

「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方
分科会」報告書

－ 公募増資等のあり方に関する論点整理 －



平成 25 年 6 月 18 日

日 本 証 券 業 協 会

我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会

目 次

1. はじめに	2
2. 公募増資等を巡る主要な論点と今後の方向性	2
(1) 既存株主の権利保護	4
① 公募増資に係る数値基準	4
② 株主の理解を得るための方策	5
③ 公募増資の合理性等の開示促進	6
④ 発行企業による将来情報の開示促進	7
⑤ 株主による意思表示の促進	8
(2) ファイナンス手法の多様化	9
① 期間短縮と機関投資家の市場参加促進	9
② 募集プロセスの見直しと安定操作取引等のあり方	10
③ ライツ・オファリングの利便性向上	11
(3) 公正な取引の促進	11
① 日本版レギュレーションMの規制効果と今後の対応	12
② 証券アナリストの関与の検討	13
3. 公募増資等の引受けに係る行動規範の策定	14
4. おわりに	15
<資料編>	
資料1：「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」設置要綱・委員 名簿	17
資料2：分科会の検討経過	19
資料3：日証協における増資インサイダー問題への取組みの概要	20
資料4：「公募増資のあり方に関する研究会」報告書	22
資料5：日証協における行動規範の位置付け等	66

1. はじめに

最近の我が国の経済環境は、政府の経済政策や日銀の金融政策に対する期待が投資マインドを改善し、株価の上昇を後押しするなど、回復の兆しを見せている。今後、実体経済の再生とさらなる成長をより一層確かなものにしていくためには、株式市場の機能が十分に発揮される必要があり、その改善について積極的かつ柔軟な対応を図っていく必要がある。

また、日本証券業協会（以下「日証協」という。）では、昨年の公募増資を巡るインサイダー取引問題を厳粛に受け止め、主に法人関係情報の管理を厳格化する観点から種々の取組みを進めてきたところであるが、我が国の公募増資制度そのものに、インサイダー取引を始めとする不公正取引が介在する余地がないか、証券会社による公募増資の引受けに改善の余地はないかといった観点からのアプローチも重要である。〔日証協の増資インサイダー問題への取組みの概要については、資料3（20頁）参照〕

本分科会ではこうした認識の下、証券各社の経営層が主体となり、平成24年10月から平成25年6月までの間、7回にわたり、我が国経済の再生とさらなる成長に向けた公募増資制度のあり方、引受けのあり方等について集中的に議論を行った。なお、議論に先立ち、我が国における公募増資制度の変遷や、欧米との比較といった基礎的な事項については、客観的に事実関係の整理や明確化を図る必要があると考えられたことから、これらの調査・研究については日本証券経済研究所「公募増資のあり方に関する研究会」（以下「研究会」という。）に研究委託を行った。〔研究会報告書については、資料4（22頁）参照〕

今般、本分科会では、研究会報告書から得られた事実関係に基づき、以下のとおり、我が国における公募増資等を巡る諸課題を整理し、主要な論点や今後の対応の方向性等を取りまとめた。また、証券会社による公募増資等の引受けに係る行動規範についても検討を行った。

2. 公募増資等を巡る主要な論点と今後の方向性

○ 基本的な検討の方向性

本分科会では、研究会報告書で明らかになった事実関係を踏まえ、投資家と発行企業の双方にとっての利便性を向上させ、我が国経済の活性化を図る観点から、

必要と言える施策について検討を行った。

特に、リーマンショック後の2009年以降に数多く見られた大規模な希釈化を伴う公募増資については、既存株主の権利を損なってきたとの見方があることに対して、一律的な数値基準の是非、株主の理解を得るための方策、開示の促進など、幅広い観点から検討を行った。

また、今後の我が国の公募増資制度が目指すべき方向性については、証券界において特定の方法を定めたり、市場の自由度を制約したりする方向ではなく、基本的には投資家と発行企業の選択肢を増やししながら、ファイナンス手法の多様性や取引の公正性を確保していくことが望ましい。我が国と同様に金融先進国である米国及び英国の制度の良いところを積極的に取り入れ、より柔軟に対応できるよう現行制度の改善を図るための施策や、インサイダー取引のリスクの低減を含む公正な取引の促進に配慮した施策についても検討を行った。

その結果、以下の各論点について、今後取組みが進められるべき方向性を取りまとめた。

<論点>

(1) 既存株主の権利保護

- ① 公募増資に係る数値基準
- ② 株主の理解を得るための方策
- ③ 公募増資の合理性等の開示促進
- ④ 発行企業による将来情報の開示促進
- ⑤ 株主による意思表示の促進

(2) ファイナンス手法の多様化

- ① 期間短縮と機関投資家の市場参加促進
- ② 募集プロセスの見直しと安定操作取引等のあり方の検討
- ③ ライツ・オフリングの利便性向上

(3) 公正な取引の促進

- ① 日本版レギュレーションMの規制効果と今後の対応
- ② 証券アナリストの関与の検討

(1) 既存株主の権利保護

① 公募増資に係る数値基準

【事実関係】

- ✓ 日証協では、過去に自主ルールとして数値基準を設け、公募増資を行うことができる企業¹を、一定の利益を上げている企業や、一定の発行数量制限(希釈化率 15%以下)を遵守する企業に制限していた。
- ✓ 日証協の自主ルールとしての公募増資に係る数値基準は、従前は大蔵省の意向を踏まえ、経済界了承の下にルール策定が行われていたが、1996年、「自己責任原則の下で、市場原理により資金の配分・運用が行われる効率的な市場を実現する」という考え方の下撤廃された。
- ✓ 現在、再び数値基準を策定するためには、行政、経済界を巻き込んだ議論が必要となる。
- ✓ 1996年以降、日証協では、数値基準の撤廃と同時に、引受証券会社から発行会社に対して調達資金の使途や会社収益に与える影響等について開示を要請するなど、市場原理が適正に働く環境の整備に向けた対応を図っている。

〔研究会報告書要約：26～28頁、図表 1-1～1-3〕

【事実関係を踏まえた対応】

- リーマンショック後の2009年以降に数多く見られた大規模な希釈化を伴う公募増資については、既存株主の権利を損なってきたとの見方がある。
- 論点としては、従前の日証協の自主ルールであった発行数量制限等の数値基準を再び何らかの形で設けることも考えられるが、数値基準の撤廃については、公募増資が、ある程度の利益をあげられる企業や一定の希釈化率に収まる企業だけでなく、幅広い企業の資金調達手段として利用できることに繋がっており、積極的に評価できる面もあると考える。
- 大規模な希釈化を伴い既存株主の権利を著しく損なう公募増資案件は市場原理の適切な発揮により淘汰されるべきという当時の趣旨を貫徹するため、数値基準に抵触する公募増資を一律的に禁止するのではなく、以下に掲げる株主の理解を得るための方策や開示の促進など、どのような対応が可能かを検討していくことが適当である。

¹ 実際には、「証券会社が引受けを行うことができる企業」のこと。

② 株主の理解を得るための方策

【事実関係】

- ✓ 日米ともに、会社法(米国はデラウェア州会社法)の下、授權資本枠内であれば、原則として取締役会の決議で株式の発行が可能となっている。
- ✓ 米国では、取引所の上場規則において、原則として20%以上の希釈化を伴う増資を行う際には株主総会決議を要件としているが、当該規則は、第三者割当増資には適用されるものの、現金を対価とした公募増資は適用除外とされており、少なくとも、いわゆる世の中でイメージされる公募増資については、日米とも株主総会決議要件が存在しない。
- ✓ 英国では、会社法制上、既存株主の優先的引受権を尊重する考え方が採用されており、株主割当増資(ライツ・オフリング)がエクイティ調達的主流となっている。英国のプレンプション・グループ²は、株主新株引受権の排除が認められる条件に関してガイドラインを策定しているが、同ガイドラインでは、既存株主以外に割当てる株式数が年間に普通株式の5%(3年間に7.5%)、かつディスカウント幅が5%以上となる場合、経営陣は株主総会決議を実施すべきとしている。

[研究会報告書要約：35～37頁、図表2-3]

【事実関係を踏まえた対応】

- 前述の、大規模な希釈化を伴う公募増資が既存株主の権利を著しく損なってきたとの見方に対しては、論点として、例えば、一定の割合を超える希釈化を伴う公募増資を実施する場合には、発行企業に対して株主総会決議を義務付けることも考えられる。
- 米国においては、株主総会決議要件は現金を対価とした公募増資には課されていないことから、この施策を実施した場合、我が国だけ規制上の制約が課されることとなる。しかしながら、後述(1)⑤の事実関係とおり、日米間には市場を取り巻く環境に相違がある可能性があることから、我が国における株主の理解を得るための方策については柔軟に考えていくことが適当である。
- なお、英国においては、株主割当増資(ライツ・オフリング)以外の方法によりエクイティ調達を行おうとする場合、発行株式数等の条件に応じて株主総会決議が必要となるが、英国では企業の主なエクイティ調達的手段としてライツ・オフリングが確立しているのに対し、我が国でライツ・オフリングは未だ主要な資金調達手段とはなっていない状況である。こうした状況の差異を踏まえると、英国のみを参考として我が国の公募増資に株主総会決議要件を設けていくことについては、慎重に考えていく必要がある。

² 上場企業、機関投資家、金融機関等から構成される民間団体であり、同グループが作成するガイドラインは、株式による資金調達を目論む企業に対して大きな影響力を有している。

③ 公募増資の合理性等の開示促進

【事実関係】

- ✓ 英国のプレエンプション・グループ(前述)が策定するガイドラインでは、ライツ・オフリング以外の株式発行により既存株主以外に割当てる株式数が年間に普通株式の5%(3年間に7.5%)、かつディスカウント幅が5%以上となる場合、経営陣は 1) 資金調達目的、2) 企業のステージ、3) 株主価値の尊重・ガバナンスの実績、4) 資金調達の選肢(株主以外に割当てる資金調達を行うことの合理性)、5) 株主価値及び議決権の希釈化度合い、6) 賛成決議以降のプロセス、7) 賛成が得られなかった場合の代替案の7点を投資家に詳細に説明すべきとしている。

[研究会報告書要約：36～37頁、図表2-3、2-4]

【事実関係を踏まえた対応】

- 前述の、大規模な希釈化を伴う公募増資が既存株主の権利を著しく損なってきたとの見方に対して、英国のプレエンプション・グループのガイドラインは、ライツ・オフリング以外の株式発行に係る希釈化率に応じて発行企業に説明責任を求めており、我が国における今後の方策としても参考となると考える。
- 例えば、一定水準以上の大規模な希釈化を伴う公募増資を実施する場合には、発行企業に対して、社債の発行やローンも含めた多様な資金調達手段の中から敢えて大規模な希釈化を伴う公募増資を選択することの合理性等について開示を要請すること³も考えられる。
- また、外国人株主にとっては、国内のみで公募増資が実施された場合、増資に応募することが困難な場合が多く、日本国内の株主に比べて希釈化の影響を受けやすいと言える。一般的に、海外の投資家に対する募集(グローバル・オフリング)は、現地での開示など相当の事務・コスト負担を要するため、これらの負担と調達額等を勘案した上で実施するかどうかの判断が行われているところであるが、既存株主の権利保護の一環として、例えば、外国人持株比率が高い企業でありながら国内のみで公募増資を実施する場合には、発行企業に対して、海外の投資家に対して募集を行わない理由等について開示を要請することも考えられる。

³ 我が国では、第三者割当等に係る発行決議時のプレス・リリースにおいて、資金調達手段の中から当該手段を選択した理由について開示している事例が見受けられる。

④ 発行企業による将来情報の開示促進

【事実関係】

- ✓ 日本企業も増資にあたって資金使途や経営戦略上の位置付けをある程度開示しているが、米国企業は、将来の不確定な情報であっても前提条件を明示した上で自由書面目論見書(法定目論見書)に柔軟に記載するという傾向がみられる。この背景には、将来情報の開示に伴う民事責任を免責するセーフハーバーが整備されているといった事情も影響していると考えられる。

[研究会報告書要約：39～40頁、図表2-7]

【事実関係を踏まえた対応】

- 大型公募増資が株価の下落につながった理由としては、増資が企業業績の向上につながるという理解が、投資家の間に十分に浸透しなかったということが考えられる。
- 公募増資に際しては、まずは増資の目的や資金使途について、今まで以上にわかりやすく丁寧な開示が求められる。加えて、我が国投資家が投資判断を行うに当たって必要な将来情報については、米国における自由書面目論見書等も参考に、発行企業による積極的な開示を行いやすくするための措置として、例えば、勧誘を行う際に使用する目論見書又は目論見書以外の資料⁴への将来情報の柔軟な記載に関して、ベストプラクティスやガイドラインを示すことなどが考えられる。
- 米国では、私的訴訟が企業開示の適正性を確保するための手段として定着していることから、私的訴訟が企業による将来情報の開示を過度に萎縮させないための方策としてセーフハーバールールが設けられている。一方、我が国での民事責任に係るセーフハーバールールの導入の是非については、今後の我が国における将来情報の開示の普及と私的訴訟の動向等を踏まえつつ議論がなされていくべきである⁵。

[関係法令：金融商品取引法]

⁴ 金融商品取引法13条5項に規定する目論見書以外の文書、図画、音声その他の資料。

⁵ 現在、集团的消費者被害回復に係る訴訟制度に関し、「消費者の財産的被害の集团的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律案」が今国会に提出されているが、同訴訟制度では、有価証券届出書等の虚偽記載事案は対象外とされていない。

⑤ 株主による意思表示の促進

【事実関係】

- ✓ 日本と米国では、公募増資に関わる既存株主の権利保護に関する法規制や取引所規則の内容に実質的な差はないにもかかわらず、米国の方が大規模な希釈化を伴う公募増資が行われていないという現状がある。
- ✓ これは、日米の経営者において、1) 株主の利益を重視する姿勢をどこまでとっているか、2) 株価に連動する報酬体系をどこまで採用しているか、3) 年金基金など「物言う株主」からの圧力をどの程度感じているかといった違いが、公募増資の実施を決断する際の違いとなって表れている可能性がある。

[研究会報告書要約：35～36頁、図表2-3、2-4]

【事実関係を踏まえた対応】

- 法や取引所規則では、米国と比べても、我が国において株主の権利保護が軽視されているとは言えないとしても、現実には日本が米国よりも大規模な希釈化を伴う公募増資が行われている状況について、何らかの対応策を検討すべきである。
- 上記事実関係の1)～3)の観点を踏まえ、例えば、日証協等はACGA⁶やISS⁷等との意見交換等を通じ、我が国においても株主が株主総会における議決権の行使(取締役の再任議案への反対など)を通じて経営者に自らの意向・意見を適切に伝えていくための取組みを促進していくべきである。

⁶ Asian Corporate Governance Association：グローバルな投資家により構成される独立非営利団体であり、調査、支援等を通じてアジアにおけるコーポレート・ガバナンスの向上に取り組んでいる。

⁷ Institutional Shareholder Services Inc.：世界最大の議決権行使助言会社であり、同社の「2012年日本向け議決権行使助言基準（概要）」では、取締役選任議案を検討する際には「合理的な説明のない大規模な公募増資」も考慮することとされている。

(2) ファイナンス手法の多様化

① 期間短縮と機関投資家の市場参加促進

【事実関係】

- ✓ 米国では、我が国と比べて条件決定までに要する期間が大幅に短く、その間に発行企業が晒される価格変動リスクを抑える効果があると評価されている。
- ✓ 日本における公募増資の大きな特徴は、国内機関投資家の需要が弱いために国内個人投資家への配分割合が大きくなっていることであるが、個人投資家への販売を重視すると、条件決定までの期間の大幅な短縮は困難になる。一方、米国では、機関投資家への販売がほとんどであることに加え、利用しやすい包括的な発行登録制度(Universal Shelf Registration)や、機関投資家を中心とした短期間のブック・ビルディング(ABOs: accelerated book building offerings)の活用⁸によって、期間の短縮が可能となっている。
- ✓ 米国では、Universal Shelf Registrationの導入により、事前に投資家の需要を探ることが可能になっている。一方で、ユーロ市場では届出制度がないため、届出前勧誘(ガン・ジャンピング)の問題が存在せず、プレヒアリング⁹により事前に投資家の需要を探ることが可能になっている。我が国では、届出前勧誘規制への抵触の懸念等から、国内募集に関するプレヒアリングは行われていない。

[研究会報告書要約：42～45頁、図表2-10、2-11]

【事実関係を踏まえた対応】

- 我が国においても条件決定までの期間を短縮し、価格変動リスクや不公正取引のリスクを低減させることを可能とする観点から、包括的な発行登録制度や国内募集に関するプレヒアリングの導入の是非について、検討が行われるべきである¹⁰。仮に導入を認める場合には、インサイダー取引を誘発しないような事前の投資家の需要把握のための適切な方法等についても、十分な検討が行われるべきである。
- 包括的な発行登録制度やプレヒアリングに基づく事前の需要把握を円滑に実施するためには、短期間にまとまった需要をカバーする必要があることから、いずれも機関投資家への配分が鍵となる。現状欧米と比較して、機関投資家が公募増資に積極的に参加していないことの原因分析や課題の整理を行ったうえ、機関投資家が公募増資により参加しやすい市場環境の整備に向けた検討が行われるべきである。

[関係法令：金融商品取引法]

⁸ なお、ABOsを我が国にも導入しようとする場合には、会社法第201条第3項及び第4項に規定される、発行決議日から払込期日までの中14日間の公告期間について、機関投資家から期間リスクとして認識される可能性がある。

⁹ プレヒアリングとは、オフオファリングの公表に先立ち、証券会社が特定少数の機関投資家に対して、発行会社及びオフオファリングに関する情報を守秘義務契約等の下に提供し、当該オフオファリングの公表・実施の判断の前提となる需要調査を行うこと。

