

第 80 回 引受けに関するワーキング・グループ

〔 2021 年 9 月 28 日（火） 10 時 30 分
W E B 及 び 電 話 会 議 〕

議 題

1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期
2. 株券等の募集に係るM&Aの資金使途の開示
3. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る売買高報告の方法
の見直し
4. その他

以 上

協会員よりお寄せいただいた自主規制規則の見直し提案
～ 引受 WG 所掌部分 ～

2021 年 9 月 28 日

1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期

(提案内容)

- 新規公開時の募集又は売出しの共同主幹事について、主幹事会員の引受審査資料の具体的な受領期限を明示してはどうか。

(提案の背景・理由)

- 現行の引受規則では、新規公開時において行う募集又は売出しに際して引受けを行う場合における主幹事会員の引受審査資料の受領時期について、「引受審査を行うために十分な期間前までに受領すること」と規定されており、具体的な期限の明示がない。
- 他の会員が共同主幹事会員の代表（いわゆるトップレフト）である場合であっても、共同主幹事会員として必要な審査を行う期間を確保するため、資料の受領期限を明示すべきと考える。
- 共同主幹事案件が増加傾向にあるなか、その審査資料の受領時期を明示することは、適切な審査を行う上で望ましいと考えるため。

2. 株券等の募集に係るM&Aの資金使途の開示

(提案内容)

- 株券等の募集に係る資金の使途を M&A とする場合において、「有価証券の引受け等に関する規則」第 20 条第 2 項第 2 号における原則 1 年以内としている資金使途の充当期限及び代替使途の開示について、発行者に対する公表の要請に関する規定を撤廃し他の資金使途と同様の運用とする方向で見直しを行ってはどうか。

(提案の背景・理由)

- 当該規定は実質的に国内公募において資金使途を M&A とすることを制限する規制となっているため、発行体に資金使途を M&A とするニーズがある場合には、海外公募や第三者割当等、他の資金調達手法に流れており、日本固有のルールにより、国内の資本市場の発展を妨げていると考えられる。過去にも議論されたトピックではあるが、最近の動向を踏まえ、あらためて議論しても良いのではないか。
- 例えば、我が国の課題としてスタートアップ企業を育成が挙げられていると認識しているが、スタートアップ企業が成長のために、上場後、加速的にサービス・機能等の強化を行うための戦略として機動的に M&A を実施するニーズは強いと認識している。しかしながら、先行投資フェーズにあるスタートアップ企業は資本が小さく、利益やキャッシュフローが十分に生み出せていないことから、クレジットキャパシティが無くブリッジローンによる調達ができず、手元資金も乏しいため、あらかじめ資金が調達できていなければ、魅力的な M&A 案件があっても機会を逸してしまう。また、資本が小さいことから、万が一債務超過になった場合には上場廃止基準に抵触する等、事業運営上の大きな支障になり得るため、M&A を実施するにあたり資本を充実させるニーズがある。これらを踏まえると、上場後のスタートアップ企業がさらなる成長をしやすい環境を整える観点においても、資金使途を M&A とすることを制限する本規則を見直すことには意義があると考ええる。

3. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る売買高報告の方法の見直し

(提案内容)

- 引受会社の親法人等又は子法人等が発行する有価証券の主幹事就任規制において、算定基準日以前一年間の市場売買高の総額が百億円以上であることが主幹事就任要件（独立引受幹事の設置免除要件）になっていることから、引受会社が協会に対して自らの親法人等又は子法人等の発行する社債の売買高の報告を行っているが、この報告方法、売買高の集計方法の見直しを要望する。
- 具体的には、社債の取引情報の報告制度がスタートしていることから、当該報告制度に基づき協会が集約しているデータによる売買高判定に移行するべきと考える。

(提案の背景・理由)

- 法の趣旨は本来、市場での流動性が一定程度以上あることを要件としているが、主幹事就任規制の影響を受けない親法人等又は子法人等に該当しない引受会社は対象銘柄の売買高を調査・報告するインセンティブがないことから、現状では、直接影響を受ける親法人等又は子法人等にあたる引受会社（以下、「親法人等引受会社」という）が自ら関与・把握している売買高のみを報告し、法令に定めるか要件判定を行っている。現状の報告方法では市場の実態を正しく表すことができず、実際には百億円以上の売買高が市場に存在するにも関わらず、独立引受幹事の設置を余儀なくされ、不利益を被っている発行体が存在する可能性が十分にある。
- 発行時に親法人等引受会社に多く集中的に引受配分した方がセカンダリーベースでも親法人等引受会社の取り扱いが増え、結果として報告ベースの売買高は増えやすい。一方、逆にそれ以外の引受会社に多く関与させ、引受配分を分散させる方が（主幹事就任規制の趣旨からはその方が望ましいとも考えられるが）かえって売買高報告の数字が伸びにくい傾向になる。
- 売買高報告をスタートした当時は社債の流通価格・状況の透明性を高めることを目的とした取引情報報告制度がなかったため、親法人等引受会社の報告による売買高データのみ依存せざるを得なかったが、取引情報報告制度のデータが存在するならば、これを活用して市場全体の売買高で要件判定を行うべきと考える。

以 上

【参考条文：有価証券の引受け等に関する規則<抜萃>】**（適切な引受審査）**

第 12 条 引受会員は、引受けを行うに当たっては、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、引受審査部門（第 5 条第 2 項の場合には、当該引受審査案件に係る引受審査業務を遂行する担当者）において、第 16 条から第 19 条までに規定する引受審査項目について厳正に引受審査を行わなければならない。

2 主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、発行者によって公開された資料を確認するとともに、原則として、細則に定める資料（優先出資証券、不動産投資信託証券、インフラファンド、新投資口予約権証券、外国株信託受益証券及び外国インフラファンド信託受益証券並びに外国法人の発行する証券又は証書で株券等又は社債券の性質を有するものの引受審査を行うに当たっては、これに相当する資料をいう。以下「引受審査資料」という。）を細則に定めるところにより、発行者から受領するものとする。

3 主幹事会員は、第 16 条から第 19 条までに規定する引受審査項目を審査するため、前項の発行者によって公開された資料及び引受審査資料に記載されている事項の内容を確認する場合には、発行者に対し、当該確認すべき内容を書面により送付し、その回答を書面により受領するよう努め、必要に応じて当該発行者との間で面談を行うものとする。

4 主幹事会員は、前項の場合において、当該発行者の財務情報の内容が適切であるかを確認する際には、必要に応じて監査人から聴取を行うものとする。

5 主幹事会員は、引受審査を行う場合には、当該引受審査の対象となる有価証券の募集又は売出しに係る有価証券届出書等（有価証券届出書及び売出しに係る目論見書をいう。以下同じ。）に記載される財務情報の正確性、当該財務情報の事後の変動に係る調査等を行うため、監査人からコンフォートレターを受領するものとする。

