

我が国経済の活性化と公募増資等の一層の機能
強化に向けた取組みの状況と今後の対応

平成 26 年 6 月 17 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. 課題への取組みの状況と今後の対応（まとめ）	3
I. 大規模希薄化公募増資への対応.....	3
II. 株主による意思表示の促進.....	4
III. オファリング手法の多様化.....	5
IV. コミットメント型ライツ・オファリングの利便性向上.....	6
V. 公正な取引の促進等.....	7
3. 課題に対する考え方の整理	9
I. 大規模希薄化公募増資への対応の考え方.....	9
II. 株主による意思表示の促進の考え方.....	21
III. オファリング手法の多様化の考え方.....	23
IV. コミットメント型ライツ・オファリングの利便性向上の考え方.....	35
V. 公正な取引の促進等の考え方.....	38
<参考資料集>.....	40

1. はじめに

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。）では、平成 25 年 6 月、我が国における公募増資等を巡る諸課題を整理し、その機能強化・改善に向けて、株主の理解を得るための方策や開示のあり方等について提言を示した報告書「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－」（以下「報告書」という。）を取りまとめ、公表した。

同報告書では、前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、会員における法令や自主規制規則の遵守の徹底、より高度な自己規律の保持、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自らの行動規範とした上で、主に「既存株主の権利保護」、「ファイナンス手法の多様化」及び「公正な取引の促進」の 3 つの観点から提言を行っている。

分科会は、これらの提言の実現に向け、関係各方面に対しても具体的な提案や働きかけを進めていくに当たって、さらに実務的な面から検討を進めるため、平成 25 年 10 月に分科会の下部機関として「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会ワーキング・グループ」（以下「ワーキング」という。）を設置した。

ワーキングでは、平成 25 年 11 月から平成 26 年 3 月までの間、合計 6 回にわたって集中的に検討を行うとともに、分科会では、ワーキングにおける検討状況を踏まえ、報告書の取りまとめ以降平成 26 年 5 月までの間、合計 5 回にわたってフォローアップ会合を重ねた。

本取りまとめは、これまでの分科会における取組みの状況を総括するとともに、今後の対応方針を示すものである。

2. 課題への取組みの状況と今後の対応（まとめ）

分科会では、昨年6月の報告書の取りまとめ以降、同報告書の趣旨を踏まえ、我が国の公募増資を取り巻く5つの課題（Ⅰ．大規模希薄化公募増資への対応、Ⅱ．株主による意思表示の促進、Ⅲ．オファリング手法の多様化、Ⅳ．コミットメント型ライツ・オファリングの利便性向上、Ⅴ．公正な取引の促進等）について、ワーキングにおける検討を基に議論を重ね、時宜を捉えて日本証券業協会（以下「日証協」という。）自主規制部門、取引所及び金融庁に対して働きかけを行ってきた。

5つの課題に対する検討、取組みの状況は以下のとおりであり、今後も継続的に対応を図ることが重要であると考えます。

Ⅰ. 大規模希薄化公募増資への対応

1. 主な問題意識

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薄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。

2. 主な検討事項

- (1) 株主の理解を得るための方策（詳細は9頁）
- (2) 公募増資の合理性等の開示促進（詳細は14頁）
- (3) 増資目的・用途等のわかりやすい開示促進（詳細は14頁）
- (4) 発行会社による将来情報の開示促進（詳細は15頁）
- (5) 必要性・相当性の確保と資本政策等の開示促進（詳細は16頁）
- (6) 公募増資を実施する際の数値基準の策定（詳細は20頁）

3. 主な結論

- ・ 我が国の公募増資については、日米間の規制水準の横並びにとらわれることなく、
① 既存株主の利益に配慮し、② 説明責任を適切に果たすことを通じて、株主の理解を得るための一定の施策を講じる必要がある。
- ・ 公募増資に対する投資家の納得感を高めるためには、発行会社による平常時からの資本政策等の情報発信も重要である。

4. 取組みの状況

(1) 日証協「自主規制会議」に対して、平成 26 年 4 月 22 日、証券会社が公募増資の引受けを行うに際し、次の点についてこれまで以上に確認・徹底されるよう具体的な方策の検討を要請した。

- ① 公募増資の資本効率性への寄与、調達手段、実施時期及び希薄化を踏まえた必要性・相当性の確認
- ② 発行会社の株主に対する説明責任の徹底

(2) 東京証券取引所「上場制度整備懇談会」に対して、平成 25 年 12 月 10 日及び同 26 年 2 月 7 日、我が国の公募増資を巡る諸課題について問題提起を行うとともに、平成 26 年 4 月 18 日、次の点について検討を要請した。

- ・ 発行会社による決算短信等を通じた資本政策等の開示・説明の充実

5. 今後の対応

今後は、日証協証券戦略部門において、上記の日証協自主規制部門及び東京証券取引所における検討の状況をフォローし、適宜、証券戦略会議に対して報告を行う。

II. 株主による意思表示の促進

1. 主な問題意識

我が国においては、公募増資の実施を含む資本政策等に関し、発行会社と機関投資家を始めとする株主との間の相互理解が進んでいないのではないかと。

2. 金融庁における検討

平成 26 年 2 月 26 日、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」では、英国コードを参考とした「責任ある機関投資家の諸原則」（以下「日本版コード」という。）が取りまとめられた。¹

3. 主な検討事項

- ・ 日本版コードを踏まえた市場仲介者の立場からの機関投資家等への働きかけ（詳

¹ 今後、機関投資家においては、日本版コードを受け入れる場合には、その旨の表明及び対応方針等を公表することが期待されている。また、金融庁においては、平成 26 年 6 月 10 日、当該公表を行った機関投資家のリストを公表した。

細は 21 頁)

4. 主な結論

日本が米国よりも大規模な希薄化を伴う公募増資が行われやすい状況について、何らかの対応策を検討すべきであり、株主が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。

5. 取組みの状況

ISS (Institutional Shareholder Services Inc. : 議決権行使助言会社) や ACGA (Asian Corporate Governance Association : アジア・コーポレート・ガバナンス協会) との間で、株主による意思表示の促進について意見交換を行ってきた。

6. 今後の対応

今後は、日証協証券戦略部門において、日本版コードの定着状況を踏まえ、これが発行会社の行動にどのような変化をもたらすのかを注視し、必要に応じて対応を検討していく。

Ⅲ. オファリング手法の多様化

1. 主な問題意識

- ・ 米国では、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、安定操作取引はほとんど行われていない。
- ・ 昨今の公募増資では、条件決定後に不自然な空売りが散見されており、それが主幹事証券会社の安定操作取引に係るリスクを必要以上に高めているのではないか。

2. 主な検討事項

- ・ 需要申告を注文扱いとすることによる安定操作取引の必要性の低減 (詳細は 23 頁)
 - ① 安定操作取引の意義、現状と問題意識
 - ② 需要申告を注文とするメリット (価格設定の精緻化、調達コストの低減等)
 - ③ 法的論点整理

④ 投資家属性に応じた実務対応の工夫 等

3. 主な結論

- ・ 需要申告を注文として扱うことは、現在、特段の法律上の支障があつてできないわけではない。
- ・ その実施に際しては相応の事務負担が生じることに留意しつつ、実務上の対応においてどのような工夫を図ることにより、証券会社のビジネス上の判断として行い得るものとなるか、検討を進める必要がある。

4. 取組みの状況

需要申告を注文とするための方法について、ワーキングにおける検討状況を踏まえ、証券会社の事務負担、顧客への説明等の観点から引き続き検討を行ってきた。

5. 今後の対応

- ・ 今後は、日証協証券戦略部門において、公募増資を取り巻く将来的な制度環境の変化や技術革新等の進展並びに各社の取組みを踏まえ、中長期的な観点から需要申告を注文とするための取組みを継続していく。
- ・ 各社の取組みとしては、例えば、需要申告を注文扱いとすることに対する垣根が比較的低いと思料される新規公開案件において、可能な範囲で試験的に需要申告を注文とみなす手法を導入するなど、実務面での改善・工夫を積み重ねていくことが考えられる。

IV. コミットメント型ライツ・オファリングの利便性向上

1. 主な問題意識

我が国においてコミットメント型ライツ・オファリングが普及しない要因の一つとして、ライツ・オファリングの期間の長期化が指摘されている。

2. 金融庁における検討

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成 25 年 12 月 25 日）では、上場企業の公募増資の際の

待機期間の撤廃について、特に周知性の高い企業の普通株式等が対象とされ、当該企業における機動的な資金調達が可能となった。ただし、現状では、新株予約権は対象とされていない。

3. 主な検討事項

- ・ 上記の金融審議会ワーキングでの議論を踏まえ主張すべき点はないか。(詳細は35頁)

4. 主な結論

ライツ・オフリングの際に権利行使を判断するのは基本的には既存株主であり、普通株式等よりも判断が困難とは言えないと考えられることから、同オフリングの新株予約権も待機期間撤廃の対象とされるべきである。

5. 取組みの状況

上記の金融審議会ワーキングにおいて、同オフリングの新株予約権も待機期間撤廃の対象とされるよう要望を行った。

6. 今後の対応

同オフリングの新株予約権も待機期間撤廃の対象とされるよう、また、その他の実務上の懸念点が解消されるよう、必要な働きかけを行っていく。

V. 公正な取引の促進等

1. 主な問題意識

- ・ 日本版レギュレーションM（公募に際して空売りした者への割当て禁止）に、複数の証券会社を跨いだ取引など規制の潜脱が生じていないか。
- ・ 公募増資に際してアナリスト・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ことはないか。

2. 主な検討事項

- ・ 日本版レギュレーションMの潜脱について、どのような検討が可能か。(詳細は

38 頁)

- ・ アナリスト・レポートの作成・公表について、届出前勧誘に該当しない行為の明確化に際してどのような検討が行われるべきか。(詳細は 39 頁)

3. 主な結論

- ・ 日本版レギュレーションMの潜脱について、証券会社において把握し得る「兆候」はないか、検討を行う必要がある。
- ・ 届出前勧誘に該当しないアナリスト・レポートの類型や、社内体制のあり方などについて、日証協自主規制部門において検討していく。

4. 取組みの状況

- ・ 日本版レギュレーションMについて、証券会社間の該当銘柄の移管など、兆候となり得る事例について継続的に検討を行ってきた。
- ・ 届出前勧誘に該当しないアナリスト・レポートの類型や、社内体制のあり方などについて、日証協自主規制部門において検討が開始された。

5. 今後の対応

- ・ 日本版レギュレーションMについては、東京証券取引所とも連携を図りながら、引き続きその状況を見極めていく。
- ・ アナリスト・レポートについては、日証協自主規制部門における検討の状況をフォローしていく。

