売上高、⑦ 事業等のリスクに関する検討事項

（４） 主幹事会員は発行者及び発行者の監査人に対し、引受審査に係る質問書を送付し、回答を原則として書面により受領するよう努めるものとする。

（５） 主幹事会員は、前項に規定する回答を含めて、発行者及び発行者の監査人との間で、面談や質疑応答等を行うものとする。

（６） 主幹事会員が、発行者から引受審査資料を受領する日程については、ＰＯについては発行決議日の概ね１７営業日前まで、また、発行登録については発行登録効力発生予定日の概ね１４営業日前までとするものとする。

（７） 主幹事会員は、他の引受会員に対して、ＩＰＯについては発行決議日の概ね１５営業日前までに引受審査基礎資料及び有価証券届出書のドラフト（作成状況によっては、上場申請のための有価証券報告書（Ｉの部）で代替）を、ＰＯについては発行決議日までに引受審査基礎資料を送付するものとする。

以　　上

別紙１－３

「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」第三次報告（平成１８年１１月１４日付け公表）の内容

日本証券業協会

１．ＲＥＩＴに係る引受審査項目の新設

(1)　検討の内容

今般、事業会社のＩＰＯ、ＰＯに係る引受審査項目の整備を行うことを踏まえ、併せてＲＥＩＴについても一定の引受審査項目の整備が重要であるとの認識の下、検討を行うこととした。

①　ＲＥＩＴのＩＰＯ時における引受審査

ＲＥＩＴのＩＰＯ時における引受審査項目については、投資法人自体は基本的には不動産を保有・運用するための「器」であり、実際の信託財産の運用等に影響力を持つのは資産運用会社やスポンサー企業（資産運用会社の設立母体）であるという性質、並びにＲＥＩＴの価値は、財産として保有する不動産等の物件の評価額に大きく影響を受けるという性質をそれぞれ踏まえ、ＲＥＩＴの「スキーム及び構成メンバーに係る審査」と「組入れ物件に係る審査」に大別して大分類項目の体系を構築することとした。

また、ＲＥＩＴについては、平成１８年４月以降、金融庁から、投資法人や資産運用会社に対して行政処分が行われる事例[1]が相次いでおり、これらの行政処分は、主に「投資法人のコーポレート・ガバナンスの不備」及び「不動産取得時の不適切な審査による違法物件の組入れ」等によるものであったことから、引受審査項目の新設にあたっては、このような事象にも配慮しつつ検討を行うこととした。

その結果、ＲＥＩＴのスキーム及び構成メンバーに係る引受審査項目として、「公開適格性」、「健全性」及び「コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況」をそれぞれ大分類項目とし、その中分類項目として、組入れ物件に係る所有者、使用者等関係者の「反社会的勢力との関係の有無及び排除への仕組み」、「資産運用会社、スポンサー企業及びその他利害関係人との利益相反取引に対する牽制のための体制」、「投資法人及び資産運用会社の執行役員・取締役等の責任遂行の状況」、「投資法人及び資産運用会社の監督役員・監査役等の責任遂行の状況、並びに内部監査機能の状況」等を規定すべきとの結論に至った。

[1] 金融庁では、平成１８年、３銘柄のＲＥＩＴ（日本リテールファンド投資法人、日本レジデンシャル投資法人、オリックス不動産投資法人）について４件の行政処分が実施されている。

また、ＲＥＩＴの組入れ物件に係る引受審査項目として、「物件の調査」及び「投資法人及び物件の収益見通し」を大分類項目とし、その中分類項目として、「組入れ物件の内容（関係法令への適応、物件に係る契約及びエンジニアリングレポートの内容等）」、「財政状態及び経営成績」等を規定すべきとの結論に至った。

これに加えて、ＲＥＩＴのスキーム及び構成メンバーと、ＲＥＩＴの組入れ物件の双方に係る引受審査項目として、「適正な開示及び調達する資金の使途」を大分類項目とし、その中分類項目として、「投資法人及び資産運用会社の法定開示制度及び適時開示制度への適応力」及び「ファンドの状況、物件情報、投資リスク等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性・開示表現の妥当性」等を規定すべきとの結論に至った。