6 主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、引受審査業務の重要性に鑑み、証券アナリストの調査結果の活用に努めなければならない。

（資金使途の確認及び公表）

第 20 条 主幹事会員は、株券等の募集の引受けを行うに当たっては、当該募集に係る具体的な資金の使途及びその効果を確認するため、当該発行者の資金繰り状況等について報告を求めるとともに、当該発行者に対し調達する資金の使途等について、次の各号に掲げる事項を細則で定める発表資料（以下「発表資料」という。）において公表するよう要請しなければならない。

1 調達資金の使途

設備投資、借入金返済、投融資等の項目別の具体的な内容、金額及び支払時期の表示

2 調達資金による将来の発行者の収益への影響

具体的、かつ、可能な範囲内において計数的な表示（一定の前提を置いて表示する場合には、その旨明記する。）

2 主幹事会員は、前項に規定する資金の使途がM&A（企業買収、資本提携等をいう。以下同じ。）である場合には、当該M&Aの実現可能性及び実現がなされなかった場合の合理的な代替使途について、当該M&Aを予定している分野、規模及び時期等から確認するとともに、同項第1号に掲げる調達資金の使途の具体的な内容等として、次の各号に掲げる事項について当該発行者に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

1 M&Aの実施に伴う将来の事業構想

M&Aを予定している分野、規模等可能な範囲内において具体的な表示

2 資金充当の期限及びM&Aに資金が充当されなかった場合の代替使途

原則として1年以内の期限並びに代替使途の具体的な内容及び金額の表示

3 主幹事会員は、株券等の募集の引受けを行うに当たっては、当該募集に係る払込日の前5年以内の直前に行われた株券等の募集に係る調達資金の使途状況について、前2項に掲げる項目ごとに確認することとし、その使途状況に変更がある場合は、その変更の内容について当該発行者に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

4 主幹事会員は、株券等の募集を行おうとする発行者の前回の株券等の募集による調達資金について、その資金使途に著しい変更があり、かつ、その変更理由が合理的でないと認められる場合には、新たに行おうとする株券等の募集について、前回行われた株券等の募集から相当の期間を置くよう、当該発行者に要請しなければならない。

5 主幹事会員は、発行者に対し、第1項及び第2項に規定する調達資金の使途の変更又は充当がある場合は、その状況について細則で定めるところにより公表するよう要請しなければならない。

（社債券等の売買高の報告等）

第33条 協会員は、社債券等の売買高に関し、所定の方法により本協会に報告することができる。

2 本協会は、所定の場合における売買高の総額を所定の方法により公表するものとする。

【参考条文：「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則＜抜萃＞】

（引受審査資料の受領の取扱い）

第 7 条 規則第 12 条第 2 項に規定する主幹事会員の引受審査資料の受領の取扱いは、次に掲げるところにより行うものとする。

- 1 新規公開において行う募集又は売出しに際して引受けを行う場合には、引受審査を行うために十分な期間前までに受領すること。
- 2 上場発行者が発行する有価証券の募集若しくは売出し又は上場発行者以外の者が発行する社債券の募集若しくは売出しに際して引受けを行う場合には、原則として、発行決議日の 17 営業日前（社債券の発行登録を行う場合には発行登録効力発生予定日の 14 営業日前）までに受領すること。

共同主幹事の引受審査資料の受領時期についての検討事項

2021 年 9 月 28 日

1. 「有価証券の引受け等に関する規則」細則 第 7 条第 1 号の制定経緯

平成 18 年 6 月 30 日に取りまとめられた「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」（事務局・金融庁監督局、座長・岩原紳作 教授）を受け、本協会 エクイティ市場委員会（現・エクイティ分科会）の下部機関として「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」等を設置し、証券会社における引受審査に係る諸問題について検討が行われた。

その一環として、平成 18 年 7 月から 10 月にかけて、新規公開における引受審査のあり方に関する分科会¹（以下「IPO 審査分科会」という。）において、会員の引受審査手続きの基本となる指針であった「有価証券の引受審査手続きに関する事務処理指針」（平成 4 年 8 月）について見直しが行われ、自由競争の中で資本市場を活性化するという命題の下、会員における必要且つ十分な引受審査手続きを確保するため、規則化すべき項目の検討が行われた。

検討の結果、主幹事会員の引受審査資料の受領の取扱いについて、新規公開において行う募集又は売出しに際して引受けを行う場合には、引受審査を行うために十分な期間前までに受領することとして、規則化されることとなった。

2. 「有価証券の引受け等に関する規則」細則 第 7 条第 1 号制定時の主な議論

IPO 審査分科会では、主に引受審査資料の受領日を具体的に明記するか否か議論が行われた。

	主な意見
具体的な期間を明記することに賛成	・引受審査について一定の水準を確保するというのであれば、何らかの基準を設けた方が良いのではないかと。
具体的な期間を明記することに反対	・IPO の審査期間というのは案件ごとに異なり、最低でも 3 カ月、長くても 1 年～2 年というのもあり、一律に定めるのは難しい。 ・発行体の事業内容（古典的な産業を行う企業とベンチャー企業の IPO では、必要な引受審査期間は異なる）によっても適切な審査期間が異なることから、具体的な期間を明示すべきではないのではないかと。

3. 検討の方向性

検討項目① 引受審査上、共同主幹事に期待される役割について、事務主幹事（トップレフト）と同等に捉えてよいか。

・事務主幹事が、新規公開における上場申請書類の推薦書を作成する幹事取引参加者（推薦証券会社）を担う事が一般的であり、当該推薦書の作成に先立って上場適格性審査を実施することとなるため、引受審査上、（推薦証券会社に該当しない）他の共同主幹事とは収受する発行会社の情報の質及び量が異なっていることが考えられる。

¹ 「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」の下部機関の一つ。

検討項目② 主幹事会員（共同主幹事）の引受審査資料の受領時期について、具体的な期間を定めることは実務上可能であるか。

- ・事務主幹事と（推薦証券会社に該当しない）共同主幹事とが行う審査のタイミングの差異も踏まえて検討が必要。

以 上

参考条文：

有価証券の引受け等に関する規則＜抜萃＞

（適切な引受審査）

第 12 条 引受会員は、引受けを行うに当たっては、発行者が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、募集又は売出しが資本市場における資金調達又は売出しとしてふさわしいか否か及び当該発行者の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、引受審査部門（第 5 条第 2 項の場合には、当該引受審査案件に係る引受審査業務を遂行する担当者）において、第 16 条から第 19 条までに規定する引受審査項目について厳正に引受審査を行わなければならない。

