

株式会社新規上場引受に関する検討会  
報告書

平成 29 年 3 月 30 日

# 目 次

はじめに .....	1
1. 株式新規上場時の主幹事証券会社就任のあり方 .....	2
(1) 対象とすべき主幹事証券会社のグループ .....	2
(2) 対象とすべき資本関係 .....	2
(3) 利益相反管理のための措置 .....	3
2. 公的再生支援下にある発行会社の再上場における主幹事証券会社就任のあり方 .....	4
(1) 対象とすべき範囲 .....	4
(2) 利益相反管理のための措置 .....	4
おわりに .....	5

株式新規上場引受に関する検討会  
構成メンバー

金 融 庁

日 本 証 券 業 協 会

株 式 会 社 東 京 証 券 取 引 所

S M B C 日 興 証 券 株 式 会 社

ゴ ー ル ド マ ン ・ サ ッ ク ス 証 券 株 式 会 社

大 和 証 券 株 式 会 社

野 村 證 券 株 式 会 社

み ず ほ 証 券 株 式 会 社

三 菱 U F J モ ル ガ ン ・ ス タ ン レ ー 証 券 株 式 会 社

メ リ ル リ ン チ 日 本 証 券 株 式 会 社

モ ル ガ ン ・ ス タ ン レ ー M U F G 証 券 株 式 会 社

U B S 証 券 株 式 会 社

(五十音順)

## はじめに

投資者が企業にリスクマネーを円滑に供給する、活力ある資本市場を実現するためには、市場の公正性・透明性が確保されていることが重要である。主幹事証券会社は、新規上場株式の公開価格の算定等において重要な役割を果たしており、こうした観点から、その役割には高い公正性・透明性が求められている。

一方、主幹事証券会社と発行会社との間に一定の資本関係がある場合には、本来中立的に行われるべき引受審査が甘くなり、有価証券の発行条件が歪められるなどの投資者の利益を害する利益相反が懸念される。このため、現行の金融商品取引法及び関係政府令（以下、「金融商品取引法等」という。）では、いわゆるファイアーウォール規制の一環として、証券会社とその親法人等又は子法人等<sup>1</sup>が発行する有価証券の引受けに係る主幹事証券会社となることを原則禁止し、独立性等一定の要件を充たす独立引受幹事会社が発行価格の決定に適切に関与する等の場合にのみ、例外的にこれを認めている<sup>2</sup>（以下、「親子法人の主幹事引受制限」という。）。

しかし、このような利益相反の問題は、主幹事証券会社と発行会社が親法人等・子法人等以外の資本関係にある場合の株式新規上場時においても、十分起こり得るものである。また、近年の国会における議論では、公的再生支援下にある発行会社の再上場における主幹事証券会社就任には、より厳格な利益相反の管理が求められる旨の指摘があった<sup>3</sup>。こうしたことを踏まえ、証券会社の株式新規上場に係る主幹事就任のあり方については、投資者からの信頼を一層高めるための取組みが求められている。

以上の問題意識から、金融庁、日本証券業協会及び東京証券取引所は、「株式新規上場引受に関する検討会」を設置し、海外の制度も参考にしながら、「1. 株式新規上場時の主幹事証券会社就任のあり方」及び「2. 公的再生支援下にある発行会社の再上場における主幹事証券会社就任のあり方」について検討を行った。

本報告書は、当検討会における検討結果を取りまとめたものである。

---

<sup>1</sup> 金融商品取引法第31条の4第3項及び第4項、同法施行令第15条の16並びに金融商品取引業等に関する内閣府令第32条から第35条

<sup>2</sup> 金融商品取引業等に関する内閣府令第153条第1項第4号ニ

<sup>3</sup> 第180回国会・参議院国土交通委員会（平成24年8月2日）における西田昌司議員による質問

## 1. 株式新規上場時の主幹事証券会社就任のあり方

近年、証券会社には、本体による発行会社との直接的な資本関係のみならず、その所属する持株会社等を頂点とするグループ内各社による出資を通じて発行会社と間接的な資本関係を有する傾向が認められる。こうした状況を踏まえ、主幹事証券会社のグループが、発行会社との間に一定の比率以上の資本関係を有する場合には、利益相反を管理する措置をとるよう、以下のようなルールが必要と考えられる。

