
証券取引審議会の「株式公開制度の在り方について」の報告書について

証取審・昭 63.12.21

証券取引審議会では、昨年12月21日、総会を開催し、不公正取引特別部会が取りまとめた「株式公開制度の在り方について」の報告書を了承し、大蔵大臣に提出した。

同審議会では、62年10月の総会で、不公正取引の規制の在り方について検討するため、「不公正取引特別部会」（座長・竹内昭夫東京大学教授）を設置することを決定した。

同特別部会では、62年10月以降、不公正取引の規制の在り方のうち、当面の検討項目とされた内部者取引の規制の在り方について審議を行い、昨年2月、「内部者取引の規制の在り方について」の報告書を取りまとめ、大蔵大臣に提出した。

その後、同特別部会では、昨年9月9日、株式公開制度の在り方について審議を開始し、以後6回にわたって審議を行い、12月16日の部会で株式公開制度の在り方についての報告書を取りまとめ、21日の総会に報告したものである。

同報告書は、まず初めに株式公開の現状と問題点について述べたあと、見直しに当たっての基本的な考え方について述べている。

次に、公開前の株式移動及び第三者割当増資に対する規制策として、①公開前の株式移動及び第三者割当増資の規制期間、②第三者割当増資の割当先に対する保有の義務づけ、③公開前一定期間内の株式移動及び第三者割当増資の割当先の開示を提言している。また、公開株の価格決定方法について、①現状、②公開価格と初値が乖離する原因、③改善策に対する基本的考え方、④具体的な改善策の在り方についてそれぞれ述べている。

同報告書の全文は、次のとおりである。

株式公開制度の在り方について

——問題点とその改善策——

昭和63年12月21日

証券取引審議会

1. はじめに

我が国の証券市場は、東京証券取引所の上

場時価総額が世界最大となるなど、急速に量的拡大を遂げてきたところであるが、真に国

際的な市場として発展していくためには、質的な面において、取引の公正性及び市場の透明性を確保していくことが極めて重要である。このような点から見れば、我が国証券市場の現在の諸規制、諸慣行には見直しを行うべき点が少ない。このため、当審議会は、先般、内部者取引の規制の在り方について審議を行ったところであり、その報告書に基づいて証券取引法の改正がなされたことは、一つの重要な進展と言うことが出来る。

内部者取引規制以外の不正取引の問題についても、証券取引規制のあり方がこうした国際化の時代にふさわしいものとなるよう取引の公正性及び市場の透明性を高めるという観点から、種々改善を図っていくべき課題が残されている。従って、当審議会としては、こうした点について、今後法規制の在り方も含め総合的な検討を行っていくべきものと考ええる。

こうした問題に関連して、今般、リクルートコスモス株の取引等を契機として、国民及び一般投資家の間に株式公開の公正性の確保の要請が高まっているので、当審議会は、これに応じて、株式公開制度の改善策について緊急に以下のような報告書を取りまとめた。

2. 株式公開の現状と問題点

(1) 現 状

株式公開制度については、昭和58年6月の証券取引審議会報告書（「株式市場の機能拡充について」）を受けて、中堅・中小企業に資金調達の手を届ける観点から、証券取引所及び株式店頭市場の公開基準の緩和等の措

置がとられた。その後の状況を見ると、株式公開意欲の高まりもあって、新規公開企業数は、昭和60年以降、毎年数十社程度に増加し、本年は100社を超えたところである。

株式の公開は、企業にとっては、資本市場を通じる長期安定資金の調達に途を開き、その基盤強化に資するとともに、投資家にとっては、成長期の企業への投資手段を提供し、資金運用の多様化に資するものである。

最近の公開企業の増加に見られるように、我が国の資本市場はこの2つの面でもその機能を拡大してきているが、今後とも、株式公開により企業の発展と経済の活性化に貢献することが期待されている。

(2) 問 題 点

企業の株式公開は、以上のように量的な拡大を遂げてきているが、他方で、株式公開に関して一般投資家に不公平感を与えるような事例が見られ、社会的な問題となっている。

即ち、リクルートコスモス株の店頭登録前の取引に関して、特定の者が公開予定株式を低廉な価格で譲り受け、公開後に大幅な値上がり益を享受するのは不公平ではないか、また、公開前の第三者割当増資は、安定株主作りを目的とすると言われているにもかかわらず、新株の割当先が短期間のうちに他に譲渡しているのは、その目的を逸脱しているのではないか等の指摘がなされているところである。