¹⁰ 金融審議会総会(平成25年6月5日)では、発行までの期間短縮、包括的な発行登録制度、及び届出前勧誘に係る整理について言及されている。

② 募集プロセスの見直しと安定操作取引等のあり方

【事実関係】

- ✓ 米国では、機関投資家への販売がほとんどであることに加え、ブック・ビルディングにおける需要申告をそのまま注文として取り扱うことができることから、日本と比べ募集期間が短くなっている。これにより、米国では安定操作取引はほとんど行われていない。
- ✓ 我が国においては、個人投資家への配分比率が大きいことに加え、実務上の対応として、投資家に対して条件決定後に改めて約定確認を行うことが必須となっている（投資家には実質的な募集期間中のキャンセルが認められている。）。これらの理由から、我が国においてはどうしても長い募集期間が必要となり、米国と比べて安定操作を行う必要性も相対的に高い状態に置かれている。
- ✓ 昨今の公募増資において、条件決定後もなお株券の貸借残高が積み上がる現象が見られている。この原因の一つとしては、我が国固有とも言える安定操作期間の長さや上限価格の高さ等¹¹を利用して、配分を受ける者が借株を行い、安定操作取引に対して売り注文を出すといった我が国市場独特とも言える新しい裁定取引が行われている可能性がある。こうした取引は、主幹事証券会社の引受けリスクを必要以上に高めている可能性がある。

[研究会報告書要約：32～33、44～45頁、図表1-8]

【事実関係を踏まえた対応】

- 前述の機関投資家の市場参加促進に係る検討と併せて、我が国における現行の募集プロセスについて、ブック・ビルディングにおける需要申告をそのまま注文として取り扱うことの是非や訂正届出書と約定のあり方、並びに安定操作取引の目的、必要性、日米間の差異（安定操作期間、取引上限価格等）等を踏まえた同取引の今後のあり方等について、将来的な検討課題として提言する。
- また、上記の事実関係が指摘する新たな裁定取引の状況や問題点を把握・整理し、どのような対応が可能かについて、検討が行われるべきである。

[関係法令：金融商品取引法]

¹¹ 米国においても我が国と同様の安定操作取引規制が存在しているが、日本は米国と比べて募集期間（約定成立までの期間）が長いことから、通常は日本の方が米国よりも安定操作取引が許容される期間が長くなっている。また、日本は安定操作期間直前の市場価格を基準とし、米国は公募価額を基準としていることから、通常は日本の方が米国よりも安定操作取引の上限価格が高く設定される。（報告書32～33頁）

③ ライツ・オフリングの利便性向上

【事実関係】

- ✓ ライツ・オフリングは、英国及び香港を始めとするアジア諸国においては企業による株式を用いた資金調達手法の主流となっている。
- ✓ 我が国においても、ライツ・オフリングの円滑な導入・普及を図るべく、関係機関により様々な市場整備が推進されてきた¹²。証券会社がコミットメントを付する本格的なライツ・オフリングを日本で実施する場合、期間が長期化することで行使価格を低い水準に設定せざるを得ないことが予想されるほか、プレヒアリングが禁じられていることで行使率の想定が難しいこと、大株主によるライツ行使と TOB 規制等との兼ね合い¹³ など解決すべき課題も残されている。

[研究会報告書要約：37～39 頁、図表 2-5、2-6]

【事実関係を踏まえた対応】

- 我が国にライツ・オフリングを普及させ資金調達手段の多様化を図る観点から、ライツ・オフリングの日程短縮に向けた株主確定及び割当通知のあり方、引受手数料の計上の仕方、発行者が取得条項を発動した際の少額の新株予約権者への取得対価の交付方法等について、諸外国や実際の事例を参考に、市場インフラ機関を始めとする幅広い関係者による検討が行われるべきである。
- ライツ・オフリングに関するプレヒアリングの導入の是非について検討を行うとともに¹⁴、その他の課題として、大株主の行使が阻害されないような TOB 規制の緩和等について、金融商品取引法関係法令における手当てを行うことを提言する。

[関係法令：金融商品取引法]

¹² 本年 4 月 12 日、株式会社アイ・アール・ジャパン（JASDAQ）は、我が国における第一号案件となるコミットメント型ライツ・オフリングによる資金調達（手取金概算額 942,212,000 円）の実施について発表した。

¹³ 金融商品取引法上、ライツ・オフリングに際して権利行使を行う株主等の株券所有（保有）割合は権利行使時に加算されるため、コミットメント証券会社等による権利行使が完了するまでの間、その割合は一時的に上昇することとなる。その際、発行会社が自己株式を割り当てるなど買付行為が伴うと、権利行使を行う株主等の元々の所有（保有）割合によっては、TOB 規制や大量保有報告規制への該当性につき懸念が生じ得る。

¹⁴ 金融審議会総会（平成 25 年 6 月 5 日）では、届出前勧誘に係る整理について言及されている。

(3) 公正な取引の促進

① 日本版レギュレーションMの規制効果と今後の対応

【事実関係】

- ✓ 日本版レギュレーション M¹⁵ の規制導入の効果については、規制導入前後の主な公募増資案件について、条件決定までの株価騰落率と株券貸借取引の状況について検証を行ったところ、株価については規制導入後は下落が緩和しており、貸借取引についても規制導入後は残高水準が大幅に低下していたことから、一定の規制効果があった可能性がある。

[研究会報告書要約：31～32 頁、図表 1-8]

【事実関係を踏まえた対応】

- 日本版レギュレーション M については、研究会の検証により、一定の効果が上がっている可能性はあるものの、2011 年 12 月に導入されてからトラック・レコードが短く、参考となる公募増資の実例も少ないことから、引き続き、その効果を見極めていくこととしたい。
- 仮に、日本版レギュレーション M について、複数の証券会社を跨いだ取引等により規制の尻抜け等の問題があるということであれば、規制効果を高めるための監督体制や情報収集のあり方について、中長期的な課題として提言する。

[関係法令：金融商品取引法、個人情報保護法等]

¹⁵ 日本版レギュレーション M とは、何人も、公募・売出しの公表から発行価格等決定日までの期間において、同一銘柄の有価証券につき空売りを行った場合には、当該公募・売出しに応じて取得した有価証券により当該空売りに係る借入の決済を行ってはならないというもの。(金融商品取引法施行令第 26 条の 6)

② 証券アナリストの関与の検討

【事実関係】

- ✓ 我が国において、主幹事証券会社の証券アナリストは、公募増資に係る発行決議前の一定期間から募集期間が終了するまで等の間(いわゆるブラックアウト期間)のアナリスト・レポートについては、届出前勧誘や投資家との利益相反等に関する懸念から、その作成・公表を停止していることが多い。
- ✓ 米国では、オフリング期間中(届出前・待機期間・効力発生後)のアナリスト・レポートの作成・公表については、SEC Rule 139等に適用除外規定が設けられており、必ずしも停止されていない。当該規定は、とりわけオフリング期間中に発行会社に関しネガティブなニュースが生じた際に投資家に必要な情報を伝達するうえで有用である。

[研究会報告書要約：40～41頁]

【事実関係を踏まえた対応】

- いわゆるブラックアウト期間に入るとアナリスト・レポートの作成・公表が停止されることにより、公募増資の実施が発行決議前に察知されるという問題点が指摘されている。
- 我が国におけるブラックアウト期間中のアナリスト・レポートの作成・公表について、インサイダー取引防止の観点も含め、届出前勧誘(ガン・ジャンピング)規制との関係を整理するとともに、投資家に対する必要な情報伝達を円滑に実施するための方策について、検討が行われるべきである。

[関係法令：金融商品取引法]

3. 公募増資等の引受けに係る行動規範の策定

上記2.において掲げた様々な提言は、発行会社の説明責任や公募増資の制度改善といった視点が中心となっているが、証券界としては、一連の問題に我が事として向き合い、自らの襟を正す姿勢を示しておくことも重要である。

我が国の金融資本市場に対する信頼性向上等の実現には、何よりもまず法令や自主規制規則の遵守の徹底を図り、その上で、より高度な自己規律を保持しつつ、我が国経済の成長と金融資本市場の適正な発展に向けた不断の努力を重ねていく必要がある。

また、行動規範委員会から証券戦略会議に対しては、証券市場全体に高い倫理観を醸成していくため、法令・規則の遵守状況の監査等以外にどのような対策がとれるのかについて検討要請がなされていたところである。

本分科会においては、こうしたことを踏まえ議論を重ねた結果、公募増資等の引受けに係る行動規範の策定の必要性を認識し、行動規範委員会に対して行動規範の策定を依頼するよう証券戦略会議に意見具申を行った。

平成25年3月21日、行動規範委員会では、会員が公募増資等の引受けを行うに当たってのプリンシプル・ベースでの共通の倫理・行動規範として、以下のとおり、「会員の公募増資等の引受けに係る行動規範」が策定された。

会員の公募増資等の引受けに係る行動規範

平成25年3月21日

本協会および会員は、今般の一連の公募増資を巡るインサイダー取引問題を厳粛に受け止め、法人関係情報の管理の徹底をはじめとする様々な取組みを進めている。

我が国の金融資本市場に対する信頼性の向上と、国内外の利用者にとって魅力ある利便性の高い金融資本市場の実現に向けて、会員は、何よりもまず法令や自主規制規則の遵守を徹底していかなければならない。

その上で、会員は、より高度な自己規律を保持しつつ、良質な金融サービスの提供を通じて、我が国経済の成長と金融資本市場の適正な発展に向けた不断の努力を重ねていく必要がある。

このような基本観の下、会員は、公募増資等の引受けおよびそれに向けた提案や協議を行うにあたり、以下の点を強く認識したうえで行動することを改めて確認する。

1. 直接金融の担い手という社会的使命を踏まえ、発行会社の財務状況や、経済状況・市場動向等を十二分に勘案し、最適な資金調達手法や時期を考慮すること。
2. 既存株主の権利が著しく損なわれることがないかを含め、当該公募増資等が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否かの観点に留意すること。
3. 発行会社が想定する公募増資後の成長戦略について、市場に受け入れられるか否かの観点から確認し、市場の理解を得るために十分かつわかりやすい開示を行うよう発行会社に要請すること。

以 上

〔日証協における行動規範の位置付け等については、資料5（66頁）参照〕

4. おわりに

本分科会が取りまとめた、我が国における公募増資等を巡る諸論点と今後の方向性は、今後の我が国の株式市場の利便性をより一層高め、魅力あるものとしていくための道筋を示そうとするものであるが、その多くは証券界だけで完遂できるものではない。

今後、株式市場に関与する幅広い関係者が協力・連携しながら、本報告書の趣旨を踏まえた具体的な取組みが進められるよう、日証協としても積極的な働きかけや対応を進めていくべきである。

以 上

< 資料編 >

資料 1 : 「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」設置要綱・委員
名簿

資料 2 : 分科会の検討経過

資料 3 : 日証協における増資インサイダー問題への対応状況

資料 4 : 公募増資のあり方に関する研究会報告書

資料 5 : 日証協における行動規範の位置付け等

「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」の設置について

平成 24 年 9 月 18 日
日本証券業協会

1. 設置の目的

我が国経済が新たな成長を実現していくためには、金融・資本市場の根幹とも言える株式市場が、企業の円滑な資金調達の間として、また、国民の健全な資産形成の間として、その機能を十分に発揮していくことが不可欠である。

このため、我が国経済の再生とさらなる成長に向けて、我が国における公募増資等を巡る諸課題を整理のうえ、そのあり方について集中的に議論を行うため、証券戦略会議の下に、「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」（以下「分科会」という。）を設置する。

2. 検討事項

- (1) 我が国における公募増資制度の変遷、欧米との比較等
- (2) 証券会社による公募株式の引受けのあり方
- (3) 経済の活性化と公募増資のあり方

※ 上記(3)の検討は、上記(1)及び(2)における整理を踏まえて行う。

3. 構成・運営

- (1) 分科会は、証券戦略会議の委員、会員代表者、会員の役員又は学識経験者から選任する委員をもって構成する。
- (2) 分科会の委員は、証券戦略会議議長が選任する。
- (3) 分科会の委員長及び副委員長は、委員のうちから証券戦略会議議長が選任する。
- (4) 分科会の委員長は、必要に応じ、委員以外の者の出席を求めることができる。

4. スケジュール（予定）

適宜、証券戦略会議等に中間報告を行うとともに、平成 25 年 6 月末までに最終報告書の取りまとめを行う。

5. 事務局

分科会の事務局は、日本証券業協会 企画部が担当する。

以 上

「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」名簿

平成 24 年 10 月
日本証券業協会

委員長	横尾敬介	(みずほ証券常任顧問)
副委員長	松本大	(マネックス証券代表取締役社長CEO)
委員	石井登	(立花証券代表取締役社長)
〃	乾裕	(エース証券代表取締役会長兼CEO)
〃	今村九治	(今村証券代表取締役社長)
〃	岩木川雅司	(SMB C 日興証券専務取締役)
〃	尾崎哲	(野村證券執行役員副社長)
〃	佐護勝紀	(ゴールドマン・サックス証券取締役副社長証券部門統括)
〃	高橋昭夫	(大和証券代表取締役副社長)
〃	中村春雄	(三菱UFJモルガン・スタンレー証券取締役副社長投資銀行本部長)
〃	松井道夫	(松井証券代表取締役社長)

以上 11 名
(敬称略・五十音順)

分科会の検討経過

回 開催日	次 第
第1回 平成24年11月5日(月)	1. 分科会設置及び今後の運営について 2. 日本証券経済研究所における調査・研究について 3. 自由討議
第2回 平成24年11月30日(金)	1. 機関投資家から見た昨今の公募増資 鹿毛雄二氏(ブラックストーン・グループ・ ジャパン株式会社特別顧問(元企業年金連合会 常務理事)) 2. 引受証券会社の行動規範について
第3回 平成24年12月17日(月)	1. 日本証券経済研究所における調査・研究 の報告 2. 引受証券会社の行動規範について
第4回 平成25年3月6日(水)	○ 日本証券経済研究所における調査・研究の 報告等
第5回 平成25年4月22日(月)	1. 日本証券経済研究所における調査・研究 の最終報告 2. これまでの議論を踏まえた大まかな方向 性
第6回 平成25年5月23日(木)	○ 分科会報告書についての検討
第7回 平成25年6月10日(月)	○ 分科会報告書の取りまとめ

日証協における増資インサイダー問題への取組みの概要

1. 証券会社への自主点検要請	<p>① 平成 24 年 8 月、引受証券会社 53 社を対象に、インサイダー情報（法人関係情報）の管理態勢に関する点検を要請した。</p> <p>② 同年 10 月、点検結果の概要を公表した。</p>
2. 違反証券会社に対する協会処分の実施	<p>平成 24 年 10 月、公募増資に係るインサイダー情報の管理不備等の事実が認められた証券会社に対して協会処分（過怠金の賦課）を実施した。</p>
<p>3. 自主規制の整備及び行動規範の策定</p> <p>(1) 自主規制規則の見直し¹⁶</p>	<p>① 平成 25 年 4 月、証券会社におけるインサイダー情報の管理態勢等の充実・強化を図るため、インサイダー情報を管理する部門と営業部門との間の遮断の徹底、その取扱いに関する留意事項・具体例を策定した。</p> <p>② 平成 25 年 4 月、募集又は売出しの公表前において、役職員によるインサイダー情報の外部への漏えいが判明した証券会社による引受けの禁止（発行会社が要請する場合を除く。）、及び、インサイダー取引が判明した場合又は株価の大幅な下落が認められる場合に主幹事証券会社が発行会社との間で日程について協議する義務を、新たに規定した。</p>
<p>(2) 自主制裁の強化の検討</p>	<p>① 平成 25 年 6 月、自主制裁（処分）のあり方として、重大違反者の業界からの排除（不都合行為者の取扱い）の検討対象範囲の拡大について考え方を取りまとめた。</p> <p>② 平成 25 年 6 月、過怠金の上限額の引き上げの要否について、今後、法令等規制が変化する場合や現行制度の抑止効果が不足していると判断される場合には、速やかに過怠金の見直しについて検討を行うことが確認された。</p>

¹⁶ 規則改正等の施行日は平成 25 年 7 月 1 日

<p>(3) 監査及び売買管理に関する協力体制の強化</p>	<p>平成 24 年 7 月、証券取引所との監査に係る協力体制を強化するとともに、証券取引所・監視委員会との情報連携を促進し、売買管理体制の強化を図った。</p>
<p>(4) 研修及び資格試験制度の見直し</p>	<p>平成 25 年 3 月までに、証券会社の役職員の職業倫理意識の醸成及びコンプライアンス意識の向上を図るため、インサイダー取引防止及びインサイダー情報管理の徹底に関する特別研修等を実施するとともに、証券会社における社内研修の充実、資格試験・資格更新研修の見直しなど改善を図った。</p>
<p>(5) 証券会社の公募増資の引受けに係る行動規範の策定</p>	<p>平成 25 年 3 月、証券会社が公募増資等の引受けを行うに当たってのプリンシプル・ベースでの共通の倫理・行動規範として、「会員の公募増資等の引受けに係る行動規範」を策定した。</p>

