

第 73 回 引受けに関するワーキング・グループ

〔 平成 30 年 11 月 7 日 (水) 午前 10 時 00 分 〕
〔 日本証券業協会 第 3 会議室 〕

議 題

- 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

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

～ エクイティ分科会所掌部分 ～

平成 30 年 11 月 7 日

(提案内容)

- 「有価証券の引受け等に関する規則」第 20 条第 2 項に関し、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、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する方向で見直しを行ってはどうか。

(提案理由)

- 平成 26 年度の自主規制規則の見直しの際に議論されたトピックではあるものの、当時も様々な意見があったと認識しており、時間も経過していることから、あらためて見直すべきか検討してはどうか。当時は、IPO と PO で本規定に関する取扱いの差異が中心に議論されたが、M&A と他の資金使途項目との差異や、PO と他の資金調達手段との整合性の観点からも検討すべきではないか。

IPO と PO で取扱いに差異が認められているのは、既存株主への影響を考慮しているとのことだが、PO が最適として考えられる場合も他の資本調達手段が選択せざるを得ない状況になってしまうのであれば、結果的に既存株主への影響が生じるのではないか。

近時、M&A の実施を検討する上場会社が、公募増資を断念し、第三者割当による行使価額修正事項付新株予約権（いわゆる MSWT）等の発行を選択する傾向が見受けられ、こうした傾向は今後も継続するものと考えられる。

本規則が、資本市場の活性化の妨げとなっていることが無いか、見直しを行った方が良いと考えられる。

(資金使途の充当期限について)

- 例えば、M&A 以外であれば1年より長い期間の充当期限が認められており、M&A に限って充当期限の制限を設ける必要性は乏しいのではないか。
また、金商法上はかかる充当期限の制限が無いため、発行者の資本戦略上、PO が合理的であっても1年以内に充当できなければ、他の資本調達手段を選択せざるを得ないことも考えられる。

(代替使途について)

- 現行の規則においても、引受証券会社はM&Aの実現可能性について分野、規模及び時期等から確認することとされており、必ずしもM&A以外が資金使途である場合と比較して、不確実性が高いとは言えない状況もあり得ると考えられるため、M&A だからといって一律に代替使途を求める必要性は乏しいのではないか。また、金商法上は重要な変更が生じた場合に開示を求められており、発行者への規律も存在すると考えられるが、M&A を資金使途とするPOについては一律に発行時に代替使途を求める規制があるため、前述の充当期限の議論と同様に、発行者の資本戦略上、PO が合理的であっても、他の資本調達手段を選択せざるを得ないことも考えられる。

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」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 を資金用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 を資金用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用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 を資金用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用途について、「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 を資金用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、資金用途を 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用途について、従来は具体的な資金用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 を資金用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。
 - ・ 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用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用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）〈抜萃〉

（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〈抜萃〉

（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。

過去における検討時との比較について

～ 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

項 目	【平成 19 年 制定当時】	【平成 26 事務年度の見直し提案検討時】	【平成 30 事務年度の見直し検討】
①趣旨、前提等	<p><主な意見></p> <ul style="list-style-type: none"> ・「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」からは、「元引受業務への新規参入が増えてくる過程で業界スタンダードを作るべき」という要請を受けている。 ・株主にとってメリットのある公募増資であるということが確保できているものである、そういったものを証券会社として引き受けるべき、といった本旨があるべき。 <p>→ 「M&A です」と言って安易に資金調達されてしまうことを防ぐため引き続き不確実性の高い資金使途は認めないものの、ある程度蓋然性が認められる M&A については資金使途として認めてはよいのではないか。</p>	<p><提案内容></p> <ul style="list-style-type: none"> ・同規則制定後、金融商品取引法における資金使途の開示規制（継続開示を含む）も強化されており、M&A の場合にのみ着目した自主規制規則の役割は終えているものと思料する。 	<p><提案内容></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ M&A と他の資金使途項目との差異や、PO と他の資金調達手段との整合性の観点からも検討すべきではないか。 ・ IPO と PO で取扱いに差異が認められているのは、既存株主への影響を考慮しているとのことだが、PO が最適として考えられる場合も他の資本調達手段が選択せざるを得ない状況になってしまうのであれば、結果的に既存株主への影響が生じるのではないか。 ・ 近時、M&A の実施を検討する上場会社が、公募増資を断念し、第三者割当による行使価額修正事項付新株予約権（いわゆる MSWT）等の発行を選択する傾向が見受けられ、こうした傾向は今後も継続するものと考えられる。 ・ 本規則が、資本市場の活性化の妨げとなっていることが無いか、見直しを行った方が良いと考えられる。

