

「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（第三次報告）

平成18年11月14日
日本証券業協会

1. 検討の状況

本協会においては、去る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に係る引受審査項目（大分類9項目、中分類24項目）を策定・公表し、また、去る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に係る引受審査項目（大分類6項目、中分類15項目）を策定するとともに、「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、その見直しを行うことについて公表したところである。¹

引き続き、本協会では、REIT（不動産投資信託）及び普通社債に係る引受審査項目について、大分類項目及び中分類項目の策定に向けて検討を進め、今般、これらの検討について一定の結論を得たことから、第三次報告として検討結果の取りまとめを行うこととした。

2. 検討結果

(1) REITに係る引受審査項目の新設

検討の過程

REITに係る引受審査項目については、新規公開時の公募増資等（以下「IPO」という。）及び既上場銘柄の公募増資等（以下「PO」という。）の双方を、PO審査分科会において検討することとし、同分科会では、本年10月以降3回にわたって検討を行った。

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導入され、現在は40銘柄近く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。

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

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』における検討状況」第一次報告及び同第二次報告については、本協会ウェブサイト参照（URL=<http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/hikiuke.html>）

であるとの認識の下、検討を行うこととした。

イ．IPO時におけるREITの引受審査

IPO時におけるREITの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、本年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²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。

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

² 金融庁では、本年4月以降、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。

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。

ロ．PO時におけるREITの引受審査

PO時におけるREITの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用途」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。

見直しの方針

上記における検討の結果、REITに係る引受審査項目の新設は以下のとおり行うこととする。

- ・ 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、新たな引受審査項目として、大分類項目は「公正慣習規則第14号」、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。

規則に規定すべき審査項目

公正慣習規則第14号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。

- ・ P O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

検討の過程

これまで、P O審査分科会では、本年10月以降3回にわたって、普通社債に係る引受審査項目の新設に関する検討を行った。

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」³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

³ 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。

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。

見直しの方針

上記における検討の結果、普通社債の引受審査項目の新設は以下のとおり行うこととする。

- ・ 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、新たな引受審査項目として、大分類項目は「公正慣習規則第14号」、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ものとする。
- ・ 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、審査の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ものとする。

規則に規定すべき審査項目

公正慣習規則第14号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)とする。

- | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ol style="list-style-type: none">1. 財政状態及びキャッシュフロー<ol style="list-style-type: none">(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<ol style="list-style-type: none">(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<ol style="list-style-type: none">(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・開示範囲の充分性・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