

# 上場企業のファイナンスをめぐる 制度改革の動向

2014年 2月

株式会社野村総合研究所  
未来創発センター 主席研究員  
東京大学大学院法学政治学研究科客員教授

**大崎 貞和**

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0005  
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

# 金融審WGにおける検討

---

- 2013年12月、金融審議会の「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」報告が取りまとめられた。
- クラウド・ファンディングをめぐる規制やグリーンシート制度の見直し、株式新規公開(IPO)の促進といった事項が検討されたが、上場企業のファイナンスに係わる制度改革も検討。
- 具体的には、①待機期間の撤廃、②届出前勧誘に該当しない行為の明確化、③訂正発行登録書制度の見直し、④大量保有報告制度の見直し、⑤流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任の見直し、といった改正が提言された。

# 待機期間の撤廃

---

- 「特に周知性の高い企業」が行う募集・売出しのうち、普通株式や投資証券など、仕組みが単純かつ標準的であり、かつ、例えば増資による希薄化率が20%以下である場合など、投資判断に与える影響が限定的な場合に限って、待機期間を撤廃する。
  - 「特に周知性の高い企業」とは、1年間継続して有価証券報告書を提出している上場企業で、売買代金の年間合計額と時価総額がともに1000億円以上であるものとされる見通し。
- 米国で2005年6月に行われたSEC規則改正で導入された、著名適格発行者(WKSI: well-known seasoned issuer)について登録届出書提出後直ちに発行証券の売付けができるという制度になったもの。
- 但し、日本の検討では、米国で認められている自由書面目論見書の導入は議論されなかった。
- 希薄化率20%以下という基準が妥当なものかどうかには疑問もある。

# (参考)米国における開示制度改革

	従来の制度	新制度		
		著名発行者	参照方式適格発行者	一般発行者
登録届出書提出の30日前まで	売付の申し込みは禁じられる。	原則、情報発信は売付の申し込みに該当しない。	原則、情報発信は売付の申し込みに該当しない。	原則、情報発信は売付の申し込みに該当しない。
登録届出書提出前30日間	売付の申し込みは禁じられる。	所定の担保文言を伴う書面での情報発信は売付の申し込みではない。自由書面目論見書の使用も可能。	①定常的に発表される事業上の事実に関する情報、②定期的に発表される将来に関する予測情報、は発信可能。	左と同じだが、継続開示を行っていない発行者には、②は適用されない
登録届出書提出から発効まで(待機期間)	書面を用いた売付の申し込みは、仮目論見書または要約目論見書でのみ可能。口頭ではロード・ショウ。	仮目論見書、要約目論見書のほか、自由書面目論見書での売付の申し込みが可能。	仮目論見書、要約目論見書のほか、自由書面目論見書での売付の申し込みが可能。	自由書面目論見書での売付の申し込みも可能だが、予めまたは同時に仮目論見書の交付が必要。
登録届出書発効後	書面を用いた売付の申し込みには、正式目論見書が必要。	正式目論見書または正式目論見書の入手方法を示した自由書面目論見書での売付の申し込みが可能。	正式目論見書または正式目論見書の入手方法を示した自由書面目論見書での売付の申し込みが可能。	自由書面目論見書での売付の申し込みも可能だが、予めまたは同時に正式目論見書の交付が必要。

# 届出前勧誘に該当しない行為の明確化

---

- 企業内容等開示ガイドラインの改正によって届出前勧誘に該当しない行為を明確化することが提言された。
- ①いわゆるプレ・ヒアリング、②有価証券届出書の提出1ヵ月前までに募集・売出しに言及せずに企業情報を発信すること、③法令又は取引所規則に基づく開示、④企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、従前から行っている企業情報の定期的な発信、⑤企業が通常の業務の過程で行う情報発信であって、新製品・新サービスの発表、⑥記者、アナリスト、投資家などの問い合わせへの回答、⑦継続的なアナリスト・レポートの公表、が具体的な内容として掲げられた。
- 「継続的な」レポートの公表とは何か、など疑問点も残る。
- 論理的には、ガイドラインの改正前であっても、これらの行為は届出前勧誘に該当しないものと考えられる。