他方、株式公開に伴う公募増資及び売出し（いわゆる公開株）の価格決定及び配分の在り方に関しても、社会的な関心を呼んでいる。殖産住宅事件最高裁決定（昭和63年7月

18日)では、贈収賄罪の認定に当たり、同社の公開株は確実に値上がりすると見込まれたものであり、その取得は、一般人にとっては極めて困難であったとして、公開株を取得できる利益をその客体となり得るとしている。

最近、個人株主数は800万人を超えるまでに増加しており、また、NTT株式の売却等を契機として一般投資家の株式公開に対する関心が高まっている。こうした状況の下で、国民及び一般投資家の証券市場に対する信頼を確保するためには、以上のような株式公開の問題点に関して早急に見直しを行う必要がある。

3. 見直しに当たっての基本的考え方

(1) 取引所市場及び店頭市場の特性

取引所市場は、上場企業としてふさわしい優良企業を対象としている一方、店頭市場は、将来性のある中堅・中小企業に株式の流通及び資金調達場の提供することを目的としている。

このため、取引所市場では、厳格な審査基準を満たした企業に対して、投資家保護の観点から証券取引所による上場のための審査が行われ、さらに上場契約により上場企業の管理が行われている。他方、店頭市場は、公開基準をある程度緩やかなものとし、登録に際しての審査及び登録後の管理も幹事証券会社によって行われている。

株式公開制度の見直しに当たっても、上述のような取引所及び店頭市場の特性を踏まえた上で、改善策の検討を行う必要がある。

店頭市場においては、指摘されている問題点の解決を図るためにも、登録時及び登録後

の発行会社や株主の状況等について、必要な場合には発行会社に対して直接調査することを含め、証券業協会の審査機能を強化することが必要である。

(2) 公開前の取引に関する規制についての考え方

未公開企業の株式の取引には、株主間の相対取引や企業の資金調達、安定株主作りを目的として行われる取引等があるが、そのうち、株式公開を控え公開前に行われる取引については、公開後に初めて当該株式の取得が可能となる一般投資家とのバランスに配慮することが必要である。即ち、公開前において、特定の者が一般投資家に比べて著しく有利な価格で取引するような状態が放置されれば、一般投資家の不公平感を招き、ひいては、株式公開制度に対する信頼感を損ないかねない。

株式公開後の取引と不均衡を生じないようにするためには、公開前の取引についてある程度の規制を行うことが必要となる。このため、従来から、株式公開に関する自主ルールにより、公開前一定期間内の取引について規制が行われてきているところである。しかし、株式公開に際して前述のような事例が現に生じていることに照らしてみると、現在の規制には不十分な点があると言わざるを得ない。

従って、公開前の株式移動、第三者割当増資及び公開株に関する現行の規制について見直しを行うべきであると考えられるが、その際、指摘されているような点について、単に市場参加者の姿勢の問題として取り扱うので

は、一般投資家の証券市場に対する信頼を確保するためには十分とは言えず、やはり制度的に解決を図っていく必要があると思われる。

ただし、改善策の検討を行うに当たっては、株式公開市場の本来の機能に照らし、発行企業の公開意欲を損なうものでないこと、公開後の株式の流通に支障を生じないこと等の点について留意する必要がある。

なお、株式公開に関する規制の具体的内容は、資本市場の動向及び発行会社の実態を勘案しつつ適切に運用していく必要があることから、諸外国においても一般的に自主規制機関のルールによって行われており、我が国においても、従来から、証券取引所及び証券業協会の自主規制に委ねられているところである。従って、今回の規制の見直しに当たっても、基本的には自主規制の強化と拡充により対応することが適当である。

4. 公開前の株式移動及び第三者割当増資に対する規制

(1) 公開前の株式移動及び第三者割当増資の規制期間

① 株式公開前一定期間内に、会社関係者により恣意的な株式移動や第三者割当増資が行われると、社会的に是認されないような利益獲得又は利益供与となるおそれがある。このため、取引所上場は直前決算期日の2年前の日以降、店頭登録は直前決算期日の1年前の日以降の株式移動及び第三者割当増資について規制を行っている。