3. 課題に対する考え方の整理

分科会における、これまでの取組みと今後の対応方針の基となった、我が国の公募増資を取り巻く各課題に対する考え方は、以下のとおりである。

I. 大規模希薄化公募増資への対応の考え方

1. 株主の理解を得るための方策

(1) 我が国における新株発行の仕組み

我が国では、会社法及び取引所規則を通じ、主に以下のような新株発行の仕組みが設けられている。

① 会社法

イ) 授権資本制度

我が国の会社法は、株主の新株引受権に関する規定を置いていないが、取締役会の決議により株主に対して株式の割当てを受ける権利を与えることを認めている。

新株の発行は、定款で定められた授権資本（発行可能株式総数）の枠内であれば、取締役会の決議で発行可能である。ただし、有利発行にあたる場合は、株主総会の特別決議が必要となる。

授権資本（発行可能株式総数）を変更するためには、株主総会の特別決議が必要となる。

ロ) 不公正発行・有利発行規制

会社法上、法令・定款違反又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に、株主は、会社に対して発行前に差止め請求が可能とされている。

有利発行の場合、株主総会の特別決議を得る必要があり、これに反して違法な有利発行を行ったときは、取締役及び株式を引き受けた者は、会社に対して損害賠償責任を負うこととされている。

ハ) 募集株式等の割当てに係る特則

現在、国会に提出されている「会社法の一部を改正する法律案」（平成 25 年 11 月 29 日国会提出、平成 26 年通常国会において継続審議中）では、以下のとおり、今後公開会社における募集株式等の割当てに係る特則を設けることとさ

れている。²

- a) 公開会社は、募集時に引受人に割り当てる株式等の議決権（引受人の子会社等の分を含む）の割合が2分の1を超える場合には、株主に対して当該引受人の氏名・名称などを通知又は公告しなければならない（有価証券届出書を提出する場合には通知不要）。
- b) その上で、10分の1以上の議決権を有する株主が反対したときは、払込期日の前日までに株主総会の普通決議を得なければならない。ただし、会社の存立のために緊急の必要があるときは、この限りでない。

② 取引所規則（東京証券取引所）

企業行動規範において、第三者割当増資に係る遵守事項が規定されており、希薄化率が25%以上となる時、又は支配株主が異動するときは、発行会社は原則として以下の手続きを経ることとされている。

- a) 第三者機関による第三者割当の必要性及び相当性に関する意見の入手、又は
 - b) 株主総会の決議等株主の意見確認
- 現在、公募増資の希薄化に関する規定は置かれていない。

(2) 株主の理解を得るための方策の必要性

報告書では、「我が国と法制度が類似する米国では、我が国と同様に現金払込みによる公募増資の希薄化に関して規制を行っておらず、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規制に実質的な差はない。それにもかかわらず、日本の方が大規模な希薄化を伴う公募増資が行われやすいという現状がある。」との指摘がなされている。〔参考資料3参照〕

最近行われた大規模な希薄化を伴う公募増資が真に既存株主の利益を侵害したか否かは、短期間では判断が難しいところであるが、報告書で指摘されたような状況を踏まえると、少なくとも我が国の公募増資については、日米間の規制水準の横並びにとられることなく³、株主の理解を得るための一定の方策を設けることが適切と考えられる。

ワーキングでは、株主の理解を得るための方策は様々考えられるところ、① 公募増資実施時の株主総会決議、② 定時株主総会における毎年の公募増資枠の決議、

² 公開会社における募集新株予約権の割当て等についても、上記と同趣旨の特則が設けられる予定。

³ 英国や香港では、公募増資を行おうとする場合、一定の条件に応じて株主総会決議が必要となるが、これらの国では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。我が国では、ライツ・オフリングは未だ企業の主要な資金調達手段となっていない状況に鑑みるに、英国や香港に即して我が国の公募増資の規律付けを考えていくことは、現時点では慎重に考える必要がある。

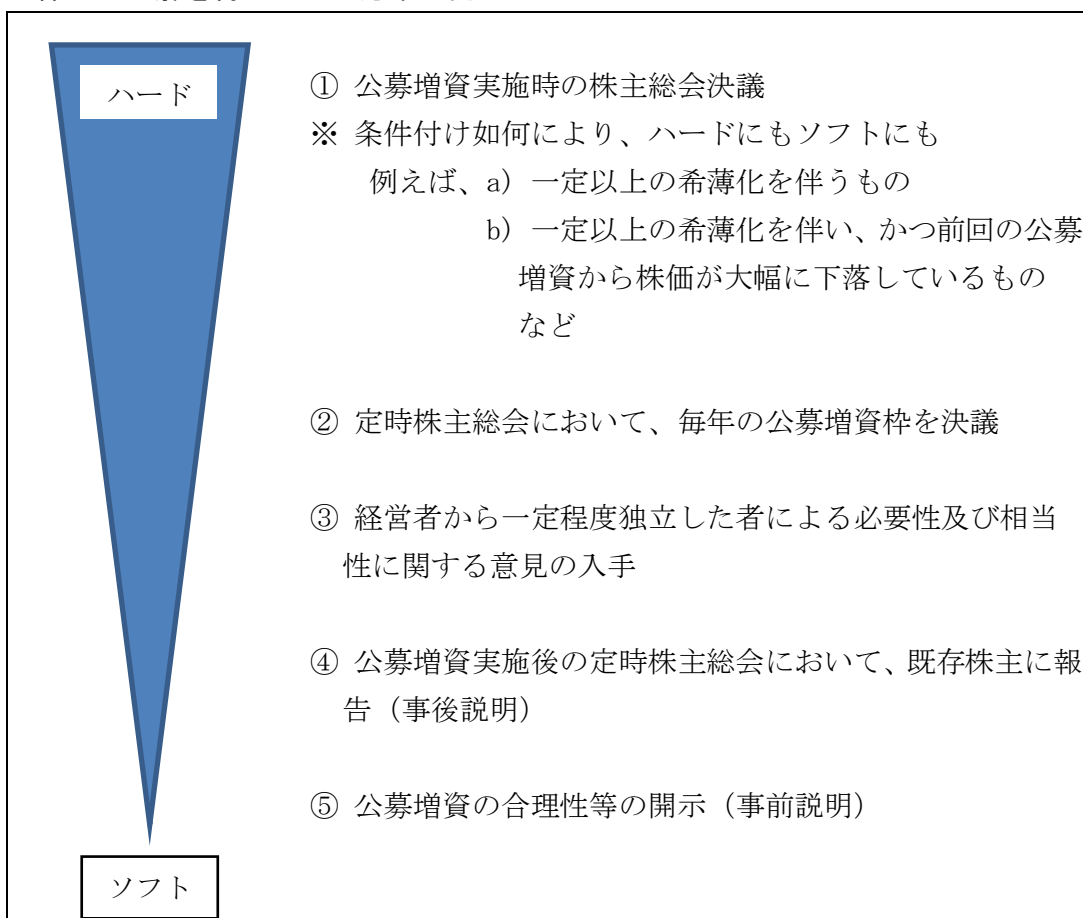
- ③ 経営者から一定程度独立した者による必要性及び相当性に関する意見の入手、
④ 公募増資実施後の定時株主総会における株主への報告（事後説明）、⑤ 公募増資の合理性等の開示（事前説明）のそれぞれの方策について現実性、実効性等の観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。（⑤については、後述 2. に記述）

- 「④ 公募増資実施後の定時株主総会における株主への報告（事後説明）」については、以下の理由により、説明責任を適切に果たすことで既存株主の利益に配慮することにもつながることから、ある程度現実的かつ実効性のある対応であり、株主の理解を得るための様々な方策の中の選択肢の一つと考えられるのではないかと。
- ✓ 事後とはいえども、経営者にとっては相当のプレッシャーになると思われ、一定の効果が期待できると思われる。また、取締役選任議案への賛否を通じて、既存株主の意思を問うことも出来ること
- ✓ 総会の出席者が事実上限定的であり、増資を理解せず売却した株主は総会に出席しないものの、多くの株主が経営者に接することができる最大の機会であること
- 説明の内容としては、公募増資実施の際に経営陣として考えた調達必要性や相当性、その後の株価及び業績推移等が考えられる。
- 説明の方法としては、直接に議場で報告することを前提に、株主総会招集通知上の「事業報告」の「資金調達の状況」における事実の記載⁴に、調達の必要性や相当性について説明を追加することが考えられる。

⁴ 現在は、xxに充当するため、平成xx年xx月xxを払込期日とする募集による新株式発行によりxxx万株を発行し、xxx億円を調達しました等の記載が一般的。

<株主の理解を得るための方策の例>



なお、「① 公募増資実施時の株主総会決議」は、大規模希薄化公募増資を抑制する観点からは直接的な効果を発揮すると考えられるものの、以下の点を踏まえると、現実的な対応とは言えない。

✓ 授権資本制度の意義と株主総会決議の義務化を考えると、そもそも「機動的な資金調達」（取締役会による新株発行の決議）は、究極的には株主のための行為であると考えられる。したがって、「機動的な資金調達」と「持株比率の維持」は、「会社対株主」ではなく「株主対株主」の異なる利益をどう調整するかという問題である。取締役会への授権枠は、会社法上、元々株主が決定し、取締役会に授権したものであることを踏まえると、それを制約することは株主による定款自治を否定することになり、会社法の趣旨に整合しないと考える。

5

✓ 公募増資の必要性・相当性を適切に判断するためには、株主として十分な情報

⁵ 第三者割当増資については、原理的に持株比率の維持が不可能であり、公募増資とは異なると考えられる。

の提供を受けることが必要となるが、かかる情報をすべからず事前に公にすること（投資計画や代替措置等を時期尚早な段階で公に開示すること）は適切とは言えず、また、公募増資の検討が世の中に知られることで、株価に影響が出かねず、結果として既存株主の価値を毀損することも懸念される。

- ✓ 株主総会の開催は、発行会社の規模によって異なるが概ね1か月半程度は要している。株主総会決議を要件とするのは、公募増資の機動性を損なうこととなる。

<参考：授権資本制度の沿革>

時 期	事 柄
昭和 23 年 商法改正 以前	「株金分割払込制度」において、必ずしも株金全額の払込みがあることを要せず、株金額の四分の一以上の払込みがあることをもって足りることとされ、残額は取締役会の判断により、事後的に会社の資金需要に応じ徴収し得るとされていた。
昭和 23 年 商法改正	株金分割払込制を廃止し、株式の全額払込制を採用。新株発行を株主総会の特別決議とした。
昭和 25 年 商法改正	「授権資本制度」を導入。定款に発行予定株式総数を記載した上で、会社設立に際してはその四分の一以上の株式の引受けがあれば足り、残余については取締役会の権限で随時発行することができることとした。（四倍規制）
平成 13 年 会社法改正中間試案（パブリック・コメント）	全ての株式会社について、発行済株式総数の五分之一を超える新株を発行する際には、株主総会の特別決議による授権がなければならないとすることについて、パブリック・コメントを実施。 ⇒ 経済界ほかからの強い反対により廃案

