

2013年7月18日 全5頁

日証協の公募増資等に関する報告書の公表

「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」報告書の概略

金融調査部 主任研究員
堀内勇世

[要約]

- 日本証券業協会は2013年6月18日に、「『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」を公表した。
- 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、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ものである。
- 公募増資に係る数値基準、発行企業による開示促進、発行決議から条件決定までの期間短縮、募集プロセスの見直しなどにつき検討が行われている。

1. 公募増資等に関する報告書の公表

日本証券業協会（以下、「日証協」という。）は、2013年（平成25年）6月18日に、「『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」（以下、「報告書」という。）を公表した。

この報告書は、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、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ものであり、「公募増資等のあり方に関する論点整理」との副題がついている。また、現在までに日証協では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が、昨年の公募増資を巡るインサイダー取引問題に鑑み、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などといった観点からのアプローチも、この報告書作成に当たり取り込んでいる。そして、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を考慮して、数値基準の是非などを検討している。

株式市場の利便性、魅力を高める観点から、この報告書の公表は重要な一歩を踏み出したも

のと考えているが、これで終わりというわけではない。公募増資の仕組みには、会社法・金融商品取引法などの法令、取引所の規則、日証協の規則、実務慣行など様々なものが関わっており、日証協のみで、もしくは証券界のみで変えていけるものではない。株式市場に関与する幅広い関係者との協力・連携が必要であり、今後の進展が期待される。

2. 報告書の構成

この報告書は本文と資料より構成されている。

本文は、簡便にまとめられており、構成は次のとおりである。

1. はじめに
2. 公募増資等を巡る主要な論点と今後の方向性
3. 公募増資等の引受けに係る行動規範の策定
4. おわりに

このレポートでは、今後の方向性を示した「2. 公募増資等を巡る主要な論点と今後の方向性」につき、その概略を筆者なりに後述する。

また、資料には、「公募増資のあり方に関する研究会報告書」（以下、「研究会報告書」という。）が含まれている。報告書の作成に先立ち、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、日本証券経済研究所「公募増資のあり方に関する研究会」に研究委託が行われたが、その結果がこの「研究会報告書」である。公募増資を考える上で、この「研究会報告書」も重要な資料と考える。

報告書は、日証協のウェブサイトに掲載されているので、一度ご覧いただきたい。

(URL) <http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/senryaku/files/130619houkokusyo.pdf>

3. 報告書本文の概要

(1) 既存株主の権利保護

①公募増資に係る数値基準

公募増資に関し数値基準を復活させるよりは、株主の理解を得るための方策や開示の促進など、他の対応が可能かを検討していくべき。

○かつて日証協の自主ルールに発行数量制限^(注1)等の数値基準が存在したが撤廃されている。

(注1) 発行数量制限とは、例えば、発行数量はその会社の発行済み株式の15%までとするなどの制限。1996年(平成8年)まで存在した。

○撤廃により、公募増資が幅広い企業に利用されるようになったとの評価もある。

○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、市場原理により淘汰されるべきである。

② 株主の理解を得るための方策

市場を取り巻く環境の相違にも配慮し、我が国における株主の理解を得るための方策について柔軟に考えていくことが適当。

○希釈化が著しい公募増資に、株主総会決議を義務付けるとの考え方もあるが、慎重に考えていく必要がある^(注2)。

- ・米国では、現金を対価とした公募増資に株主総会決議が義務付けられていない。
- ・英国では、ライツ・オファリング(株主割当増資)以外の方法によりエクイティ調達を行う場合、発行株式数等の条件に応じて株主総会決議が必要である。しかし、主なエクイティ調達的手段としてライツ・オファリングが確立している英国と、確立していない我が国とでは状況が違ふ。

(注2) 我が国では会社法上、公募増資については、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っている。なお第三者割当増資については、取引所ルールによる規制が存在する(横山淳「東証の第三者割当規制」(2009年8月21日、大和総研レポート)参照)。

○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。

③ 発行企業による開示促進

公募増資の合理性等の開示促進を図るべき。

(例1) 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。

(例2) 外国人持株比率が高いにもかかわらず、海外の投資家が応募しづらい国内のみの公募増資を行う場合、その理由等の開示を要請。

増資の目的や資金使途について、よりわかりやすい丁寧な開示が必要。

事業戦略等の将来情報を勧誘の際の目論見書などに柔軟に記載できるようにならないか検討すべき（例えば、ベストプラクティスやガイドラインを示すなどの方策により）。

(2) ファイナンス手法の多様化

① 期間短縮

発行決議から条件決定までの期間短縮に向け、発行登録制度をより使いやすくすること（例えば記載事項の軽減）や国内募集に関するプレヒアリングを導入することについて、検討が行われるべき。

- 「プレヒアリング」とは、オフERING（公募増資など）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ERINGに関する情報を守秘義務契約等の下に提供し、当該オフERINGの公表・実施の判断の前提となる需要調査を行う仕組みのことである。
- 現在、届出前勧誘規制（原則として、有価証券届出書の提出前の「勧誘」を禁止する規制。金融商品取引法4条1項参照。）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。

② 機関投資家の市場参加促進

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、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。

③ 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

募集プロセスや安定操作取引につき、例えば次の事項を将来的な検討課題として提言。

- (例1) 米国のようにブック・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。
- (例2) 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）等を踏まえた安定操作取引の今後のあり方など。

安定操作取引に際して行われている可能性が指摘される「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。

- 「安定操作取引」とは、有価証券の募集・売出しを円滑に行う目的で買い支え等の売買を行って価格の安定を図る取引である。金融商品取引法上、一定の条件の下でのみ認められている。

- 「ブック・ビルディング」（需要積み上げ）とは、公募増資等の際に引受証券会社が募集価格等を適切に決定するために行う投資者の需要状況の調査のことである。また需要状況の調査の際に、投資家が証券会社に行う取得希望数量などの申告が「需要申告」である。
- ここでいう「新たな裁定取引」とは、我が国固有とも言える安定操作期間の長さ等を利用して、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裁定取引のことである。このような裁定取引が行われている可能性が指摘されている。

④ ライツ・オファリングの利便性向上

ライツ・オファリングの日程短縮に向け、幅広い関係者による検討が行われるべき。

ライツ・オファ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べき。

(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

日本版レギュレーションMについては、引き続き、その効果を見極めていくべき。

- ここでいう「日本版レギュレーションM」とは、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規制のことである（金融商品取引法施行令 26 条の 6）^{（注3）}。

（注3）横山淳「募集等公表後の空売りに関する新規制」（2011年8月30日、大和総研レポート）参照。

② 証券アナリストの関与の検討

いわゆ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、検討が行われるべき。

- いわゆるブラックアウト期間（例えば、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の間）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、主幹事証券会社の証券アナリストはその作成・公表を停止していることが多い。
- しかし、その停止から、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。
- また、いわゆるブラックアウト期間においても、投資家に必要な情報を伝達する意義が存在する。