なお、事業会社のＩＰＯ及びＰＯ時の引受審査項目として、「剰余金の配当に関する考え方」等を規定することとしたが、ＲＥＩＴについては、税法上、実態的には単なる資産運用のための導管として、投資法人が支払配当を損金として控除するための要件として配当可能所得金額の９０％超の配当が求められているという特性を踏まえて検討を行った。その結果、ＲＥＩＴの場合には、事業会社のような配当政策上の自由度を持たないことから引受審査項目としては規定しないが、昨今、配当利回りに着目して投資判断を行う投資家が多いという状況に鑑み、「投資法人及び物件の収益見通し」として、利益計画の策定根拠の妥当性、成長性・安定性等については十分な審査を行うべきとの結論に至った。

②　ＲＥＩＴのＰＯ時における引受審査

ＲＥＩＴのＰＯ時における引受審査項目の議論を進めるに当たっては、まずは、上記のＩＰＯ時の引受審査項目をベースとして、ＰＯ時の引受審査についても適用すべき項目について検討を行うこととした。

その結果、ＩＰＯに係る大分類及び中分類項目のうち、「物件の調査」、「投資法人及び物件の収益見通し」、「適正な開示及び調達する資金の使途」については、同様に重要な項目であると考えられることから、新たにＰＯに係る引受審査の大分類及び中分類項目として規定すべきとの結論に至った。

一方で、ＩＰＯに係る引受審査項目のうち、ＲＥＩＴのスキーム及び構成メンバーに係る引受審査項目として、「反社会的勢力との関係の有無及び排除への仕組み」、「健全性」、「コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況」及び「投資法人及び資産運用会社の法定開示制度及び適時開示制度への適応力」については、発行者（既

上場ＲＥＩＴ）は日々大勢の投資主・投資家によってチェック・評価を受けていることを踏まえ、また、発行者の機動的な発行ニーズに応えるよう限られた期間で引受審査を行っていることを考慮して検討を行った。その結果、ＰＯに係る引受審査項目としては規定しないが、各社が対応し得る範囲において責任をもって確認を行うべきとの結論に至った。

なお、ＰＯ固有の項目としては、市場動向を勘案しつつ発行のタイミングや発行数量の妥当性を確認するとともに、ファイナンス直前の価格等に異常値が見られないか等をチェックする観点から、大分類及び中分類項目として「価格等の動向」等を規定することとした。また、事業会社のＰＯに係る引受審査項目と同様に、ＲＥＩＴにおいても資本市場の利用が適切に行われているか否かを確認するため、大分類項目「投資法人及び物件の収益見通し」及び「適正な開示及び調達する資金の使途」の中分類項目として、「公表された利益計画の達成状況」及び「過去調達した資金の充当状況」を規定することとした。

(2)　規則化にあたっての方針

ＲＥＩＴに係る引受審査項目の規則化にあたっての方針は、以下のとおりとすべきである。

・　新たな引受審査項目として、大分類項目は「１４号規則」、中分類項目は「同規則細則」にて新たに規定する。
・　規則で規定する審査項目は、会員が審査すべき最低限の項目であり、これらの項目にかかわらず、会員は十分な審査を行う旨、新たな条文（項）を新設する。
・　また、ＰＯに係る引受審査においては、発行者は大勢の投資主・投資家によって、反社会的勢力との関係、健全性、コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況について日々チェックを受け、評価を受けていることが前提となっていることから、これらの事情を勘案し、ＰＯに係る引受審査の開始前において、公表された事実や報道から、これらの項目について十分な開示がなされていない、あるいは評価が十分になされていないと考えられる場合には、これらの項目についても審査を行う等の慎重な対応を行うとともに、ＰＯに係る引受審査期間中において、これらの項目に関する問題点を把握した場合には、同様に対応を行う旨規定する。