「② 定時株主総会における毎年の公募増資枠の決議」については、具体的な公募増資の目的（資金使途）が明らかになっていない中、公募増資の目的との関係を離れて、公募増資の必要性・相当性を判断することは困難であること、また、「③ 経営者から一定程度独立した者による必要性及び相当性に関する意見の入手」については、大規模な希薄化を伴う公募増資の必要性及び相当性の判断に当たっては、発行会社の経営方針や事業環境との整合性のみならず、市場に与える影響等も踏まえた幅広い検討が必要であり、増資情報未開示の中でそのような外部者を確保することは第三者割当増資と比べても困難であること等から、それぞ

れ証券界としては積極的に推進すべき手法とまでは言い難い。

2. 公募増資の合理性等の開示促進

報告書では、公募増資の合理性等の開示促進に関して、「例えば、一定水準以上の大規模な希薄化を伴う公募増資を実施する場合には、発行会社に対して、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薄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も考えられる。」との指摘がなされている。

我が国では、第三者割当増資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。〔参考資料4参照〕

ワーキングでは、仮に、発行会社に対して公募増資の合理性等の開示を要請することとした場合、資金調達手段を比較衡量している現行の開示の実例から参考とすべき点はあるか、また、その他合理性の開示にあたり留意すべき点はあるかといった観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- エクイティ・ファイナンス（株式）の中での比較は手法の違いに起因するものとなり形式的な開示になりやすいと思われるため、例えば、以下の点に絞った公募増資の必要性・相当性の説明を行うことが考えられるのではないかと。
 - ① 調達手段（デット・ファイナンスとの比較）
 - ② 希薄化率（何故、これだけ大規模な希薄化を伴う増資を行うのか）
- 上記①の調達手段を説明する場合、「資金調達の目的」の合理性と「資金調達の手段」の合理性とを一体として検討したうえで合理性を説明することが必要である。例えば、資金使途が設備投資であれば当該設備投資によるリターンとその時間軸及びこれに伴うリスクに鑑みて、これをデットで調達することと、公募増資で調達すること、その組み合わせで調達することなどの種々の選択肢のうち、どれが株主の利益に最も適うかを説明することが必要と考えられる。

3. 増資目的・使途等のわかりやすい開示促進

英国の Pre-Emption Group のプリンシプル（平成 20 年 7 月）では、ライツ・オフアリング以外の株式発行により既存株主以外に割り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、発行会社の経営陣は、以下の7点を既存株主に詳細に説明すべきとしている。〔参考資料5参照〕

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">① 資金調達の目的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薄化度合い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プラン |
|--|

ワーキングでは、上記の Pre-Emption Group のプリンシプルに基づく説明事項等から参考とすべき点はあるかといった観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 増資の目的や用途について、増資の際の一度きりの説明であったり、平常時からの開示情報との整合性のない説明であったりでは、説得力がない。したがって、発行会社においては、平常時からの継続開示やIRにおいて資本政策や資本効率に対する考え方について一貫性のある情報発信を行っておき、これとの整合性のある内容の「公募増資の目的（資金用途）」を増資の際に提示できる必要がある。
- この「公募増資の目的（資金用途）」に加え、形式的ではなく実質的な開示が期待でき、株主に対する説明責任の一助となることが想定される、「企業のステージ」、「株主価値及び議決権の希薄化度合い」について、特に開示を求めていくことが考えられる。

4. 発行会社による将来情報の開示促進

報告書では、「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。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、発行会社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。」との指摘がなされている。

ワーキングでは、具体的にどのような将来情報が投資家の投資判断に有用であるかとの観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 将来情報は、① 一般論として言えば、投資家の投資判断にとって有用性のある情報となり得るものである反面、② 公募増資の際に投資家向けに提供される将来情報は、ややもすると過度に楽観的な内容となって投資家をミスリードする危険があり、両刃の剣の性格をもっている。

現状、我が国における将来情報の開示は、一般的には流通市場において適時開示等を通じて行われており、公募増資の際には特段開示はなされていないが、上記②の投資家をミスリードする懸念を踏まえると、現時点においては引き続き平常時からの開示において活用することを主眼とし、実際の公募増資の際における将来情報の開示は限定的なものにとどめることが望ましい⁶のではないかと考えられる。

- また、本件は中長期的な課題として、主な投資家がどのような将来情報にニーズを持っているかのヒアリング、諸外国における開示の状況調査等について、外部への研究委託を行うことも有用と考えられる。
- なお、流通市場では適時開示等を通じて公にされている、定性的・定量的な「将来情報」については、投資家の投資判断に有用な情報を分別し、ファイナンス時においても開示しやすい環境を整備すべく、ベストプラクティスやガイドラインの策定を進めるべきであるとの考え方もある。

5. 必要性・相当性の確保と資本政策等の開示促進

ワーキングでは、既存株主の利益を保護するための必要性・相当性の確保と資本政策等の開示促進について、検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

⁶ 米国のように訴訟環境の整った市場においては、かかる事後的な訴訟・摘発のリスクが発行会社に対する抑止力になるといえるが、日本においては、未だそういった土壌があるとは言い難い。

(1) 既存株主の利益

方策を考えるにあたり、現在の公募増資の仕組みや特性を踏まえると、以下のよう
なケースが既存株主の利益を損ねる可能性がある。

① 公募増資の調達目的や資金使途が不適切であった場合

1株当たりの収益性の向上・改善に繋がらないと、株式価値が毀損すること
となる（注1）。また、公募増資の実施を発表した際に、投資家からそのような
予測がなされると、条件決定前から投資家が株式を売却する行動が合理的とな
る。

（注1） 公募増資の実施による財務内容の改善が、会社の事業継続性を確保するた
めに必要不可欠な場合には、結果として株式価値の毀損（全損）を免れるケー
スもある。

② 株価が割安である場合

上記①の投資家の予測が反映された状況を含め、株価が割安な時点で公募増
資が実施されると、既存株主の株式価値が新株主に移転する。

③ 既存株主に参加の機会が十分に与えられない場合

公募増資に伴う希薄化により既存株主の持分が低下すると、自らも株主にな
ることによる上記②の株式価値の移転の回避ができず、また、増資の効果が発
現したときには十分な利益を享受できない。

（注2） 上記は、必ずしも公募増資に限られるものではなく、第三者割当増資にも共通す
る考え方といえる。

(2) 既存株主の利益への配慮

① 既存株主の利益に配慮した企業行動

上記(1)を踏まえると、公募増資の実施に当たっては、次の事項について、これ
まで以上に配慮する必要がある。

イ) 1株当たりの収益性の向上・改善をもたらすことが見込まれる合理的な調達
目的及び資金使途があること（注3）

（注3） 公募増資の実施による財務内容の改善が、会社の事業継続性を確保するた

めに必要不可欠な場合など、例外的に許容されるケースもあり得る。

- ロ) 株価が割安又は割安になり得ると判断される場合には、公募増資の必要性・相当性についてより慎重な検討が行われること
- ハ) 株主に対して平等な参加機会が提供され、それが困難な場合には、特定の株主に参加機会が提供されないことに対する説明責任が果たされること(注4)
(注4) 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などが想定される。ここでいう「平等な参加機会の提供」とは、株式の保有状況に見合った幅広い投資家に参加の機会を提供することであり、例えば、グローバル・オフリングの検討に際して、現地での開示など事務・コスト負担と調達額等を勘案した上で不実施の判断をし、株主に対する説明責任を果たすという方法も許容されるものとする。

(注5) 上記は、必ずしも公募増資に限られるものではなく、第三者割当増資にも共通する考え方といえる。

② 既存株主の利益に配慮するための具体的な方策

具体的には、以下の方策が考えられる。

<引受証券会社による確認・検討等>

- 本件を引受証券会社の問題として捉えると、証券会社が引受けを行うに当たって、公募増資の資本効率性への将来的な寄与、調達手段、実施時期及び希薄化率を踏まえた必要性・相当性の確認・検討を行うよう改めて徹底することが考えられる。

なお、実施時期については、発行会社が現在の株価水準で公募増資を行うことの資本政策全体の中での整合性について確認を行うことが考えられる。

(注6)

(注6) 例えば、比較的近い時期に自己株式取得を行ったか、そのときの株価水準と比較してどうか、といった資本政策全体の整合性を引受証券会社が確認・検討し、整合性に疑問が生じ得る場合、公募増資の必要性・相当性(エクイティで資金調達を行うと判断した理由)の開示を通じて説明を行うことが考えられる。

- また、引受証券会社が発行会社に対して株主の平等な参加機会に配慮した提

案（注7）を行うよう徹底することが考えられる。

（注7）株式の保有状況に見合った幅広い投資家に参加の機会を提供するか、それが困難な場合にはその旨を株主に説明すること。

- それ以外にも、引受証券会社は、公募増資の時点では特に資本効率性への将来的な寄与、調達手段、実施時期及び希薄化率を意識した公募増資の必要性・相当性について開示・説明を尽くすよう発行会社に求めることが考えられる。（注8、9）

（注8）現時点では、ROE等の特定の将来指標の開示までは求めず、公募増資の必要性・相当性の開示・説明の中で、公募増資を通じて調達した資金が「資本効率性の将来的な向上・改善・維持に寄与すると判断した理由」について開示する。

（注9）また、実際に資本効率性に寄与したかは事後的にしか判明しないこと、我が国において中心的な配分先である個人投資家にとって直近の公募増資後の状況を比較可能な形で把握することは投資家サイドのリテラシー向上にも資する可能性があること等を踏まえ、公募増資を行った会社の資本効率性が事後的にどのように変化したか（公募増資前後のROE等の推移等）について、一覧性を持たせた形で継続的な情報発信がなされることも方策の一つとして考えられる。