以 上

公募増資のあり方に関する研究会報告書

2013年4月22日

公益財団法人 日本証券経済研究所

研究会委員名簿

座 長	大崎貞和	(野村総合研究所 主席研究員)
委 員	赤井 泉	(サリヴァン アンド クロムウェル外国法共同事業法律事務所 弁護士)
	木村明子	(アンダーソン・毛利・友常法律事務所 弁護士)
	倉澤資成	(横浜国立大学 名誉教授)
	小池圭吾	(みずほ証券 エクイティキャピタルマーケット第一部 部長)
	平田公一	(日本証券業協会 常務執行役)
	福田 徹	(日本証券経済研究所 主任研究員)
オブザーバー	吉良俊志	(SMB C日興証券 資本市場本部本部長補佐)
	鈴木孝彰	(ゴールドマン・サックス証券 ヴァイス・プレジデント)
	高山茂樹	(大和証券 I Bソリューション部 副部長)
	月野朝美	(野村証券 キャピタル・マーケット部次長兼企画課長)
	和里田義博	(U B S証券 投資銀行本部株式資本市場部長)

(五十音順、敬称略)

以 上

研究会の検討経過

回 開催日	次 第	内 容
第一回 平成24年 11月 6日(火)	1. 本研究会設置の趣旨等 2. プレゼンテーション ・平田委員 ・保田隆明 小樽商科大学大学院准教授(ゲスト・プレゼンター) 3. 自由討議	・我が国の公募増資制度・規制の変遷等 ・我が国の公募増資に関する実証分析
第二回 12月11日(火)	1. 分科会における検討状況等 2. プレゼンテーション ・小池委員 ・鈴木オブザーバー ・吉良オブザーバー 3. 中間報告の骨子・概要	・公募増資の現状 ・日米欧の既存株主の権利保護の方策 ・空売りの状況と日本版レギュレーションMの規制効果の整理
第三回 12月26日(水)	1. 分科会における検討状況等 2. プレゼンテーション ・高山オブザーバー ・月野オブザーバー ・大崎座長	・日米欧におけるエクイティ・ファイナンスの位置付け ・日米のオフリング期間等の違いとその背景 ・日本におけるライツ・オフリングの整備 ・英国のライツ・オフリングの現状と課題
第四回 平成25年 1月22日(火)	○ プレゼンテーション ・福田委員、月野オブザーバー ・鈴木オブザーバー ・和里田オブザーバー	・日米における増資企業のエクイティストーリーとその開示 ・公募増資に参加する投資家層の日米間における違いとその背景 ・プレヒアリングの実務
第五回 平成25年 2月 5日(火)	1. プレゼンテーション ・倉澤委員 ・赤井委員 2. 報告の骨子・概要	・コーポレート・ファイナンス理論の概要 ・米国における公募増資案件への幹事証券のアナリストの関与
第六回 2月18日(月)	1. プレゼンテーション ・萬澤陽子 日本証券経済研究所主任研究員(ゲスト・プレゼンター) 2. 報告とりまとめ	・米国における安定操作取引

研究会報告書目次

はじめに	26
第 I 章 我が国における公募増資に係る規制および実態の変遷	26
1. 自主ルールの変遷	26
(1) 基本的な枠組み	26
(2) 実際の規制の内容	27
2. 歴史的に見た実態面での位置づけ	29
3. 最近における状況	29
(1) 2003 年以降に実施した企業のプロファイリング	29
(2) 公募増資と株価	31
(3) 日本版レギュレーション M の規制効果	31
第 II 章 日米欧における比較	33
1. 資金調達手段における株式の位置づけ	33
(1) ファイナンス理論の考え方	33
(2) 実態面での比較	34
2. 株式を利用した資金調達における公募増資の位置づけ	35
(1) 既存株主の権利保護の方策に関する比較	35
(2) 実態面での比較	37
(3) ライツ・オファリングの評価	37
3. 情報開示および証券アナリストの関与	39
(1) 企業による情報開示の実態	39
(2) 日米における証券アナリストの関与	40
4. 配分と発行プロセス	42
(1) 日米における投資家の属性毎の配分割合とその背景	42
(2) 日米のオファリング期間の違いとその背景	43
(3) プレヒアリングの実務	45
おわりに	46

はじめに

我が国経済が新たな成長を実現していくためには、金融・資本市場の根幹とも言える株式市場が、企業の円滑な資金調達の間として、また、国民の健全な資産形成の間として、その機能を十分に発揮していくことが不可欠である。

本研究会は、公益財団法人日本証券経済研究所が日本証券業協会からの委託を受けて、学識経験者を中心に客観的な立場で、我が国における公募増資に係る規制および実態の変遷の検証、日米欧における比較等を通じて、今後の我が国の株式市場への何らかの示唆を得ることを目的として、平成24年10月に設置された。

本研究会では、平成24年10月から平成25年3月までの間、6回にわたって検討を行い、以下のとおり、調査・研究の結果を取りまとめた。

第I章 我が国における公募増資に係る規制および実態の変遷

1. 自主ルールの変遷

(1) 基本的な枠組み

- ・我が国における公募増資に係る自主ルールは、1973年2月「時価発行増資に関する申合せ」および「時価発行増資に関する申合せの運用について」から始まり、1992年3月「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」、1996年7月「有価証券の引受け等に関する規則」へと移行した（図表1-1）。
- ・特に、「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」から「有価証券の引受け等に関する規則」への移行は、自主ルールの柱であった数値基準の撤廃であり、大きい変化となった（図表1-1）。
- ・この背景には、「証券市場が、我が国経済を支える企業の資金調達、投資家の資産運用、国際的な資金配分等の面で十分機能するためには、自己責任原則の下で、市場原理により資金の配分・運用が行われる、効率的な市場を実現することが何よりも重要である。」¹⁷ との考え方があった。こうした背景を踏まえ、日

¹⁷ 大蔵省「証券分野の規制緩和について」1996年3月29日

本証券業協会では、1996年3月「エクイティ・ファイナンスの自由化とそれに伴うディスクロージャーの充実について」を公表し、市場原理が適正に働く環境の整備に向け、引受証券会社から発行会社に対して調達資金の使途、その資金が会社収益に与える影響、配当方針等について、開示の充実を要請することとされた。

- ・自主ルール策定の主体は、当初において証券会社（引受証券会社による申合せ）であったが、株価急落に伴う時価発行増資中断、損失補てん問題を経て1992年3月に日本証券業協会へ移行した（図表 1-1）。ただし、当時においてはいずれも実態としては大蔵省の意向を踏まえ、経済界了承の下にルール策定が行われていた。
- ・現在においても、自主ルールの策定主体は日本証券業協会である。ただし、同協会は1999年から独占禁止法第8条の適用を受けており、証券会社間の自由な競争を妨げるルールの策定は困難となっている（図表 1-1）。また、現行の自主ルールであるが、幾度かの改定を経ながら「有価証券の引受け等に関する規則」となっている（図表 1-1）。

(2) 実際の規制の内容

- ・実際の規制の内容は、利益配分に係る規制、発行基準（配当・利益金）に係る規制、発行数量上限に係る規制、および前回公募価格割れに係る規制に大別される（図表 1-2）。

① 利益配分に係る規制

- ・利益配分に係る規制（いわゆる利益配分ルール）とは、公募増資を実施した後の将来時点における株主への利益配分に関する公約についての数値基準である。当初、配当性向に係るものとプレミアム還元方式（額面と発行価格の差額をプレミアムとして、それを株主に還元するもの）が存在したが、1982年の商法改正に伴う無額面株式の定着を受けて1986年に前者へ一本化された。幾度かの改定が行われた後、1996年に撤廃されている。なお、撤廃直前の基準としては、原則として当時の上場企業の平均的水準（30%）以上となる配当性向の公約・公表が求められていた（図表 1-2 の(1)）。

② 発行基準（配当・利益金）に係る規制

- ・発行基準に係る規制とは、公募増資を実施した企業の直前の配当・利益金の実績値に関する数値基準である。これについても幾度かの改定が行われた後、1996年に撤廃されている。なお、撤廃直前の基準としては、直前事業年度における1株当たりの配当金額が5円以上であること、および税引後経常利益が10円以上であることが求められていた（図表1-2の(2)）。

③ 発行数量上限に係る規制

- ・発行数量上限に係る規制とは、発行される株数に対する増資前の発行済み株数の割合に関して上限となる数値基準である。当初は増資額に対する資本金の割合であったが、1981年から株数ベースに移行した。幾度かの改定が行われた後、1996年に撤廃されている。撤廃直前の基準としては、年間で増資前の発行済株式数の15%（時価転換社債、新株引受権付社債の場合は20%）までを上限とすることが求められていた（図表1-2の(3)）。

④ 前回公募価格割れに係る規制

- ・前回公募価格割れに係る規制とは、前回の公募価格に対して現在の株価が下回っている企業の公募増資に対する規制である。2007年に、証券会社の引受審査体制に係る自主ルールの強化等が図られたことを踏まえ撤廃された。撤廃直前の基準としては、株価が前回の時価発行公募増資の発行価格を著しく下回っており、かつ、利益が前回の時価発行公募増資時の計画を著しく下回っている場合には、新たに行おうとする時価発行公募増資について、前回行われた時価発行公募増資から相当の期間（2年間）を置くことが求められていた（図表1-2の(4)）。
- ・現在の自主ルールは、数値基準の撤廃に至った背景として、需給調整的なルールから、適正なマーケットメカニズムにその判断を委ねるとの考え方を踏まえ、会員の自主的な取組みを促すための主要な原則を示す表現となっている（図表1-3）。

2. 歴史的に見た実態面での位置づけ

- ・1969年に日本楽器製造（現ヤマハ）株式会社が最初の時価発行公募増資を行った。
- ・自主ルール等の制度設計が固まった1970年代前半から、公募増資による資金調達額が増加し始める。1970年代後半には、株主割当に代わって株式による資金調達手段の主流となる。
- ・1989年に5.8兆円を記録するなど、株高を背景として公募増資による資金調達に対する意欲が企業の間で高まった（図表1-4）。
- ・1990年からの株価下降局面においては、公募増資を始めとする株式による資金調達の中止・延期が相次ぐとともに、大蔵省の意向を踏まえ、1990年4月以降の株式による資金調達は事実上の停止状態となった（図表1-4）。
- ・1993年末に「時価発行公募増資の再開について」が大蔵省から発表され、正常化への努力がなされた結果、公募増資による資金調達額は少しずつではあるが増加し始めた（図表1-4）。
- ・2000年代後半には、リーマン危機等によって銀行の貸出行動が慎重になったことなどから、公募増資による資金調達が急速に拡大した（図表1-4）。なお、この期間における公募増資の特徴は、1件当たりの金額が大きいことである。前回ピーク時の1989年の調達金額が平均で257億円であったのに対して、2009年の調達金額は平均で955億円に達している。

3. 最近における状況

(1) 2003年以降に実施した企業のプロファイリング

- ・2003年1月以降2012年11月末までにおいて総額100億円以上の「募集」または「募集・売出し」を行った国内上場企業164件/138社¹⁸についてプロファイリングを行った。

① 財務体質について

- ・財務体質に改善余地のある企業が多いと評価される。具体的には、発行決議直前の自己資本比率20%未満の企業が全体の50.6%、銀行・証券・保険を

¹⁸ 銀行・証券・保険による33件/26社を含んでいる。ただし、不動産投資信託は除外。

除くと 39.7%であった（図表 1-5）。発行決議直前の Net Debt/EBITDA 倍率（債務償還年数）が 5 倍以上（EBITDA マイクス含む）の企業（銀行・証券・保険除くベース）が 35.1%。発行決議時の外部格付けが BBB+以下の企業ならびに格付けを取得していなかった企業は全体の 65.2%であった。

② 資金使途について

- ・成長戦略に係る資金使途を公表する企業が多い。具体的には、実施の公表前 1 か月以内に中期計画等の成長戦略に繋がるプレス発表をした企業が全体の 54.3%に上った。また、資金使途として、設備投資資金および研究開発費を挙げた企業が多数に上った。

③ アナリスト・レーティングについて

- ・アナリスト・レーティングが付されていた公募増資実施企業 99 社中、84 社は発行決議当時のレーティングが 3.0 以上（今後 6 ヶ月程度のパフォーマンスが TOPIX と比べて±5%以内かそれを上回る）であった。

④ 株主構成の変化

- ・公募増資実施企業について、公募増資実施の直前期末と実施直後ならびに直後+1 期後の期末の株主構成を比較すると、個人株主比率は殆ど上昇していないことがわかる。これは、国内公募増資案件の多くにおいて個人投資家に対して 7 割～8 割程度が配分されていることを勘案すると、個人投資家が比較的早い時期に売却していると推定される（図表 1-6、2-8）。
- ・なお、個人投資家等の行動に影響を与えると推察される公募価格と公募増資実施後の株価との関係であるが、2003 年 1 月以降に行われた総額 100 億円以上の「募集」および「募集・売出し」案件 157 件のうち、条件決定日から決議日 1 年後までの間に株価が募集・売出価格を 1 日でも上回ったものが 124 件、上回らなかったものが 33 件（図表 1-7）であり、8 割近くの案件に係る投資家にとって利益確定機会が存在していたと言える。

⑤ 安定操作取引実施の割合等

- ・2004 年 1 月以降の総額 100 億円以上の「募集」、「募集・売出し」、「売出し」案件 201 件（不動産投資信託含む）について調査を行ったところ、「募集株

数+売出し株数」対比1%以上の規模の安定操作が行われた事案は、201件中34件と少数であった。また、実施された事案の多くは、消化日数（「募集株数+売出し株数」/決議前3か月平均1日当たり出来高）が比較的大きなものとなっていた。

(2) 公募増資と株価

- ・1990年から2008年にかけて公募増資を実施した181社¹⁹（増資後3年間の検証については131社）について、公募増資を行った企業の株価に関する特徴を検証した。
- ・公募増資発表日前後3日間の累積超過収益率（同一リスク・クラスの株式のあるべき投資収益率との比較）では、中央値で▲4.6%となった。上記の条件で希釈化率10%未満・以上の累積超過収益率はそれぞれ中央値で▲4.2%、▲6.7%となった（図表1-7）。
- ・公募を行った企業の株式を実施後3年間保有した場合、業種と規模に関する類似企業²⁰との比較では中央値で10%（年率3.2%）下回ったが、規模および簿価時価比率に関する類似企業²¹との比較ではほぼ同じパフォーマンスとなった（図表1-7）。
- ・また、2003年から2012年にかけて総額100億円以上の「募集」または「募集・売出し」を行った157件について、決議日5日前と1年後における株価とTOPIXとの比較を行ったところ、上回ったあるいは同等だったものが39件、下回ったものが118件となった（図表1-7）。
- ・以上から、公募増資発表日前後から条件決定日までは、様々な観点から比較すると低水準の投資収益率を示していると推察される。ただし、公募増資実施後は、特に中長期的なパフォーマンスを見ると、明確に悪いパフォーマンスを示しているとまでは言い切れない。

(3) 日本版レギュレーションMの規制効果

- ・2011年12月1日に施行された日本版レギュレーションMとは、何人も、公募・売出しの公表から発行価格等決定日までの期間において、同一銘柄の有

¹⁹ 金融・保険業および公募増資と同時に資本移動や決算関連の発表を行った企業は除く。

²⁰ 前後3年間において公募増資をしていない企業群から、同じ業種で最も規模（時価総額）の近い企業（ただし、規模は公募増資実施企業を下回らないこと）を抽出

²¹ 前後3年間において公募増資をしていない企業群から、規模の近い企業（公募増資実施企業の時価総額の1倍~1.3倍の間にある企業）から最もPBRの近い企業を抽出

価証券につき空売りを行った場合には、当該公募・売出しに応じて取得した有価証券により当該空売りに係る借入の決済を行ってはならないというもの。

22

① 株価と貸借取引の動向

- ・規制導入の効果については、規制導入前後の 14 銘柄（2011 年から 2012 年までのオフリング総額 100 億円以上の公募・売出し案件）を抽出し、平均株価騰落率と日本証券金融の最高貸株残高水準について検証を行った。株価については、実数および対 TOPIX 超過分の両者について日本版レギュレーション M 導入後は下落が緩和していると判断される。貸株残高については、日本版レギュレーション M 導入後に水準が大幅に低下していることから規制効果があった可能性がある（図表 1-8）。
- ・また、上記と同じ規制導入前後の 14 銘柄について、証券会社の店頭取引（OTC）による株券等貸借取引の貸株残高²³ について検証を行ったところ、こちらも日本版レギュレーション M の導入後は、発行決議から条件決定までの間、相応に借株のニーズの減少が見受けられている（図表 1-8）。
- ・上記 14 銘柄については、発行決議日前の各時点では、日本証券金融も OTC もいずれも貸株残高の増加傾向は見られなかったが、株価に関しては、発行決議日前にマスコミ報道により株価が下落するケースが見受けられた。
- ・上記 14 銘柄とは別に、一連の増資インサイダー問題に関して証券取引等監視委員会により勧告が行われた 4 銘柄についても同様の検証を行ったところ、いずれも発行決議日前から貸株残高に若干の増加傾向が見られるとともに、株価の下落傾向が見られた。

② 日本版レギュレーション M 規制外の空売り

- ・なお、上記 14 銘柄及び 4 銘柄のいずれにおいても、発行価格等決定日後もなお株券の貸借残高が積み上がる現象が見られた。この原因の一つとしては、我が国固有とも言える安定操作期間の長さや上限価格の高さ²⁴ 等を利用

²² 金融商品取引法施行令第 26 条の 6

²³ 日本証券業協会が公表している「銘柄別株券等貸借週末残高」

²⁴ 米国においても、我が国と同様の安定操作取引規制が存在している。（1934 年証券取引所法 § 9(a)(6)、10(b)、Regulation M 等）日米規制間の主な相違点としては、日本は米国と比べて募集期間（約定成立までの期間）が長いことから、通常は日本の方が米国よりも安定操作取引が許容される期間が長くなっている。また、日本は安定操作期間直前の市場価格を基準とし、米国は公募価額を基準としていることから、通常は日本の方が米国よりも安定操作取引の上限価格が高く設定される。