# 訂正発行登録書や大量保有報告書制度の見直し

---

- いずれも現行制度の不合理的な点を修正しようとするもの。
- 有価証券報告書等の継続開示書類が提出された場合には、訂正発行登録書の提出は不要とする。
  - 但し、発行登録書に継続開示書類の法定提出期限を記載することが要件となり、当該期限を徒過した場合には訂正発行登録書の提出が必要となる。
- 大量保有報告制度の対象となる株券等から自己株式を除外する。
- 大量保有報告書の提出者等が個人である場合の住所における番地の記載や生年月日の記載を公衆縦覧の対象から除外する。
- 短期大量譲渡報告について、譲渡によらずに保有割合が減少した場合を対象から除外する。
- 変更報告書提出日の前日までに新たな提出事由が生じた場合に課されている変更報告書の同時提出義務を廃止する。
- 大量保有報告書等の発行体企業への写しの送付義務を不要とする。
- 訂正報告書の公衆縦覧期間の末日を訂正の基礎となる報告書の公衆縦覧期間の末日と同一にする。

# 流通市場における虚偽記載等に係る賠償責任

---

- 金融商品取引法21条の2の規定を見直すよう提案。
- 同条は、有価証券報告書等の虚偽記載に係る提出会社の損害賠償責任について、無過失責任を規定しているが、それを過失責任に改める(但し、故意・過失の立証責任は転換)。
  - 無過失責任は極めて例外的であるべき。
  - 立法当時は課徴金制度が及ぼされず、内部統制報告・監査制度も整備されていないなど、強い抑止効果が求められたが、現在では、それらの制度が整備されている。
- 併せて、現行は有価証券の取得者のみとされている損害賠償請求権者に処分者を含める。
  - MBOの場合等に、株価を不当に低く見せる「逆粉飾」が行われる恐れがあることに配慮。
- 現実に問題となる事案は、故意が明確といった悪質なケースがほとんどである一方、こうした改正が投資者保護の後退と受け取られることを懸念する慎重意見もあった。
- 損害額推定規定については、従来通り取得者が提出会社に対して損害賠償を請求する場合に適用を限定することとされた。

# 証券業協会や東証における検討状況

---

- 日本証券業協会では、公募増資インサイダー取引事件が市場の信頼を大きく損なったことに鑑み、公募増資のあり方についての見直しを検討している。
- 2013年3月には、公募増資等の引受けに係る行動規範を策定、6月には「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」が報告書を取りまとめ。
- その後もフォローアップ会合が開かれており、大規模な希薄化を伴う公募増資への対応を中心に意見交換が行われている。
  - 資本政策に関する考え方を明確にさせるべき、外国人持株比率の高い銘柄の国内公募のような株主に平等な参加機会を与えない増資は問題、といった議論が行われている。
- 東証においても、協会での検討を受けて大規模な希薄化を伴う公募増資への対応が検討されている。
  - 数値基準等での規制が行われる可能性は低いですが、資金用途等だけでなく、資本政策に関する基本的な考え方を開示させるべきという意見が強い。
- このほか、種類株式の上場、ライツ・オフリング(とりわけノンコミットメント型)に対する規制の要否も検討されている。



# (参考)行動規範の内容

---

1. 直接金融の担い手という社会的使命を踏まえ、発行会社の財務状況や、経済状況・市場動向等を十二分に勘案し、最適な資金調達手法や時期を考慮すること。
2. 既存株主の権利が著しく損なわれることがないかを含め、当該公募増資等が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否かの観点に留意すること。
3. 発行会社が想定する公募増資後の成長戦略について、市場に受け入れられるか否かの観点から確認し、市場の理解を得るために十分かつわかりやすい開示を行うよう発行会社に要請すること。

以 上