<発行会社による資本政策等の平常時からの開示>

- 上記の引受証券会社による確認・検討等については、証券会社が直接的に働きかけができるのは主に「公募増資実施時」であり、「平常時」あるいは「公募増資実施後」に効果的にリーチするためには、取引所を始め関係方面との連携が有効と考えられる。
- 特に、投資家が公募増資の必要性・相当性を「納得感」を持って受け入れるためには、上場会社において、平常時から、資本政策や資本効率に対する考え方について、統合的な情報発信がなされることが重要と考えられる。
- このため、例えば、取引所が規定する決算短信（添付資料を含む。）等を通じて、上場会社がこれらの考え方について、「平常時」から継続的に発信するための仕組みを整備することが望まれる。
- これにより、「公募増資実施後」の定時株主総会においても、期中に行われた公募増資について投資家と発行会社との間の直接的な対話が活発になる（＝事後的な説明機会の創出）といった効果も期待される。

6. 公募増資を実施する際の数値基準の策定

ワーキングでは、一般的な公募増資全般に当てはまる施策だけではなく、大規模希薄化公募増資だからこそ必要な措置等についても検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

(1) 説明責任と数値基準

- 前述において発行会社の開示（説明）を求めるべきと整理した以下の事項

- ① 必要性・相当性の開示
 - イ) 資本効率性への将来的な寄与、調達手段（デット・ファイナンスとの比較）及び実施時期
 - ロ) 希薄化率（何故、これだけ大規模な希薄化を伴う公募増資を行うのか）
- ② 増資目的・用途等のわかりやすい開示
 - イ) 平常時からの情報発信と整合性のある公募増資の目的
 - ロ) 企業のステージ
 - ハ) 株主価値及び議決権の希薄化度合い
- ③ 公募増資実施後の定時株主総会における説明

のうち、特に希薄化の度合い等に比例して説明責任が増すと考えられる項目として、「①ロ) 希薄化率（何故、これだけの大規模な希薄化を伴う増資を行うのか）」及び「③ 公募増資実施後の定時株主総会における説明」については、一定の基準を超えたものについて、説明内容を充実させる観点から追加的に開示・説明を求めることも考えられる。

（注 10）金額基準についても、公募増資による調達金額の多寡により影響を受ける既存株主の数や、資本市場に与える影響の度合いに差異があることを踏まえ、必要に応じて何らかの基準を設定することが考えられる。

(2) 株主総会決議と数値基準

- 公募増資に際して一定の数値基準を超えた場合には株主総会決議を求めるといった規制については、経営者による株主選択等の問題がない中で、株主により取締役会に授権された権限を外部から制限することの是非、最低限のラインを示すとしても客観的・合理的な基準を示すことの困難さ等から、やはり適切な方策ではないと考えられる。

II. 株主による意思表示の促進の考え方

ワーキングでは、今後の日証協の対応として、機関投資家による大規模希薄化公募増資へのアプローチが「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップコード）（以下「日本版コード」という。）の策定によりどのように変化し、発行会社への関与に繋がっていくのか、機関投資家等に対して市場仲介者の立場から積極的に働き掛けるべき点はあるかといった観点から検討を行った。

金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」では、英国コードを参考としながら、我が国独自の原則も加味し、日本版コードについて以下のとおり取りまとめられている。

<全7原則のうち、大規模希薄化公募増資に関連しそうなもの>

原則3： 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

（指針の概要）

- ・ 中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、投資先企業の状況を的確に把握することが重要である。
- ・ こうした投資先企業の把握は継続的に行うべきであり、また、実行的な把握ができているかを適切に確認すべき。
- ・ 把握する内容は、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略や業績等であるが、最終的には機関投資家が自らのスチュワードシップ責任に照らして判断する。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事象については早期に把握できるよう努めるべき。

原則4： 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

（指針の概要）

- ・ 中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を投資先企業との間で建設的に行い、当該企業と認識の共有を行うべき。その際、投資先企業の企業価値が毀損するおそれがある

ると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、問題の改善に努めるべき。

- ・ 以上を踏まえ、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべき。
- ・ 投資先企業と対話を行う機関投資家は、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては基本的に慎重であるべき。

原則5： 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

(指針の概要)

- ・ すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、行使にあたっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえて議案の賛否を判断するべき。
- ・ 議決権の行使について明確な方針を策定し、これを公表するべき。当該方針は、単に形式的な判断基準にとどめるものではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫するべき。

また、ISS (Institutional Shareholder Services Inc. : 議決権行使助言会社) では、「日本向け議決権行使助言基準 (概要)」において、「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」との基準が示されている。

分科会では、ワーキングでの検討等を踏まえ、次のように考える。

- 今後の日証協の対応としては、日本版コードに「議決権の行使に関する明確な方針の保持」等が盛り込まれたことを踏まえ、株主総会において取締役選任議案に係る議決権の行使を検討する際には、「必要性・相当性について合理的な説明のない大規模な公募増資」も考慮するよう、ISS や ACGA (Asian Corporate Governance Association : アジア・コーポレート・ガバナンス協会) と連携しつつ、機関投資家に働きかけを行うべきである。
- なお、公募増資に対する機関投資家の行動様式が、日本版コードの策定によりどのように変化し、発行会社への関与に繋がっていくのかについても、引き続き注視していくべきである。

Ⅲ. オファリング手法の多様化の考え方

1. ブック・ビルディングにおける需要申告の注文扱い、安定操作取引のあり方と新たな裁定取引への対応

報告書では、「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。」との指摘がなされている。

また、「昨今の公募増資においては、日本版レギュレーションMの規制対象外となっている条件決定後に不自然な空売りが散見されており、それが主幹事証券会社の安定操作取引に係るリスクを必要以上に高めているのではないか。」との指摘がなされている。

ワーキングでは、我が国の公募増資におけるオファリング手法の多様化を図る観点も踏まえ、我が国においてブック・ビルディングにおける需要申告（以下「需要申告」という。）を注文として扱うことの必要性、メリット・デメリット、実現に当たってクリアすべき実務上の課題や法的課題等について検討を行った。

(1) 安定操作取引の意義、現状と問題意識

現状、安定操作取引は、日本国内で行われる株式募集・売出し案件において、募集期間⁷中に株価が下落することを回避し、引受証券会社に募残が発生することを防ぐことで、流通市場における需給環境の安定に寄与する⁸とともに、発行会社による資金調達を容易にし、ひいては資本市場の機能を円滑に発揮させることに繋がっている。

一方で、現在の市場慣行においては、募集期間中に株価下落のおそれがある場合には、安定操作取引により募集価格を上回る水準に株価が買い支えられることが半ば当然のことと捉えられていることから、前述のような我が国固有とも言える不自然な空売りが横行するといった弊害が指摘されている。

また、引受証券会社が安定操作取引を行う場合には、安定的な募集販売を行うために、ディスカウント率を海外に比して大きくしなければならない（発行者の調達

⁷ 個人投資家も含めた幅広い募集活動を実現するため、通常2日間程度の募集期間が設定される。

⁸ 安定操作取引で買い付けられた株式は、オーバー・アロットメントにより生じたショートポジションの数量を減少させるために行う取引に充てられるケースがあり、募残のように必ずしも市場での売却には繋がらない。

コストが高くなる)との指摘もある。

このような理解に立てば、本来、安定操作取引によって便益を受けるのは資本市場全体であり、その実施の要否については、資本市場の適切な機能発揮を損ねないことを前提に、個別案件の状況に応じて引受証券会社自身が適切に判断していくべきではないかと考える。

(2) 需要申告を注文とするメリット

通常の公募増資の手法（需要把握、条件決定後に募集期間を設定）に加え、需要申告を注文とすることにより、需要把握と取得の申込みの受け付けを一体化し、募集期間を設けない形での新たな公募増資の手法が現実的なものとなれば、以下のような効果が期待され、資金調達手続きの選択肢拡大・多様化とともに、資本市場における資金調達機能の強化にも繋がり得る。

- ① 需要申告の拘束力を高めることができ、これにより、安定操作取引を行う必要性が少なくなる（≒不自然な空売りの抑制）。
- ② 需要申告と取得の申込みが一体化することにより、真の需要を把握することが可能となり、より一層の価格設定の精緻化が期待される。
- ③ 投資家にとっても、これまで需要申告と申込みの二段階での行動が求められていたところを、一度に済ませることができるなど、新たな投資家層の拡大にも繋がり得る。
- ④ 安定操作取引を考慮せずにディスカウント率を設定することができることとなれば、我が国資本市場における調達コストの低減に繋がり得る。

(3) 法的論点整理

我が国において需要申告を注文として扱うこととする場合、主に「申込・承諾型」と「停止条件付契約型」の2つの法的整理が考えられる。〔参考資料6参照〕

① 申込・承諾型

ブック・ビルディングの時点で顧客から取得の申込みを受け付け、条件決定後（且つ効力発生後）、当該顧客に価格及び配分に関する通知（以下「配分通知」という。）を行った時点で約定が成立（拘束力が発生）する。⁹

⁹ 顧客があらかじめ指定する範囲内で価格が決定した場合に限る。

顧客は、配分通知を受領するまでキャンセルできる（配分通知は口頭によることが可能）。

② 停止条件付契約型¹⁰

ブック・ビルディングの時点で顧客と効力発生を停止条件とする取得契約を締結し、条件決定後の効力発生と同時に約定が成立（拘束力が発生）する。¹¹

顧客は、効力発生までキャンセルできる（効力発生後は約定結果の報告を受け取るだけであり、基本的に約定を拒否することはできない。）。

<申込・承諾型と停止条件付契約型の比較>

	申込・承諾型	停止条件付契約型
① 案件運営の安定性	効力発生後も配分通知までは投資家のキャンセルが生じ得る	効力発生後は投資家のキャンセルが生じない ただし、各引受証券会社への配分が確定していない段階で顧客への配分を決定しなければならないことの実務上の困難性が存在
② 安定操作取引への影響	現状よりも安定操作取引の必要性は低減する	安定操作取引を（ほぼ）なくすことが可能
③ 主要国（米国）との比較	米国の法的整理及び実務とはほぼ同様	米国の法的整理及び実務とは異なる
④ 金商法 15 条 1 項（効力発生前の取得・売付け）の法的問題 ¹²	生じない	生じるため、法的問題をクリアーする必要

¹⁰ 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘「金融商品取引法」（326 頁）では認められているが、江島秀樹「第三者割当増資に関する開示規制と勧誘概念」旬刊商事法務 1891 号（20 頁）では法的安定性への懸念が示されている。

¹¹ 顧客があらかじめ指定する範囲内で価格が決定した場合に限る。

¹² 金融商品取引法第 15 条第 1 項では、有価証券届出書の効力発生前に有価証券を取得させてはならないとされているが、取得契約を有価証券届出書の効力発生を停止条件とした場合には、このような停止条件付の契約であっても上記規制に違反する旨の見解も見られるところ、法的安定性をどのように確保するかという課題がある。（江島秀樹「第三者割当増資に関する開示規制と勧誘概念」旬刊商事法務 1891 号 20 頁。反対・神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘「金融商品取引法」326 頁）。