して、配分を受ける者が借株を行い、安定操作取引に対して売り注文を出すといった新しい裁定取引の存在も考えられる。こうした取引は、主幹事証券会社の引受けリスクを必要以上に高めている可能性がある。

第Ⅱ章 日米欧における比較

1. 資金調達手段における株式の位置づけ

(1) ファイナンス理論の考え方

- ・ファイナンス理論上、企業による資金調達手段として、株式による資金調達がどのように位置づけられているか、特に株式と負債の間の選択に係る考え方を確認した。

① MM理論

- ・最初の考え方とされるのは、MM（モジリアーニ・ミラー）理論である。これは、いかに株式と負債の構成を変えても企業価値（株式+負債）に変化はないというものである（図表 2-1）が、法人税、倒産コスト、情報の非対称性およびエイジェンシー・コスト²⁵の欠如という完全市場を仮定している。

② トレード・オフ理論

- ・次に、MM理論に法人税を加味すると、節税効果から負債の構成を高めるほど企業価値は高まることとなるが、ある水準を過ぎると自己資本比率の過少性から、倒産コストおよびエイジェンシー・コストの効果が上回って企業価値が下がり始める。これは、企業価値を最大化する株式と負債の構成比が存在することを意味し、以上の結論はトレード・オフ理論と呼ばれる（図表 2-1）。

③ ペッキング・オーダー理論

- ・完全競争市場の仮定を緩めて経営者と投資家間に情報の非対称性が存在するとしたものがペッキング・オーダー理論である。この場合、内部留保、負債、株式いずれで資金調達を行うかという事実が投資家にとっての企業価値を判

²⁵ エイジェンシー・コストとは、所有と経営の分離がもたらす情報の非対称性により生じる株主と経営者との利益相反に係るコスト

断する上でのシグナルとして扱われる。株式で行う場合には、その価値が割高に評価されているというシグナルとなる。そして、その発表によって株価は下落すると考えられる。負債の場合には、財務内容の悪い企業を除いてそのようなシグナルになりづらい。従って、この理論において、企業は内部留保、負債、株式の順で資金調達を選択するとされている（図表 2-1）。

- ・トレード・オフ理論から、株式発行は自己資本比率が低い等財務内容に改善の余地がある企業が資金調達手段として選択するものと考えられる。また、ペッキング・オーダー理論においても、内部留保や負債の利用が困難な企業の資金調達手段として評価され得る。

(2) 実態面での比較

- ・日米欧の資金循環勘定を比べると、日・欧は間接金融である借入（ローン）の比率が 30%程度と 8%弱の米と比較して高い。一方で、米では同じ負債でも直接金融である債券の比率が日・欧と比較して高い（図表 2-2）。なお、表中のその他に含まれるのは、企業間・貿易信用などである。
- ・資金調達の実態に関する比較については、2003 年 1 月から 2012 年 12 月 14 日において、日本、米国、欧州（英、独、仏、蘭、西、伊）それぞれの地域について、上場企業およびその金融子会社等が行った株式²⁶、債券²⁷、ローン²⁸による資金調達額を調査対象としている。（件数は延べ件数）
- ・日米欧いずれの地域においても、資金調達額の割合は、負債が株式を大きく上回っている（図表 2-2）。ただ、負債の内訳で見ると、日本は継続的にローンの割合が高い。
- ・また、株式の発行は、リーマンショック後の 2009 年に金融機関の資本増強を中心として一旦増加し、その後減少する。一方で、2010 年以降はローンによる調達が拡大するという傾向が各地域同様に見られた。
- ・各地域の傾向は似ているものの、資金調達総額で見ると、日本は米国の 10 分の 1 から 3 分の 1、欧州の 5 分の 1 から 3 分の 1 程度である（図表 2-2）。

²⁶ 株式には普通株式、転換社債、第三者割当増資、不動産投資信託、種類株、ワラントほかを含み、日本 3,174 件、米国 13,855 件、欧州 8,443 件を対象としている。

²⁷ 債券には社債、ABS、MBS、投資法人債ほかを含み、日本 4,170 件、米国 40,133 件、欧州 20,416 件を対象としている。

²⁸ ローンとはターム・ローンおよびコミットメントラインをいい、日本 10,616 件、米国 27,657 件、欧州 10,590 件を対象としている。

- ・日米欧の負債・資本構成を見ると、日本の企業の自己資本（株式・出資金）の割合は、米欧に比べて低い。また、日米欧における株式による資金調達額の割合を比較すると、日本の割合がやや高い。これらの状況は、前述の企業のプロファイリングにおいて、我が国では財務体質に改善余地のある企業が多いと評価されることと合わせて考えると、「トレード・オフ理論」および「ペッキング・オーダー理論」ともある程度整合的であるように思われる。

2. 株式を利用した資金調達における公募増資の位置づけ

(1) 既存株主の権利保護の方策に関する比較

- ・公募増資における既存株主の権利保護の方策は各国・地域に存在しており、いずれの資金調達方法を用いるかについて意思決定を行う上での考慮すべき重要な要因になっている（図表 2-3）。

① 日本の状況

- ・日本における公募増資に係る制度は、会社法の下で、授権資本内であれば、原則として取締役会の決議で発行が可能となるというものである。

② 米国の状況

- ・米国の制度も会社法（デラウェア州法）については、日本と同様である。また、証券取引所による公募増資に関する上場規則²⁹では、原則として20%以上の希釈化を伴う増資を行う際には株主総会決議が要件とされているが、当該規則は、第三者割当増資には適用されるものの、現金を対価とした公募増資は適用除外とされており、少なくとも、いわゆる世の中でイメージされる公募増資については、米国においても株主総会決議要件は存在しない³⁰。
- ・米国特有の訴訟制度として集団訴訟制度があるが、business judgment rule（取締役が十分な情報を得て、誠実に会社の最善の利益のために経営判断をしたと考えられる場合には、その結果の如何にかかわらず取締役の株主に対する責任は生じないとする原則）の適用により、それを利用した既存株主の

²⁹ ニューヨーク証券取引所（NYSE）Listed Company Manual §312.03(c)ほか

³⁰ 我が国では、平成24年9月7日に法務省から公表された「会社法制の見直しに関する要綱」において、公募増資において株式を取得して議決権の2分の1超を有することとなる者がいる場合に株主総会決議を求めることができる制度の導入が提案されている。

持分希釈化を争点とした株主による訴訟の判例は見受けられない。

- ・このように、日本と米国では外形的な制度上の違いは殆どないにもかかわらず、米国の方が大規模な希釈化を伴う公募増資が行われていないという事実がある（図表 2-4）。これは、米国においては、経営者と株主のコーポレート・ガバナンスに対する強い意識等が一定の抑止力になっていると考えられる。具体的に、米国において既存株主の持ち分を大きく希釈化するような公募増資が行われにくいことについては、以下のようなポイントが考えられる。

イ 米国の会社の取締役および上級役員の内情の問題として、会社経営にあたっては、信任義務を尽くすことにより株主利益の最大化をその目的とすべきであることが強く理解され浸透していること。

ロ 米国の会社の上級役員は、その報酬の多くの部分を株価に連動した形態で取得しており、かつその金額的規模は（日本の会社と比較して）大きな金額であること多く、役員が株主利益と整合していること。

ハ 株主（とりわけ機関投資家）が会社経営陣に対してその意向・意見（批判的な意見を含む）を伝え、会社経営に対して事実上の影響力を行使することが日常的に行われていること。株主総会において株主提案がなされたり、取締役の再任について反対されたりという株主総会の場における正式なアクションを起こしうるものが、かかる事実上の影響力の担保にもなっていること。

③ 英国の状況

- ・英国では、会社法において株主に新株引受権があることが明記されている。ただし、取締役が定款または株主総会特別決議において新株発行の授権を承認されている場合には株主新株引受権の排除が可能となる。また、証券取引所の上場規則でも前述の場合を含めていくつかの条件において株主新株引受権の排除が認められている。
- ・一方、英国の民間団体であるプレ・エンプション・グループ³¹（上場企業、機関投資家、金融機関等から構成）が株主新株引受権の排除が認められる条件についてガイドライン³²を策定しており、これが株式による資金調達を目論む企業に対して多大な影響を与えている。
- ・同ガイドラインによると、企業の経営陣から既存株主以外にも割り当てる株式発

³¹ Pre-Emption Group

³² Disapplying Pre-Emption Rights - a Statement of Principles

行が提案された場合の対応に関する具体的なプリンシプルとして、既存株主以外に割当てする株式が年間普通株式発行額の5%未満（3年間に7.5%を超えない）、かつディスカウント幅が5%未満の場合、投資家に対する詳細な説明責任は無く、投資家は株主総会にて賛成するスタンスを取るよう要請している（Routine Request）。ただし、発行株数、ディスカウント幅が前記を上回る場合、経営陣は1) 資金調達目的、2) 企業のステージ、3) 株主価値の尊重、ガバナンスの実績、4) 資金調達の選択肢（株主以外に割当てする資金調達を行うことの合理性）、5) 株主価値及び議決権の希釈化度合い、6) 賛成決議以降のプロセス、7) 賛成が得られなかった場合の代替案の7点を投資家に詳細に説明する必要があり、それに基づいて決議を実施すべきとしている（Non Routine Request）。

(2) 実態面での比較

- ・日米においては、株式発行による資金調達手段として株主優先権がない増資（公募増資等）がほとんどである。一方、英国、香港では株主優先権を伴う増資（ライツ・オファリング等）が中心となっている（図表 2-4）。
- ・英国、香港においては、希釈化の低い案件では株主優先権がないものが主流であるものの、より高い案件ではそれを付与されたものがほとんどである（図表 2-4）。これは、株主優先権を伴う株式発行において安定的な行使を確保するために行使価格のディスカウントが必要であり、同一金額の資金調達を前提とするとより発行株式数が増加することも一因と考えられる。

(3) ライツ・オファリングの評価

- ・ライツ・オファリングは、既存株主に対して新株を買える権利を無償で割り当てるという点に特徴がある。つまり、既存株主に対して新株への投資に対する優先権が与えられるものであり、英国および香港を始めとするアジア諸国においては企業による株式を用いた資金調達手法の主流となっている。
- ・我が国においても、ライツ・オファリングの円滑な導入・普及を図るべく、関係機関により様々な市場整備が推進されてきた（図表 2-5）が、依然として、運用上いくつかの課題も残されている。

① 我が国に残された課題

- ・我が国において、現行の法令³³や実務に沿って日程を組んだ場合、決議日から払込日までは50日、行使期間終了までは40日と長期間に及ぶことが想定される（図表2-6）。これは、株価の変動等によって割高な行使価格となった新株予約権が株主により行使されずに、発行体が予定していた資金調達額を獲得できないというリスク、あるいは証券会社がコミットメント³⁴を行う場合には、株主により行使されなかった全ての新株予約権について、当該証券会社が責任を持って権利行使を行い株式を取得するリスクを高めていると評価される。なお、日程短縮には株主確定のあり方、割当通知のあり方に踏み込んだ関係者間の議論が必要となる。
- ・その他の課題としては、割当を受ける株主の応募（＝新株予約権の行使）意向の把握³⁵、発行会社の引受手数料の計上処理方法、発行者が取得条項を発動した際の零細な新株予約権者への取得対価の交付方法、大株主の行使とTOB規制のあり方などが挙げられる。

② 英国における特徴的な慣行等

- ・新株予約権の行使比率を高めるために、大株主の確実な行使を確保するとともに、証券会社は機関投資家をサブ・アンダーライターに据えて行使を約束させる代わりに手数料を支払う慣行がある。
- ・発行者が株主から未行使の新株予約権を取得する際、多数の株主への支払いはコスト増要因となるが、経済合理性を踏まえた実務対応として、未行使の新株予約権の理論価値（ $(\text{株価}-\text{理論価格}) \times \text{割当新株予約権}$ ）が2ポンド以上でなければ、保有者への支払いが行われない取扱いとなっている。
- ・2008年の金融危機において、通常90%以上とされる行使率が1桁や20数%に留まる案件が出現した。この理由としては、急落した株価が行使価格を下回

³³ 2012年8月1日に法務省法制審議会会社法制部会が公表した、「会社法制の見直しに関する要綱案」では、会社法第279条第2項に規定する新株予約権無償割当ての通知が、新株予約権の行使期間の初日の2週間前までから、同期間の末日の2週間前までに改正される方針が示されているが、それも前提としている。

³⁴ 証券会社が、株主により権利行使が行われなかった新株予約権について、自らが権利行使をして株式を取得することを発行者との間で約すること

³⁵ ライツ・オフリングの特性として、原則として発行に係る取締役会決議日に条件決定が行われるため、通常の公募増資のように有価証券届出書の提出後に第三者の需要を積み上げることが困難なことや、ライツ・オフリングは条件を決定してから一般投資家の行使期間満了日まで相当期間を要するため、その間のリスクを踏まえたより精緻な条件設定が必要とされること等を踏まえると、通常の公募増資よりも国内における株主の応募以降の把握（プレ・ヒアリング）を実施する必要性は高いとも考えられる。

ったことが挙げられている。この対応策として、ライツ・イシュー・レビュー・グループ³⁶は、ライツの行使期間の短縮および優先引受権を排除できる増資の範囲の拡大を提言している。

3. 情報開示および証券アナリストの関与

(1) 企業による情報開示の実態

① 資金使途および将来情報の開示について

- ・2006～2012年までの各年における公募増資額上位5位までの一般事業会社について、日米それぞれ合計35社を対象に、資金使途および将来情報の開示の実態について調査を行った。
- ・資金使途については、我が国の企業は設備投資が中心であり、それに関する具体的な内容・金額、生産能力等の評価を行っているものがほとんどであった。一方、米国の企業は買収が3分の2程度を占め、資金を振り向ける具体的な買収先についての情報を開示していた。
- ・将来情報について我が国の場合、発行決議日提出プレス・リリースの前文で経営戦略の確認を行う企業がほとんどとなっている。一方、米国企業の場合、プレス・リリース上に資金使途先の投資内容における今後の確実性に従って、将来情報を柔軟に作成しているように推察される（図表2-7）。
- ・我が国の場合、将来情報を法定目論見書に記載することは原則として認められないので、発行決議日提出プレス・リリースの前文に経営戦略を記載する企業が大半である。一方、米国企業の場合、法定目論見書に資金使途先の投資内容や経営戦略等の将来情報を、前提条件を明示したうえで、柔軟に記載しているように見受けられる³⁷（図表2-7）。今後の我が国における将来情報の柔軟な開示について考える際には、我が国投資家が投資判断を行うに当たって将来情報が持つ重要性、また日米間の投資家による訴訟リスク、当局による法的措置のリスクに起因する日米の経営者のディスクロージャーに対する意識レベルの違い等を踏まえて判断していく必要があるだろう。

³⁶ Right Issue Review Group。英大蔵省、FSA等によって2008年に立ち上げられたワーキング・グループ

³⁷ 米国においても、公募増資に際して定量情報（業績予想等）を開示しているケースは比較的少なく、基本的には定性情報（事業戦略等）の開示が中心となっている。

② 米国特有の情報開示に関わる制度

- ・米国では、2005年に導入された情報開示制度として自由書面目論見書³⁸が存在する。これは、証券の公募に関する登録届出書が提出された後に当該証券の売り付けの申し込みもしくは買い付けの申し込みの勧誘のために、法定目論見書以外の書面による表示を利用することを可能とするものである。ただし、自由書面目論見書を利用するためには、米国証券取引委員会³⁹に対してこれを提出する必要がある。この制度によって、比較的自由に内容を記載した勧誘資料の使用が可能となった。
- ・米国においては、将来情報を開示する企業が負う訴訟リスクに対応するための制度が整備されている。その中の1つとして、1995年に施行された「私的証券訴訟改革法」⁴⁰がある。これは、開示された将来情報がリスク要因を特定する意味のある注意表示が付されている場合等の定められた要件を満たす場合、企業の責任が免責されるというものである。このような制度は、より具体的な将来情報の開示を促進させている可能性がある。⁴¹

(2) 日米における証券アナリストの関与

① 日本の状況

- ・我が国において、主幹事証券会社の証券アナリストは、公募増資に係る発行決議前の一定期間から募集期間が終了するまで等の間(いわゆるブラックアウト期間)のアナリスト・レポートについては、届出前勧誘や投資家との利益相反等に関する懸念から、その作成・公表を停止していることが多い。
- ・一方で、海外機関投資家等のニーズに対応するため、発行決議の前からアナリストをウォールクロス⁴²させ、決議後に投資家に対して情報提供を行うことがある。

³⁸ free writing prospectus

³⁹ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)

⁴⁰ 私的証券訴訟改革法(PSLRA (Private Securities Litigation Reform Act of 1995))は、1995年、情報開示を行う企業を泡沫訴訟(frivolous litigation)から守り、一層の将来情報の開示を促すことを目的とし制定された。その主要項目の一つとして、将来情報へのセーフハーバーが設けられている。(1933年証券法 § 27A、1934年証券取引所法 § 21E)

⁴¹ 我が国にもこのようなセーフハーバーを設けるべきか否かについては、米国では私的訴訟が企業開示の適正性を確保するための手段として定着しているのに対し、我が国では未だそのような状況にないことを踏まえ、今後の集団的消費者被害回復に係る訴訟制度を始めとする私的訴訟の動向等を踏まえた議論が必要であろう。

