

2014年8月1日 全7頁

公募増資等に関する日証協報告

取組み状況と今後の対応

金融調査部 主任研究員
堀内勇世

[要約]

- 日本証券業協会は、2014年6月17日、「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」を公表した。
- これは、2013年6月18日に公表した「『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－公募増資等のあり方に関する論点整理－」以後の取組みと今後の対応につき報告するものである。
- 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（国内プレヒアリングを含む）、コミットメント型ライツ・オファリングの利便性向上、公正な取引の促進等の5つの課題が掲げられている。
- なお、その後、公募増資等に関しては、内閣府令やガイドラインの改正の案が公表されたり、東京証券取引所の上場制度整備懇談会から「我が国におけるライツ・オファリングの定着に向けて」という提言が公表されたりといった動きもある。

1. 公募増資等に関する報告の公表

日本証券業協会（以下、「日証協」）は、2014年（平成26年）6月17日、「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」（以下、報告）を公表した^(注1)。

（注1）日証協の以下のウェブサイトの「報告書公表以降の取組み等（平成26年6月17日）」参照。

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/senryaku/keizaikasseika.html>

これは、我が国の公募増資等の課題につき検討を行っている日証協の「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）におけるこれまでの取組み状況を総括し、今後の対応方針を示すものである。

この分科会では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－公募増資等のあり方に関する論点整理－（以下、報告書）を取りまとめ、公表している^{（注2）}。その報告書では、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行っている。その後、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」を設けるなどしつつ、更なる検討が進められている。今回の報告は、報告書以降の途中経過をまとめたものと言うことができる。

（注2）以下のレポート参照。

・「日証協の公募増資等に関する報告書の公表」（堀内勇世、2013.7.18）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130718_007443.html

2. 報告の構成など

この報告の構成を見ると、以下のような章立てとなっている。

1. はじめに
2. 課題への取組みの状況と今後の対応（まとめ）
3. 課題に対する考え方の整理

この中で、「2. 課題への取組みの状況と今後の対応（まとめ）」が、分科会における、報告書以降のこれまでの取組みと今後の対応方針をまとめた部分であり、中心的な部分と言える。そこでこのレポートではこの部分を紹介する。

なお、「3. 課題に対する考え方の整理」は、「2. 課題への取組みの状況と今後の対応（まとめ）」の基になった考え方が詳細に記述されている。

次に、この報告の「2. 課題への取組みの状況と今後の対応（まとめ）」を見ていくと、次の5つの課題に整理して、記載されていることがわかる。

- 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

報告書とは少々異なる整理であるが、検討に当たり再構成しただけで、方向性に変化があるわけではないと思われる。なお、「3. 課題に対する考え方の整理」も、この5つの課題に沿って記述されている。

なお報告では、他の機関への働きかけという記述が見られる。公募増資等を取り巻く課題は、日証協だけで対応できるものではなく、他の機関への働きかけが必要となるものであるからである。

また、日証協の証券戦略部門、あるいは日証協の自主規制部門といった言葉が出てくる。これは日証協には、日証協の証券戦略に係る事項（例えば、証券界の意見や要望の取りまとめなど）を担当する証券戦略部門と日証協の自主規制に係る事項（例えば、日証協の自主ルールの制定、それに基づく処分など）を担当する自主規制部門が存在するからである。なお分科会は、証券戦略部門に設置されている。

3. 取組み状況と今後の対応

1. 大規模希薄化公募増資への対応

大規模な希薄化を伴う公募増資について、既存株主の権利を損なっているのではないかとの問題意識から検討されてきた^(注3)。そうした中、既存株主の利益に配慮し、説明責任を適切に果たすことを通じ、株主の理解を得るための一定の施策を講じる必要があり、また発行会社による平常時からの資本政策等の情報発信も、投資家の納得感を高めるうえで重要であるとの結論に至った。

(注3)検討されていた事項には、例えば、「株主総会決議と数値基準」というものも存在した。第三者割当増資の場合と異なり、「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。」(報告 20 ページ) とされている。

そこで、証券会社が公募増資の引受けを行うに際し、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・相当性の確認を行うことや、証券会社が発行会社に株主への説明責任を尽くすように求めることをこれまで以上に徹底するための方策の検討を、日証協の自主規制部門の自主規制会議に要請した。また、東京証券取引所の「上場制度整備懇談会」に公募増資等につき問題提起し、発行会社の決算短信等を通じた資本政策等の開示や説明の充実を図れないか検討を要請した。

今後は日証協の証券戦略部門で、これらの働きかけの動向をフォローしていくとしている。

II. 株主による意思表示の促進

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の問題意識から検討され、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との結論に至った。

そこで、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。そうした中、2014年2月26日、金融庁の「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、英国の事例を参考にして『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》^(注4)が取りまとめられた。

今後は日証協の証券戦略部門で、この諸原則の定着状況を踏まえ、発行会社の行動に与える影響を注視し、必要に応じ対応を検討していくことにしている。

(注4) 「『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》」については、以下のレポート参照。

- ・「日本版スチュワードシップ・コードと金融商品取引法①」(横山淳、2014. 4. 15)

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140415_008433.html

- ・「日本版スチュワードシップ・コードと金融商品取引法②」(横山淳、2014. 4. 16)

