

1. 会合名	引受けに関するワーキング・グループ（第 82 回）
2. 日 時	2021 年 11 月 9 日（火）10:30～11:30
3. 議 案	1. 株券等の募集に係るM&Aの資金使途の開示 2. その他
4. 主な内容	<p>1. 株券等の募集に係るM&Aの資金使途の開示 事務局より資料 1 に基づき説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換を行った。</p> <p>【主な発言】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ M&Aの資金使途に関し、引受審査において蓋然性を判断する観点の実績・充当期限・周知性の 3 点である。具体的には、M&Aの実績がない発行者が、IRや法定開示資料等によるM&Aの方針の周知を行わないまま、資金使途の充当期限が遠い先の案件についてM&Aの資金調達を行う場合、資金使途の蓋然性の確認は困難である。このような事案が出てきた場合には、代替使途の開示を含め、資金使途の蓋然性の観点から確認を行い、投資家に資金使途の蓋然性が伝わるような詳細な開示を求める必要がある。 <p>現行 1 年以内としているM&Aの資金使途の充当期限を、例えば 3 年以内に延長する改正を行った場合に考慮すべき事項として、1 年以内に行われるM&Aであれば短期利益計画の確認の過程でM&Aの蓋然性についても定量的な数字を踏まえて確認できることが挙げられる。他方、2～3 年程度の期間を要するM&Aになると短期利益計画の期間を超えることがあり、定量的な数字を踏まえたM&Aの蓋然性の確認は困難である。短期利益計画の期間を超えた充当期限を認める場合、M&Aの実施時期が遠いほど蓋然性の確認が困難になるので、引受証券会社は発行者の経営戦略等を丁寧に確認すること及びM&Aの資金使途の蓋然性を示す開示を発行者に対して要請することが必要となるのではないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> → 当社としては、M&Aの実績がある発行者については資金使途の充当期限を緩和することは検討の対象となり得ると考えるが、一方で、M&Aの実績がない発行者においては、充当期限が 3 年以内というのはかなり長いと感じている。本規制を緩和するとしても、引受審査の実効性が担保されるためには、M&Aの蓋然性及び代替資金使途の開示がより重要になるものと思料する。 → 発行者へのヒアリング結果から分かるように、発行者によってM&Aの資金調達を行うにあたっての考え方や経営戦略の考え方は異なるため、資金使途の充当期限及び代替使途の記載を一律に縛ることは、発行者が実際に計画していることと異なる内容を開示することに繋がりがかねないため、望ましくないと考える。代替使途については、発行者がM&Aを行えなかった場合に現実的に考えている資金使途があるのであれば記載すべきであり、M&Aのみを検討しているのであれば記載の必要はないのではないか。資金使途の充当期限についても、発行者が期限を区切って資金を使う計画がある場合を除き、具体的な一律の期限を定める必要はないと考える。 <p>代替使途や資金使途の充当期限の記載が正しいかを確認するのが引受審査のプロセスであり、適正性が保てない可能性があるからといって外形上のルールを厳格化するのではなく、適正な開示がなされるように、外形上のルールについてはフレキシブルにし、個別案件毎の引受審査を実態に即して適正に行う運用が望ましいと考える。</p> <ul style="list-style-type: none"> → 適正な開示が行われれば資金使途の充当期限及び代替使途の改正はあり得るとの意見があったが、当社としては、適正な開示が行われることは困難であると考えている。資金使途の充当期限及び代替使途の改正を検討するにあたっては、資金調達の柔軟性の確保や海外の規制とのバランスも重要であるが、引受審査上求められるべき事項も満たす必要があると考えており、投資

者保護の観点から、M&Aの実現性・効果が確認できず、資金使途の実在性確認の観点で引受審査の規律が緩まないようにする必要がある。

有価証券の引受け等に関する規則（以下「引受規則」という。）第20条第2項の制定経緯について、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うのは難しいという前提の中で、資金使途を適切に確認するために規制が必要との声から将来の事業構想（分野、規模）、一年間の資金充当の期限及び代替使途が盛り込まれたと認識している。