⁴² 社内手続きに基づき、守秘義務や取引制限等を課した上で法人関係情報を提供すること。

② 米国の状況

- ・ 米国では、オフアリング期間中（届出前・待機期間・効力発生後）のアナリスト・レポートの作成・公表については、SEC Rule 139 等に適用除外規定が設けられており、必ずしも停止されていない。当該規定は、とりわけオフアリング期間中にネガティブなニュースが生じた際に投資家に必要な情報を伝達するうえで有用である。
- ・ また、米国においても、幹事証券会社の証券アナリストが公募増資の勧誘期間中に機関投資家⁴³ に対して情報提供を行うことが可能となっている。なお、その対象は継続的に証券アナリストがカバーした企業のみとなっている。
- ・ 具体的な情報の内容は、法定目論見書に由来する情報だけでなく発行会社についての証券アナリスト独自の分析や見解（たとえば発行会社の今後の業績についての証券アナリスト独自の予想数値）が含まれる。ただし、売り・買いの推奨（投資評価）や目標株価などは提供されない。また、情報提供の形態は基本的に口頭である。
- ・ 米国では、2000 年代初頭の IT バブル崩壊後に証券アナリストの利益相反問題が顕在化して対応を迫られた。具体的な対応としては、自主規制機関である当時の全米証券業協会（NASD）およびニューヨーク証券取引所（NYSE）⁴⁴ によって調査部門を投資銀行部門など他部門から隔離する等の規則が定められた。また、2003 年 10 月、包括的和解⁴⁵ によって課されることになった遵守事項（調査部門と投資銀行部門のより一層の情報遮断の厳格化等）については、各証券会社が社内規則の整備を行うことにより対応が図られている。さらには、米国証券取引委員会によるレギュレーション AC によって定められた文言（アナリスト自身の見解、報酬等に関する表明）のリサーチ・レポート上への記載についても利益相反問題を緩和するための手段として取り入れられている⁴⁶。

⁴³ 米国では、一般的に個人投資家は価格形成に関与しないこともあり、通常個人投資家に対するアナリストからの情報提供は行われない。

⁴⁴ これら自主規制機関は、現在金融取引業規制機構（FINRA）に引き継がれている。

⁴⁵ 大手証券業者と規制当局（SEC、NASD、NYSE、ニューヨーク州法務局長（New York State Attorney General）ほか）との包括的和解（global research settlement）

⁴⁶ 公募増資の勧誘期間中にアナリストの機関投資家への情報提供を許容する上記の実務は、調査部門と投資銀行部門との適切な遮断・隔離がなされていることを前提として成立していると考えられる。

4. 配分と発行プロセス

(1) 日米における投資家の属性毎の配分割合とその背景

① 投資家属性毎の配分割合

- ・我が国の企業が国内で実施する公募増資案件においては、現状、一般的には募集・売出株式の70～80%程度が国内個人投資家、20%～30%程度が内外機関投資家に配分されている。我が国の企業が国内・海外で実施する大型のグローバル・オフリング案件においては、募集・売出株式の約半分が外国人投資家（全て機関投資家であると推定される）、45%前後が国内個人投資家、5%前後が国内機関投資家に配分されている（図表 2-8）。
- ・米国の企業が米国内で実施する大型の公募増資案件に関しては、その全てを機関投資家に割り当てるのが一般的である。また、8割以上を米国内の機関投資家が購入している（図表 2-8）。

② 機関投資家の資金量の違い

- ・我が国と米国の最も大きい差異は、公募増資案件への機関投資家の参加の度合いである。つまり、我が国においては、国内機関投資家の需要が弱いため国内機関投資家への配分が極めて少数であり、国内で実施する公募増資案件では主に個人投資家に配分しているという状況にある。また、グローバル・オフリング案件では大半を外国人投資家と国内個人投資家で折半しているといった構図である。米国は自国の機関投資家のみでほぼ消化することが可能であるが、この背景の一つとしては、機関投資家の資金量の格差が挙げられる。グローバル株式運用資産の上位30位までの機関投資家の株式運用資産額合計（グローバル・ベース）では、我が国のそれが6,316億ドルであるのに対して米国のそれは7兆817億ドルとなっており、10倍超の水準になっている（図表 2-9）。

③ 機関投資家の資産配分の違い

- ・我が国において、公募増資案件への国内機関投資家の参加が限定的な理由の一つとしては、投資信託や年金の資産配分の違いも挙げられる。具体的には、我が国の投資信託運用会社の資産運用額に対する株式への配分比率は、約67

兆円のうちの19%⁴⁷ (13兆円) に留まっている。一方、米国のそれは、約11.6兆ドル(1,090兆円⁴⁸)のうちの45%⁴⁹ (491兆円) となっている(図表2-10)。なお、米国では、個人投資家は、機関投資家である投資信託(ミューチュアル・ファンド)を通じて株式市場にアクセスするのが一般的となっており、ここには日米個人の資産運用に対するスタンスの違いも関係していると考えられる。

- ・また、我が国の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の資産運用額に対する株式への配分比率は、約108兆円のうちの23%⁵⁰ (25兆円) に留まっている。一方、米国の公的年金⁵¹ は、約2兆8,491億ドル(268兆円)のうちの59.3% (159兆円) となっており、米国の私的年金⁵² は、約6兆816億ドル(572兆円)のうちの33.0% (189兆円) となっている(図表2-10)。

(2) 日米のオフリング期間の違いとその背景

- ・我が国においては、発行決議から条件決定まで10日前後を費やすのが一般的である。米国の場合には、それに当たるローンチから条件決定までの期間が1日程度と大変短い。また、その後の募集期間も我が国では2~3日程度を費やすのに対し、米国では条件決定日のみと短い(図表2-11)。

① 発行決議から条件決定までの期間について

- ・米国において発行決議から条件決定までの期間短縮が可能となっている背景としては、利用しやすい包括的な発行登録制度(Universal Shelf Registration)の存在と機関投資家を中心とした短期間のブック・ビルディング(ABOs: accelerated book building offerings)等の活用がある。

イ. 包括的な発行登録制度(Universal Shelf Registration)

- ・米国では、日本と同様に厳格なガン・ジャンピング規制(届出前勧誘規制)が存在しているものの、Universal Shelf Registrationを活用することで、発行会社は株式を含め常に届出を行っている状態にあるため、発行決議を行

⁴⁷ 国内株式及び海外株式への資産配分

⁴⁸ 1ドル=94円で換算、以下同じ

⁴⁹ 国内株ファンド及び海外株ファンドへの資産配分

⁵⁰ 国内株式及び海外株式への資産配分

⁵¹ 州・地方職員・退職基金(State and Local Government Employee Retirement Funds)

⁵² 民間年金基金(Private Pension Funds)であり、401(k)タイプファンド等も含まれる。

う前に機関投資家の需要を把握することが可能となっている⁵³。

- ・米国で発行登録制度が導入されたのは1980年代の初頭であったが、当初は株式発行にほとんど利用されなかった。その理由の1つとして挙げられるのは、発行登録をすると潜在株式が存在するという市場へのシグナルとなり、株価の下落要因になったからである。その後、Universal Shelf Registrationの導入によって、株式、社債等の証券の種類毎に発行予定額を登録する必要がなくなったこと、2005年のSecurities Offering ReformによってWKSI (Well-Known Seasoned Issuer)⁵⁴については発行予定総額すら指定せずに登録できるようになったことによって、発行登録によるシグナリング効果が減殺された。それ以降、多くの企業が同制度を利用するようになっている。

ロ. 機関投資家を中心とした短期間のブック・ビルディング (ABOs)

- ・ABOsは、ロード・ショー⁵⁵等の勧誘活動を行わずに極めて短期間でブック・ビルディング（投資家からの需要の積み上げ）を実施して発行価格と割当の決定を行うというものである。ABOsでは、ローンチから発行価格と割当の決定までの日程は2日以内に抑えることが可能になっている。これは、ローンチから条件決定までの間に発行企業が晒される価格変動リスクを抑える効果があると評価されている。
- ・ただし、上記のUniversal Shelf RegistrationおよびABOsを円滑に実施するためには、いずれも短期間にまとまった投資家の需要をカバーする必要があることから、上記4.(1)の論点として挙げた機関投資家を中心とした配分の実現が鍵となる。⁵⁶

② 募集期間について

- ・米国において募集期間の短縮が可能となっている背景としては、需要申告であるブック・ビルディングをそのまま注文として取り扱う実務が定着している

⁵³ SEC Rule 415では、原則としてForm S-3を利用できる発行者にshelf registrationの利用が認められている。Form S-3を利用できる発行者とは、参照方式が利用できる会社（1年以上の継続開示、浮動株の時価総額が7,500万ドル以上等の要件を満たす会社）のこと。

⁵⁴ 浮動株の時価総額が7億ドル以上等の要件を満たす会社のこと。

⁵⁵ 発行決議から条件決定までの期間に機関投資家に対して行う会社説明会

⁵⁶ なお、ABOsを我が国にも導入しようとする場合には、会社法第201条第3項及び第4項に規定される、発行決議日から払込期日までの中14日間の公告期間について、機関投資家から期間リスクとして認識される可能性がある。

ことが挙げられる。我が国では、金融商品取引法上、条件決定後に訂正届出書を提出し、投資家に対して改めて約定確認を行うことが必須となっており（投資家には実質的な募集期間中のキャンセルが認められている。）、また、前述のとおり、配分先が個人投資家中心となっていることから、現行の制度下においてはある程度の募集期間を要することとなる。

- ・なお、我が国においては、このような約定確認を伴う長い募集期間の存在から、米国と比べて安定操作を行う必要性は相対的に高い状態にあり、前述の日本版レギュレーション M 規制外の空売り（第 I 章 3. (3)②）を誘発しているとも考えられるが、我が国の需要申告の取扱いおよび募集期間が米国と同様かそれに近い状況が実現した場合には、我が国における安定操作取引の必要性も軽減される可能性がある。

(3) プレヒアリングの実務

- ・プレヒアリングとは、オファリングの公表に先立ち、証券会社が特定少数の機関投資家に対して、発行会社およびオファリングに関する情報を守秘義務契約等の下に提供し、当該オファリングの公表・実施の判断の前提となる需要調査を行うことである。
- ・マーケティング期間をオーバーナイトないしそれに準じる短期間にとどめる ABOs などのアクセラレイテッド・オファリングの実施のために意味のある手法であり、本邦発行会社の公募増資にとって一般的な個人投資家も含めたフルマーケティング型のオファリングには実務的には必要性が乏しい。
- ・我が国においては、日本証券業協会の規則⁵⁷により、海外の投資家に対するプレヒアリングは、欧米と同様、秘密保持及び売買禁止の制約のもとに認められているが、国内募集に関するプレヒアリングは禁止されている。国内でプレヒアリングを実施する場合、金融商品取引法上の「需要調査」と「勧誘」の線引きが実務上困難であることが想定される。「勧誘」と判断された場合、金融商品取引法上の届出・開示義務の違反と見なされる可能性等様々な問題が生じ得る。
- ・前述のとおり、米国では、Universal Shelf Registration の導入により、事前に投資家の需要を探ることが可能になっている。また、ユーロ市場では届出制度がないので、ガン・ジャンピングの問題は存在しない。

⁵⁷ 協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則

おわりに

本研究会では、学識経験者を中心に客観的な立場から、上記のとおり我が国における公募増資に係る規制および実態の変遷の検証、日米欧における比較等を通じて、事実関係の整理を行った。

本報告書が掘り起こした事実を基に、今後、我が国の発行市場が、企業と投資家（株主）の双方にとってより利便性が高く、魅力あるものとなるためには何が必要かという観点から、今後具体的な施策についての前向きな議論が行われることを期待したい。

以 上

図表 1-1 自主ルールおよびそれを策定する主体

年月	自主ルール	自主ルール策定の主体
1973年2月	「時価発行増資に関する申合せ」および「時価発行増資に関する申合せの運用について」策定。	証券会社(引受部長会)が、当時の大蔵省の意向を踏まえ、経済界了承の下、自主ルールという形で策定。
1992年3月	「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」策定。	日本証券業協会へと規制ルール設定の主体が移行。
1996年4月	「引受けに際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」廃止。	
1996年5月	「有価証券の引受け等に関する規則」策定。	
現在	「有価証券の引受け等に関する規則」であるが、何度かの改定あり。	日本証券業協会であることに変化はないが、1999年から独占禁止法第8条※の適用を受けており、証券会社間の自由な競争を妨げるルールの策定が困難。

※ 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律(独占禁止法)

〔禁止行為〕

第八条 事業者団体は、次の各号のいずれかに該当する行為をしてはならない。

- 一 一定の取引分野における競争を実質的に制限すること。
- 二 第六条に規定する国際的協定又は国際的契約をすること。
- 三 一定の事業分野における現在又は将来の事業者の数を制限すること。
- 四 構成事業者(事業者団体の構成員である事業者をいう。以下同じ。)の機能又は活動を不当に制限すること。
- 五 事業者に不公正な取引方法に該当する行為をさせるようにすること。

図表 1-2 実際の自主ルール(数値基準を伴うもの)の変遷

	1973年	1983年	1996年	2007年
(1) 利益配分ルール	—————▶			
(2) 発行基準	—————▶			
(3) 発行数量上限	—————▶			
(4) 前回公募価格割れ		—————▶		

(1) 利益配分ルール(増資プレミアム還元、配当性向)の変遷

年月	形態	内容
昭和48年10月	追加申合せ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 増資後の配当性向を公約。その水準は増資時の配当性向を上回ること。 ✓ 増資プレミアムは、無償交付等により、5～10年程度で資本に組み入れられることを期待。
昭和49年9月	申合せ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 前回増資によるプレミアムの20%以上を次回増資までに還元
昭和55年9月	考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 無額面株式の定着を受け、「配当性向方式」(A1、A2方式)へ。「プレミアム還元方式」は経過措置(B方式)。
昭和61年6月	考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 「プレミアム還元方式」廃止。「配当性向方式」に一本化。 ✓ 時価発行増資後の3決算期間(「維持期間」)において、平均配当性向を基準配当性向の90%以上に、各期の配当性向を基準配当性向の80%以上に、それぞれ維持。
平成元年5月	考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 維持期間を増資後2決算期に短縮 ✓ 配当性向100%遵守に一本化
平成4年3月	理事会決議	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1株当たり配当金の増加を条件に、原則として上場企業の平均的水準(30%)以上となる配当性向の公約・公表を要請。
平成8年4月		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 利益配分ルール廃止

(2) 発行基準の変遷

① 配当金

年月	形態	内容
昭和48年2月	申合せ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 最近2事業年度(年1回決算の場合は最近1事業年度)の配当金が、継続して1株当たり5円(額面50円、年換算)以上
昭和51年10月	申合せ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 最近事業年度の1株当たり配当金が5円以上

平成4年5月	引受規則 (公慣規14号)	✓ 当分の間、直前事業年度における1株当たりの配当金額5円以上。(付則第2項)
平成8年4月	引受規則 (公慣規14号)	✓ 利益配分ルール廃止とともに、上の付則第2項削除

② 利益金

年月	形態	内容
昭和48年2月	申合せ	✓ 直近事業年度の税引純利益金(有報による)が1株あたり10~15円(額面50円、年換算)程度以上。
昭和51年10月	申合せ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1株当たり税引経常利益が10円以上。 ✓ 増益基調の確認 <ul style="list-style-type: none"> (1) 予想第1期の経常利益が直前期又は直前々期を上回ることを上回ることを。 (2) 予想第2期の経常利益が予想第1期を上回ることを(ただし、増加前資本金に対し予想税引経常利益が1株あたり10円以上)。
平成4年5月	引受規則 (公慣規14号)	✓ 当分の間、直前事業年度における1株当たりの税引後経常利益10円以上。(付則第2項)
平成8年4月	引受規則 (公慣規14号)	✓ 利益配分ルール廃止とともに、上の付則第2項削除

(3) 発行数量上限の変遷

年月	形態	内容
昭和48年2月 昭和51年10月	申合せ	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 増資額は、資金用途と収益性、市場における需給関係を勘案し、慎重に決定すること。 ✓ 増資前資本金を基準に、一定割合が上限。
昭和56年2月	申合せ	✓ 金額基準から株式数基準へと移行
平成4年5月	引受規則 (公慣規14号)	✓ 当分の間、当該発行会社の発行済株式数の15%(時価転換社債、新株引受権付社債の場合は20%)(当該発行日前12か月間通算)。(付則第3項)

平成8年4月	引受規則 (公慣規14号)	✓ 利益配分ルール廃止とともに、上の付則第3項削除
--------	------------------	---------------------------

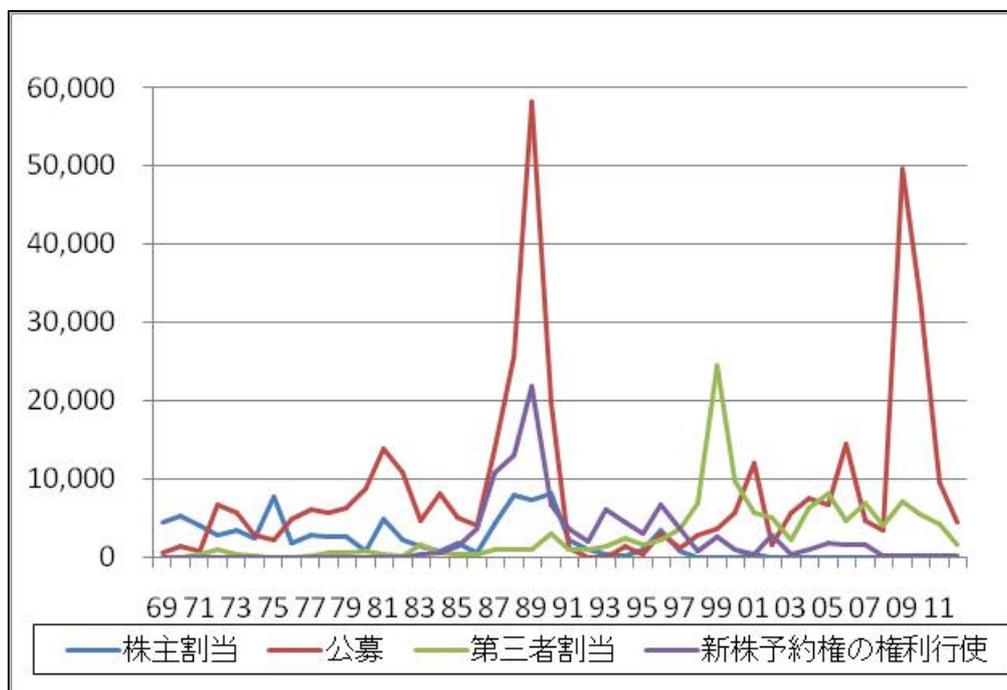
(4) 前回公募価格割れの場合の取扱いの変遷

年月	形態	内容
昭和 58 年2月	考え方	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 公募価格割れ銘柄については、その業績及び株価動向等の推移を勘案した上で慎重に取扱う。(公募価格割れの判断は、持寄り時の2か月前から1カ月間の株価による) ✓ 前回時価発行増資時の利益計画の達成状況が良好でない(増益基調に抵触する場合)場合は、前回増資から2年以上のインターバルをおく。
平成4年5月	引受規則 (公慣規14号)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 次の全てに該当する場合、新たに行おうとする時価発行公募増資について、前回は行われた時価発行公募増資から相当の期間を置くよう発行会社に要請。 <ul style="list-style-type: none"> (1) 株価が前回の時価発行公募増資の発行価格を著しく下回っている。 (2) 利益が前回の時価発行公募増資時の計画を著しく下回っている。
平成 19 年5月	引受規則 (公慣規14号)	✓ 上の規定を削除