- 2 主幹事会員は、引受審査を行うに当たっては、発行者によって公開された資料を確認するとともに、原則として、細則に定める資料（優先出資証券、不動産投資信託証券、インフラファンド、新投資口予約権証券、外国株信託受益証券及び外国インフラファンド信託受益証券並びに外国法人の発行する証券又は証書で株券等又は社債券の性質を有するものの引受審査を行うに当たっては、これに相当する資料をいう。以下「引受審査資料」という。）を細則に定めるところにより、発行者から受領するものとする。

3～6 （省略）

（主幹事会員と他の引受会員の連携）

第 13 条 主幹事会員は、他の引受会員（独立引受幹事会員を除く。以下この条において同じ。）に対し、十分な期間前に引受審査のために必要な資料及び情報を細則で定めるところにより提供する等して、当該他の引受会員の引受審査に可能な限り協力するものとする。

2 （省略）

【参考条文：「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則＜抜萃＞】

（引受審査資料の受領の取扱い）

第 7 条 規則第 12 条第 2 項に規定する主幹事会員の引受審査資料の受領の取扱いは、次に掲げるところにより行うものとする。

- 1 新規公開において行う募集又は売出しに際して引受けを行う場合には、引受審査を行うために十分な期間前までに受領すること。
- 2 上場発行者が発行する有価証券の募集若しくは売出し又は上場発行者以外の者が発行する社債券の募集若しくは売出しに際して引受けを行う場合には、原則として、発行決議日の 17 営業日前（社債券の発行登録を行う場合には発行登録効力発生予定日の 14 営業日前）までに受領すること。

（主幹事会員の他の引受会員への協力の取扱い）

第 8 条 規則第 13 条第 1 項に規定する主幹事会員の他の引受会員（独立引受幹事会員を除く。以下この条にお

いて同じ。)への協力の取扱いは、原則として、次に掲げるところにより行うものとする。

- 1 新規公開において行う募集又は売出しに際して引受けを行う場合には、第7条に掲げる資料を、発行決議日の15営業日前までに他の引受会員に対して送付すること。
- 2 上場発行者が発行する有価証券の募集若しくは売出し又は上場発行者以外の者が発行する社債券の募集若しくは売出しに際して引受けを行う場合には、第7条に掲げる資料を、遅くとも発行決議日までに他の引受会員に対して送付すること。

株券等の募集に係るM&Aの資金使途の開示に係る検討事項

2021 年 9 月 28 日

1. 検討の方向性

検討項目① 提案会社からの意見のように、本規制が存在することによって国内公募において発行者が資金使途を M&A とすることを敬遠しているといった実態が存在するか。

検討項目② 「原則 1 年以内の充当期限」を設けることによる弊害はあるか。

・ 発行体が資金使途を M&A とするニーズがある場合に、「原則 1 年以内の充当期限」を設けていることによって国内での公募増資を断念し、海外公募増資や第三者割当等、他の資金調達手法に流れているといった弊害は存在するか。

検討項目③ 「代替使途」の確認及び発行体への開示要請を行うことによる弊害はあるか。

- ・ 現行の規定においては、代替使途の開示を行わないという例外的運用は認められていない。
- ・ M&A の実現がほぼ近い状態において、代替使途を開示することによって投資家に対して M&A の確度について誤解を与えてしまうといった弊害は存在するか。

2. 前回検討時における結論（参考）

第 74 回引受けに関するワーキング・グループ（2018 年 11 月 29 日）において、引受規則第 20 条第 2 項第 2 号の撤廃については、少数ではあるが賛同する意見があったものの、以下のような理由により、撤廃しないことが妥当との結論に至った。

《撤廃しないこととした理由》

- ・ M&A の実現可能性の判断の拠り所、規律として一定の枠組みは必要であり、当該規定はそういった意味で意義がある。
- ・ 正当な理由があれば充当期限の延長が可能との解釈に基づいて運用されており、敢えて改正する必要はない。現行の規則を緩和するものと誤解を招く恐れがある。

また、第 73 回引受けに関するワーキング・グループ（2018 年 11 月 7 日）後に実施した意見照会において、引受規則第 20 条第 2 項の撤廃等提案に対するスタンスに係る意見のうち、反対派の意見として主に以下の内容が挙げられた。

（引受規則第 20 条第 2 項の廃止反対派意見 抜粋）

- ・ 業績見通しの確認や開示の妥当性を判断するためには資金使途の蓋然性、実現可能性を見る必要があるが、「将来の M&A」計画は、蓋然性、実現可能性を引受証券会社が判断するのが容易でない。判断の拠り所となる一定の枠組みは必要。撤廃した場合、資金使途に

抽象的な M&A が通用し、設備投資等は従前どおり具体的な計画を求めるという両者のアンバランスから、使途に関する引受審査の運用が、緩い方に傾いていく惧れに懸念がある。

- ・ そもそも、資金使途の無いエクイティ・ファイナンスはあり得ない。資金使途が M&A であることが、すなわち、資金使途の無いエクイティ・ファイナンスであるとは、もちろん考えていないが、資金調達の効果を判断するため資金使途が予定通りに使用される可能性が高いことを確認するのは引受証券会社として当然のことといえる。

現行引受規則第 20 条第 2 項は、資金使途を M&A とする場合でもその資金使途が予定通りに使用されることについて高いレベルで担保するものとなっており、また、想定外の環境の変化等により M&A が成就しない場合であっても、予定の範囲内で資金使途が充当されること、かつ結果としてでも資金使途の無いエクイティ・ファイナンスを発生させないことを担保している。投資判断においても資金調達による効果は重要な要素であり、その観点からも資金使途は（代替用途を含め）明確にする必要がある。

- ・ 現行の規則の緩和と捉えられることにより、資金の使途が M&A である場合の資金使途の確認や公表要請について、現行より緩やかな取扱いでよいとの誤解を招く恐れがあるため。
- ・ M&A を使途にする場合の開示の規律が働かなくなる虞があるため。他の資金使途については具体的な開示を求めている反面、M&A については開示のガイダンスがなくなり、規制の不均衡が生じかねない。
- ・ 当該条項には、M&A の蓋然性がないにもかかわらず、資金使途を「M&A」とする資金調達を規制し、投資家をミスリードすることを防ぎうる点で意義がある。