(3)　規則に規定すべき審査項目

１４号規則及び同規則細則に規定する、ＩＰＯに係るＲＥＩＴの引受審査項目の具体的な内容は、以下のとおり（大分類７項目、中分類２０項目）とすべきである。

１．公開適格性

（１）　投資法人、資産運用会社及びスポンサー企業の事業の適法性及び社会性

（２）　投資法人の執行役員、資産運用会社の経営者及びスポンサー企業の経営者における法令遵守やリスク管理等に対する意識

（３）　反社会的勢力との関係の有無及び排除への仕組み

（４）　上場するに当たっての市場の利用目的の健全性

２．健全性

（１）　資産運用会社及びスポンサー企業との関係

（２）　資産運用会社、スポンサー企業及びその他利害関係人との利益相反取引に対する牽制のための体制

（３）　特定資産の売買等に関する手続き

（４）　利害関係人との取引の必然性及び取引条件の妥当性

３．コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の状況

（１）　投資法人及び資産運用会社の執行役員・取締役等の責任遂行の状況

（２）　投資法人及び資産運用会社の監督役員・監査役等の責任遂行の状況、並びに内部監査機能の状況

（３）　資産運用会社の内部管理体制（組織、運用方針、運用体制、社内諸規則、利益相反対策等）の運用状況

４．物件の調査

（１）　投資方針

（２）　組入れ物件の内容（関係法令への適応、物件に係る契約及びエンジニアリングレポートの内容等）

（３）　取得価格と取得の経緯

５．投資法人及び物件の収益見通し

（１）　財政状態及び経営成績

（２）　利益計画の策定根拠の妥当性

（３）　成長性・安定性

６．適正な開示及び調達する資金の使途

（１）　投資法人及び資産運用会社の法定開示制度及び適時開示制度への適応力

（２）　「ファンドの状況」、「物件情報」、「投資リスク」等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性・開示表現の妥当性

（３） 調達する資金の使途の適切な開示

７．その他会員が必要と認める事項

※　ＰＯ時における引受審査項目については以下のとおり。
・ 上記１．～３．及び６．(1) を除く。
・ 上記４．は、ＰＯ時の追加取得分を対象とする。
・ 上記５．に、中分類項目として「公表された利益計画の達成状況」を加える。
・ 上記６．に、中分類項目として「過去調達した資金の充当状況」を加える。
・ ＰＯ固有の大分類項目として「価格等の動向」を加え、その中分類項目として「投資証券の価格の推移」、「出来高の推移」及び「投資証券の流動性と発行数量（売出しの場合は売出数量）の妥当性」を加える。

２．普通社債に係る引受審査項目の新設

(1) 検討の内容

普通社債の引受審査に関しては、平成８年以前は、「適債基準」[2]が存在していたこと等の理由により、当局の指導の下、発行者に対する開示審査（発行者が証券取引法の規定に従い、有価証券届出書、発行登録書等において、資金使途、企業の内容等を適切に開示しているか否かの審査）を中心として行われてきたところである。

適債基準が撤廃された平成８年１月以降、発行者に対する企業内容審査（発行者の財務内容、資金使途、業績見通し等の審査）については、引受けを行う会員の責任と判断の下に行われてきたところであるが、今般、会員の引受審査水準の向上を図り、投資者保護、資本市場の健全化・活性化に資することを目的として、ＩＰＯ、ＰＯ及びＲＥＩＴに係る引受審査項目の整備を行うことと併せて、普通社債についても、従来からの開示審査に加え、一定の企業内容審査が重要であるとの認識の下、引受審査項目の新設に向けて検討を行うこととした。

その結果、発行者が十分な元利金支払能力を有しているかをチェックする観点から、「財政状態及びキャッシュフロー」を大分類項目とし、その中分類項目として、財政状態の健全性とキャッシュフローの見通し 並びに 財政状態、経営成績 及び キャッシュフローの変動理由分析を規定するとともに、社債発行の妥当性・必要性に係る判断材料とする観点から、「調達する資金の使途」を大分類項目とし、その中分類項目として、調達する資金使途の妥当性 及び 過去調達した資金の充当状況を規定すべきとの結論