項 目	【平成 19 年 制定当時】	【平成 26 事務年度の見直し提案検討時】	【平成 30 事務年度の見直し検討】
②蓋然性の確認 について	<p>＜主な意見＞</p> <ul style="list-style-type: none"> 候補先の確認まで求めるのは難しいが、蓋然性の確認をしないと“そもそも資金使途の確認自体も不要”となる可能性も出てきてしまうので蓋然性の確認は求めるべき。 	<p>（「蓋然性の確認」については見直しの対象では無かった）</p>	<p>（「蓋然性の確認」については見直しの対象では無い）</p>
③充当期限等について	<p>＜主な意見＞</p> <ul style="list-style-type: none"> 蓋然性の確認の一つとして M&A を想定している期間（充当期間）が考えられる。 → エクイティの場合は会社の業績に非常に密接に結びついているファイナンスなので、決算期を超えてということになると状況は変わる（株式の発行登録は 1 年又は 2 年）。 → 中期経営計画が 3 年というスタンダードの中、それを超えるのはおかしい。 	<p>＜提案内容＞</p> <ul style="list-style-type: none"> 1 年以内に完了を見込んでいた M&A が 1 年を過ぎる結果となってしまった場合、資金調達を M&A にではなく当初公表した代替使途に充当せざるを得ず、M&A を断念せざるを得ないといったケースが考えられ、本規制により発行者がエクイティ資金により M&A を実施することに支障が生じており、企業活動に制約を課す状況となっている。 <p>＜主な意見＞</p> <ul style="list-style-type: none"> 「原則」であり「絶対に 1 年 365 日以内」という強い縛りではなく、合理的な理由があれば、多少のアローワンスが認められるものであるとする。 → 例えば、公取等の審査が長引いてしまったようなケースについて 1 年を過ぎてしまったら、M&A を断念して、即代替使途に充て 	<p>＜提案内容＞</p> <ul style="list-style-type: none"> 例えば、M&A 以外であれば 1 年より長い期間の充当期間が認められており、M&A に限って充当期間の制限を設ける必要性は乏しいのではないか。 また、金商法上はかかる充当期間の制限が無い場合、発行者の資本戦略上、PO が合理的であっても 1 年以内に充当できなければ、他の資本調達手段を選択せざるを得ないことも考えられる

項 目	【平成 19 年 制定当時】	【平成 26 事務年度の見直し提案検討時】	【平成 30 事務年度の見直し検討】
		<p>るべきというのではなく、当該理由を適切に開示するという対応されるものと思料。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・そもそも 1 年を 2 年に延長して解決するものなのか。2 年とした場合、3 年でもよいではないかということにならないか。そのような意味では、年数に正解はなく、H19 の規則制定時に M&A の蓋然性の高さを測る上で一定の時間軸が必要ということで、「1 年」と決めたもの。 ・当該規定を削る場合、投資家に対して証券会社が蓋然性の審査等を行わないこととする印象を与え、また、投資家の理解を得るためのより詳細な開示が求められる現状と整合性が取れないのではないか。 ・上記を踏まえ、現状各社において実務でうまく回しているのが実態であり、見直しの必要はないのではないか。 	
④代替用途について	<p>＜意見等＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ・M&A は発行体でもコントロールできない事情によって使われない可能性もあるので、そういった場合に備えて別の資金用途を書いて備えをするべ 	<p>＜提案内容＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ・IPO では、水面下の複数の M&A 案件以外に資金ニーズが見込まれていない場合等の代替用途そのもの確認・公表が困難であるときには“代替資金を記載しない”といったことも容 	<p>＜提案内容＞</p> <ul style="list-style-type: none"> ・現行の規則においても、引受証券会社は M&A の実現可能性について分野、規模及び時期等から確認することとされており、必ずしも M&A 以外が資金用途である場合と比較して、