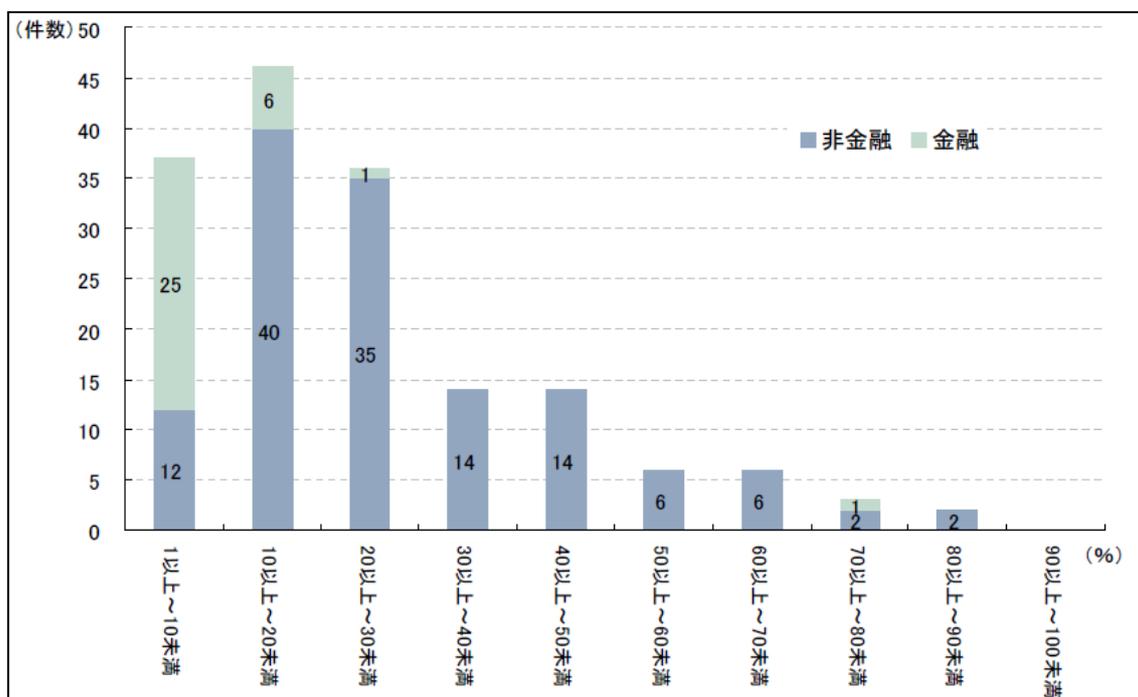
図表 1-3 現在の自主ルールの概略

<p>利益配分</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 既に上場している会社のエクイティの引受けに当たっては、業績の見通し（剰余金の配当の状況、配当に関する考え方）等を厳正に引受審査。 ・ 引受けを行うに当たって、適切な配当を行っているかを確認。 ・ 配当の状況、配当政策を発表資料で公表するよう（可能な範囲で有価証券届出書にも記載するよう）要請。
<p>発行基準 （配当、利益金）</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 既に上場している会社のエクイティの引受けに当たっては、財政状態及び経営成績、業績の見通し（利益計画の策定根拠の妥当性、進捗状況）等を厳正に引受審査。
<p>発行数量上限</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 引受けを行うに当たっては、市場実勢を尊重して適正な募集・売出しの条件を決定。 ・ 著しく不相当と認められる数量、価格その他の条件により引受けを行うことのないようにしなければならない。（監督指針にも同旨規定あり）
<p>前回公募価格割れ</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 既に上場している会社のエクイティの引受けに当たっては、株価等の動向等を厳正に引受審査。 ・ 過去の株価、過去に行った株券等の募集の時期・内容等を発表資料で公表するよう（可能な範囲で有価証券届出書にも記載するよう）要請。
<p>調達資金使途・その他</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 引受けを行うに当たって、資金繰り状況等について報告を求めるとともに、調達資金の使途やそれによる将来の発行者の収益への影響を記者発表資料で公表するよう（可能な範囲で有価証券届出書にも記載するよう）要請。 ・ 直前に行われた募集（過去5年以内のもの）に係る調達資金の使途状況について確認。使途状況に変更がある場合は、その内容を発行資料で公表するよう要請。 ・ 前回の調達資金の使途に著しい変更があり、かつその理由が合理的でないと認められる場合、新たな募集は前回の募集から相当の期間を置くよう要請。

図表 1-4 我が国の株式による資金調達額の推移

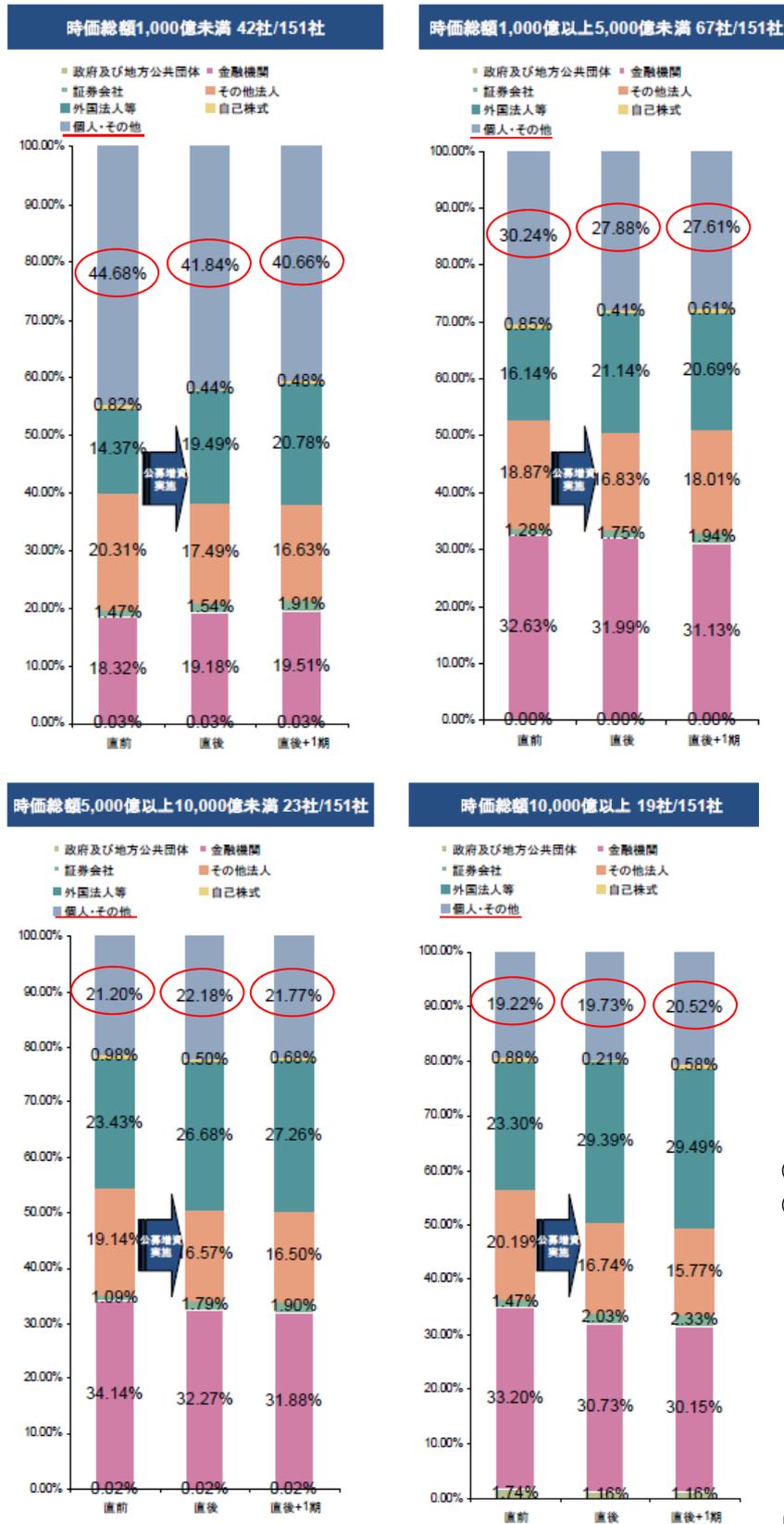


図表 1-5 発行決議時の自己資本比率の分布



出所 : Bloomberg、開示資料等より作成

図表 1-6 公募増資実施前後の株主構成の変化

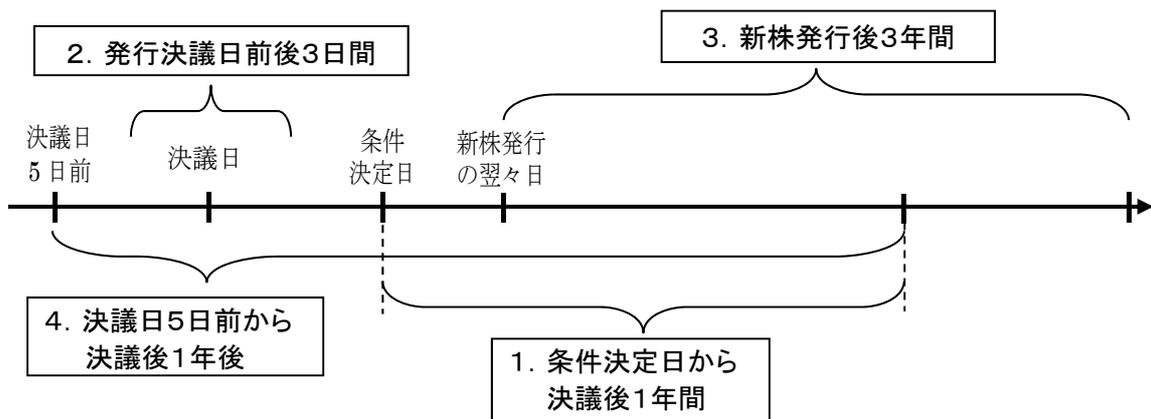


- (1) 発行決議日時点の時価総額
- (2) 2003年以降の公募増資(100億円以上)を実施した企業(REIT除く)164社のうち、以下の13社を除いた151社が対象
 - ・上場した決算期において公募増資した企業:3社
 - ・公募増資実施後2期経過していない、もしくは、上場廃止した企業:10社

出所：FACTSETより作成

図表 1-7 公募増資実施前後における株価動向

	タイミング	検証対象	検証手法	検証結果
1.	条件決定日から決議日の1年間	2003年1月以降において総額100億円以上の「募集」または「募集・売出し」を行った157件。	条件決定日から決議日1年後までの間で、株価が1度でも公募価格を上回ったか。	上回ったもの124件、そうでなかったもの33件。
2.	決議日前後の3日間	1990年1月から2011年3月末までに公募増資を実施した金融保険を除く186社。ただし、資本移動や決算関連の発表を行った企業は含まず。	マーケット・モデルを利用して決議日前後3日間の累積超過収益率を算出。	公募増資発表日前後の累積超過収益率は、中央値で▲4.6%。上記の条件で希釈化率10%未満、以上の累積超過収益率はそれぞれ中央値で▲4.2%、▲6.7%。
3.	公募増資の新株発行後3年間	1990年1月から2008年までに公募増資を実施した金融保険を除く131社。ただし、資本移動や決算関連の発表を行った企業は含まず。	①業種と規模に関する類似企業 ⁽¹⁾ 、②規模および簿価時価比率に関する類似企業 ⁽²⁾ との投資収益率の差を求める。	①中央値で10%のアンダーパフォーマンス、②ほぼ同じパフォーマンス。
4.	決議日5日前から決議日の1年後	2003年1月以降において総額100億円以上の「募集」または「募集・売出し」を行った157件。	TOPIX(変動調整後)との比較。	上回ったおよび同等だったもの39件、下回ったもの118件。



(1) 前後3年間において公募増資をしていない企業群から、同じ業種で最も規模(時価総額)の近い企業(ただし、規模は公募増資実施企業を下回らないこと)を抽出

(2) 前後3年間において公募増資をしていない企業群から、規模の近い企業(公募増資実施企業の時価総額の1倍~1.3倍の間にある企業)から最もPBRの近い企業を抽出

出所：1、4については、Bloombergより作成

出所：2、3については、「公募増資に関する実証分析」保田隆明 小樽商科大学大学院准教授(ゲスト・プレゼンター)

図表 1-8 日本版レギュレーションM導入(2011年12月1日)前後の比較

	銘柄名	ローンチ日	オフリング総額
日本版レギュレーションM導入前銘柄	りそなホールディングス	2011年1月7日	5,720億円
	日医工	2011年1月28日	173億円
	東武鉄道	2011年2月23日	756億円
	スカイマーク	2011年5月17日	204億円
	住友軽金属工業	2011年5月19日	115億円
	デジタルガレージ	2011年6月30日	126億円
	エルピーダメモリ	2011年7月11日	448億円
	太平洋セメント	2011年8月30日	348億円
日本版レギュレーションM導入後銘柄	エイチ・ツー・オー・リテイリング	2012年2月10日	118億円
	ニプロ	2012年2月14日	202億円
	マツダ	2012年2月22日	1,512億円
	川崎汽船	2012年7月2日	250億円
	全日本空輸	2012年7月3日	1,840億円
	ユニー	2012年7月17日	244億円
SESC勧告銘柄	みずほフィナンシャルグループ	2010年6月25日	7,300億円
	国際石油開発帝石	2010年7月8日	5,422億円
	日本板硝子	2010年8月24日	424億円
	東京電力	2010年9月29日	4,684億円

タイミング	平均株価騰落率 ⁽²⁾			最高貸株残高水準 ⁽⁴⁾	
	銘柄数 ⁽¹⁾	実数	対TOPIX超過分	銘柄数 ⁽³⁾	実数
規制導入前	8銘柄	▲15.7%	▲15.7%	5銘柄	54.0倍
規制導入後	6銘柄	▲9.7%	▲10.0%	5銘柄	14.7倍

(1) 2011年以降のオフリング総額100億円以上の公募増資の案件

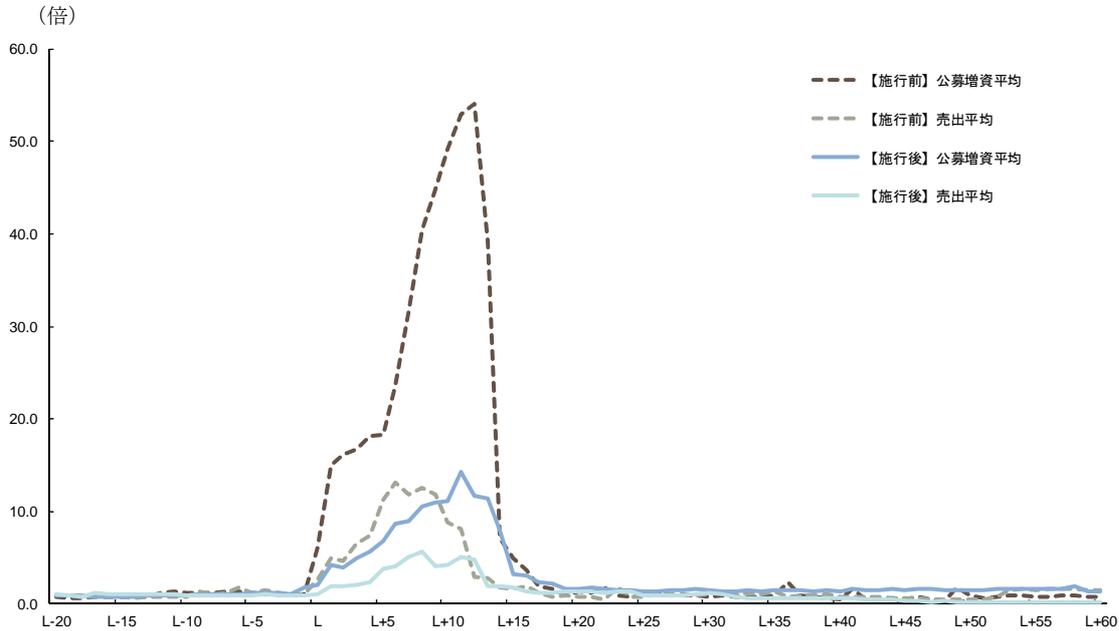
(2) 株価騰落率はローンチ日から条件決定日までの株価変化率の単純平均

(3) 2011年以降のオフリング総額50億円以上かつ貸借銘柄の案件

(4) 各銘柄のローンチ前20営業日の貸株残高平均値を1として指数化して単純平均

(1) オファリング期間中の株券貸借取引の状況(日本版レギュレーションM導入前後の比較)