### (1) 対象とすべき主幹事証券会社のグループ

ルールの対象とする主幹事証券会社の「グループ」の範囲については、主幹事証券会社が発行会社との資本関係を内部管理上把握可能な最大限の範囲とすることが考えられる。具体的には、主幹事証券会社及び金融商品取引法等に定めるその親法人等・子法人等から構成されるグループ（以下、「主幹事証券会社グループ」という。）とすることが適当と考えられる。

### (2) 対象とすべき資本関係

ルールの対象とする資本関係の水準については、金融商品取引法等で定められた関連会社等の判定に用いられる実質基準等<sup>4</sup>を参考に、主幹事証券会社グループが発行会社の議決権の15%以上を保有する場合とすることが適当と考えられる。

なお、銀行・証券会社のグループにおいては、株式新規上場を予定する会社への出資はグループ内のベンチャー・キャピタル又は投資組合等<sup>5</sup>（以下、まとめて「ベンチャー・キャピタル等」という。）によって行われることが多いものの、現行の親子法人の主幹事引受制限では、こうしたベンチャー・キャピタル等による出資は捕捉されていない<sup>6</sup>。しかし、これらは株

---

<sup>4</sup> 関連会社等となる者は、形式基準として議決権20%以上保有、実質基準として議決権15%以上20%未満保有かつ人的関係等一定の要件に該当するもの等とされている（金融商品取引法施行令第15条の16第4項及び金融商品取引業等に関する内閣府令第34条）。

また、銀行法では、銀行持株会社とその子会社が取得・保有できる一般事業会社の議決権の上限を原則15%とする議決権保有制限が定められている（銀行法第52条の24）。

<sup>5</sup> 投資組合等とは、投資事業有限責任組合（投資事業有限責任組合契約に関する法律第2条第2項）、匿名組合（商法第535条以下）、任意組合（民法第667条以下）等をいう。

<sup>6</sup> 金融商品取引法等における親会社等の定義では、ある企業の議決権の過半数を保有する等の要件を満たしていても、財務上又は営業上若しくは事業上の関係からみて当該企業の意思決定機関を支配していないことが明らかなきは、親会社等に該当しないとされている。また、関連会社等の定義にも類似の規定がある（金融商品取引業等に関する内閣府令第33条及び第34条）。

式新規上場後に売却する意向が強い性質の投資であることを踏まえると、主幹事証券会社グループ内のベンチャー・キャピタル等による発行会社への出資についても、本ルールの資本関係を計算する際の対象とすることが適当と考えられる。

### (3) 利益相反管理のための措置

利益相反管理のための措置の内容については、前記(1)及び(2)に該当する場合には、現行の親子法人の主幹事引受制限等<sup>7</sup>と同様に、主幹事証券会社に対して、独立引受幹事会社の適切な関与を求めることが適当と考えられる。

また、現行の親子法人の主幹事引受制限では、独立引受幹事会社を置いた場合、有価証券届出書において、その名称、公開価格決定に当たり発行会社から影響を受けないようにするためにとった具体的な措置の内容及び当該公開価格の決定方法の具体的な内容を注記することを求めており<sup>8</sup>、透明性確保の観点から、本ルールにおいてもこれに準じて有価証券届出書における「募集又は売出しに関する特別記載事項」の一部として同様の開示を求めることが適当と考えられる<sup>9</sup>。