[2] 事業会社が社債を公募により発行する場合に、満たさなければならない一定の基準（数値基準や格付基準など）。平成８年１月に廃止された。

に至った。

なお、従来から行われてきた開示審査については、「企業内容等の適切な開示」を大分類項目とし、その中分類項目として、事業等のリスクなどの企業情報等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性・開示表現の妥当性 及び 直近事業年度末以降の状況の適切な開示を規定するとともに、大分類項目「調達する資金の使途」の中に、中分類項目として、調達する資金の使途の適切な開示を規定すべきとの結論に至った。

(2) 規則化にあたっての方針

普通社債の引受審査項目の規則化にあたっての方針は、以下のとおりとすべきである。

- 新たな引受審査項目として、大分類項目は「１４号規則」、中分類項目は「同規則細則」にて新たに規定する。
- 規則で規定する審査項目は、会員が審査すべき最低限の項目であり、これらの項目にかかわらず、会員は十分な審査を行う旨、新たな条文（項）を新設する。
- 社債格付によって審査項目に格差を設けないが、審査手続きや判断にあたっては、社債格付を考慮することを妨げないこととする。
- 販売対象とする顧客層（ホール、リテール）によって審査項目に格差を設けないが、審査手続きや判断にあたっては、顧客層を考慮することを妨げないこととする。

(3) 規則に規定すべき審査項目

１４号規則及び同規則細則に規定する普通社債の引受審査項目の具体的な内容は、以下のとおり（大分類４項目、中分類７項目）とすべきである。

１．財政状態及びキャッシュフロー
（１） 財政状態の健全性及びキャッシュフローの見通し
（２） 財政状態及び経営成績並びにキャッシュフローの変動理由分析

２．調達する資金の使途
（１） 調達する資金使途の妥当性
（２） 調達する資金の使途の適切な開示
（３） 過去調達した資金の充当状況

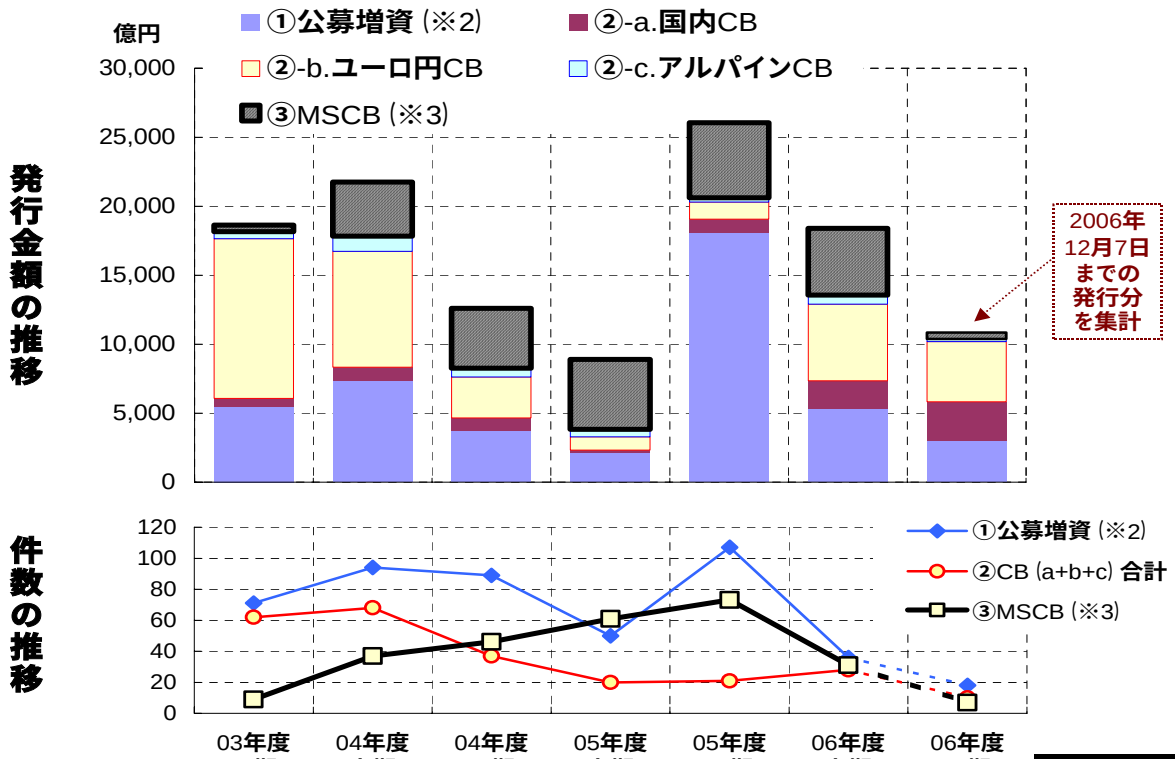
３．企業内容等の適切な開示
（１） 「事業等のリスク」などの企業情報等の開示内容の適正性・開示範囲の十分性・開示表現の妥当性
（２） 直近事業年度末以降の状況の適切な開示