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140416_008437.html

- ・「日本版スチュワードシップ・コードと金融商品取引法③」(横山淳、2014. 4. 16)

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140416_008438.html

- ・「日本版スチュワードシップ・コードと金融商品取引法④」(横山淳、2014. 4. 17)

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140417_008441.html

Ⅲ. オフリング手法の多様化

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ができれば、安定操作取引を行う必要性が少なくなり、それに伴い安定操作取引を狙って行われる不自然な空売りの問題も小さくなるのではないかと、またより一層の価格設定の精緻化が期待できるのではないかと、等の問題意識から検討がされてきた。その中で、我が国でも、需要申告を注文として扱うことは、特段の法律上の支障があってできないわけではないとの考えに至っている。しかし、実際に行うとなると新たな事務負担が生じることなどが考えられ、どのように実務上対応していくかの検討が必要であると考えられた。

そこで、分科会では、需要申告を注文とするための方法について、証券会社の事務負担、顧客へ説明等の観点から検討を行ってきた。

需要申告を注文とするということになると、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になるなどの違いがあるため、個人投資家比率が高い案件も多い我が国の公募増資全般に適用するには、現時点では困難な状況にある。

そこで今後、日証協においては、証券戦略部門で、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取組みを継続していくことにしている。ただし、証券会社各社においては、例えば、需要申告を注文扱い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としている。

なお、報告の「3. 課題に対する考え方の整理」では、国内プレヒアリングなどについての検討状況が掲載されている^(注5)。

(注 5) 国内プレヒアリングの導入に向けて、以下の旨が記載されている（報告 31～32 ページ参照）。

- ・導入に当たっては、日証協の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でも、会社法上払込期日まで中 14 日を要する現行規制が、価格変動リスクなどから問題となるかもしれない。その時には、この中 14 日の期間短縮についても検討されるべきである。

IV. コミットメント型ライツ・オフリングの利便性向上

我が国においてコミットメント型ライツ・オフリングが普及しない要因の一つとして、ライツ・オフリングの期間の長期化が指摘されている。そうした中、2013年12月25日の金融庁の金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給あり方等に関するワーキング・グループ」報告書（以下、リスクマネーWG報告書）^(注6)では、上場企業の公募増資の際の待機期間^(注7)の撤廃については、特に周知性が高い企業の普通株式等を対象とし、当該企業における機動的な資金調達を可能とするという方向性が示された。

(注6) 金融庁の以下のウェブサイト参照。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1.html

(注7) リスクマネーWG報告書の14ページには、この待機期間につき、「現行の金融商品取引法の下では、上場企業が有価証券を発行し投資者に取得させるには、有価証券届出書を提出した後7日間の待機期間が必要とされている。」との記述が存在する。

ただし、新株予約権も対象とするよう働きかけたにもかかわらず、リスクマネーWG報告書では、新株予約権は対象として掲げられていなかったため、この報告では、新株予約権も対象となるように働きかけることにしている^(注8)。また、その他の実務上の懸念点が解消するよう、必要な働きかけを行っていくとしている^(注9)。

(注8) この報告の公表後に、『企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)』等の公表について(2014年6月25日)と、『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)』等の改正案の公表について(2014年6月30日)が公表されている(これらを総称して「改正案」と呼ぶ)。そこでは、新株予約権も対象とされている。なお、以下のレポートも参照。

・「プレ・ヒアリング、待機期間など証券発行手続の緩和に関する改正案」(横山淳、2014.7.14)

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140714_008750.html

(注9) なお、ライツ・オフリングについては、2014年7月25日、東京証券取引所の上場制度整備懇談会が「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」という提言を公表している。この中では、例えば、ノンコミットメント型ライツ・オフリングに係る新株予約権の上場に当たっては、①証券会社による引受審査に準じる審査、又は②株主総会決議などによる株主の意思確認を必要とするともに、一定の業績基準を満たしていることも必要とすることを提言している。

この提言については、東京証券取引所の以下のウェブサイト参照。

<http://www.tse.or.jp/listing/seibi/discussion.html>

V. 公正な取引の促進等

(1) 日本版レギュレーションMについて

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、複数の証券会社をまたいだ取引など規制の潜脱が生じていないかという問題がある。

そこで、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として検討を行ってきたが、規制潜脱の兆候であるという確証がつかめなかった。

そこで今後も、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ことにしている。

(2) アナリスト・レポートについて

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という問題があり、検討されてきた。

こうした中、リスクマネーWG報告書では、この点について、「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」^(注10)は、届出前勧誘^(注11)の禁止措置の対象でないことを明確化すべきであるとの方向性が示された^(注12)。

(注10) リスクマネーWG報告書の16ページ。

(注11) リスクマネーWG報告書の15ページには、届出前勧誘につき、「有価証券届出書の提出前に有価証券の勧誘を開始すること（いわゆる『届出前勧誘』）は禁止されている」との記述が存在する。

(注12) なお、注8で記述したようにこの報告の公表後に改正案が公表されているが、そこでこれに関連する案が示されている。この点については、注8で提示したレポート参照。

そこで、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、日証協の自主規制部門において検討が開始されている。

今後、自主規制部門における検討の状況をフォローしていくとしている。