① 日本証券金融貸株残高の比較

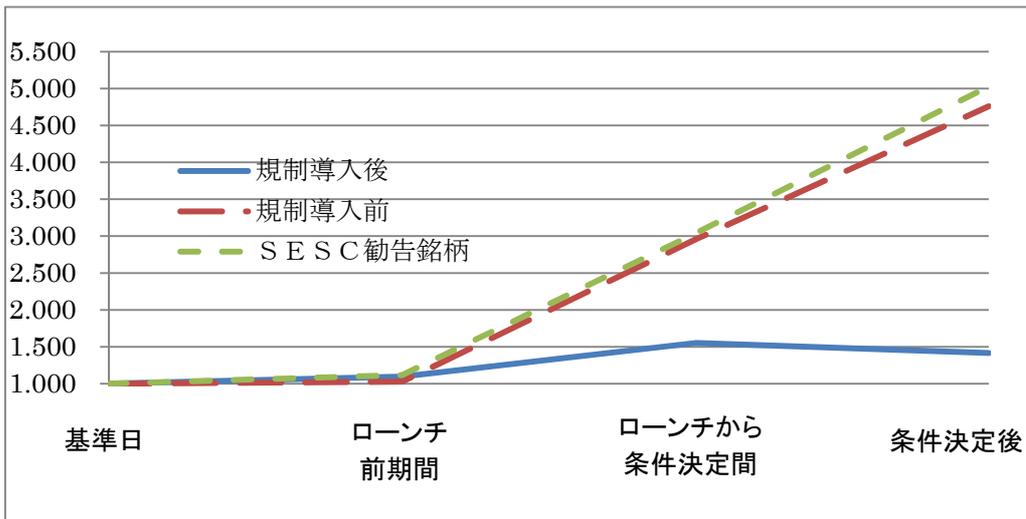


(1) 2011年以降のオファリング総額50億円以上かつ貸借銘柄の案件を対象に分析、貸株残高は日本証券金融のデータを使用

(2) 各銘柄のローンチ前20営業日の貸株残高平均値を1として指数化し、それぞれを単純平均

出所：会社公表資料、Bloombergより作成

② OTC貸付残高の比較



・ 各銘柄のローンチ日前20営業日に最も近い貸付残高公表日を基準日とし、当該基準日の貸付残高を1としたうえで、ローンチ前期間、ローンチから条件決定間、条件決定直後のそれぞれの貸付残高を単純平均

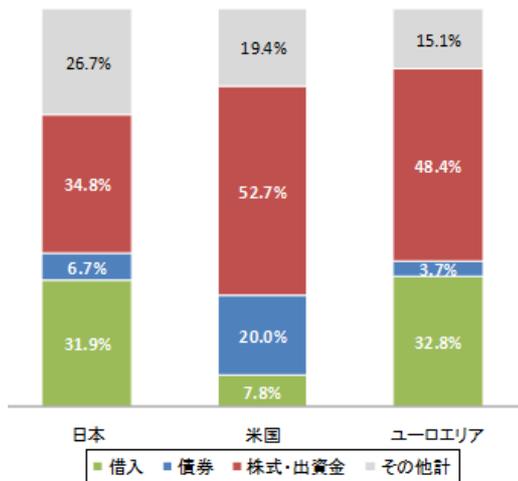
出所：「銘柄別株券等貸借週末残高」日本証券業協会より作成

図表 2-1 資金調達手段におけるファイナンス理論の考え方

理論の名称	前提条件	結論
MM (モジリアーニ・ミラー) 理論	完全競争市場の存在。法人税と倒産コストや情報の非対称性およびエイジェンシー・コストの欠如。	いかに株式と負債の構成を変えても企業価値(株式+負債)に変化はない。
トレード・オフ理論	完全競争市場の存在。法人税と倒産コストや情報の非対称性およびエイジェンシー・コストの存在。	企業価値を最大化する株式と負債の構成比が存在。
ペッキング・オーダー理論	経営者と投資家間に情報の非対称性有り。他の完全競争市場に関する仮定は存在。	企業は内部留保、負債、株式の順で資金調達を選択する。

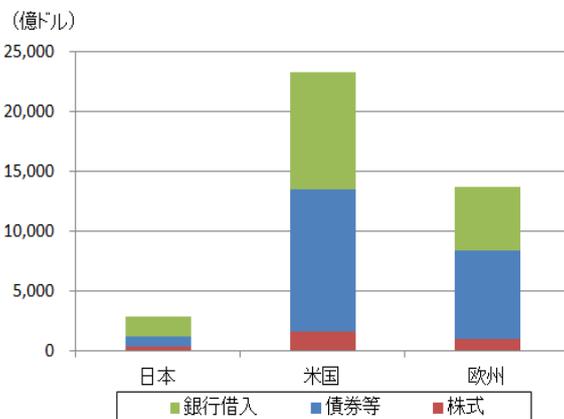
図表 2-2 日米欧における民間非金融法人の負債・資本構成と調達手法ごとの金額、シェア

民間非金融法人の負債・資本構成

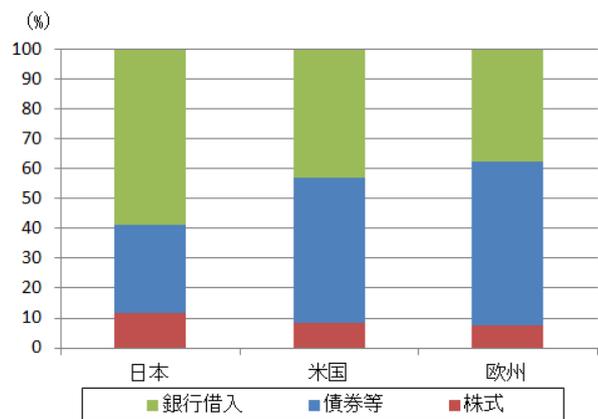


・ 日米は 2012 年 6 月末、ユーロエリアは 2012 年 3 月末現在
 出所：「資金循環の日米欧比較」日本銀行調査統計局

調達金額



調達金額のシェア



・ 2003 年～2012 年の平均
 出所：Thomson One より作成

図表 2-3 日米欧の既存株主の権利保護の方策

	会社法 ⁽¹⁾	上場規則 ⁽²⁾	その他 ⁽³⁾
日本	授権資本 ⁽⁴⁾ 内であれば、取締役会の決議。	公募増資に関する規制なし。	<ul style="list-style-type: none"> ・ 法令・定款違反または著しく不公正な方法による新株発行により株主が不利益を受ける恐れがある場合、株主は会社に対して、発行前に差止め請求可能。 ・ 違法な有利発行の場合、取締役および株式を引き受けた者は、会社に対して損害賠償責任有り。 ・ 取締役の善管注意義務違反により会社が損害を被った場合、株主は代表訴訟により取締役の責任追及可能。⁽⁵⁾ ・ 集団訴訟制度なし。⁽⁶⁾
米国	授権資本 ⁽⁴⁾ 内であれば、取締役会の決議。	現金対価の公募増資については、実質的に規制なし(議決権または株式数の20%以上に相当する普通株式発行について、私募で、発行価格が簿価または時価を下回る等の場合には、株主総会の事前承認決議を義務付け)。 ⁽⁷⁾	<ul style="list-style-type: none"> ・ 集団訴訟制度はあるが、business judgment rule の適用により、公募増資に伴う既存株主の持分希釈化を理由としてなされた株主による訴訟の判例は見受けられない。 ・ 米国において既存株主の持ち分を大きく希釈化するような公募増資が行われにくいことについては、以下のようなポイントが考えられる。 <ul style="list-style-type: none"> ① 米国の会社の取締役および上級役員の内構えの問題として、会社経営にあたっては、信任義務を尽くすことにより株主利益の最大化をその目的とすべきであることが強く理解され浸透していること。 ② 米国の会社の上級役員は、その報酬の多くの部分を株価に連動した形態で取得しており、かつその金額的規模は(日本の会社と比較して)大きな金額であること多く、役員の利害が株主利益と整合していること。 ③ 株主(とりわけ機関投資家)が会社経営陣に対してその意向・意見(批判的な意見を含む)を伝え、会社経営に対して事実上の影響力を行使することが日常的に行われていること。株主総会において株主提案がなされたり、取締役の再任について反対されたりという株主総会の場における正式なアクションを起こしうるものが、かかる事実上の影響力の担保にもなっていること。

	会社法 ⁽¹⁾	上場規則 ⁽²⁾	その他 ⁽³⁾
英国 ⁽⁸⁾	<ul style="list-style-type: none"> ・株主に新株引受権があることを明記。 ・取締役が定款または株主総会特別決議において新株発行の授權を承認されている場合（発行株数の上限、効力発生期限（5年未満）を明記）、株主新株引受権の排除が可能。 	<ul style="list-style-type: none"> ・会社法に基づき新株引受権排除の授權を得ている場合等のいくつかの条件において株主新株引受権の排除が可能。 ・ライツイシューを除き、新株を発行する場合、発行価格のディスカウント幅を10%に制限。 	<ul style="list-style-type: none"> ・民間団体プレ・エンプション・グループ（上場企業、機関投資家、金融機関等で構成）が株主新株引受権の排除が認められる条件について、ガイドラインを策定。 ・経営陣から既存株主以外にも割り当てる株式発行が提案された場合の対応のプリンシプルを以下のように明記。 <ul style="list-style-type: none"> ①既存株主以外に割り当てる株式が年間普通株式発行額の5%未満（3年間に7.5%を超えない）、かつディスカウント幅が5%未満の場合、投資家に対する詳細な説明責任は無く、投資家は株主総会にて賛成するスタンス（通常時の要請）。 ②発行株数、ディスカウント幅が上記を上回る場合、経営陣は 1)資金調達目的、2)企業のステージ、3)株主価値の尊重、ガバナンスの実績、4)資金調達の選択肢（株主以外に割り当てる資金調達を行うことの合理性）、5)株主価値及び議決権の希釈化度合い、6)賛成決議以降のプロセス、7)賛成が得られなかった場合の代替案、の7点を投資家に詳細に説明する必要があり、それに基づいて決議を実施（非通常時の要請）。

(1) 米国の場合はデラウェア州法ベース

(2) 日本は東証、米国はニューヨーク証券取引所、英国はFSAのもの

(3) いずれの国にも存在しているものは省略

(4) 変更については株主総会での決議

(5) 米英にも同様の制度が存在

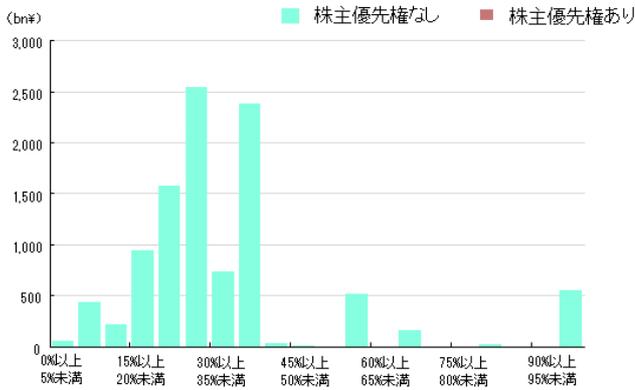
(6) 現在、消費者庁が我が国への導入を予定している集団的消費者被害回復に係る訴訟制度の対象事案は、事業者が消費者に対して負う金銭支払義務であって、消費者契約に関する契約上の債務の履行の請求、不当利得に係る請求、契約上の債務の不履行による損害賠償の請求、瑕疵担保責任に基づく損害賠償の請求、および不法行為に基づく民法の規定による損害賠償の請求とされている

(7) ニューヨーク証券取引所(NYSE) Listed Company Manual § 312.03(c)ほか

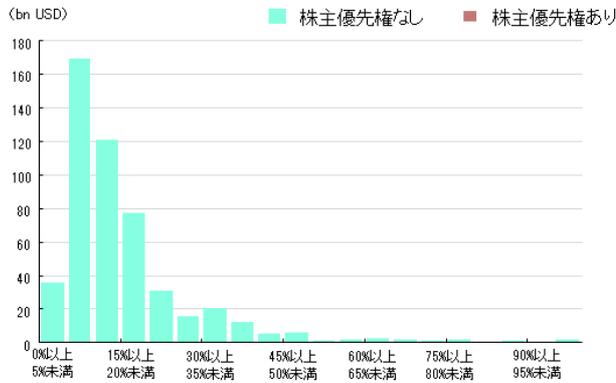
(8) 他の欧州各国もほぼ同等

図表 2-4 各国における増資実施状況（2008.1～）～発行総額ベース～

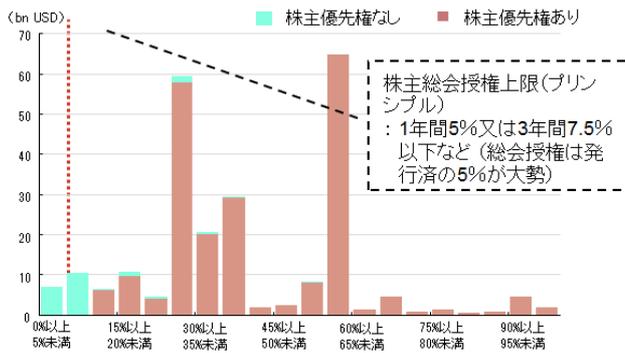
日本:



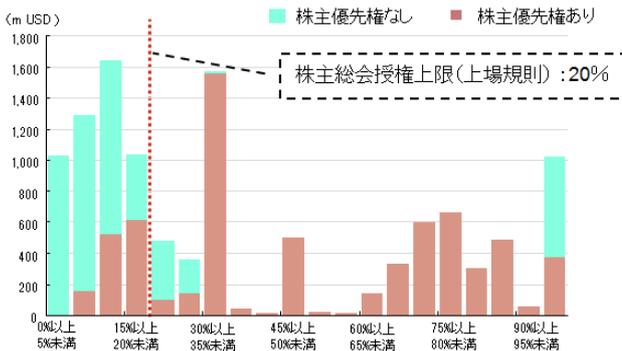
アメリカ:



イギリス:



香港:



- (1) 「株主優先権なし」のデータに、第三者割当増資に該当する手法は含んでいない。
- (2) 「株主優先権あり」のデータは、ライツ・オフリング等の株主に先買権を与える手法。

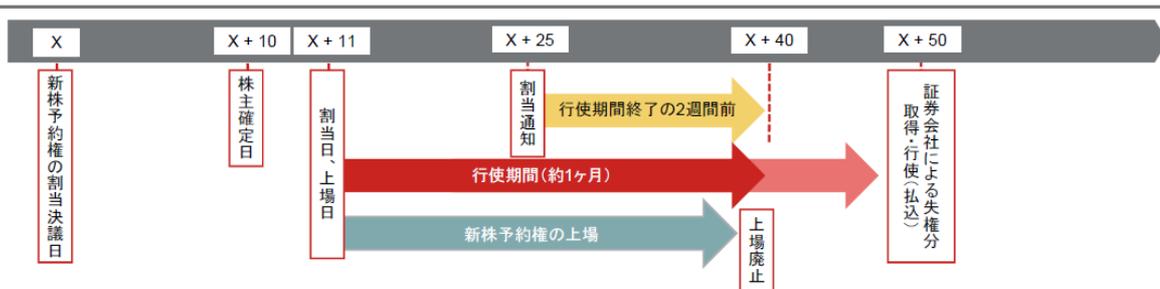
出所 : Dealogic 社データより

図表 2-5 日本におけるライツ・オフリングに係る主な市場整備の状況

時期	概要
2009年12月30日	<ul style="list-style-type: none"> 東京証券取引所、新株予約権の上場規程を改定 <ul style="list-style-type: none"> 割当比率の柔軟化
2010年04月23日	<ul style="list-style-type: none"> 金融庁、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の一部改正 <ul style="list-style-type: none"> 有価証券届出書の提出の期間短縮、目論見書の交付時期の明確化
2010年06月21日	<ul style="list-style-type: none"> 証券保管振替機構、「株式等の振替に関する業務規程」等の一部改正 <ul style="list-style-type: none"> 株主割当に総株主通知を利用、総株主通知に係る手続期間の短縮
2011年03月22日	<ul style="list-style-type: none"> 証券保管振替機構、「株式等の振替に関する業務規程」等の一部改正 <ul style="list-style-type: none"> 総株主通知の請求を株主確定の前営業日の7営業日前に短縮
2011年06月30日	<ul style="list-style-type: none"> 財務省、「所得税法」等の一部改正 <ul style="list-style-type: none"> 無償割当の上場新株予約権を特定口座の受け入れ対象に追加
2011年09月16日	<ul style="list-style-type: none"> 金融庁・開示制度WG・法制専門研究会、報告書公表 <ul style="list-style-type: none"> ライツ・オフリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係
2012年02月09日	<ul style="list-style-type: none"> 日本証券業協会、「ライツ・オフリングに関する論点整理」公表
2012年04月01日	<ul style="list-style-type: none"> 金融庁、金融商品取引法の改正 <ul style="list-style-type: none"> 有価証券の引受の範囲の見直し、目論見書交付方法の弾力化
2012年09月07日	<ul style="list-style-type: none"> 法務省法制審議会、会社法制の見直しに関する要綱を承認

図表 2-6 日本におけるライツ・オフリングの想定される日程

会社法改正後の想定日程



- (1) 一般の新株予約権者の行使期間
- (2) 株主数や株主名簿管理人の実務作業により日程は異なる。
- (3) 簡略化のため日数ベースで記載しており、実際に営業日ベースで日程を検討する場合は異なる。