４．その他会員が必要と認める事項

以　　上

別 紙 2

エクイティファイナンス(※1)における形態別発行規模の推移
(発行日ベースで集計)



発行金額(億円)	03年度下期	04年度上期	04年度下期	05年度上期	05年度下期	06年度上期	06年度下期	03年度下期以降累計
合 計(※1)	18,627	21,751	12,592	8,912	26,051	18,392	10,839	117,164
①公募増資(※2)	5,468	7,360	3,728	2,153	18,110	5,318	3,031	45,168
②-a.国内CB	605	970	940	180	950	2,040	2,800	8,485
②-b.ユーロ円CB	11,569	8,394	2,965	965	1,235	5,543	4,346	35,017
②-c.アルパインCB	515	1,112	633	535	330	667	221	4,013
③MSCB(※3)	**470**	**3,915**	**4,326**	**5,079**	**5,426**	**4,823**	**442**	**24,482**
全体に占める比率	3%	18%	34%	57%	21%	26%	4%	21%

件 数								
合 計(※1)	142	199	172	131	201	95	35	975
①公募増資(※2)	71	94	89	50	107	36	18	465
②CB(a+b+c)合計	62	68	37	20	21	28	10	246
③MSCB(※3)	**9**	**37**	**46**	**61**	**73**	**31**	**7**	**264**
全体に占める比率	6%	19%	27%	47%	36%	33%	20%	27%

※1. MSCB以外の第三者割当増資、有利発行決議に基づくファイナンス等はどの項目にも含まない。
※2. 公募増資は発行価額(調達金額)ベースで、自己株式の売出を含む。
公募増資、ユーロ円CB、アルパインCBにはオーバーアロットメントを含む。
※3.「MSCB」は証券会社及びそのグループ会社(SPC等を含む)への第三者割当により発行されたCB及び種類株式(新株予約権のみの発行を除く)。銀行やファンド等への割当案件は含まない。
また有利発行事例や転換価額の修正頻度が半年に1回未満の事例を除く。

MSCBと公募増資との株価への影響に関する比較検証

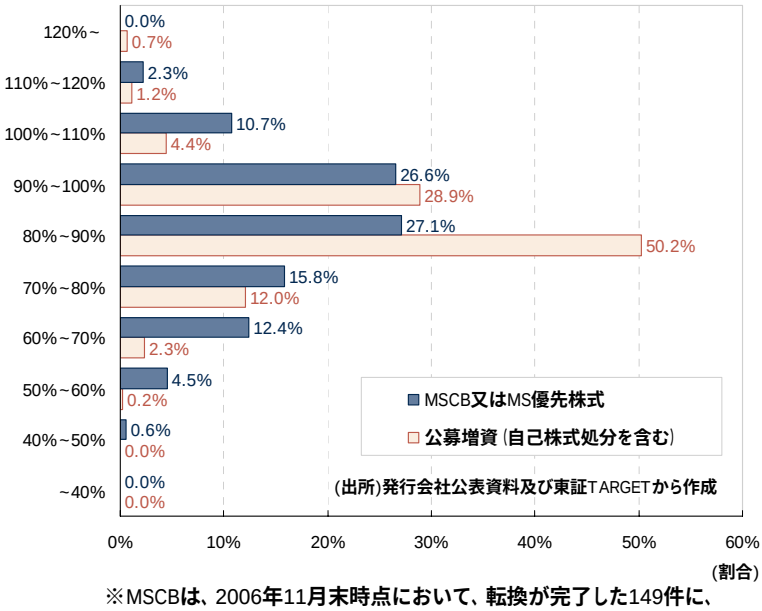
○ 早期の資本増強を目的とするファイナンス手法として、公募増資と MSCB（MS 優先株式を含む。以下同様。）について、発行決議日終値と実際の発行価額（1 株あたり手取金額）との関係を比較検証した。

