

有価証券の引受に関する 日証協の規則の改正

制度調査部
金本 悠希

コンプライアンス部門等による公開価格等の妥当性の確認を義務付け

【要約】

- 2008年1月15日、日本証券業協会は、「有価証券の引受け等に関する規則」を改正した。この改正は、金融庁の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」の論点整理の検討要請を受けてなされたものである。
- 改正後は、主幹事証券会社は、発行者等と業務上密接な関係にない部署等が、公開価格等の妥当性について確認することを義務付けられることとなる。また、引受証券会社は、公開価格決定プロセスを構築し、社内規則に定めることが義務付けられることとなる。
- 改正規則は、2008年4月1日から施行され、同日以後、取締役会決議が行われる株券等の募集・売出しから適用される。

1. はじめに

- 2008年1月15日、日本証券業協会（以下、日証協）は、「有価証券の引受け等に関する規則」を改正した。
- この改正は、金融庁の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」（以下、懇談会）の論点整理¹におけるブックビルディングのあり方等に関する検討要請等を踏まえ、日証協に設けられた「会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ」が公表した報告書²を受けてなされたものである。
- 報告書では、適切なブックビルディングが実施される環境整備等について、主に以下の点が提言された。

- ◇公開価格の決定プロセスの明確化
- ◇適正な価格決定への対応
- ◇重複申告・空積みの防止への対応

- 本稿では、この「有価証券の引受け等に関する規則」の改正について説明する。まず、2で改正に至る経緯を説明した後、3で改正内容について説明する。

¹ 金融庁 HP (http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/20060630.pdf) 参照。

² 日証協 HP (<http://www.jsda.or.jp/html/oshirase/public/07121402.pdf>) 参照。

2. 改正に至る経緯

(1) 懇談会の検討要請

○現在、新規公開株の公開価格は、以下のような方法により決定されている³。

- ①引受証券会社による分析や機関投資家等に対するヒアリングの結果等を踏まえて、仮条件の価格帯を設定する
- ②①の範囲内で、個人投資家をはじめとする幅広い投資家から申告される需要を積み上げたブックビルディングの結果等を勘案する

○この公開価格の決定に関して、懇談会の論点整理では以下のように指摘されていた。

仮条件の設定方法について明確な基準が設けられておらず、また、ブックビルディングのプロセスについては、具体的なルールがなく各社が定める方法で実施していることから重複申告(注 1)や空積み(注 2)等の問題があるとの指摘がある。また、こうした結果、公開価格が需要動向を的確に反映したものであるとは必ずしも言いがたいとの指摘がある。

(注 1)ブックビルディングにおいては、投資家は証券会社にその「需要」を申告する。重複申告とは、投資家が、同一の需要を複数の証券会社に重複して申告することをいう。

(注 2)証券会社が、投資家からの申告がないのに申告があったとして主幹事会社に報告したり、投資家から申告された需要数量を水増しして主幹事証券会社に報告すること。

○このような問題意識の下、懇談会は、日証協に対して以下の点等について検討要請を行った。

- ①仮条件の設定に当たって証券会社が検討・採用すべき株価の算定方法を開示することなどによる設定方法の明確化
- ②ブックビルディングに関する投資家への周知方法や需要申告の受付方法等についての具体的基準の設定

(2) 日証協ワーキング・グループの報告書の検討内容と提言

○日証協は、懇談会の論点整理を踏まえ、公開価格の透明・公正な決定を担保するための方策について検討するため、「会員におけるブックビルディングのあり方等に関するワーキング・グループ」を設置した。このワーキング・グループは、平成 19 年 11 月 21 日に報告書を公表した。

○報告書は、自主規制規則で対応する事項として以下の 5 点についてそれぞれ提言を行った。

³ 懇談会「論点整理」参照。

①公開価格決定プロセスの明確化のための対応

各社において一定の適切な社内プロセスを構築するとともに、当該事項を社内規則等に定めることを義務付ける。

②適正な価格決定への対応

価格（想定発行価格、仮条件価格及び公開価格）について、各社の、発行会社を顧客に持つ部署及び投資家を顧客に持つ部署以外の中立的な部署又は会議体において、当該価格の妥当性について確認を行うことを義務付ける。

③価格決定に関与させるべきではない社外の者の特定

発行会社の株式を所有している投資家の意見が価格決定に恣意的な影響を与えることがないように⁴留意する旨を社内規則等に定めることを義務付ける⁵。

④重複申告の防止への対応

各社の社内規則等において、主に個人顧客の実需に基づかない重複申告を防止する方策⁶を定めることを義務付ける⁷。

⑤空積みへの対応

新規公開株について、価格形成を歪める空積みを禁止する。

3. 改正の内容

(1) 価格等の妥当性の確認

○改正規則では、新たに主幹事証券会社に価格等の妥当性を確認する義務が課された。この妥当性の確認は、発行者・投資者と業務上密接な関係にない部署等で行わなければならない、記録を5年間保存しなければならない。

○主幹事証券会社が理論価格から著しく高い価額で想定公募価格等を設定する行為については、今回の規則改正以前から法令に違反する可能性があった⁸。今回の規則改正は、主幹事証券会社に価格等の妥当性の確認を義務付けるという形でこの行為を防止しようとするものと考えられる。

○具体的には、以下のように規定されている（改正有価証券の引受等に関する規則23条）。

⁴ ロードショー及びブックビルディングの対象から排除するなどの措置が例示されている。

⁵ 報告書では、「なお、発行会社の株式を所有している投資家であっても、独立した投資判断ができる旨を合理的な方法により確認した場合には、この限りでない。」とされている。