以 上

参考条文：

有価証券の引受け等に関する規則＜抜萃＞

（資金使途の確認及び公表）

第 20 条 主幹事会員は、株券等の募集の引受けを行うに当たっては、当該募集に係る具体的な資金の使途及びその

効果を確認するため、当該発行者の資金繰り状況等について報告を求めるとともに、当該発行者に対し調達する資金の使途等について、次の各号に掲げる事項を細則で定める発表資料（以下「発表資料」という。）において公表するよう要請しなければならない。

1 調達資金の使途

設備投資、借入金返済、投融資等の項目別の具体的な内容、金額及び支払時期の表示

2 調達資金による将来の発行者の収益への影響

具体的、かつ、可能な範囲内において計数的な表示（一定の前提を置いて表示する場合には、その旨明記する。）

2 主幹事会員は、前項に規定する資金の使途が M&A（企業買収、資本提携等をいう。以下同じ。）である場合には、当該 M&A の実現可能性及び実現がなされなかった場合の合理的な代替使途について、当該 M&A を予定している分野、規模及び時期等から確認するとともに、同項第 1 号に掲げる調達資金の使途の具体的な内容等として、次の各号に掲げる事項について当該発行者に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

1 M&A の実施に伴う将来の事業構想

M&A を予定している分野、規模等可能な範囲において具体的な表示

2 資金充当の期限及び M&A に資金が充当されなかった場合の代替使途

原則として 1 年以内の期限並びに代替使途の具体的な内容及び金額の表示

3 主幹事会員は、株券等の募集の引受けを行うに当たっては、当該募集に係る払込日の前 5 年以内の直前に行われた株券等の募集に係る調達資金の使途状況について、前 2 項に掲げる項目ごとに確認することとし、その使途状況に変更がある場合は、その変更の内容について当該発行者に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

4 主幹事会員は、株券等の募集を行おうとする発行者の前回の株券等の募集による調達資金について、その資金使途に著しい変更があり、かつ、その変更理由が合理的でないと認められる場合には、新たに行おうとする株券等の募集について、前回行われた株券等の募集から相当の期間を置くよう、当該発行者に要請しなければならない。

5 主幹事会員は、発行者に対し、第 1 項及び第 2 項に規定する調達資金の使途の変更又は充当がある場合は、その状況について細則で定めるところにより公表するよう要請しなければならない。

「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則＜抜萃＞

（資金使途の内容公表）

第 12 条 規則第 20 条第 1 項に規定する発表資料は、株券等の募集に係る発行決議時の記者発表資料とする。ただし、「店頭有価証券に関する規則」第 2 条第 4 号に規定する店頭取扱有価証券の発行者が行う株券等の募集にあつては、同条第 3 号に規定する会社内容説明書（有価証券届出書の提出を要する場合にあつては目論見書）をもって当該発表資料とする。

2 規則第 20 条第 5 項に規定する調達資金の使途の変更又は調達資金の充当がある場合において、主幹事会員は、調達資金の使途の変更及び同条第 2 項に定める場合に該当する調達資金の充当があったときにはその都度公表を行うよう要請し、併せて、調達資金の充当状況については決算短信に記載することにより公表を行うよう要

請しなければならない。ただし、当該調達資金に係る株券等の募集の払込日から5年を経過した後はこの限りでない。

- 3 前項に規定する要請は、当該募集の際に行うとともに、当該募集の払込日以降に調達資金の使途の変更及び規則第20条第2項に定める場合に該当する調達資金の充当が認められた場合には、その都度行うものとする。

金融商品取引業等に関する内閣府令（抜萃）

（業務の運営の状況が公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるもの）

第二百三十三条 法第四十条第二号に規定する内閣府令で定める状況は、次に掲げる状況とする。

一・二 （略）

三 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、有価証券の引受けを行っている状況

四 有価証券の元引受けを行う場合において、発行者の財務状況、経営成績その他引受けの適否の判断に資する事項の適切な審査を行っていないものと認められる状況

五～三十 （略）

2～11 （略）

東京証券取引所「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」（抜萃）

第1 企業価値の向上に資する

調達する資金が有効に活用されて上場会社の収益力の向上につながることで、調達目的、資金使途、過去に調達した資金の充当状況、業績見通しなどに基づいて合理的に見込まれるものであり、また、その合理的な見込みに疑いを生じさせるような経営成績・財政状態及び経営実態となっていないこと。

ファイナンス実施後において、健全な経営管理が行われて持続的な企業価値向上の実現が十分に期待されること。

第2 既存株主の利益を不当に損なわない

ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は、ファイナンスに伴う株式の希薄化や流通市場に与える影響等について十分に配慮されたものであり、既存株主に対して合理的な説明が可能なものであること。

第3 市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない

公正でない方法により利益を得ようとする主体やその協力者を、資本市場に参入させないこと。

個々には直ちに法令や取引所規則等の違反とは言えない取引を組み合わせ、全体として不当な利益を得ようとするスキームとなっていないこと。

第4 適時・適切な情報開示により透明性を確保する

情報開示は、その時期が適切であり、その内容が真実で一貫性があり、その範囲が十分であり、かつ、開示資料等における説明が分かりやすく具体的で、株主や投資者が行う投資判断に有用なものであること。

ファイナンス実施後においても、発行時の開示内容が適切であったことを示せること。

東京証券取引所「取引参加者における上場適格性調査体制等に関する規則」（抜萃）

（増資等の合理性に係る審査の実施）

第11条 有価証券上場規程第304条第1項第2号aに規定する増資の合理性に係る審査を行う取引参加者（以下この項において「審査取引参加者」という。）は、新株予約権証券の上場申請を行おうとする又は行った者及びその企業グループについて、上場会社が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、資本市場における資金調達としてふさわしいか否か及び上場会社の情報開示が適切に行われているか否かの観点から、次の各号に掲げる

事項についての厳正な審査を行うものとする。

(1) 適格性

反社会的勢力への該当性及び反社会的勢力との関係の有無

(2) 財政状態及び経営成績

- a 財政状態の健全性及び資金繰り状況
- b 財政状態及び経営成績の変動理由分析
- c 公表された利益計画の達成状況

(3) 業績の見通し

- a 利益計画の策定根拠の妥当性
- b 利益計画の進捗状況
- c 剰余金の配当の状況及び剰余金の配当に関する考え方

(4) 調達する資金の使途

- a 調達する資金の使途の妥当性
- b 調達する資金の使途の適切な開示
- c 過去に調達した資金の充当状況

(5) 株価等の動向

- a 株価の推移
- b 売買高の推移
- c 株価等の流動性を踏まえた発行数量の妥当性

(6) 企業内容等の適切な開示

- a 事業等のリスク等、企業情報等の開示内容の適正性、開示範囲の十分性及び開示表現の妥当性
- b 直近事業年度末以降の状況の適切な開示

(7) その他審査取引参加者が必要と認める事項

2 (略)