申込・承諾型の方が米国により近い形となっており、海外投資家からも理解を得やすいと考えられることや、金融商品取引法第 15 条第 1 項（効力発生前の取得・売付け）の法的問題が生じないこと、一方で、停止条件付契約型はそもそも証券会社への配分が決定していない段階で顧客への配分を決定することへの実務上の困難性があること等を踏まえると、基本的には申込・承諾型を中心に、実務対応の可否を検討していくべきと考えられる。

本ワーキングではこれを踏まえ、以降は「申込・承諾型」を前提に検討を行った。

(4) 投資家属性

① 機関投資家について

申込・承諾型は、デメリットとして条件決定（効力発生）後も配分通知までは投資家のキャンセルが生じ得ることから、安定操作取引を完全になくすことまではできない可能性があるものの、我が国の現状として機関投資家は配分結果を伝えた時点でキャンセルしないことが通常であり、既に申込・承諾型が実態化しているとも言える。

これを踏まえると、需要申告を注文として扱う方法を米国並みに機関投資家を中心とした配分がなされる案件に採用した場合、前述の申込・承諾型に係るデメリットは、いずれも解消可能と考えられる。

また、機関投資家から申込みの裏付けとなる前受金を受領するかについては、上述のとおり現状においても機関投資家はキャンセルしないことが通常であり、仮にキャンセルや未入金が生じた場合であっても、次回以降のファイナンス等への参加を制限するなど、一定の規律が働くと考えられることから、前受金の受領は不要とすることも考えられる。

② 個人投資家について

イ) 留意すべき点

機関投資家と比べ情報量及びその分析能力に差のある一般投資家に対して配分がなされる案件において、需要申告を注文として扱う場合には、特に以下の点に留意する必要があると考えられる。

- (a) 現行の公募増資では、条件決定による訂正目論見書（又は条件決定公告）により、ファイナンスの内容（例えば、当初調達予定額を下回る調達となった場合等）を確認した上での投資判断を認めているが、需要申告を注文として扱うことは、それを極端に縮小または除外することとなること
- (b) ブック・ビルディング期間中に参照した株価や実際の募集価格に比べ、配分通知時の株価が下落していた場合でも基本的にはキャンセルを認めないことから、適合性原則に照らして販売先は自ずとそれを認識できる顧客に限定される可能性があること

ロ) 実務上の対応

需要申告を注文として扱う場合には、通常のコ募増資における対応に加え、特に以下の点において実務上の対応が図られる必要があると考えられる。

(a) ブック・ビルディングの方法

現行のコ募増資におけるブック・ビルディングのように、顧客からディスカウント率について申告を受けることに加え、配分に際して顧客が許容できる価格帯など、申込みを前提としたきめ細やかなブック・ビルディングを実施する必要があると考えられる。

(b) キャンセルに関する説明

顧客が配分通知を受けた時点でキャンセルが困難となる制度を導入することとなるため、勧誘時にはどの時点からキャンセルができないかを明確に説明し、顧客の十分な理解を得る必要があると考えられる。

(c) 前受金の受領

個人投資家からは、投資家に対して「注文」であることの認識を促し、案件運営の安定性を確保するため、また、需要（取得の申込み）を資産の裏付けのある現実的なものとし、需要の精緻化を図るため、前受金の受領を原則とする運用が必要となると考えられる。

(d) 証拠書類の受領

ブック・ビルディング期間中に考慮した株価や実際の募集価格に比べ、配分通知時の株価が下落していた場合でも基本的にはキャンセルを認めない制度となることから、契約の成立に必要な「申込み」があった旨の証拠書類を具備する必要があると考えられる。(インターネット・電話・店頭伝票等)

また、顧客がキャンセルを申し出た証拠書類についても具備する必要があると考えられる。

(e) 申込後の状況変化への対応

顧客が申込みを行ったのち、配分通知を行うまでの間に新しい訂正事項が発生した場合には、引受証券会社として顧客にコンタクトし、従前の申込みを維持するか、それとも変更・キャンセルするかについて確認を行うことが必要ではないかと考えられる。¹³

(f) キャンセルの取扱い

申込・承諾型の場合、申込みに対する承諾をもって約定が成立するため、配分通知の際の顧客の意思確認は基本的には不要であると考えられるが、その点は案件に応じて実務上の対応が図られるべきではないか。¹⁴

(5) 法的課題

① 現行法上の課題

・ 一任勘定取引との関係について

申込・承諾型における取得・買付け契約については、顧客からはあらかじめ価格に幅を持たせた上で申込みを受けることが想定されることを踏まえると、金融

¹³ 顧客に対して当該訂正事項分を交付し、顧客から申込内容の変更・キャンセルの申し出のない限り、当初の申込みを維持してもよい(不作為による黙示的な再確認があったとみることができる)という考え方もあり得ないではないが、投資家が新しい訂正事項分について十分注意をしていない可能性もあることから、このような取扱いが望ましいと考えられる。

¹⁴ 本ワーキングでは、前受金を受領する等により需要の精緻化が図られる場合には、証券会社が自社の個人投資家の消化見通しを勘案し適切と判断する補欠配分を自社顧客へ行うとともに、本配分および補欠配分に対する配分通知を柔軟に行うことで、必要に応じてキャンセルを認める期間を設定(例えば条件決定がX日に行われ、各顧客への配分通知を翌営業日の寄付等のタイミングに一斉に行うことで、一定のキャンセル期間を確保する等)する仕組みも考えられるとの意見も出された。

商品取引業等に関する内閣府令第123条第1項第13号に規定する「有価証券の売買」に係る特定同意の一任勘定取引として整理される可能性¹⁵があり、基本的にはこれに準じた社内管理体制をあらかじめ整備することが望ましいと考えられる。

② 将来的な課題

・ 開示情報の周知期間の確保について

開示情報の周知期間の問題として、例えば、配分通知と同時ないしその直前に新しい訂正事項が発生した場合、投資家としてはこれを咀嚼する時間がなく、従前行った申込みを維持してよいか、これをキャンセルすべきかなどの判断を適正に行うことができないおそれがある。

この点、金融商品取引法ではかかる実質的な内容の訂正がなされた場合は効力発生までに原則として3日が必要とされており、かつ配分通知を行うのは効力発生後となるため、現行法上は手当てができていないと思われるが、今後、条件決定前に効力発生を認めるような制度変更が行われる場合には留意が必要と考えられる。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える

<現状認識>

- 需要申告を注文として扱うことは、現在、特段の法律上の支障があつてできないということではない。上記に取りまとめた実務上の対応において工夫を図ること等により、証券会社のビジネス上の判断として行い得るものである。
- したがって、機関投資家中心の販売、ネットを通じた販売が中心の案件等において投資家対応に問題が生じない場合において、需要申告を注文として取り扱うことは、現状においても検討可能であると考えられる。
- ただし、上記の申込みを前提としたきめ細やかなブック・ビルディングの実施や、顧客が申込みを行ったのち、配分通知を行うまでの間に新しい訂正事項が発生した場合の対応など、証券会社においてはその実施に際して相応の事務負担が生じることに留意が必要である。

¹⁵ 公募増資は「新規発行証券の取得」であり、通常ここで規制することを想定しているものとは異なるとの考え方もあり得るものと考えられる。

<考え方の整理>

- 需要申告の注文扱いについては、案件によってブック・ビルディングの扱いが異なると、個人投資家を始めとする投資家サイドに混乱をきたすリスクが存在し、募集の取扱いを担う販売サイドにとっても、案件に応じた二重の事務フローやシステムを構築、維持する必要が生じることとなる。
- したがって、ネット販売中心の案件や、投資家数が一定数以下の案件など、特定のカテゴリについて適用するのではなく、理想としては我が国の公募増資全般について統一することが望ましいと考える。
- 一方で、現実として、海外募集を行わない国内公募増資における販売対象として個人投資家比率が高い案件も多い状況を踏まえれば、我が国の公募増資全般について需要申告を注文扱いとして統一することは、現時点では困難な状況にある。
- 現在、有価証券届出書効力発生までの待機期間の撤廃や、届出前勧誘の解釈明確化に伴うプレヒアリングの解禁など、公募増資を取り巻く制度環境が大きく変わろうとしている。また、将来的には技術革新等を通じて募集の形態や配分先も変化し得ることなどを踏まえると、本件は現時点で芽を摘むことなく、中長期的な観点から取組みを継続していくことが重要であると考えられる。
- この取組みとして、例えば、需要申告を注文扱いとすることに對する垣根（注）が比較的低いと思料される新規公開案件において、可能な範囲で試験的に需要申告を注文とみなす手法を導入するなど、まずは投資家サイド、販売サイドにおいて段階的に経験を重ね、これを公募増資に採用した場合の更なる実務面の工夫、制度面の改善の余地について情報や気付きを蓄積していくことが考えられるのではないか。
- 新規公開案件において需要申告を注文扱いとすることは、公募増資における安定操作取引の必要性を低減させるという所期の目的には至らないものの、前受金の受領やキャンセルに関する説明など、実務上の課題の多くは共通しており、将来的な公募増資への適用も視野に入れた対応として、一定の意義があるものと考えられる。
- なお、その際には、目論見書の表記、具体的な投資家への案内方法など誤認防止措置を周知徹底することが必要となる。

（注） 公募増資では将来の日におけるディスカウント率を実質的な注文とみなすことに対し、新規公開は絶対値で需要申告及び注文を行うことから、当初の導入案件としては投資家に馴染み

やすいとの考え方もある。また、公募増資では条件決定日に大きく株価が変動する場合があります、投資家に確認をとらずに約定する取扱いをにわか導入することは困難であるのに対し、新規公開は市場に株価が存在しないため、そのような懸念は相対的に低いとも考えられる。

2. 国内プレヒアリング、包括的発行登録の導入

<国内プレヒアリング>

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成 25 年 12 月 25 日）では、「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化に関して以下のとおり方向性が示されている。

- ・ 上場企業の資金調達を円滑化するために、有価証券届出書の提出後の待機期間を撤廃する場合には、有価証券届出書の提出前に、投資者が増資企業に関する企業情報を受け取る機会をできるだけ確保しておくことの重要性はより高まるものと考えられる。
- ・ 一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である。
 - ▶ 企業及び引受証券会社が、適格機関投資家、特定投資家又は大株主を対象者とし、かつ、有価証券届出書の提出前に当該情報が対象者以外に伝達されないための適切な措置を講じている場合において、有価証券の募集・売出しの是非を判断するために、当該有価証券に対する市場における需要見込みを届出前に調査すること（いわゆる「プレ・ヒアリング」）