なお、独立引受幹事会社がその責務を適正に遂行するためには、主幹事証券会社と緊密に連携し、公開価格の算定への関与を高めていくことが重要であるとの指摘があった。

---

<sup>7</sup> 米国では、引受証券会社と発行会社の間には一定の資本等の関係がある場合に、独立引受幹事会社の適切な関与や利益相反の状況等に関する開示を義務づけており、香港も類似のルールを設けている。なお、我が国の親子法人の主幹事引受制限は、平成4年の証券取引法改正時に整備されたものであるが、平成20年に全米証券業協会(当時)のルールを参考に改正され、現在の独立引受幹事会社に関する規定が整備された。

<sup>8</sup> 企業内容等の開示に関する内閣府令第2号の4様式記載上の注意(6)d

<sup>9</sup> 「企業内容等の開示に関する留意事項について」(企業内容等開示ガイドライン)5-3。なお、現行実務においても、任意で独立引受幹事会社に準じる者を置いた場合には、有価証券届出書における「募集又は売出しに関する特別記載事項」に記載している例がある。

## 2. 公的再生支援<sup>10</sup>下にある発行会社の再上場における主幹事証券会社就任のあり方

本来ならば市場に委ねられるべき民間企業の再建に対して公的資金が投入される場合、同企業の再上場は、国民共有の貴重な財産の売却という側面を有することになる。こうした状況を踏まえると、その復活過程の手続きにはより高い公正性・透明性が求められることから、再上場における主幹事証券会社の就任については、より厳格に利益相反を管理するため、以下のようなルールが必要と考えられる。

### (1) 対象とすべき範囲

公的再生支援下にある発行会社の再上場におけるルールについては、前記1.(1)と同様に証券会社及び金融商品取引法等に定めるその親法人等・子法人等から構成されるグループが、資本関係の程度にかかわらず、発行会社の株券等(株券のほか、新株予約権証券、新株予約権付社債券を含む。)を事前に取得している場合を広く対象とすることが適当と考えられる。

### (2) 利益相反管理のための措置

公的再生支援下にある発行会社の株式の売却については、国民から疑念を抱かれぬよう、利益相反管理のための措置を講じる必要がある。

このため、本ルールの対象となる証券会社には、既存の株式上場時のルール<sup>11</sup>を参考にしつつ、該当する株券等の取得後2年間は、対象発行会社が再上場する際の主幹事に就任しないよう求めることが適当と考えられる。

<sup>10</sup> ここでいう「公的再生支援」は、公正取引委員会「公的再生支援に関する競争政策上の考え方」(平成28年3月31日)における定義を参照し、「様々な政策目的を達成するために政府(政府が出資する法人を含む。)が出資して特別の法律により設立された法人が、有用な経営資源を有しながら市場における競争の結果として経営が困難な状況に陥った事業者の事業継続能力を回復することを目的として行う事業再生支援」とする。

<sup>11</sup> 企業内容等の開示に関する内閣府令では、上場前の株主政策を明らかにし、不明朗な取引を牽制する観点から、株式新規上場時の有価証券届出書に、最近事業年度の末日の2年前の日から届出書提出日までの間における、特別利害関係者等の株式の移動状況等及び第三者割当等の概況を株式公開情報として記載することを規定している(企業内容等の開示に関する内閣府令第2号の4様式記載上の注意(24)a及び(25)a(a))。

また、証券取引所の規則では、株式上場を利用した短期利得の獲得を排除し、公正性を確保する目的から、上場申請日の直前期以降(上場日から起算して最長2年程度)に取得した株式・新株予約権について、上場日後6ヶ月までの継続保有義務(公開前規制)を規定している(例:東京証券取引所 有価証券上場規程施行規則第255条及び第257条)。

なお、証券会社は、株券等の取得後2年を経過した後も、前記1.のルールの対象となる場合には、その枠組みに従って利益相反管理のための対応を行うことが求められる。

## おわりに

以上が、当検討会における検討の結果である。

今後、本報告書に示された考え方を踏まえ、日本証券業協会においてルールの策定に向けて速やかに対応を行うなど、関係者が適切に対応することにより、市場の信頼性が確保されることを期待したい。