参考**「有価証券の引受け等に関する規則」第 20 条第 2 項第 2 号に規定する「充当期限及び M&A に資金が充当されなかった場合の代替用途」の開示要請義務の制定経緯**

～ 協会員よりお寄せいただいた自主規制規則の見直し提案関連 ～

平成 30 年 11 月 7 日

1. 「有価証券の引受け等に関する規則」第 20 条第 2 項第 2 号の制定経緯について

平成 18 年 6 月 30 日に取りまとめられた「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」（事務局・金融庁監督局、座長・岩原紳作 教授）を受け、本協会 エクイティ市場委員会（現・エクイティ分科会）の下部機関として「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」等を設置し、証券会社における引受審査に係る諸問題について検討を行った。

平成 19 年 2 月、報告書「会員における引受審査のあり方・MSCB の取扱いのあり方等」が取りまとめられ、そこでは、引受審査体制の強化、引受審査プロセスの適正化・効率化及び引受審査項目の拡充等について提言された。

同年 5 月、同報告書における提言に加え、昨今の企業における M&A 活動の活発化や資本政策の多様化等の環境変化を踏まえ、会員が引受けを行う際の資金使途の確認及び公表並びに発行者が指定する販売先への売付け（いわゆる親引け）に関する規制についても適正化を図るため、「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）の一部改正を行った。

<「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」が設置された経緯>**・ 証券会社の役割**

—— 中心に市場仲介者としての機能があり、高い公共性が付随している。他方、市場プレイヤーとして証券市場に参加しているが、市場仲介者としての信頼を損なわないためにも、高い自己規律の下での健全かつ適切な業務運営が求められる。

・ 近年の証券会社を巡る主な状況変化

—— 金融システム改革以降の参入・退出等の自由化がもたらす証券会社間の競争の進展及び証券会社の業務等の多様化等が見られるところである。

・ 証券会社の業務の信頼性向上に向けた取組み

—— 法令の整備及びエンフォースメントの強化と互いに補完しあうものとして、投資家の利益や市場の公正性を高めるために、証券会社が、法令の形式的な遵守にとどまらず、市場仲介者としての機能を積極的に果たすための自主的な取組みを行うことが強く期待される。

—— 証券業協会の自主規制機能の活用や、証券会社の自己規律を高めるための規範の整備が、そのための方策として考えられるところである。なお、当局は、通常の検査・監督の中で、証券会社のこうした活動を検証・モニタリングすることを通じて、証券会社による自主的な取組みを促していくとともに、自主規制機関との連携を強化していくことが考えられる。

<「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会 論点整理」における主な論点（引受け関連）>

- ・ 発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮
 - 引受け等の審査の強化（引受け等の審査項目・内容の見直し、第三者割当増資、いわゆる私募 CB 等の引受け・買受け時の留意事項の明確化、引受け等の審査体制の強化）
 - 適切な発行条件の設定（仮条件の設定及びブックビルディングについての具体的基準の設定）
 - その他（引受人と監査人の協調・連携の促進、引受審査終了後の状況変更への対応等）

2. 引受規則第 20 条第 2 項第 2 号導入前の M&A を資金使途とするエクイティ・ファイナンスの取扱い及び導入の端緒

- M&A を資金使途とするエクイティ・ファイナンスの引受けについて法令諸規則等により禁止されていたわけではない。
 - エクイティ・ファイナンスは希薄化が生じるものであることから「不確実性の高い資金使途を認めるべきではない」という暗黙の了解に基づき各社は確定していない M&A を資金使途とするエクイティ・ファイナンスの引受けを行っていなかった。

<MEMO>

- ・ 投資判断に影響を及ぼす重要な情報である資金使途について、「投融資」や「M&A」開示した場合には、当時、顧客への販売が難しいという事情があった。
- ・ 上場企業の本業から乖離したファイナンスは、改正前の引受規則第 4 条（過去に発行された株券等の状況）による事後チェックを行うことで担保していた
- そうした中、企業における M&A 活動が活発化していること、M&A を資金使途とするエクイティ・ファイナンス（㈱ゼンショーホールディングス（7550））が発生したことから、資金使途を M&A とするエクイティ・ファイナンスの取扱いについて検討を開始した。
 - 2006（平成 18）年 7 月 6 日開催「第 2 回 会員における引受けのあり方に関する検討会」において、委員から「ファイナンスの資金使途について、従来は具体的な資金使途が決まっていなければ認められなかったところ、M&A が活発化している背景等を踏まえ、ある程度蓋然性が高いものであれば、柔軟な取扱いとすべく運用でカバーするか、又は必要に応じて細則等で手当てしていく方向で考えてはどうか。」旨の提案に係る発言があった。
 - 2007（平成 19）年 3 月 2 日開催「第 6 回 会員における引受けのあり方に関する検討会」における意見交換において、次のような方向性が示された。
 - ・ M&A を資金使途するファイナンスについては、当該 M&A 案件が行われる蓋然性が高い場合には、ファイナンスを認めてもよいのではないかと。
 - ・ M&A を行う時期や M&A に資金が充当されなかった場合の代替使途について確認を行い、開示させることとしてはどうか。
 - ・ M&A をファイナンスの資金使途とする場合の開示については、取引所の適時開示規則において規定するよう要請してはどうか。

⇒ 主幹事会員が株式等の募集の引受けを行う場合には、これまでその資金使途が M&A であるときは実質的に許容されていなかった。当該規則改正により、M&A の実現可能性及び実現されなかった場合の合理的な代替使途を確認するとともに、発行者に対しそれらの公表に係る要請義務を課すことを前提として許容された。

以 上

【参考条文】

改正前・有価証券の引受け等に関する規則（公正慣習規則第 14 号）〈抜粋〉

（過去に発行された株券等の状況）

第 4 条 会員は、株券の募集を行おうとする発行者の一定期間の株価が前回の株券の募集の発行価格を著しく下回り、かつ、利益が前回の株券の募集時の計画を著しく下回っていること等当該株価の低下が発行者の個別事情によると認められる場合には、新たに行おうとする株券の募集について、前回行われた株券の募集から相当の期間を置くよう、当該発行者に要請しなければならない。

2 前項に規定する一定期間の株価及び前回の株券の募集の取扱いについては、「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則（以下「細則」という。）をもって定める。

3 前 2 項の規定は、新株予約権証券について準用する。この場合において、「株券」とあるのは「新株予約権証券」と、「発行価格」とあるのは「行使価額」とそれぞれ読み替えるものとする。