ワーキングでは、上記の金融審議会ワーキングでの議論の方向性を踏まえ、今後、国内プレヒアリングの導入に際して留意すべき点等について検討を行った結果、以下のような結論に至った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 今後、国内プレヒアリングの導入に当たっては、日証協自主規制部門においてインサイダー取引防止の観点からも必要な措置が検討されるべきである。
- 国内プレヒアリングの活用が実現し、短期間でのブック・ビルディングが可能となるなど、条件決定及び約定までの期間が短縮された場合、会社法上払込期日まで中 14 日を要する現行規制については、同法の有利発行規制（10%）の枠内では投資家のリスク許容度に見合わないとの評価につながり、投資家の参加への障害となる可能性がある。そのような事態が生じた場合には、投資家の参加意欲と発行会社の調達環境の向上を図るため、同 14 日間の期間短縮に向けた見直しについても検討が行われるべきである。

<包括的発行登録の導入>

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成 25 年 12 月 25 日）では、包括的発行登録について、特に何も触れられていない。

ワーキングでは、仮に、将来的に社債も含めた「全ての種類」の有価証券等を記載することを求める場合、「仮に制度改正を行ったとしても、実際にはエクイティ性証券の発行を検討している企業は、社債等も含めた複数の有価証券を発行登録書に記載する一方で、社債の発行のみを検討している企業は、今後も、社債のみを発行登録書に記載する可能性が高いと考えられるのではないか。その場合には、結局は、消去法的に前者の企業の株価は下落する可能性が高く、我が国の発行登録制度の利用状況を改善するには至らないのではないか。」といった問題を踏まえて検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 今後包括的発行登録制度の導入について検討が再開される場合には、例えば、米国において Universal Shelf Registration の導入により、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、また、2005 年に WKSI（Well-Known Seasoned Issuer）¹⁶ については発行予定総額すら開示せずに登録できることになったことによる投資者保護上の影響等を踏まえ、検討がなさ

¹⁶ 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。

れるべきである。

3. 機関投資家の市場参加促進

我が国の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・背景等について、投資信託委託会社3社（国内系2社、外資系1社）に対して行ったヒアリングでは、以下のとおり回答が得られている。

(1) 発行会社の成長性が見込まれない点

- ① 公募増資に応じるケースがあるとするれば、調達資金により明確に更なる成長が見込めるような案件であるが、昨今あまりそのような案件は見受けられない。
- ② 昨今は、社債を公募で発行できない発行会社や銀行から成長性を見込まれず資金を借り入れることができない発行会社が公募増資を行っている印象がある。
- ③ 公募増資により調達した資金の使い道がまだ不透明である。この不透明さが解消されない限り、当該発行会社が魅力的であるとは判断できないように思う。
- ④ 成長ストーリーに係る開示はもっと充実化された方が望ましいと思う。

(2) ファンドマネージャーに対する短期評価

- ① 海外の投資家の方が本邦の公募増資に参加している理由としては、中長期的な視点で運用可能な投資家の存在の有無にあるのではないかと。日本ではこのところの厳しい経済環境を反映して、機関投資家のファンドマネージャーも3か月、6か月スパンで運用成績が評価されており、どの機関投資家も横並びで短期的な利益を求める傾向がある。
- ② この傾向は本来中長期の視点で運用すべき年金にも見られ、これにより、日本の機関投資家は仮に公募増資により中長期的に収益の改善に繋がると見込んでも、短期的な利益が見込めない場合はなかなか応募にまで踏み切れない面もあるのではないかと。

(3) 募集に係る期間の長期化

- ・ 公募増資に参加して株式を取得しようとする、約定・払込みまでの期間が長く、昨今では株価のボラティリティが大きい、リスクがあると認識してしまう。その意味では、期間短縮があった方が機関投資家にとっては公募増資に参加しやすい環境になると思う。

(4) 市場取引と比較して公募増資に参加するメリットの小ささ

- ・ 市場で自由に取引できる株式をあえて公募増資を通じて取得するメリットが弊社には感じられない。確かに公募増資によって手数料がかからなかったり、市場価格からのディスカウントが受けられるといった恩恵は享受できるが、それよりも市場での取引のタイミングの自由度の方が、弊社が利益を得るにあたっては重要である。

(5) 日米における年金・投信の資産配分の違い

- ・ 我が国では年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の影響が大きく、他の機関投資家も GPIF のアセットアロケーションを横睨みしている状況だと思う。ただ、これまでの投資環境を考えると、結果としてこの配分で良かったのではないか。米国の年金については更に高いリターンが目標として設定されているのではないか。

ワーキングでは、上記の機関投資家へのヒアリング結果を踏まえ、我が国の機関投資家が公募増資に積極的に参加しやすい環境を整備するためには、どのような観点からアプローチを行うべきか検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 引き続き、ヒアリング、アンケート等を活用し、可能な限り様々な投資家から生の声を集め、ニーズの把握に努めるべきである。
- 特に、機関投資家が公募増資時に何を開示情報として必要としているのかについては、ファイナンス時における将来情報の開示環境を整えるという中長期的な取組みに向け、諸外国の開示状況等を把握・整理することも有用と考えられる。

IV. コミットメント型ライツ・オフリングの利便性向上の考え方

1. コミットメント型ライツ・オフリングの期間短縮

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成25年12月25日）では、上場企業の資金調達に係る期間の短縮（待機期間の撤廃）に関して以下のとおり方向性が示されている。

- ・ 「特に周知性の高い企業」が行う募集・売出しのうち、対象有価証券の取得・買付けの判断を比較的容易に行うことができるといえるような場合に限定して、待機期間を撤廃する特例措置を設けることが適当であると考えられる。具体的には、募集・売出しの対象とされる有価証券が、普通株式や投資証券（REIT等）など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限り、待機期間を撤廃することが適当であると考えられる。

ワーキングでは、金融審議会ワーキングでの議論の方向性を踏まえ、コミットメント型ライツ・オフリングに関しても、この動きに合わせて議論すべき点はあるかといった観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- コミットメント型ライツ・オフリングの普及のためには、オフリング期間の一層の短縮が重要である。ライツ・オフリングに係る「新株予約権」については、取得・買付けの是非を判断するのは過去に発行会社に対して投資判断を行い、継続的な株式の保有を通じて当該発行会社のことをよく知る既存株主であり、株式を取得するかどうかの判断を容易に行うことができる旨、引き続き主張すべきである。
- また、期間短縮については、証券保管振替機構の「株主確定日」の制度を利用する場合に、新株予約権無償割当てに係る取締役会決議が行われた後でなければ株主確定の依頼ができないという同機構の業務要領上の取扱いも含め、更に工夫の余地がないか検討が望まれる。

2. コミットメント型ライツ・オファリングのプレヒアリング解禁

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成 25 年 12 月 25 日）では、国内プレヒアリングについて、前述（Ⅲ. 2.）のとおり、企業及び引受証券会社が、適格機関投資家、特定投資家又は大株主を対象者とし、かつ、有価証券届出書の提出前に当該情報が対象者以外に伝達されないための適切な措置を講じている場合には、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないとの方向性が示されている。

ワーキングでは、金融審議会ワーキングでの議論の方向性を踏まえ、「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）の改正等の動きに合わせて議論すべき点はあるかといった観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 金融庁の示す方向性で十分と考える。
- 併せて、大株主にプレヒアリングを実施している場合には、ローンチ時点でその旨の開示、その後、大株主の権利行使意向が明らかになった段階で速やかな開示をすることが望まれる。

3. コミットメント型ライツ・オファリングの TOB 規制緩和

報告書では、「金融商品取引法上、ライツ・オファ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。」との指摘がなされている。¹⁷

分科会では、本件について次のように考える。

¹⁷ ライツ・オファリングにおいて、発行会社が割り当てる株式が新株である場合には、厳密には「買付け」とはならないため、株券所有（保有）割合は一時的に上昇するものの、TOB 規制や大量保有報告規制には該当しないと考えられる。一方で、発行会社が割り当てる株式に既発株が混ざるようであれば、その既発株がどの投資家に割り当てられるかが混然一体となりわからないことから、全ての権利行使を行う者に「買付け」があったと解釈される可能性がある。

- 新株予約権無償割当てを受けた株主又は市場で当該予約権を買い付けた者が、当該新株予約権の権利行使を行った場合、当該権利行使直後の株券等所有割合は一時的に高くなるものの、コミットメントが履行されることにより、直前の割合に戻るというコミットメント型ライツ・オファリングの特性を踏まえ、以下のいずれかの取扱いが認められるよう要望すべきである。
 - a) 新株予約権の行使が上記規制の適用となる場合の株券等所有割合の計算方法は、金融商品取引法第21条第4項第3号のコミットメント契約が締結されていることを要件として、分母となる発行済株式数は新株予約権が全て行使されたと見なして計算すること
 - b) 当該権利行使直後の株券等所有割合のみをもって、直ちに上記規制に反した買付け等であるとされることはなく、新株予約権が全て行使された時点で当該規制の適用を判断すること

V. 公正な取引の促進等の考え方

1. 日本版レギュレーションMの規制効果と今後の対応

現在、公募増資に関連する空売りに関して、以下の規制が存在している。

- ① ある銘柄の募集・売出しの公表から発行価格決定までの期間に、当該銘柄の空売りを行った場合には、当該空売りのために借り入れた株式等の返済は、その後当該募集・売出しに応じて取得した株式等をもって行うことを禁止（日本版レギュレーションM）
※ 増資に応じて取得する予定の株式等を活用して、あらかじめ空売りをを行い取得価格を引き下げること、株価下落によるキャピタルゲインを狙う、という行為を禁止。
- ② 売付けの際に株式の手当てがなされていない空売り（ネイキッド・ショートセリング）を禁止
- ③ 株価が10%以上下落している場合において「直近の価格以下」での空売りを禁止（アップティック・ルール）等

ワーキングでは、日本版レギュレーションMの規制効果に関し、複数の証券会社をまたいだ取引等を通じた規制のしり抜けの問題について、証券会社において知り得る「兆候」はないかといった観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 日本版レギュレーションMの規制対象期間中に空売りが行われた口座に対し、他の証券会社にある同一顧客名義の口座から当該空売りに係る同一銘柄が移管され、決済に充てられるようなケースなど、証券会社サイドにおいて「兆候」となり得る場合もあると考えられるが、その実効性については確証がないことから、引き続き東京証券取引所とも連携を図りながら、その状況を見極めていくべきである。