1年以内の充当期限を緩和し、具体性のないM&A資金やM&A待機資金も資金使途として認めた場合、M&Aの蓋然性や効果の確認が困難になるため、現行の引受規則を改正することには疑問がある。仮に改正を行う場合でも、規制全体が緩まないような措置や資金使途の不明確なエクイティ・ファイナンスが行われないようにするための措置の検討が必要である。

→ M&Aの蓋然性の確認について、どの程度行うべきなのか、また、どの程度できるかについては各社から様々な意見が出ており、重要な論点であると認識している。一方で、発行者へのヒアリング結果から分かるように、ベンチャー企業においては、M&Aに対するニーズは高い一方で、M&Aを目的とした銀行からの借り入れは難しく、M&Aを行うためにはエクイティ・ファイナンスを行う必要があるが、ベンチャー企業にはM&Aの実績がない場合も多く、このような議論が生じやすい。従って、こういった発行者に対してエクイティ・ファイナンスを認めるかが今般の引受規則見直しの議論における最大の論点であると考え。検討事項に挙げられているような細かなルールも決める必要があるが、前提として、M&Aを成長戦略とするベンチャー企業のエクイティ・ファイナンスを認めていくのかについて本会合でコンセンサスを得たうえで議論を行うべきであると考え。議論にあたっては、発行者へのヒアリングにもあったとおり、海外と比較して、日本のみ厳格な規制があることの妥当性についても検討すべきである。

→ 今までの引受規則の枠組みは「既に具体的な案件が確定しているM&Aを資金使途としたファイナンス」（以下「蓋然性が高いM&A」という。）を想定して作られたものだと認識している。蓋然性が高いM&Aについては、原則1年以内という資金使途の充当期限でも制限的ではないと考える。一方で、今般の引受規則見直しの議論においては、「具体的な案件（M&A先）はないが、対象となる事業分野等を計画しているケース」（以下「蓋然性が低いM&A」という。）を許容するかが大きな論点であると理解している。

資金使途の充当期限を緩和することによって、現在引受規則によって想定されている蓋然性が高いM&Aのみならず、発行者の成長戦略としての蓋然性が低いM&Aを資金使途としたファイナンスが出てくるのが想定されるが、蓋然性が低いM&Aを認めるかどうか、方針を決める必要がある。発行者からのヒアリング結果や海外の規制とのバランスを鑑みると蓋然性が低いM&Aを認めることは有用だと考えるが、他の資金使途との引受審査上の兼ね合いや法令の枠組みを含め慎重に検討する必要がある。蓋然性が低いM&Aを許容した場合には、現行の蓋然性が高いM&Aを前提とした審査内容とは異なる内容を審査する必要があると考えられるため、引受審査の内容の抜本的な検討が求められる。

→ 今回議論の対象になるのは、蓋然性が低いM&Aであると理解している。蓋然性が高いM&Aについては、当該M&Aに係る情報の開示が論点になるものの、資金使途の充当期限や代替使途の開示の見直しを目的とした今回の議論の内容とは異なるものとする。

蓋然性が低いM&Aを認めることは資金調達を柔軟化につながる一方で、資金使途として不適当なものを排除することが引受規則の前提であることを考慮すると、審査内容をどのように設定するかは難しい論点である。蓋然性が低いM&Aを認める場合には、具体的な充当期限を定めることにはあま

り意味がなく、また、代替用途を記載すると当該M&Aの蓋然性が猶更曖昧になることも考えられるため、何を規制するのが重要である。

また、日本の市場は個人投資家の割合が大きいマーケットであり、海外の市場とは特徴が異なるため、海外での開示の基準等を日本にそのまま導入することが必ずしも適切とは限らないと思料する。

- ・ 事務局としては、発行者へのヒアリング結果等を踏まえ、スタートアップ企業やベンチャー企業の今後の成長戦略のために、蓋然性が低いM&Aについても認める方向で検討してはどうかと考えている。この点につき賛成いただけるのであれば、どのような審査を行う必要があるのか、具体的にどのようなケースであれば認めてよいのかを次の段階として議論したいと考えているため、本会合ではまず事務局で検討している方針に対する賛否について伺いたい。(事務局)