しかし、新規公開企業の公開のための

準備期間は、店頭登録に際しても通常2年以上を要しているのが実態である。従って、店頭登録前の株式移動及び第三者割当増資の規制については、その規制する期間を見直す必要がある。

② 役員、大株主その他の会社と特別に利害関係のある者（特別利害関係者等）による株式移動については、公開準備として通常行われているものではないことから、店頭登録について取引所上場の場合と同様の規制を行っても、特に支障は生じないと考えられる。従って、店頭登録についても、特別利害関係者等の株式移動の禁止期間を、現行の直前決算期日の1年前の日以降から2年前の日以降に延長することが適当である。

③ 第三者割当増資の規制期間には、第三者割当増資を禁止する期間（いわゆる禁止期間）と第三者割当増資の価格と割当先に制限のある期間（いわゆる制限期間）があり、店頭登録の場合、前者は直前決算期日の6ヵ月前の日以降、後者は同じく1年前の日以降6ヵ月前の日までとなっている。

このうち、禁止期間を延長することは、新規公開企業の大部分が公開前に安定株主作りのための第三者割当増資を行っている実態に鑑みると、公開準備期間を長引かせることになる恐れがある。従って、比較的短い期間で公開が可能であるという店頭登録制度の特性を損なわないようにするためには、禁止期間の延長には慎重に対応すべきであろう。

他方、制限期間については、その期間中の第三者割当増資自体は可能であり、実際にも相当数行われている。従って、制限期間を延長することは、公開準備期間を長引かせることなしに、社会的に是認されないような利益獲得又は利益供与を防止する効果があるものと考えられる。

以上を勘案すると、店頭登録前の第三者割当増資については、制限期間を延長することにより、全体として規制期間を直前決算期日の2年前の日以降とすることが適当である。

(2) 第三者割当増資の割当先に対する保有の義務づけ

① 一般に、公開準備期間中に安定株主作り等の目的で第三者割当増資が行われることが多いが、第三者割当増資の割当先が公開直後に市場で売却して利益を得ることは、一般投資家の不公平感を招くものであると考えられる。

そのような行為を防止するためには、割当価格の算定について適正化を図るとともに、公開準備期間中に第三者割当増資を受けた者に対し、一定期間はその保有を義務づけることが有効であると考えられる。また、一定期間の保有の義務づけは、安定株主作りというこの期間内の第三者割当増資の主たる目的に沿うものである。

② 具体的な義務づけの方法としては、割当てから公開後一定期間経過後までは原則として譲渡を行わない旨の特約を発行

会社と第三者割当増資の割当先との間で結ばせることが適当である。なお、発行会社と株主との間のこのような特約の実効性を確保するため、株券を幹事証券会社に預託する等の担保措置についても、併せて検討を行うべきである。

(3) 公開前一定期間内の株式移動及び第三者割当増資の割当先の開示

① 取引所上場又は店頭登録前一定期間内の株式移動及び第三者割当増資の割当先を株式公開時等に開示することは、投資家にどのような株主政策を行ったのかを明らかにするとともに、不明朗な取引を牽制する効果がある。

即ち、新規公開企業の株主の状況や株式取得のプロセスといった情報は、当該株主の公開後の行動を推測する手がかりとなり、有効な投資判断材料となり得る。そして、そうした情報を公開させることは、会社関係者に対して、社会的に批判を招くような公開前の取引を抑制させる効果がある。

もっとも、このような開示は、発行会社に対し義務づけるものであるため、譲受人が名義書換を行わないような場合については、移動の実態の把握に限界がある。しかし、前述の制限期間の延長や第三者割当増資の割当先に対する一定期間の保有の義務づけと相俟って、全体として、公開前の不公正な取引を防止することが可能になるものと考えられる。

② 具体的な開示の内容としては、公開準備期間中の株式移動等を公表するという

趣旨から、直前決算期日の2年前の日以降の特別利害関係者等の株式移動及び第三者割当増資の割当先に関する資料とすることが適当である。また、これを補完するために、株式公開時等の株主及び持株の状況を開示することが適当であるが、事務負担等をも勘案し、適切な範囲で行うことが必要である。