2. 証券アナリストの関与の検討

金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告書（平成 25 年 12 月 25 日）では、「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化に関して以下のとおり方向性が示されている。

- ・ 一般的に届出前勧誘の禁止措置が講じられている趣旨は、勧誘による販売圧力によって、投資者が不確実・不十分な情報に基づく投資判断を強いられる事態の防止にあるとされており、こうした趣旨に照らすと、次に掲げるような行為については、届出前勧誘の禁止措置の対象とする必要はないものと考えられる。このため、できるだけ速やかに、その旨を明確化することが適当である。
- 引受証券会社内で適切なチャイニーズ・ウォールが設置されている場合において、従来から継続的に行われている上場企業に関するアナリスト・レポートの公表を、従来どおりに行うこと

本ワーキングでは、上記の金融審議会ワーキングでの議論の方向性を踏まえ、今後の日証協での検討等に際して何か提案すべき点はあるかといった観点から検討を行った。

分科会では、ワーキングでの検討を踏まえ、次のように考える。

- 今後、「届出前勧誘」に該当しないアナリスト・レポートの類型や、社内体制のあり方などについて、引き続き日証協自主規制部門において検討していくことが望まれる（一律に基準を定めるか、各社毎の自主判断に委ねるかも含めて要検討）。
- また、海外オファリング、海外CBなどで策定される「リサーチガイドライン」へも、上記検討結果が十分に反映されるよう、法律関係者（特に米国法関連）等との認識共有が必要と考える。

以 上

< 参考資料集 >

参考 1 : 「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」設置要綱等

参考 2 : 「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会ワーキング・グループ」設置要綱等

参考 3 : 日米の増資実施状況（2008 年 1 月～2012 年 10 月）-発行総額ベース-

参考 4 : 資金調達手段を比較衡量している開示の実例

参考 5 : 英国 Pre-Emption Group のプリンシプル（2008 年 7 月）

参考 6 : 需要申告を注文として扱う場合の法的整理

<参考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 26 年 6 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 代表取締役社長)
〃	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 代表執行役副社長)
〃	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(フォローアップ会合)の検討経過

回 開催日	次 第	内 容
第一回 平成 25 年 10 月 4 日 (金)	○これまでの状況と今後の進め方	報告書における提言内容の実現にあたって、これまでの状況の報告が行われた。併せて、本件に係る今後の進め方について意見交換を行い、ワーキング・グループを新設のうえ、実務的な観点から検討課題について議論を行うこととなった。
第二回 12 月 5 日 (木)	○ワーキング・グループからの中間報告	ワーキング・グループより、主に以下の検討課題に関わる第 1 回目の中間報告が行われた。 ・大規模希薄化公募増資への対応
第三回 平成 26 年 2 月 3 日 (月)	○ワーキング・グループからの中間報告等	ワーキング・グループより、主に以下の検討課題に関わる第 2 回目の中間報告が行われた。 ・大規模希薄化公募増資への対応 併せて、東京証券取引所「上場制度整備懇談会」における議論の模様等について報告が行われた。
第四回 3 月 13 日 (木)	1. 東京証券取引所「上場制度整備懇談会」の模様等 2. ワーキング・グループからの最終報告	東京証券取引所「上場制度整備懇談会」における議論の模様等について報告が行われた。 併せて、ワーキング・グループより、以下の検討課題に関わる最終報告が行われた。 ・大規模希薄化公募増資への対応 ・株主による意思表示の促進 ・オファリング手法の多様化 ・ライツ・オファリングの利便性向上 ・公正な取引の促進等
第五回 5 月 29 日 (木)	1. 東京証券取引所「上場制度整備懇談会」及び日証協「自主規制会議」への提案 2. 新たなオファリング手法の検討及びフォローアップ会合の総括	大規模希薄化公募増資への対応の一環として行った東京証券取引所「上場制度整備懇談会」及び日証協「自主規制会議」への提案の内容について報告が行われた。 併せて、ワーキング・グループにおける新たなオファリング手法の検討状況及び分科会(フォローアップ会合)におけるフォローアップの状況のとりまとめ案について議論が行われた。

<参考2：「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会ワーキング・グループ」設置要綱等>

「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会ワーキング・グループ」
の設置について

平成 25 年 10 月 30 日
日 本 証 券 業 協 会

1. 目的

本年6月に公表された、「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」の提言内容の実現に向けて、さらに具体的・実務的検討を行うため、同分科会の下部機関として、標記ワーキング・グループ（以下「WG」という。）を設置する。

2. 構成・運営

- (1) WGは、会員の役職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) WGに主査を置く。
- (3) WGの主査は、必要に応じ、委員以外の者の出席を認めることができる。
- (4) WGは、その検討状況を適宜分科会に報告を行う。

3. 検討スケジュール

WGは、平成26年3月末を目途に検討を行う。

4. 事務局

WG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ワーキング・グループ」名簿

平成 26 年 6 月
日本証券業協会

主査	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
委員	赤井泉	(カリヴァンアンド・クロムウェル 外国法共同事業法律事務所)	弁護士
〃	上原祐香	(メリルリンチ日本証券)	株式資本市場部長 マネージングディレクター
〃	高山茂樹	(大和証券)	IBソリューション部 副部長
〃	月野朝美	(野村証券)	資本市場部 次長兼企画課長
〃	松岡純也	(マネックス証券)	投資銀行部長
〃	宮下央	(TMI 総合法律事務所)	弁護士
〃	渡邊達也	(UBS 証券)	株式資本市場部長 エグゼクティブディレクター

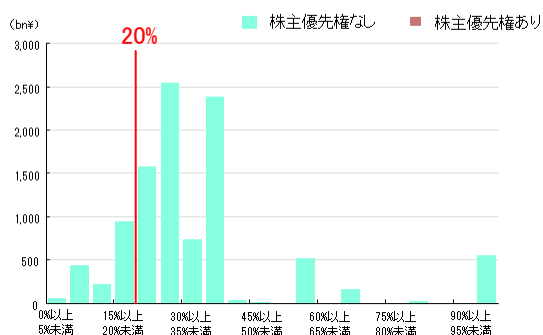
以上 8 名
(敬称略・五十音順)

ワーキングの検討経過

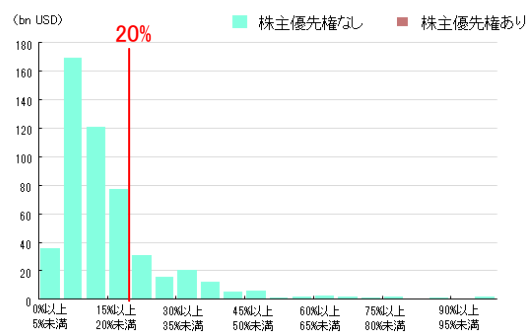
回 開催日	次 第	内 容
第一回 平成 25 年 11 月 7 日 (木)	1. 本ワーキング設置の趣旨等について 2. 検討課題に関わる論点について	本ワーキングにおける検討課題に関わる全般的な論点について、意見交換を行った。
第二回 11 月 27 日 (水)	1. プレゼンテーション (宮下委員) 2. 検討課題に関わる論点について	主に以下の検討課題に関わる論点について、意見交換を行った。 ・大規模希薄化公募増資への対応 ・株主による意思表示の促進
第三回 平成 26 年 1 月 8 日 (水)	1. 分科会等における検討の状況等 2. 検討課題に関わる論点について	大規模希薄化公募増資への対応及び分科会から指摘があった項目について、意見交換を行った。併せて、主に以下の検討課題に関わる論点について、意見交換を行った。 ・オフリング手法の多様化 ・ライツ・オフリングの利便性向上
第四回 1 月 27 日 (月)	1. 大規模希薄化公募増資への対応について 2. 検討課題に関わるその他の論点について	主に以下の検討課題に関わる論点について、意見交換を行った。 ・大規模希薄化公募増資への対応 ・オフリング手法の多様化 ・公正な取引の促進等
第五回 2 月 13 日 (木)	1. 分科会等における議論の状況について 2. 検討課題に関わる残された論点について	大規模希薄化公募増資への対応及び分科会から指摘があった項目について、意見交換を行った。併せて、主に以下の検討課題に関わる論点について、意見交換を行った。 ・オフリング手法の多様化 ・公正な取引の促進等
第六回 3 月 3 日 (月)	○ 検討課題に関わる残された論点及び分科会への報告について	本ワーキングにおける議論の取りまとめを行った。併せて、主に以下の検討課題に関わる論点について、意見交換を行った。 ・オフリング手法の多様化

<参考3：日米の増資実施状況（2008.1～2012.10）－発行総額ベース－>

日本:



アメリカ:



報告書では、上記の現状は、日米の経営者における以下の点に係る相違点が、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として指摘されている。

- 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

<参考4：資金調達手段を比較衡量している開示の実例>

○ 第三者割当増資の開示事例

(2) 当該資金調達の方法を選択した理由について

本第三者割当に際しては、株主割当増資や公募増資等、第三者割当以外の資金調達方法も検討いたしました。しかしながら、当社が債務超過に陥っており、継続企業の前提に疑義がある旨の注記が付されている状況等を勘案し、株主割当や公募増資の場合、必要な資金が集まらない可能性があり、事業再生計画を実現するための資金調達においては、これらの手法では資金計画が立てられず再生計画策定が困難であることから第三者割当による新株式の発行を行うことといたしました。

○ コミットメント型ライツ・オフリングの開示事例

(2) 本資金調達方法を選択した理由

当社は今回の資金調達に際して、①既存の株主様の利益保護、②資本調達の確実性、③資本市場の発展への貢献を並立させるべく、公募増資や銀行借入等の様々な資金調達の手法を検討いたしました。その結果、以下のような理由から、上記の3点を全て充足すると考えられる資金調達手法として、コミットメント型ライツ・オフリングの方法を選択することといたしました。

①既存の株主様の利益保護

当社は、上場企業の IR・SR（株主対応業務関連）を総合的に支援する日本で最大級のコンサルティングファームとして、自社の資本調達に際しても、既存株主の皆様にご納得いただける調達手法を検討してまいりました。その結果、当社の成長をサポートいただいている既存株主の皆様、当社の資本増強のプロセスにご参加いただく機会を提供する手法として、ライツ・オフリングを選択いたしました。

ライツ・オフリングでは、既存株主様が保有する当社普通株式の数に応じて本新株予約権（下記「2. ライツ・オフリングの内容（1）無償割当ての方法」において定義します。）が割り当てられるため、増資後も持分割合を維持したい既存株主様は、割り当てられた本新株予約権を行使し、行使代金として必要な金銭を払い込むことによって当社普通株式を取得することができます。一方で、発行された本新株予約権が大阪証券取引所（JASDAQ）において上場されるため、既存株主様が本新株予約権の行使を望まない場合には、本新株予約権を市場取引により売却することも可能であり、1株当たりの経済的価値の希薄化による経済的不利益の全部又は一部を補う機会を得ることができます。

