

1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第 73 回）
2. 日 時	平成 30 年 11 月 7 日（水）10:00～11:00
3. 議 案	自主規制規則の見直しに関する提案（資金使途 M&A）について
4. 主な内容	【概要】 本年 4 月 18 日から 5 月 17 日にかけて募集した「本協会の自主規制規則の見直しに関する提案」において会員から寄せられた「有価証券の引受け等に関する規則」（以下「引受規則」という。）の見直しに関する提案について、事務局より当該提案及び対象規定（引受規則第 20 条第 2 項第 2 号）の概要について別添資料に基づき説明が行われた後、見直しの要否について検討が行われた。 各社意見が出揃ったところで、今後事務局において各社の意見を取り纏めた後、再度検討を行うこととされた。 【主な発言】 <u>1. 見直しの要否について</u> ・ エクイティ・プリンシプルやコーポレート・ガバナンスコードが発行会社にも浸透してきていることから、証券会社が一律にルールで以て資金使途等を縛るのは時代に沿わない規制ではないか。 ・ 引受規則第 20 条第 2 項制定当初の「公募増資は蓋然性が高い M&A にのみ認めるべき」、「蓋然性が高い M&A であっても不調に終わることもあり得るので予め代替使途を開示いただく」という基本的な考え方は変わっておらず、現状においても納得感のあるルールなのではないか。 ・ 海外では比較的自由度の高い記載内容が認められているが、資金使途を M&A とする場合は、原則としてその対象や事業の属性等の開示が求められ、ルール化されている。資金使途の確実性の確認の拠所である協会ルールが無くなると予備的資金の調達に止められなくなる虞があるため、当該協会ルールは現在もなお必要なのではないか。 <u>2. IPO と P0 の差異について</u> ・ 平成 26 年度の見直し検討時、IPO の場合は資金使途が M&A のときでも充当期限の 1 年や代替使途の情報開示が無くても認められるケースがあるのではないかと議論があったが、現行の引受規則第 20 条第 2 項の規定振りでは IPO と P0 では区別されておらず、かつ、取扱いの差異に明確な理由も無い。「引受証券会社各社における実務対応」とテクニカルな読み方をする必要があるが、発行者から問われても明確な説明が困難である。IPO で認めて P0 では認めない合理的理由は無いので、本来あるべき姿、原則に正していくべき。 ・ 引受審査の観点から言えば、IPO と P0 における資金使途の審査の差異は M&A に限った話ではなく、ルールが同じだから IPO も P0 も同じとすると、他の資金使途についても影響することとなる。IPO については上場要件を満たすための資金調達もあり得るということを踏まえて対応しているのではないか。 <u>3. 1 年の充当期限について</u> ・ 買収対象会社の規模が大きい場面、発行者が M&A を活発に行う会社や投資会社である場合等、様々な局面が想定される中で一律にこのような規制を適用すべきではない。少なくとも発行者に対して当該“1 年”の根拠は説明できない。 ・ これまで“蓋然性の高さ（1 年縛り）”についての判断を避けるために、M&A 資金を当初はブリッジローンで調達した後、エクイティでのリファイナンスという対応を行ってきた。M&A を主体として成長する会社や投資会社が出てくることを思えば、当該“蓋然性の高さ（1 年の縛り）”について見直すべき時期にはあるのかもしれない。 ただし、基準が全く無いこととなると予備的資金の調達も止められなくなっ

	てしまうため、「必ずしも撤廃」ではなく、「“原則1年”を残したうえで例外規定を設ける」、「例外を明確化する」等の対応も考えられるのではないかな。 ・ 引受規則第20条第2項制定当初の当該“1年”の根拠は“確からしさの1つの基準”として考えられていた。必ずしも“1年”だけが“確からしさ”を担保するものではなく他の方法があればよいが、別の基準を設けるとなると難しいのではないかな。 ・ M&Aとエクイティ・ファイナンスが連動するのは、かなり実現可能性が高く、又は発行者の事業形態に依るところが大きいのではないかな。それを阻害しないことは当然重要であるが、それ以外の場合についてはデットで資金調達して繋ぐか、実現可能性が低い場合であると思われる。“原則として1年”は目安として存在すべきではないかな。 <u>4. 元引受業務への新規参入会社も含めた対応について</u> ・ 現状、元引受業務について必要な規制は新規参入者を含め法令が適用される。また、レピュテーションの問題もあり何をやっても良いということにはならないので、資金使途をM&Aとすることについて自主規制規則により一律に規制を元引受業務を行う会員に対し適用する必要はないのではないかな。 ・ 見直しについて全否定するつもりはないが、様々な証券会社が参入してくる現状だからこそ、引受規則第20条第2項制定当時の状況も鑑み、本規制の要否について検討すべきではないかな。 <u>5. 第三者割当との関連について</u> ・ 現状問題が発生していない第三者割当にまで議論を広める必要はないのではないかな。資金使途については一律ではなく原則的な考え方に基づいて適否を判断するルールであるべきであり、第三者割当についても一律のルールを課すべきではない。 ・ 提案理由として、本規制により第三者割当によるMSワラントの発行を選択する傾向と指摘されているが、資金使途がM&Aであっても、M&A待機資金となることがそもそも前提となっているような第三者割当が見受けられる。「有価証券の引受け等に関する規則」の直接の適用対象とはならないものの、MSワラントの資金使途の確認の重要性についても、少なくとも、業界のスタンスとしてどのように考えるべきかについては、議事録として残すべきではないかな。 なお、当社では、M&Aを資金使途とする第三者割当によるMSワラントの発行において、待機資金を前提にしたかのような個別事例がある、と認識している。 ・ 引受審査の資金使途の審査が厳しいが故に、発行者が公募以外の選択肢を検討するということは本規制（M&A）に限った話ではない。M&A以外の資金使途の場合でも、引受証券会社として厳格に審査している。 <u>6. その他（検討方法等）</u> ・ 積極的にM&Aを実施して拡大する上場会社の存在を前提とするか、現行規定でも当該上場会社の公募増資による資金調達の障害となっているか、第三者割当によるMSワラントの発行の場合も対象にすべきか等について、ガイダンスでの対応も含めて検討すべきではないかな。 ・ 真っ当な企業活動を妨げるべきではない。一律のルールが存在するが故に尻抜けや潜脱行為が発生してしまうのであれば、それぞれ規定することも考えられるが、成長段階の企業やMSワラントを主に発行する中小型株の見極めについては大変難しいのではないかな。 ・ 第三者割当によるMSワラントについて証券会社に規制を掛けても、買受先が非协会会员であるファンド等に流れるだけで、当該規制の実効性は担保できないのではないかな。本来、上場会社であれば公募増資でエクイティ・ファイナンスを実施すべきという考え方もある中で、引受規則第20条第2項の規制があるが
--	---

	故に第三者割当の方に流れるということであれば、本協会だけではなく当局や取引所でも広く問題意識を有しているものと考えられる。 以 上
5. その他	特になし ※ 本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問合せ先	自主規制本部 エクイティ市場部（０３－６６６５－６７７０）