- ③ 開示の方法としては、証券取引所及び証券業協会に提出させ、これを公衆縦覧に供することも考えられるが、実効性を担保するためには証券取引法による開示とすることが望ましく、株式公開時等に提出される有価証券報告書又は有価証券届出書等によって開示させることが適当である。

5. 公開株の価格決定方法

(1) 現 状

株式公開に伴う公募増資及び売出しの価格（いわゆる公開価格）は、類似会社比準方式により決定されているが、現実にはその価格は実勢より低くなっている。即ち、公開後の初値は、平均して公開価格の1.3倍ないし1.5倍となっており、初値が公開価格を下回った例は、最近では全くない。

また、公開株の配分は、引受証券会社の裁量に委ねられている。

(2) 公開価格と初値が乖離する原因

公開価格と初値との乖離は、様々な要因が複合して起きているものと考えられる。しかし、主たる原因としては、公開価格が企業の財務内容から算出した理論価格であるのに対し、初値は投資家の実際の需給により決定さ

れる価格であり、新規公開に対する人気や成長性に対する期待が反映していることにあると言えよう。

(3) 改善策に対する基本的考え方

以上のような公開価格と初値との乖離及び公開株の配分の実態は、一般投資家の不公平感を招く原因となっている。このような不公平感を是正するためには、配分方法を改善するという考え方もあるが、価格の乖離を縮めない以上根本的な改善策とはなり得ず、徒に事務負担が嵩むことになるので適当とは考えられない。

むしろ、改善策としては、公開価格と初値との乖離を縮めることを中心に検討を行うべきである。このための方策としては、公開価格の算定方式の見直しと初値決定方式の見直しの2通りが考えられるが、初値決定方式については、本年春に手直しを行ったところであり、その後は円滑な価格形成が行われていることから、主として公開価格算定方式の改善を行うことによって対応することが適当である。

(4) 具体的な改善策の在り方

前述のような考え方から、公開価格の算定方式としては、一般投資家の需給を反映した形で価格決定することが適当である。

その場合に、公開株の全量を入札により配分する方法と値決めのために公開株の一部を入札に付する方法が考えられるが、前者は状況によっては募集・売出しが不安定になる恐れがあるのに対し、後者は一般投資家が入札という方法で自由に申込みを行うことが可能になり、かつ、一般投資家にとってなじみの

ある固定価格による募集・売出しを併用することにより、公開株の安定消化が可能になるものと考えられる。また、公開株の一部を入札に付すことにより、公開価格が一般投資家の参加する形で決められることになる。

具体的な公開株の価格決定方法の改善策としては、類似会社比準方式により算出した価格を参考として、まず、公開株の一部を一般投資家の参加する入札に付し、その落札価格を基準として公開価格を定め、残りの公開株の募集・売出しを行うことが考えられる。ただし、類似会社比準方式については、より実勢に近い価格を算定することが出来るようにするため所要の改善を加えるべきである。

実施方法の詳細については、今後、公開価格の適正な形成に配慮しつつ、証券会社の引受機能、発行会社等の事務負担等をも総合的に勘案し、行政当局及び関係者において検討を行い、適切な結論を得ることが望ましい。

なお、店頭市場については、取引の厚みを

増し、円滑な価格形成を図るため、最低公開株数の拡大を検討すべきである。

6. 結 び

株式公開制度の問題点及び改善策についての当審議会の審議結果は、以上の通りである。行政当局、証券取引所及び証券業協会は、当審議会の審議結果を踏まえ、一般投資家の証券市場に対する信頼を確保するため、早急に具体的な措置を実施すべきである。ただし、既に公開を予定し、準備中の発行会社もあることから、その実施に当たっては、所要の経過措置を講ずることが適当である。

なお、証券市場に対する規制は、常に市場の実態を踏まえて行っていくべきものであり、当審議会で検討を行った改善策についても、必要に応じて弾力的に見直しを行っていくことが望ましい。

また、株式公開制度の見直しに関連して、店頭市場においては、一層の市場活性化策及び体制整備を図ることが期待される。

*

*

*