②資本調達の確実性

コミットメント型ライツ・オフリングにおいては、発行会社が証券会社（本件では野村證券株式会社であり、以下かかる立場の同社を「コミットメント会社」といいます。）と引受契約（コミットメント契約）を締結することで、割当決議後の発行会社の普通株式の株価推移に関わらず、原則として、当該決議時に予定していた金額の資本調達を実現できることが特徴です。本件では、一般投資家（下記「2. ライツ・オフリングの

内容（2）本新株予約権の内容等 ⑥新株予約権の権利行使期間」において定義します。）によって行使されなかった本新株予約権は、当社が取得条項に基づき取得した上で、コミットメント契約に基づき、原則としてコミットメント会社に全て譲渡し、コミットメント会社は当社から譲渡を受けた本新株予約権全てを行使することが合意されております。

なお、ライツ・オフリングによる資本調達手法としては、ノン・コミットメント型ライツ・オフリングも存在しますが、ノン・コミットメント型ライツ・オフリングにおいては、行使期間内において行使されなかった新株予約権が失権（消滅）し、当初予定した金額の資本調達が実現できない可能性があるため、当社では確実に資本調達を実現できるコミットメント型ライツ・オフリングを選択しております。また、主要な資本調達手法としてライツ・オフリングが普及している欧州においても、上記のような理由から、コミットメント型ライツ・オフリングが選択されることが通例となっていると理解しております。

③資本市場の発展への貢献

当社は、「公正な資本市場の発展に貢献すること」を企業理念とし、日本の資本市場のグローバルな発展とともに成長していくことを目指しています。昨年度の新たな業務展開として、株券電子化によるメリットを各上場企業に最大限享受していただくことを目指し、証券代行事業に参入しております。

コミットメント型ライツ・オフリングにおいては、その普及を阻害する要因の一つとして、ファイナンス期間が長期にわたることが挙げられており、日程の短縮化等に向けて、金融庁・金融商品取引所・証券保管振替機構等の関係各所が、種々の諸制度の整備等に取り組んできました。当社では、実務上の課題とされている証券代行機関の事務（新株予約権の割当ての対象となる株主の確定及び割当通知の送付）に要する期間について、株券電子化制度に最適化された当社の最新の総合株主データベースシステムによって、従来のライツ・オフリングと比べて半分以下の日数（本件では7日間）で遂行することが可能であり、日程の短縮化（※）に大きく貢献できると考えております。本件では、当社自らが証券代行機関を務め、具体的な案件を通じて、より多くの市場参加者に当社の証券代行事業における実務対応力をご理解いただくとともに、今後のコミットメント型ライツ・オフリングの普及に少しでも貢献できることを期待しております。

<参考5：英国 Pre-Emption Group のプリンシプル（2008年7月）>

ライツ・オファ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、以下の7点を既存株主に詳細に説明すべきとしている。

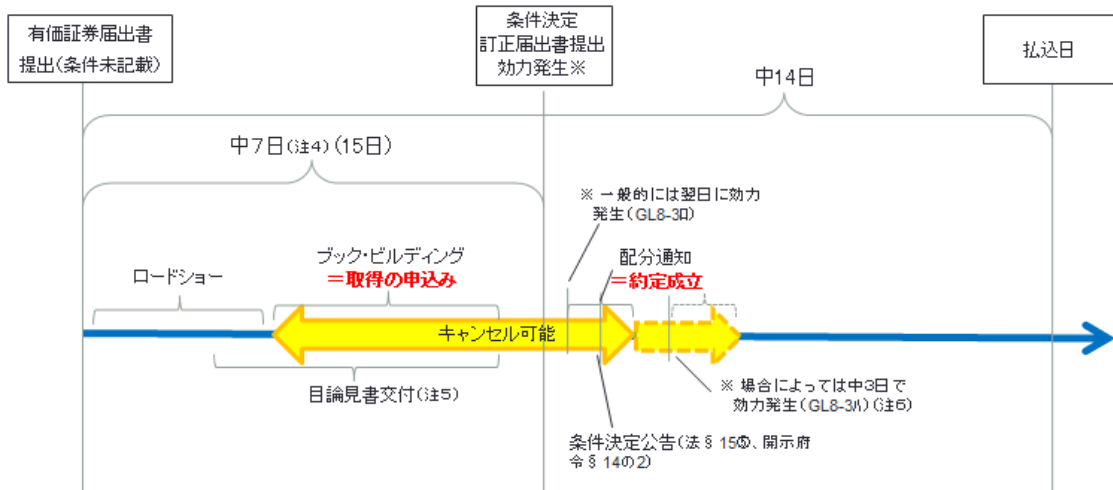
説明事項	概要
<p>① the strength of the business case</p> <p>In order to make a reasoned assessment shareholders need to receive a clear explanation of the purpose to which the capital raised will be put and the benefits to be gained – for example in terms of product development or the opportunity cost of not raising new finance to exploit new commercial opportunities – and how the financing or proposed future financing fits in with the life-cycle and financial needs of the company.</p>	<p>① 資金調達の目的</p> <p>これにより得られるベネフィット、このファイナンスが当該会社のライフサイクルやニーズにいかにか合致しているかについて明確な説明（例えば、商品開発や新たな資金調達を行わなかった場合の機会費用の観点から、新たなビジネスチャンスを活かすために必要である旨の説明）が必要である。</p>
<p>② the size and stage of development of the company and the sector within which it operates</p> <p>Different companies have different financing needs. For example, shareholders might be expected to be more sympathetic to a request from a small company with high growth potential than one from a larger, more established company.</p>	<p>② 企業のステージ</p> <p>会社はその態様に応じて異なる資金ニーズを持つ。例えば、小企業で潜在成長力が高い場合には賛成できるかもしれない。</p>
<p>③ the stewardship and governance of the company</p> <p>If the company has a track record of generating shareholder value, clear planning and good communications, this may give shareholders additional confidence in its judgment.</p>	<p>③ 株主価値の尊重・ガバナンスの実績</p> <p>ガバナンスが優れている場合には賛成できるかもしれない。例えば、株主価値を創造し、明瞭な経営企画、良好なコミュニケーションがあった場合。</p>

説明事項	概要
<p>④ financing options</p> <p>A wide variety of financing options are now available to companies. Companies should explain why a non-pre-emptive issue of shares is the most appropriate means of raising capital, and why other financing methods have been rejected.</p>	<p>④ 資金調達を選択肢（株主以外に割当てる資金調達を行うことの合理性）</p> <p>多くの選択肢の中で、なぜ non pre-emptive（株主以外に割当てる資金調達を行うこと）が好ましいのか説明すること。</p>
<p>⑤ the level of dilution of value and control for existing shareholders</p> <p>If there would be no resulting dilution, for example if an investment trust sought authority to issue shares at a premium to the underlying net asset value per share, this would not normally raise any concerns.</p>	<p>⑤ 株主価値及び議決権の希薄化度合い</p> <p>株主利益及び会社支配権の希薄化の程度を説明すること。</p>
<p>⑥ the proposed process following approval</p> <p>Companies should make clear the process they would follow if approval for a non-pre-emptive issue were to be granted, for example how dialogue with shareholders would be carried out in the period leading up to the announcement of an issue.</p>	<p>⑥ 賛成決議以降のプロセス</p> <p>賛成決議が得られたあとの手続き（例えば、実際に発行の発表が行われるまでの株主との対話の方法）を明確化すること。</p>
<p>⑦ contingency plans</p> <p>Company managers should explain what contingency plans they have in place in case the request is not granted, and the implications of such a decision.</p>	<p>⑦ 代替案</p> <p>賛成が得られなかった場合の代替プランについて説明すること。</p>

<参考6：需要申告を注文として扱う場合の法的整理>

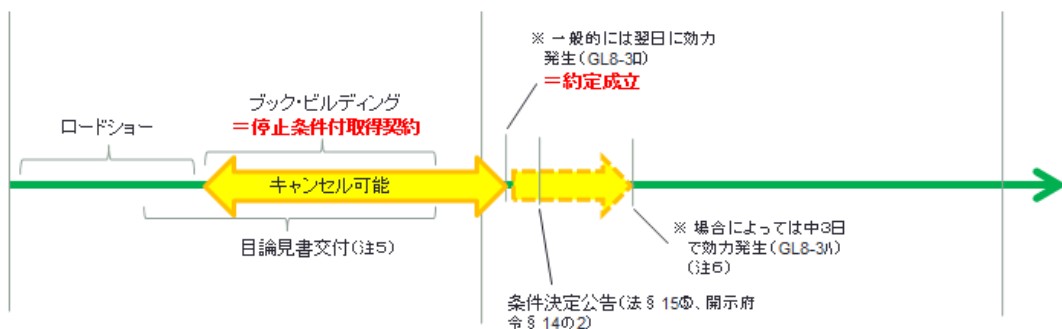
【申込・承諾型】（注1）

- ・ブック・ビルディングの時点で顧客から取得の申込みを受け付け、条件決定後（且つ効力発生後）、当該顧客に配分通知を行った時点で約定が成立（拘束力が発生）（注2）
- ・顧客は、配分通知を受領するまでキャンセル可（配分通知は口頭によることが可能）



【停止条件付契約型】（注3）

- ・ブック・ビルディングの時点で顧客と効力発生を停止条件とする取得契約を締結し、条件決定後の効力発生と同時に約定が成立（拘束力が発生）（注2）
- ・顧客は、効力発生までキャンセル可（効力発生後は約定結果の報告を受け取るだけであり、基本的に約定を拒否することはできない。）



（注1）米国における法的整理に近い方法。（注2）顧客があらかじめ指定する範囲内で価格が決定した場合に限る。（注3）神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘「金融商品取引法」（326頁）では認められているが、江島秀樹「第三者割当増資に関する開示規制と勧誘概念」旬刊商事法務 1891号（20頁）では法的安定性への懸念が示されている。（注4）組込・参照方式の場合（法§8③、GL8-2③）。（注5）適格機関投資家、既存株主は交付省略可（法§15②）。（注6）ローンチ後、発行会社の財政状態等に変動があったため、証券情報以外の情報について、有価証券届出書の内容を訂正することが必要な場合等に、概ね中3日で効力が発生する取扱いとされている。中村ほか「金融商品取引法 — 資本市場と開示編〔第2版〕」653頁