4 第 1 項及び第 2 項の規定は、優先出資証券について準用する。この場合において、「株券」とあるのは「優先出資証券」と、「株価」とあるのは「優先出資価格」とそれぞれ読み替えるものとする。

5 第 1 項及び第 2 項の規定は、不動産投資信託証券について準用する。この場合において、「株券」とあるのは「不動産投資信託証券」と、「株価」とあるのは「不動産投資信託証券の価格」とそれぞれ読み替えるものとする。

6 会員は、引受けを行うに当たっては、発行者に対し、次の各号に掲げる事項について、細則で定める発表資料（以下「発表資料」という。）において公表するよう要請しなければならない。

- 1 過去の株価、株価収益率及び株主資本利益率の推移（優先出資証券又は不動産投資信託証券の引受けの場合はこれらに相当するもの）並びに過去に行った株券等の募集の時期及びその内容
- 2 過去に発行された新株予約権及び新株予約権付社債による 1 株当たり指標の希薄化情報及び今回の新株予約権及び新株予約権付社債を発行した後の潜在株式の状況
- 3 前号に規定する 1 株当たり指標の希薄化情報及び潜在株式の状況の取扱いについては、細則をもって定める。

改正前・「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則〈抜粋〉

（過去に発行された株券等の状況）

第 2 条 規則第 4 条第 2 項に規定する一定期間の株価は、当該株券の募集に係る発行決議日の 2 週間前の日を基準とした一定の期間の株価（原則として、当該 2 週間前の日の 2 か月前の日から始まる 1 か月間の終値の平均値段）をいうものとする。

2 規則第 4 条第 3 項の規定により新株予約権証券について同条第 1 項を準用する場合の同条第 2 項に規定する一

定期間の株価は、当該新株予約権証券の募集に係る発行決議日の2週間前の日を基準とした一定の期間の株価（原則として、当該2週間前の日の2か月前の日から始まる1か月間の終値の平均値段）をいうものとする。

- 3 規則第4条第4項の規定により優先出資証券について同条第1項を準用する場合の同条第2項に規定する一定期間の優先出資価格は、当該優先出資証券の募集に係る発行決議日の2週間前の日を基準とした一定の期間の優先出資価格（原則として、当該2週間前の日の2か月前の日から始まる1か月間の終値の平均値段）をいうものとする。
- 4 規則第4条第5項の規定により不動産投資信託証券について同条第1項を準用する場合の同条第2項に規定する一定期間の不動産投資信託証券の価格は、当該不動産投資信託証券の募集に係る発行決議日の2週間前の日を基準とした一定の期間の不動産投資信託証券の価格（原則として、当該2週間前の日の2か月前の日から始まる1か月間の終値の平均値段）をいうものとする。
- 5 規則第4条第2項に規定する前回の株券の募集は、株主割当増資における失権株公募、払込金額の総額が1億円に満たない株券の募集及び株券の新規公開に係るブックビルディング又は入札により公募価格が決定された株券の募集を含まないものとする。
- 6 規則第4条第3項の規定により新株予約権証券について同条第1項を準用する場合の同条第2項に規定する前回の株券の募集は、行使により発行される株券の払込金額の総額が1億円に満たない新株予約権証券の募集を含まないものとする。
- 7 規則第4条第4項の規定により優先出資証券について同条第1項を準用する場合の同条第2項に規定する前回の優先出資証券の募集は、払込金額の総額が1億円に満たない優先出資証券の募集及び優先出資証券の新規公開に係るブックビルディング又は入札により公募価格が決定された優先出資証券の募集を含まないものとする。
- 8 規則第4条第5項の規定により不動産投資信託証券について同条第1項を準用する場合の同条第2項に規定する前回の不動産投資信託証券の募集は、払込金額の総額が1億円に満たない不動産投資信託証券の募集及び不動産投資信託証券の新規公開に係るブックビルディング又は入札により公募価格が決定された不動産投資信託証券の募集を含まないものとする。
- 9 規則第4条第6項に規定する発表資料は、株券等の募集に係る発行決議時の記者発表資料とする。ただし、「店頭有価証券に関する規則」（公正慣習規則第1号）第2条第4号に規定する店頭取扱有価証券の発行者が行う株券等の募集にあつては、本協会が別に定める会社内容説明書（有価証券届出書の提出を要する場合にあつては目論見書）をもって当該発表資料とする。
- 10 規則第4条第6項第3号に規定する「1株当たり指標の希薄化情報」とは、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」第95条の5の2第2項に規定される潜在株式調整後1株当たり当期純利益額をいうものとし、「潜在株式の状況」は、株券等（優先出資証券及び不動産投資信託証券を除く。）の募集の実施後、既に発行された新株予約権及び新株予約権付社債並びに新たに発行される新株予約権及び新株予約権付社債が全額行使された場合に発行されることとなる株式数（以下第4条第3号において「潜在株式数」という。）を当該新株予約権及び新株予約権付社債発行直前の発行済株式数で除して得た比率とする。



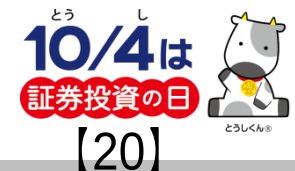
日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

資料4

自主規制規則見直し提案について (社債券等売買高の集計方法変更)

2021年9月28日

日本証券業協会 公社債・金融商品部



協会員からの見直し提案の内容

とう
10/4は
証券投資の日



【提案事項】

売買高報告の方法の見直し

【具体的な提案内容】

引受会社の親法人等又は子法人等が発行する有価証券の主幹事就任規制(ファイアー・ウォール規制)において、算定基準日以前一年間の市場売買高の総額が百億円以上であることが主幹事就任要件(独立引受幹事の設置免除要件)になっていることから、引受会社が協会に対して自らの親法人等又は子法人等の発行する社債の売買高の報告を行っているが、この報告方法、売買高の集計方法の見直しを要望する。

具体的には、社債の取引情報の報告制度がスタートしていることから、当該報告制度に基づき協会が集約しているデータによる売買高判定に移行するべきと考える。

【提案理由】

法の趣旨は本来、市場での流動性が一定程度以上あることを要件としているが、ファイアー・ウォール規制の影響を受けない親法人等又は子法人等に該当しない引受会社は対象銘柄の売買高を調査・報告するインセンティブがないことから、現状では、直接影響を受ける親法人等又は子法人等にあたる引受会社(以下、「親法人等引受会社」という)が自ら関与・把握している売買高のみを報告し、法令に定めるか要件判定を行っている。現状の報告方法では市場の実態を正しく表すことができず、実際には百億円以上の売買高が市場に存在するにも関わらず、独立引受幹事の設置を余儀なくされ、不利益を被っている発行体が存在する可能性が十分にある。