→ このようなM&Aを認める方向性に賛成である。引受規則が制定された当初と現在とでは状況が異なると思われることに加え、現在、買収先が未確定な状況で資金調達を行う形態であるSPACの導入について東京証券取引所で議論が行われているが、今後SPACが導入される可能性がある点を鑑みると具体的な案件が決まっていないM&Aを認めない理由はないと思料する。

先ほど日本市場は個人投資家の割合が大きいという発言があったが、個人投資家が存在するから規制すべきというだけではなく、個人投資家を排除する形でファイナンスが行われていることの是非についても検討すべきではないか。第三者割当増資や、MSワラントでの資金調達に加え、有望な企業であっても、引受規則の制約によって海外機関投資家のみならず投資機会を提供しているという現状が日本の市場にとって好ましいかについては検討を要する。

→ 現時点では蓋然性が低いM&Aは好ましくないが一律で排除するつもりはない。一方で、仮に当該ケースを認める場合には相当詳細な開示を求めざるを得ないと思料する。

発行者へのヒアリングは既に行っているが、機関投資家へもヒアリングを行うことが必要ではないか。発行者へのヒアリングのみでは、自由に資金調達がしたい、開示は最小限が良いという意向のみが強く反映されることが懸念される。引受審査を行う立場としては投資家保護の観点から投資家のニーズを考慮して審査を行っており、機関投資家へのヒアリングを行うことで議論のバランスをとることが可能になると考える。

→ 機関投資家へのヒアリングも現在調整中であり、結果は別途報告する。(事務局)

→ 蓋然性が低いM&Aも認めることで良いと考える。

→ 現状でもIPOにおいては、資金の未予定額を蓋然性が低いM&Aに充てるケースが無いわけではなく、また、POにおいても調達資金の一部がM&Aに回っている可能性は否定できない。当該ケースを一律に否定する必要はないと考えるが、どのようなケースであれば認めてよいかの線引きは困難である。

M&Aを資金用途とする引受審査においては、短期利益計画を審査の要素としているが、例えば資金用途の充当期限を3年以内とした場合、短期利益計画に基づいて審査することは難しい。そのため、現在とは違う引受審査基準で審査をする必要があり、規則の制定が困難になることが予想される。

→ 蓋然性が低いM&Aを対象に含める場合、規制全体が緩まないような措置や不明確なエクイティ・ファイナンスが行われないような措置をどのように講じるのが課題であると思料する。スタートアップ企業やベンチャー企業の成長戦略を否定する意図はないものの、蓋然性が低いM&Aを含めた場合、資金用途の確認に係る審査実務を厳格に運用できるようにするためには関係法令、諸規則等の改正を含めて解決すべき課題が大きいと考える。

	<p>→ 蓋然性が低いM&Aを見直しの対象に含める方向性は否定しないが、当該ケースを認める場合、これまでの引受審査とは質的に異なる審査が必要になるため、投資者保護の観点を踏まえて議論する必要があると料する。</p> <p>→ 蓋然性が低いM&Aを見直しの対象に含める方向性には異論ない。一方で、蓋然性の確認や引受審査をどのように実施するかという点と、発行者に関する情報開示が十分ではない点にどう対処するかにつき、議論が必要である。</p> <p>→ 本日いただいた意見を整理したうえで意見照会を行い、今後、引受審査のあり方について改めて議論が必要であると考えている。</p> <p>【今後のスケジュールについて】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 次回（11月下旬）開催のワーキング・グループ会合において、株券等の募集に係るM&Aの資金使途の開示の見直しの方向性についてのとりまとめを行ったうえで、12月の自主規制会議において本件に関する検討状況を報告することを予定している。 <p>本日の会合で議論したM&Aの資金使途の開示の見直しについて、最終的な結論を得るためには引受審査の内容についての議論も必要であると考えている。このため、今後、「引受審査に関するワーキング・グループ」と共催で引受審査の内容についても検討を行いたいと考えている。（事務局）</p> <p><u>2. その他</u></p> <p>事務局より、11月29日開催の日本公認会計士協会主催「2021 IPO会計監査フォーラム」について、周知を行った。</p> <p style="text-align: right;">以 上</p>
5. その他	<p>特になし</p> <p>※ 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。</p>
6. 本件に関する問合せ先	<p>自主規制本部 エクイティ市場部（03-6665-6770）</p>