項 目	【平成 19 年 制定当時】	【平成 26 事務年度の見直し提案検討時】	【平成 30 事務年度の見直し検討】
	<p>き。</p> <p>→ 現状、資金用途に関するペナルティはファイナンスを引き受けましょうというときに前回のファイナンスを確認するという事後チェックだけである。</p> <p>→ 届出書や目論見書を出して、資金用途が容易に変わるのだったら不実記載になるのではないか。</p>	<p>認されており、実務上の観点からも M&A の場合にのみ着目した本規定の役割は終えていると思料。</p> <p><主な意見></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ M&A の代替用途を具体的に挙げないとなると、実施されなかった場合、待機資金が発生することとなるが、当該待機資金の発生があり得るファイナンスが投資家から受け入れられるのか疑問である。 ・ M&A の代替用途を具体的に公表しない場合、当該会社の利益計画等を作成することは困難となるのではないか。 ・ IPO と PO における資金用途の考え方については、平成 19 年報告書の IPO の場合の調達する資金の用途のところ、「上場基準への適合のため未予定額が発生する場合には、その充当方針や変更可能性について(略)の開示も合わせて行うことが適当であると考えられる。」ということが記載されており、現在においても、当該考え方にに基づき、各社において実務が行われているのではないか。 <p>→ PO の場合の引受審査項目については、引受規則第 17 条において、調達する資金の用途</p>	<p>不確実性が高いとは言えない状況もあり得ると考えられるため、M&A だからといって一律に代替用途を求める必要性は乏しいのではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ また、金商法上は重要な変更が生じた場合に開示を求められており、発行者への規律も存在すると考えられるが、M&A を資金用途とする PO については一律に発行時に代替用途を求める規制があるため、前述の充当期限の議論と同様に、発行者の資本戦略上、PO が合理的であっても、他の資本調達手段を選択せざるを得ないことも考えられる。

項 目	【平成 19 年 制定当時】	【平成 26 事務年度の見直し提案検討時】	【平成 30 事務年度の見直し検討】
		<p>及び「その効果」とされており、IPO の場合には、その効果までは規定されていないことから、IPO と PO には、当時から一定の考え方の差があるものとして整理している。</p> <p>→ IPO については、上場後の流動性確保の観点から未予定額が発生する場合においても同様の認識である。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・当該規定を削る場合、投資家の理解を得るためのより詳細な開示が求められる現状と整合性が取れないのではないか。 ・上記充当期間と併せて、現状各社において実務でうまく回しているのが実態であり、見直しの必要はないのではないか。 	

<御参考：海外との差異について（平成 19 年当時の議論より）>

- ・アメリカでは資金用途を「ジェネラル・コーポレート・パーパス」とすることが認められているが、アメリカは総会決議があった期中開示はどんどんうるさくなっている。
- ・イギリスでは株主割当が多いのでこれに使うという効果があってという以上のものがある。
- ・日本の取締役会だけで決めてしまう公募増資で、ジェネラル・コーポレート・パーパスで資金調達し、その後誰もチェックしませんというのは無理がある。仲介機能者としては無理がある。

以 上

「有価証券の引受け等に関する規則」第 20 条に係る論点（メモ）

2018（平成 30）年 11 月

➤ 本規制の存在による影響の有無について

- 「ダイリューションが生じるエクイティ・ファイナンスは株主にとって利益となる場面に限定されるべき」、「元引受業務への新規参入が増えてくる過程で業界スタンダードを作るべき」等の当該規定の前提に変化はあったのか。
- 提案協会の指摘のとおり、本規制の存在により、発行者の株式の募集の敬遠などの影響が存在するか。
 - ・ 近年、M&A を資金用途とするファイナンスは、新株予約権の第三者割当等によるものが増加しているが、本規制の影響が大きいといえるか。
 - ・ 調達資金の充当に係る不確実性が高いが故に、（一定程度、発行者の裁量により権利行使時期を管理できる契約を結んだ上での）新株予約権の第三者割当等により、必要な額に必要額を調達するのではないか。