発行時に親法人等引受会社に多く集中的に引受配分した方がセカンダリーベースでも親法人等引受会社の取り扱いが増え、結果として報告ベースの売買高は増えやすい。一方、逆にそれ以外の引受会社に多く関与させ、引受配分を分散させる方が(主幹事就任規制の趣旨からはその方が望ましいとも考えられるが)かえって売買高報告の数字が伸びにくい傾向になる。

売買高報告をスタートした当時は社債の流通価格・状況の透明性を高めることを目的とした取引情報報告制度がなかったため、親法人等引受会社の報告による売買高データのみ依存せざるを得なかったが、取引情報報告制度のデータが存在するならば、これを活用して市場全体の売買高で要件判定を行うべきと考える。

【根拠規定】

有価証券の引受け等に関する規則 第33条第1項

【21】

現行制度(主幹事就任規制)の概要

とう
10/4は
証券投資の日



- 証券会社は、原則として親法人等又は子法人等が発行する有価証券の引受けに係る主幹事会社となることができない(業等府令153条1項4号)。
- ただし、業等府令153条1項4号イ～ニのいずれかに該当する場合はこの限りでない。
- ⇒ 親子法人の発行する社債券又は投資法人債券(以下「社債券等」という。)の引受主幹事となるためには、業等府令153条1項4号ハ又はニの要件に該当する必要あり

業等府令153条1項4号ハの要件 (流通市場要件)

- (1) 発行者(証券会社の親法人等又は子法人等。以下同じ。)が本邦において募集又は売出しに係る有価証券届出書又は発行登録追補書類を提出することにより発行された社債券等(売買参考統計値が6か月以上継続的に発表されているものに限る。以下同じ。)について、算定基準日(証券会社が引受主幹事になろうとする有価証券の発行日前6か月間のいずれかの日をいう。以下同じ。)以前1年間の売買高の総額が100億円以上であることが日証協により公表されていること
- (2) 発行者が本邦において募集又は売出しに係る有価証券届出書又は発行登録追補書類を提出することにより発行された社債券等について、算定基準日における残高が250億円以上であること
- (3) 証券会社が引受主幹事になろうとする有価証券の発行日以前5年間に、発行者が本邦において募集又は売出しに係る有価証券届出書又は発行登録追補書類を提出することにより発行された社債券等の総額が100億円以上であること

業等府令153条1項4号ニの要件 (独立幹事要件)

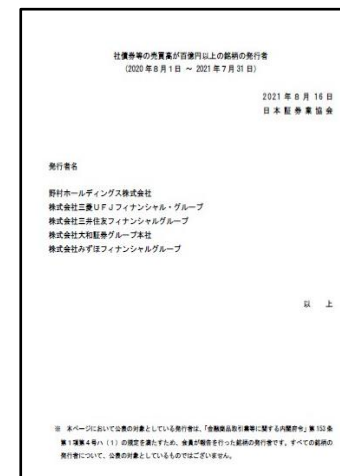
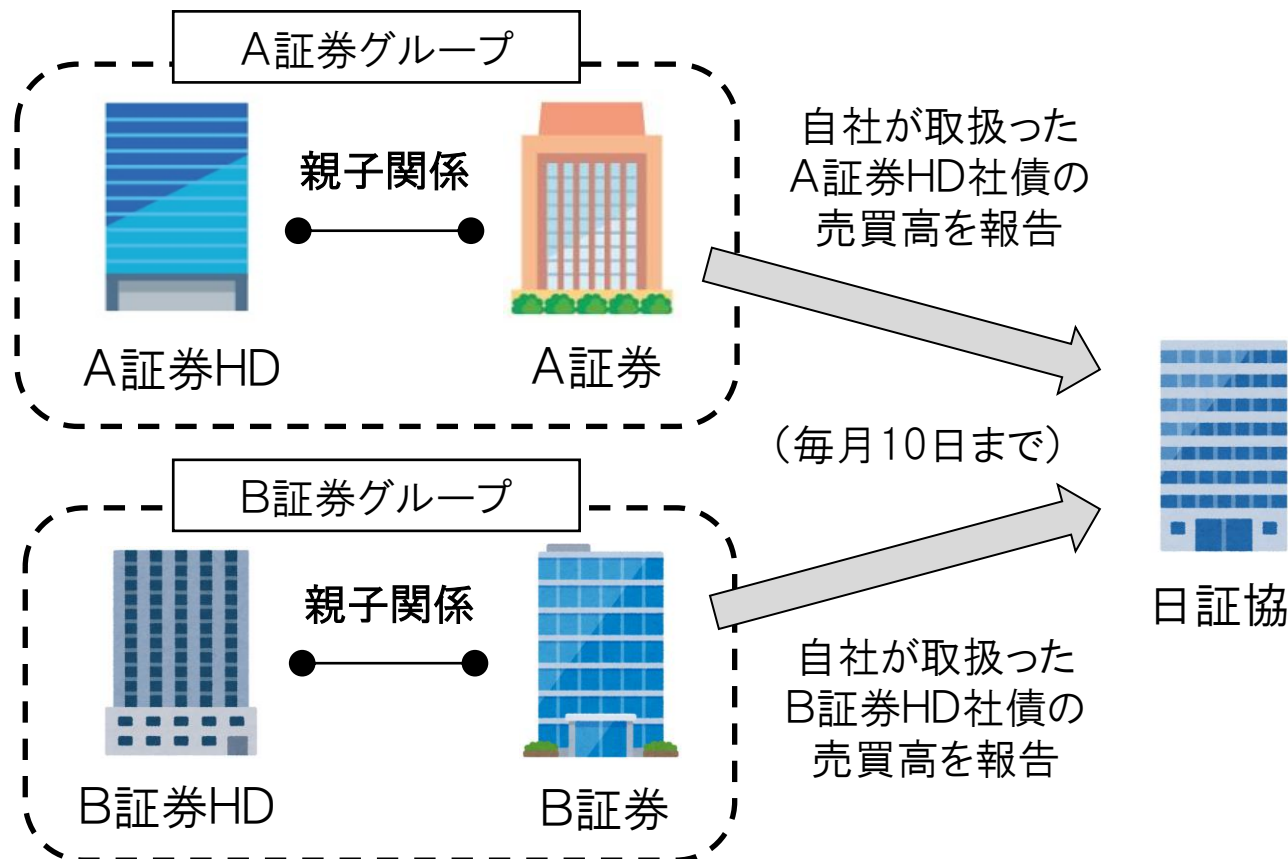
「独立引受幹事会社」が発行条件の決定に適切に関与すること