図表 2-7 米国企業における将来情報の提示

資金使途の内容	表現内容
買収(企業、資産)	<ul style="list-style-type: none"> ・買収案件の詳細 1 社 ・買収に関する定性的評価 11 社 ・産出量に関する定量的予想 5 社 ・埋蔵量に関する定量的予想 1 社 ・売上高に関する予想 2 社 ・開発の実際のスケジュールに関する予想 1 社 ・予想 EPS 上方修正 2 社 ・なし 1 社
負債の返済	<ul style="list-style-type: none"> ・格付け AAA+を維持する等の情報 1 社 ・なし 7 社
設備投資および 一般的事業目的	<ul style="list-style-type: none"> ・油田発見に関する定性的評価 1 社 ・資本政策の方針 1 社 ・S&P500 指数による需要への対応 1 社

出所：開示資料等

図表 2-8 日米の大型公募増資案件における投資家の属性別配分割合

① 国内公募増資案件

投資家属性	配分割合
個人投資家	70～80%
非個人投資家	20～30%

・外国証券会社及びホールセール專業業者分を除く。

② グローバル・オフERING案件

投資家属性	配分割合
国内個人投資家	30～50%
国内機関投資家	5～10%
海外機関投資家	45～60%
うち北米	10～30%
欧州	10～20%
アジア	10～30%

③ 米国公募増資案件

投資家属性	配分割合
個人投資家	0～30%
機関投資家	70～100%
うち北米	60～90%
その他	10-20%

出所：「株券等の配分状況」日本証券業協会、その他開示資料等より作成

図表 2-9 日米の大型機関投資家リスト

(1) グローバル株式運用資産 上位 30 投資家

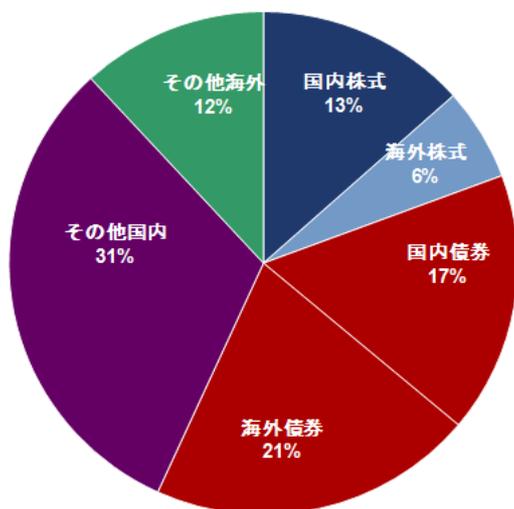
日本の大型機関投資家			株式運用資産(\$mm)	
# 投資家名	スタイル	グローバル	日本	
1	Sumitomo Mitsui Trust Bank, Limited	Core Growth	118,549	68,185
2	Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation	Core Growth	71,767	32,209
3	Nippon Life Insurance Company	Core Value	52,697	49,733
4	Mizuho Trust & Banking Co., Ltd.	Core Growth	37,804	8,038
5	Nomura Asset Management Co., Ltd.	Core Growth	26,782	20,237
6	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	Yield	26,659	26,656
7	BlackRock Japan Co., Ltd.	Core Growth	26,302	1,222
8	Daiwa Asset Management Co., Ltd.	GARP	23,597	6,808
9	Nikko Asset Management Co., Ltd.	Core Growth	21,384	19,844
10	Meiji Yasuda Life Insurance Company	Core Growth	20,669	19,651
11	Sumitomo Mitsui Banking Corp	NA	19,426	19,023
12	DIAM Co., Ltd.	Growth	17,209	6,282
13	Mitsubishi UFJ Asset Management Co., Ltd.	Core Growth	16,524	10,441
14	Goldman Sachs Asset Management Co., Ltd.	Growth	14,230	628
15	Mizuho Corporate Bank, Ltd.	NA	14,087	13,582
16	FIL Investments (Japan) Limited	GARP	14,027	13,694
17	The Dai-ichi Life Insurance Company, Limited	GARP	13,877	13,868
18	Sumitomo Mitsui Trust Asset Management Co., Ltd.	Core Growth	13,505	7,869
19	Sumitomo Mitsui AM Company, Limited	GARP	11,148	4,703
20	Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co., Ltd.	NA	9,980	9,839
21	Shinko Asset Management Co., Ltd.	Core Value	9,745	2,427
22	Mitsui Sumitomo Insurance Co Ltd	NA	8,352	8,352
23	Mizuho Bank, Ltd.	NA	7,231	7,231
24	Mizuho Asset Management Co., Ltd.	Growth	6,101	5,286
25	Resona Bank, Ltd.	Index	5,226	2,738
26	Daiwa SB Investments Ltd.	Core Value	5,214	2,994
27	Sumitomo Life Insurance Co.	Core Growth	5,060	3,908
28	NORINCHUKIN BANK	Index	4,950	1,633
29	JA Kyosai	Core Growth	4,891	3,932
30	JPMorgan Asset Management (Japan) Limited	GARP	4,642	4,386
上位30投資家合計			631,635	395,399

米国の大型機関投資家			株式運用資産(\$mm)	
# 投資家名	スタイル	グローバル	日本	
1	Vanguard Group, Inc.	Index	967,494	20,324
2	BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	Index	867,719	15,775
3	State Street Global Advisors (US)	Index	704,695	1,845
4	Fidelity Management & Research Company	GARP	619,820	14,881
5	Capital World Investors	Core Value	441,610	16,037
6	T. Rowe Price Associates, Inc.	GARP	367,231	2,707
7	Capital Research Global Investors	Core Value	334,442	2,256
8	Wellington Management Company, LLP	Core Value	301,455	4,451
9	TIAA-CREF	GARP	194,157	6,824
10	MFS Investment Management	Core Growth	177,336	7,773
11	JP Morgan Asset Management	GARP	165,185	1,301
12	Dimensional Fund Advisors, LP	Core Growth	156,863	7,792
13	Northern Trust Investments, N.A.	Index	144,369	32
14	Invesco Advisers, Inc.	GARP	129,905	543
15	Columbia Management Investment Advisers, LLC	Core Growth	124,802	241
16	BlackRock Financial Management, Inc.	Core Growth	123,016	378
17	Dodge & Cox	Deep Value	115,223	5,026
18	Mellon Capital Management Corporation	Index	110,373	1,493
19	Geode Capital Management, L.L.C.	Index	109,870	1,906
20	OppenheimerFunds, Inc.	GARP	98,775	1,971
21	AllianceBernstein L.P.	Core Growth	98,059	1,409
22	Franklin Advisers, Inc.	Income Value	91,364	18
23	Jennison Associates LLC	Growth	87,348	29
24	Goldman Sachs Asset Management (US)	Core Growth	83,239	1,319
25	Morgan Stanley Wealth Management	Core Growth	82,717	46
26	Neuberger Berman, LLC	GARP	79,129	282
27	BNY Mellon Asset Management	Income Value	78,655	17
28	Berkshire Hathaway Inc.	GARP	77,230	NA
29	GMO LLC	Core Growth	75,676	5,652
30	American Century Investment Management, Inc.	Core Growth	73,957	650
上位30投資家合計			7,081,714	122,978

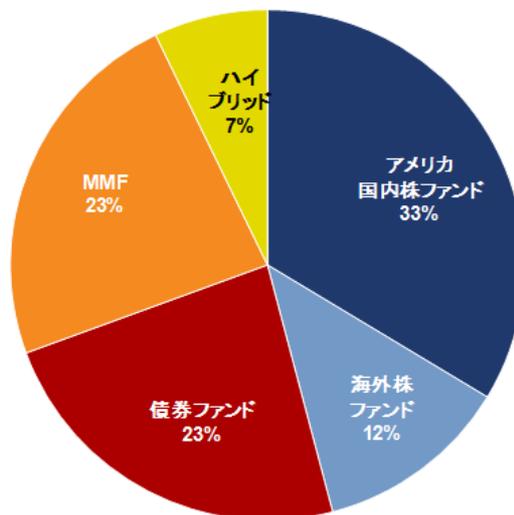
・ 株式運用資産のうち、「日本」は「グローバル」の内訳を表す。
出所 : Carlson

図表 2-10 日米における投資信託・年金の資産配分

国内投信の資産配分 (67兆円)

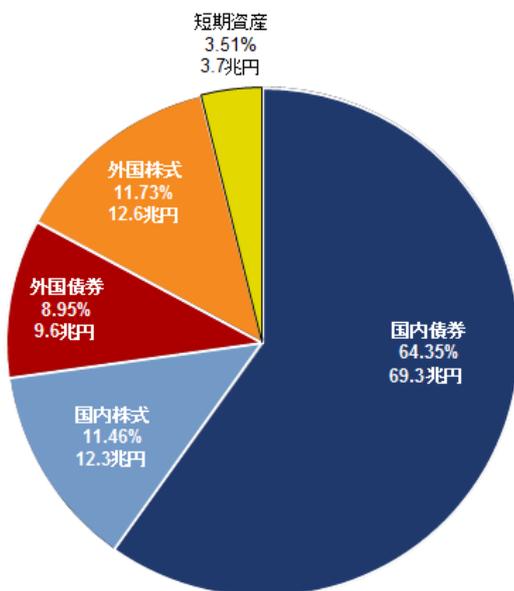


米国投信の資産配分 (11.6兆ドル)



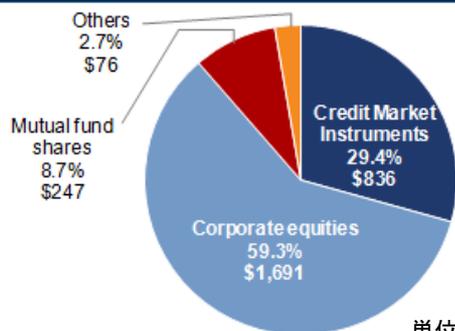
- (1) 国内投信は契約型公募投資信託の純資産総額の構成
 (2) 「その他」には投資信託受益証券、投資証券、預金等を含む。
 出所：投資信託協会 2012年11月末、ICI Factbook 2012

国内年金の資産配分 (2012年2Q 108兆円)



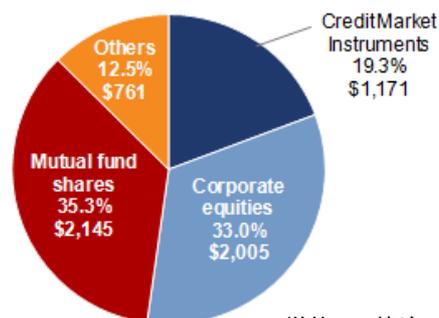
米国年金の資産配分割合 (2011年4Q)

Public Pension Funds (2.85兆ドル)



単位: 10 億ドル

Private Pension Funds (6.82兆ドル)



単位: 10 億ドル

出所：年金積立金管理運用独立行政法人、FRB「Flow of Funds」

図表 2-11 公募増資の日程に関する日米比較

日本⁽¹⁾

形態	件数	決議～ 条件決定 ⁽²⁾	条件決定～ 受渡 ⁽²⁾	募集期間 ⁽²⁾
グローバル・オフ ァリング	33 件	13 日	8 日	2 日
海外募集	9 件	10 日	8 日	—
国内募集	109 件	10 日	8 日	2 日
国内募集 ⁽³⁾	39 件	10 日	12 日	2 日

米国⁽⁴⁾

形態	件数	ローンチ～ 条件決定 ⁽²⁾	条件決定～ 受渡 ⁽²⁾	募集期間
S-1 ⁽⁵⁾	27 件	14 日	6 日	— ⁽⁸⁾
S-3 ⁽⁶⁾	33 件	1 日	6 日	— ⁽⁸⁾
S-3ASR ⁽⁷⁾	84 件	1 日	5 日	— ⁽⁸⁾

(1) 2008 年から 2012 年に日本企業によって実施された公募増資の案件

(2) 中央値ベース

(3) 重複上場・一部指定を伴う案件

(4) 2012 年に金額 1 億ドル以上の募集・売出しを行った米国の一般事業会社に関わる案件

(5) フォーム S-1 による案件 (全ての発行者が利用可能。基本的には IPO 案件)

(6) フォーム S-3 による案件 (12 か月以上の継続開示等一定の要件を満たす発行者が利用可能。基本的には PO 案件)

(7) 自動一括登録制度による案件 (適格著名発行者 (Well-known Seasoned Issuer) による PO 案件)

(8) 基本的には条件決定日のみ

出所: Dealogic 社データより

日証協における行動規範の位置付け等

平成 25 年 3 月 21 日

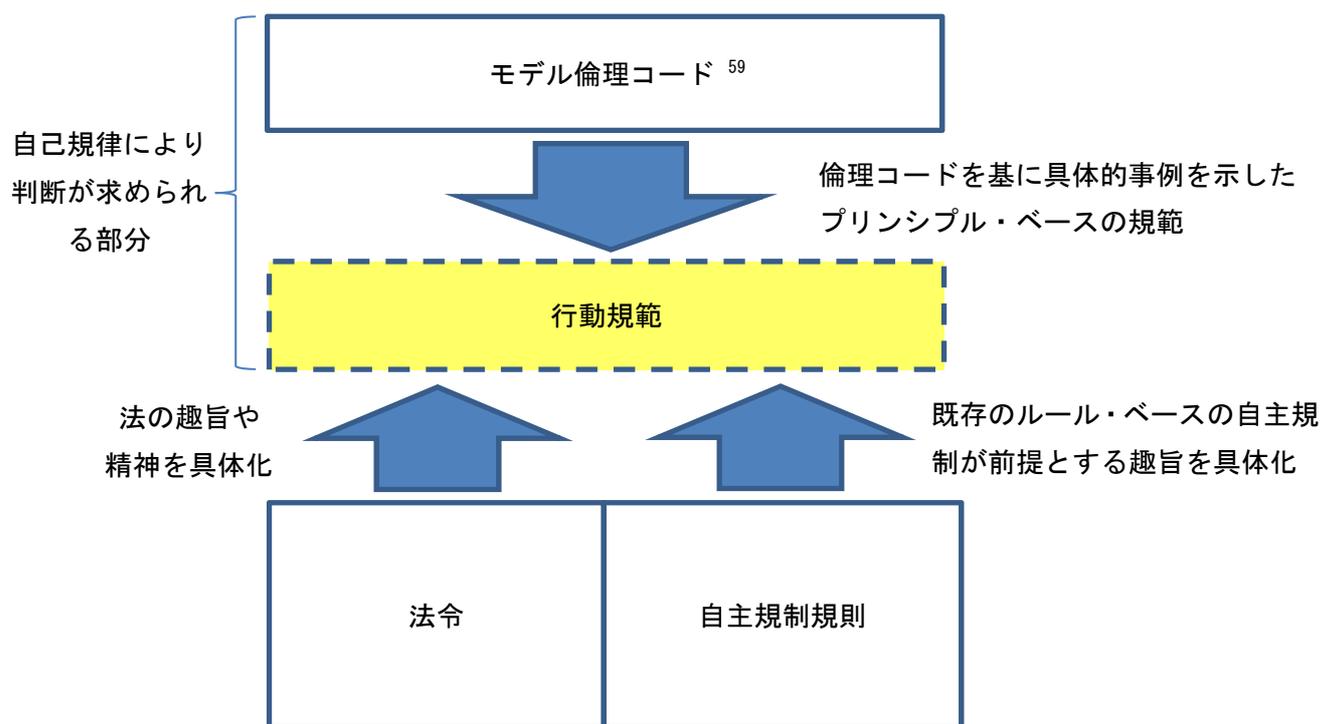
1. 行動規範とは

日証協の定める行動規範とは、「法令及び定款その他の規則等に直接定めのない事項に関する、金融商品取引業者を営む者として望ましいとされるべき行動又は慣行」について定めるもの。（定款施行規則 18 の 2 条 1 項）

平成 19 年 4 月 13 日付け「証券会社の倫理コードに関する研究会」報告書（以下「報告書」という。）では、行動規範を、「各社が保有するいわば高次とでもいうべき倫理コード⁵⁸を基に具体的事例を示したいわばプリンシプル・ベースの行動規範（いわゆるベスト・プラクティス）」として位置付けている。（報告書Ⅲ. 3.）

なお、現在までのところ、日証協では具体的な行動規範を定めたことはない。

2. 行動規範の位置付け（概念図）



〈報告書の内容を基に事務局作成〉

⁵⁸ 現在、協会員は、日証協の「協会員における倫理コードの保有及び遵守に関する規則」に基づき、それぞれに倫理コードを保有するとともに、法令及び規則等に直接定めはないものの倫理コードに照らして望ましくないものであると判断する事案又は望ましくないものに発展するおそれがあると判断する事案について、自主的に日証協に報告する等の義務が課されている。

⁵⁹ モデル倫理コードとは、日証協が「協会員における倫理コードの保有及び遵守に関する規則」に基づき定める、協会員が保有する倫理コードに含めるべき内容。

3. 規範としての効力

- (1) 行動規範は、日証協の自主規制の対象外であり、定款上の処分（譴責、過怠金の賦課等）及び勧告の対象とはならない。
- (2) 行動規範委員会⁶⁰は、協会の行動及び慣行について審議すべき事案が発生した場合は、当該協会員から事情聴取・意見聴取を行うとともに、当該行動又は慣行が行動規範に基づいたものではないと判断した場合には、その旨を公表することができる。（行動規範委員会規則12～13条、定款56条5項2号）

以 上

⁶⁰ 行動規範委員会は、定款第64条の2に基づき設置され、同第56条第5項の規定に基づき理事会から行動規範に関する事項の決議及び業務の執行に係る権限を委任された委員会であり、協会の役職員の他、弁護士・有識者等で構成される。