⁶ 個人投資家に対しては需要申告時に前受金を受領すること、実需に基づかない申告は公開価格を歪める恐れがあるため禁止されている旨の普及・啓発を行うこと、自社内における重複申告排除のための名寄せ事務などの措置が例示されている。

⁷ 日証協においても、投資家の実需に基づかない申告は公開価格を歪める恐れがあるため禁止されている旨、HP等を通じて必要な普及・啓発を行うことが提言されている。

⁸ 発行会社の圧力により、主幹事証券会社が理論価格から著しく高い価額において想定公募価格等を設定することに同意した場合について、「引受けに関する自己の取引上の地位を維持し又は有利ならしめるため、著しく不相当と認められる価格により、有価証券の引受けを行っている状況」（証券取引法43条2号、証券会社の行為規制等に関する内閣府令10条3号）があったものと認められるとして、証券取引等監視委員会が金融庁長官に対して処分勧告を行った事例がある（証券取引等監視委員会HP（http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2007/2007/20070323.htm）参照）。

23 条(価格等の妥当性の確認)

- ①主幹事会員は、新規公開に係る株券等の募集又は売出しに際して引受けを行うに当たり、想定価格、仮条件又は公開価格を決定する場合、発行者又は投資者と業務上密接な関係にない部署又は会議体において、これらの価格又は価格の範囲等の妥当性について確認を行わなければならない。
- ②前項に規定する会議体は、同項に規定する部署の責任者を含む複数の責任者から構成されなければならない。
- ③主幹事会員は、第1項の確認に係る記録を作成し、5年間これを保存しなければならない。

(2) 公開価格決定プロセスの構築等

- 改正規則では、引受証券会社に想定価格の決定、仮条件の決定、ブックビルディングを適切に行うために、必要な事項等を社内規則・社内マニュアルで定める義務が課された。そして、社内規則が遵守されていることと社内マニュアルが適正に運用されていることについて、定期的に検査・監査を行うことが義務付けられた。

- 具体的には、以下のように規定されている（改正有価証券の引受等に関する規則 24 条、25 条）。

24 条(公開価格の決定に係る社内規則及び社内マニュアルの整備)

- ①引受会員は、新規公開において行う株券等の募集又は売出しに際して引受けを行う場合には、次の各号に掲げる事項を社内規則に定めなければならない。ただし、次の各号に掲げる事項のうち、当該事項に係る手続きを行わないものについては、この限りでない。
 - 1 想定価格の決定を適切に行うために必要な事項
 - 2 仮条件の決定を適切に行うために必要な事項
 - 3 ブックビルディングを適切に行うために必要な事項
 - 4 競争入札を適切に行うために必要な事項
 - 5 公開価格の決定を適切に行うために必要な事項
 - 6 その他必要な事項
- ②引受会員は、前項の場合には、公開価格の決定を適切に行うための手順に関する社内マニュアルを定めなければならない。

25 条(検査又は監査の実施)

引受会員は、次に掲げる事項について、定期的に検査又は監査を行わなければならない。

- 1 前条第1項に基づき定める社内規則が遵守されていること。
- 2 前条第2項に基づき定める社内マニュアルが適正に運用されていること。

(3) 適切なブックビルディングの実施

- 改正規則では、新規公開時の仮条件の決定についての手続きが新設された。

○具体的には、新規公開において行う株券等の募集または売出しを行う場合、引受証券会社は以下の事項を総合的に勘案して、発行者又は売出し人と協議のうえ仮条件を決定するとされた（改正有価証券の引受等に関する規則 22 条 2 項、改正「有価証券の引受等に関する規則」に関する細則 10 条 1 項 1 号イ）。

- ①募集又は売出しに係る株券等の発行者の事業内容、財政状態及び経営成績
- ②有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者の意見
- ③その他仮条件の決定に関し参考となる資料及び意見

○重複申告、空積み等については、現行規則では排除の努力規定とされている。この規定が、改正規則では、新規公開における株券等の募集及び売出しを含めた禁止規定⁹に改められた。

○具体的には、以下のように規定された（改正有価証券の引受等に関する規則 22 条 2 項、改正「有価証券の引受等に関する規則」に関する細則 10 条 1 項 2 号）。

会員は、需要の把握のための基本方針を定めるとともに、ブックビルディングを担当する会員を定めるものとする。この場合において、当該会員は、当該基本方針に基づいて需要の調査を行うものとし、調査に当たっては、次に掲げる申告に該当することが明らかに見込まれるものを含めてはならない。

- ①投資者の需要に基づかない申告
- ②配分を確保する目的をもって行われる過大な申告
- ③一の投資者の同一の需要に基づく複数の申告

4. 改正規則の施行時期

○改正規則は、2008 年 4 月 1 日から施行され、同日以後、取締役会決議¹⁰が行われる株券等の募集及び売出しから適用される（改正有価証券の引受等に関する規則付則）。

⁹ ワーキンググループの報告書では、同一の証券会社内で重複申告を排除することが行われていることを指摘しているが、異なる証券会社間においては、重複申告を完全に排除することは現実的に困難であるとも指摘している。なお、日証協の規則に違反した場合、日証協の定款で、理事会の決議により処分を行うことができる旨定められている（日本証券業協会定款 28 条 1 項 3 号）。

¹⁰ 委員会設置会社では、執行役の決定を含む。