○ 公募増資、MSCB ともに、発行決議日終値に対する実際の発行価額（転換価額）水準は 80～90%水準となるケースが最も多く、両者のメジアン（中央値）はいずれも 87%と同水準となっている。

○ 公募増資の場合、80～90%水準に特に集中しているが、MSCB の場合には 100～110%水準（発行決議日終値を上回る水準で転換されたケース）、及び 60～70%水準（発行決議日終値を下回る水準で転換されたケース）の分布割合が比較的高く、株価が上昇するケースもあれば下落するケースもあるといったように、株価動向は個々の状況に応じて広範囲に分布している。

○ MSCB は商品設計上、転換価額修正時のディスカウント率が 10%となるケースが多いことを考慮して、実際の発行価額が発行決議日終値の 90%以上となる累計割合を比較した場合、公募増資は 35.2%（432 件中 152 件）にすぎないのに対し、MSCB は 39.5%（177 件中 70 件）となっており、MSCB の方が結果として既存株主負担が小さくなるケースも少なくない。

○ なお、公募増資における希薄化率に比べて MSCB の希薄化率は平均値、メジアン（中央値）ともに比較的高いものの、発行決議日終値に対する実際の発行価額（転換価額）水準はメジアン（中央値）で見るとほぼ同水準であり、希薄化率の割には株価への影響は限定的であったことが確認できる。



※MSCBは、2006年11月末時点において、転換が完了した149件に、転換が完了していない28件を加えた177件を対象

	MSCB（MS優先株）	公募増資
合計件数	177件	432件
希薄化率（＝調達金額／時価総額）		
平均値	17.7%	10.2%
メジアン（中央値）	13.4%	10.0%
発行決議日終値に対する転換価額（発行価額）水準		
平均値	84.6%	87.7%
メジアン（中央値）	87.1%	87.3%
最大値	119.2%	133.2%
最小値	48.0%	57.8%

	件数	累計割合	件数	累計割合
120%～	0件	0.0%	3件	0.7%
110%～120%	4件	2.3%	5件	1.9%
100%～110%	19件	13.0%	19件	6.3%
90%～100%	**47件**	**39.5%**	**125件**	**35.2%**
80%～90%	48件	66.7%	217件	85.4%
70%～80%	28件	82.5%	52件	97.5%
60%～70%	22件	94.9%	10件	99.8%
50%～60%	8件	99.4%	1件	100%
～50%	1件	100%	0件	100%

【検証方法】

■ MSCBまたはMS優先株式について

➢ 2003年12月以降2006年11月末までに証券会社（関連会社含む）への第三者割当の形式で発行決議されたCB及び優先株式について、発行会社が東証（1部・2部・ﾏｻﾞｰｽﾞ）に上場、かつ、一部又は全部普通株式への転換が確認できる銘柄を対象とした。

➢ 2006年11月末までに株式分割等があった銘柄を除外したMSCB168件に、有利発行事例・複数発行により東証公表デ

ータでは転換株式数が不明な事例を除いたMS優先株式9件を加えた計177件について、発行決議日終値と実際の転換価額との関係を検証した（同日の複数発行は1件としてカウント）。

- **公募増資について**
  - 2003年12月以降2006年11月末までに公募増資または自己株式処分の形式で発行決議された432件について、発行決議日終値と発行価額（ﾃﾞｨｽｶｳﾝﾄ＋手数料を差引いた1株あたり手取額）の関係を検証した。

以　　上