➤ M&A の不確実性について

- M&A は他の資金用途よりも不確実性が高いといえるか。
 - ・ 不確実性とは、株式の募集による調達した資金を充当することが確実でないことを意味する。
 - ・ 入札等による運営権や不動産等の取得を行うための資金調達を目的とする場合、M&A と同等の不確実性があるのではないか。この場合、当該権利等の落札前に株式の募集による資金調達を行うことは妥当と考えられるか。
- M&A と同様に不確実性が高い資金用途としてどのようなものが考えられるか。また、そのような資金用途において、実際に上場会社に対し、どのような情報開示を要請しているか。

➤ M&A の実現可能性に係る確認について

- 「原則として 1 年以内の期限」を削除した場合、主幹事会員として、次の事項を確認すること（＝法令諸規則の遵守）は可能か。
 - ・ M&A の実現可能性（規則第 20 条第 1 項第 1 号）
 - ・ M&A への充当による将来の発行者への収益の影響や効果（規則第 20 条第 1 項第 2 号、金融商品取引業等に関する内閣府令第 123 条第 1 項第 4 号）
- 主幹事会員は、あらゆる事案について 1 年超先の M&A の実現可能性を確認することは可能であることを市場参加者に対し説明できるか。

- ・ 現行は「原則として1年以内の期限」を設けているに過ぎず、例外を認めている。
- ・ エクイティ・ファイナンスは会社の業績に非常に密接に結びついており決算期を超えると状況は変わる（株式の発行登録は1年又は2年である）こと、中期経営計画が3年であることを踏まえて、「原則1年」という規定を撤廃することについてどう考えるか。
- ・ 主幹事会員による代替使途に係る確認義務は、株式の募集の払込日後5年間とされており、少なくとも当該払込日後5年が経過した後は、主幹事会員による代替使途に係る公表要請の義務はない。

➤ **M&A が実現されなかった場合の合理的な代替使途について**

- 代替使途の記載を撤廃することにより、「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」の「第4 適時・適切な情報開示により透明性を確保する」の阻害要因にならないか。
- M&A を資金使途とする場合であって、代替使途の情報開示が困難なものとしてどのようなものが考えられるか。その場合、具体的にどういった情報開示を行っているか。
 - ・ 代替使途の情報開示が困難な事例が多い場合には、規則の一部改正が必要か。

➤ **上場会社が 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に係る情報開示を行わない場合の取扱いについて**

- 上場会社が 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に係る情報を公表しない場合、上場会社及び主幹事会員（当該情報を確認済）とそれ以外の市場参加者との間で情報の非対称が生じるが、問題ないか。法人関係情報が適切に管理されている限りはフェア・ディスクロージャーとの関係でも問題にならないという整理でよいか。
- 上場会社が 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に係る情報を公表しない場合、主幹事会員は、公表されるまでの間（例えば、5年間や10年間などの長期間）、法人関係情報として管理する態勢を構築・整備するか（長期間の法人関係情報の管理、売買管理態勢等）。
- （M&A の不確実性を踏まえ）届出書や目論見書を出して資金使途が容易に変わるのでしたら不実記載になる可能性があるとの指摘があるがどう考えるか。
- 現状、届出書の効力発生後の「資金使途の変更」に関する訂正開示は任意であり、かつ、資金使途に関するペナルティはファイナンスを引き受けるときに前回ファイナンスを確認するという事後チェックだけであることを踏まえた投資家への開示のあり方。

➤ その他

- 本規制を他の株式等による調達手段にも拡大するか。それとも他の株式等による調達手段と同様、本規制を撤廃するか。
- ・ ノンコミットメント型ライツ・オファリングでは、取引参加者である証券会社による増資の合理性に係る評価手続（引受審査に準じる審査）が求められているが、本規制を撤廃することは問題ないか。

以 上

参考条文等：

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つ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用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ものが、調達目的、資金用途、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)