※証券会社が業等府令153条1項4号ハ又はニのどちらを利用する場合も、引受規則第9条の規定により、規則に定めるブックビルディング又はプレマーケティングにより発行価格等を決定する必要がある。

【22】

現行制度に基づく社債券等売買高の報告

とうし
10/4は
証券投資の日



報告を受けた発行者別の
社債券等の売買高のうち、
売買高が100億円以上
の発行者の名称を公表
(毎月15日付)

- A証券、B証券はそれぞれ自社の親法人であるA証券HD、B証券HDの発行した社債券について、自社における売買高を集計し、日証協に報告する。
- この場合、例えばA証券が顧客との間でB証券HD社債の売買を行っていたとしても、A証券には親子関係のないB証券HD社債の売買高を報告するインセンティブがないため、B証券HD社債の売買高は親子関係にあるB証券からしか報告が行われない。

【23】

- 現在は、親法人等又は子法人等が発行する社債券等の引受主幹事となる可能性のある証券会社（以下「親子証券会社」という。）から、毎月、前月末までの1年間における当該親法人等又は子法人等が発行した社債券等の売買高の報告を受け、日証協は、報告された売買高の合計が100億円以上の発行者の名称を、各月の15日付でホームページにおいて公表している。
- ⇒ 現行の集計方法では、個別銘柄の売買高は親子証券会社によって発行者別に集計されており、日証協では、報告を受けた発行者別の社債券等の売買高を確認しているのみで、発行者毎に集計対象となった銘柄を把握していない。
- 証券会社としては、自社の親法人等又は子法人等でない発行者の社債券等の売買高を報告するインセンティブがないため、証券会社の親法人等又は子法人等が発行した社債券等について、他の証券会社においても売買が行われている可能性がある。
- ⇒ 実際の売買高は、現行の方法により親子証券会社から報告された数値より多い可能性がある。
- 日証協による社債券等売買高100億円以上の発行者の公表は、業等府令153条1項4号ハ(1)の要件を満たすために行われている。
- ⇒ 証券会社の親法人等又は子法人等でない発行者（一般事業会社）は、その社債券等の売買高が100億円以上であっても、本制度による公表の対象とする必要がない。

集計方法を変更する場合のメリット・デメリット

とう
10/4は
証券投資の日



メリット	● <u>親子証券会社以外の証券会社における売買高を集計対象に含むことができるため、公表される「社債券等の売買高が100億円以上の発行者」が増加する可能性がある</u> ● <u>同様の理由で、親子証券会社における取扱高を考慮する必要がなくなるため、募集時の引受け額を他の証券会社へ分散させやすくなる</u> ● <u>親子証券会社における社債券の売買高の集計が不要となり、事務負担が軽減される（ただし、「社債の取引情報の報告制度」では投資法人債（取引情報の発表制度の対象外）を報告対象としていないため、投資法人債については、現行と同じ方法で売買高の報告を受ける必要がある）</u>
デメリット	● 「社債の取引情報の報告制度」では、「<u>日本銀行の社債買入れオペに対する売付け</u>」（取引情報の発表制度の対象外）を報告対象に含んでおらず、<u>額面1,000万円未満の取引の報告は任意のため、現在の親子証券会社における売買高の集計にこれらの取引を含んでいる場合、集計方法の変更により売買高が減少する可能性がある</u> ● 「社債の取引情報の報告制度」では、<u>額面1億円未満の取引について、1か月分をまとめて翌月20日までに報告することができるため、売買高の集計は基準日の翌月20日以降に可能となる（現在は各社が10日までに報告、協会が15日に発行者名を公表）</u> ● 「社債の取引情報の報告制度」は銘柄ベースで報告を受けているため、協会が<u>発行者ベースで売買高を集計するためには、証券会社の親法人等又は子法人等である発行者をピックアップしたうえで、発行者毎に集計対象銘柄を選定する必要がある</u>

【その他】

- 「社債の取引情報の報告制度」では、協会と保振との契約に基づき、同社の決済照合システムを利用した社債の取引情報の提供を受けているが、提供された取引情報を売買高の集計に利用することが契約上の目的外利用に該当する場合、契約の変更又は目的外利用の同意が必要となる。

【25】

- 現行の集計方法に代えて「社債の取引情報の報告制度」により報告された社債の取引情報を集計することにより、親子証券会社以外の証券会社における売買高を対象に含むことができるため、「社債券等の売買高が100億円以上の発行者」として公表される会社が増加する可能性がある一方、同制度では「日銀による社債買入れオペに対する売付け」が報告対象から除外されており、額面1,000万円未満の取引の報告は任意であるため、現行の親子証券会社における集計においてこれらの取引を対象に含んでいる場合、集計方法の変更により、逆に売買高が減少する可能性もある。
- 社債券については、集計方法の変更により証券会社の事務負担が軽減されるが、投資法人債は「社債の取引情報の報告制度」の対象外のため、集計方法は変更できない。このため、親法人等又は子法人等が発行する投資法人債の引受主幹事になろうとする証券会社は、今後も現行どおり投資法人債の売買高を集計・報告する必要がある。
- また、制度と関係がない(証券会社と親子関係にない)発行者が「社債券等の売買高が100億円以上の発行者」として公表対象とならないよう、集計方法を変更する場合には、親子証券会社から協会に対して、毎月、公表対象とする発行者の名称及び発行者毎に集計対象とする銘柄を伝達する(新たな事務が発生する)必要がある。

⇒ 上記を踏まえ、集計方法の変更を行うべきかどうかご意見をいただきたい。

引受 WG の検討スケジュール（案）

2021 年 9 月

開催時期	検討事項	内容
第 80 回 (9 月 28 日)	1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期 2. 株券等の募集に係る M & A の資金使途の開示 3. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る 売買高報告の方法の見直し	・キックオフ
～10 月上旬	意見照会	
第 81 回 (10 月上～中旬)	1. 共同主幹事の引受審査資料の受領時期 2. 親法人等又は子法人等が発行する社債に係る 売買高報告の方法の見直し	・方向性について固める ※第 81 回と第 82 回で議案が前後する可能性有
第 82 回 (10 月中～下旬)	○ 株券等の募集に係る M & A の資金使途の開示	・方向性について固める ※第 81 回と第 82 回で議案が前後する可能性有
11 月	予備日（必要に応じて意見照会、WG 開催など）	
12 月中旬	「自主規制規則の見直しに関する検討結果等について」自主規制会議等報告・会員通知（自主規制 企画部） ※ 検討状況を自主規制会議等に報告のうえ会員通知	

※ 2022 年 1 月以降 （WG で了承が得られた検討事項について）規則改正

以 上