

【事務局説明資料】

上場企業の資金調達に係る期間の短縮

平成25年10月25日(金)

金融庁総務企画局

有価証券の募集・売出しの際の問題点

【問題意識】

- 我が国では、有価証券の募集・売出しを行う場合、有価証券届出書(以下「届出書」)の「提出」から「効力発生」まで、一定の「待機期間」^(注)を義務付けている。

(注) 具体的な「待機期間」

- 金商法上の本則規定は「中15日間」。
- ただし、同法により、既に「有価証券報告書」を提出している企業(すなわち、大半の上場企業)の場合、金融庁が「15日間より短い期間を指定できる」とされている。

⇒ 財務局宛のガイドラインで「中7日間」と指定。

- 「待機期間」が義務付けられているのは、投資者が、開示されている情報に基づき、取得・買付けの是非を検討する「熟慮期間」を確保するため。

- 一方で、上場企業が、エクイティ性の証券(株式、新株予約権、新株予約権付社債等)を発行しようとする場合、「届出書の提出」(すなわち、公表)から「価格決定」までの間に、当該企業の株価が下落することにより、

- 当該企業は、十分な額の資金を調達できず、
- (不十分な資金調達と株価下落により)当該企業の既存株主も不利益を受ける、

という事例が少なくない、との指摘あり。

(参考) 募集・売出しの標準的な手続

※ 下記の①から⑥までに中7日の「待機期間」が必要。

《届出書の提出》

① 「届出書の提出」(この時点では、価格は「未定」と記入され、注記で仮条件[条件決定日の終値の0.9倍～1倍等]を記載)。

⇒ これにより、募集・売出しが「公表」され、また、法律上、勧誘が解禁。

《待機期間》

② 発行企業が、機関投資家を対象に「ロード・ショー」(*)を実施

(*)機関投資家の需要喚起を目的として行われる、発行企業の状況・経営方針等に関する説明会。

③ 引受証券会社が、「ブック・ビルディング」(*)を実施

(*)複数の価格案を投資家に提示して行われる、具体的な需要調査。

《効力発生日》

④ 当該「ブック・ビルディング」の結果を踏まえ、発行企業が、引受証券会社と相談のうえ、「価格決定」。

⑤ 当該価格の決定後、速やかに(同日中)、価格を記入した「訂正届出書」を提出。

⑥ 「待機期間」が終了しているため、当該「訂正届出書」の提出により、当該「訂正届出書」が、ただちに「効力発生」。

⇒ これにより、法律上、投資者に有価証券を取得させる行為(取得契約の締結)が解禁。

上場企業の増資に伴う株価下落①

- 上場企業の増資に伴う株価の推移を調査(サンプル調査)したところ、下記のとおり、全ての銘柄について株価が下落。
 - 上場企業が本年中に増資(新株発行又は自社株売出し)を行った事例40銘柄から無作為に15銘柄を選択し、TOPIXを用いて市場全体の変動要因を除去した上で、当該15銘柄の株価の変動を調査。
 - 15銘柄全てにおいて、「届出書の提出」から「価格決定」までの間に株価が下落(平均▲12.1%)。

- 一方で、増資企業の株価に一定の下落圧力がかかることは、必ずしも不合理ではなく、上記の事例のみをもって、何らかの問題があるとまでは言い切れないと考えられる。
 - 現実の増資においては、「追加で獲得した資本が、本当に利益を生み出すことができるのか、当該資本が毀損するおそれはないのか」について、誰にも断言できない。

上場企業の増資に伴う株価下落②

○ 当該15銘柄について、それぞれの銘柄の希薄化率（[新たに発行される株式数]／[当該企業の発行済株式総数]）をもとに、「仮に、追加資本が全く利益を生みださないまま全て毀損すると仮定して、株式数の増加だけを織り込んだ試算株価」（増資分全額毀損シナリオ株価）を算出し、実際の株価（価格決定日の終値）と比較したところ、

多くのケース（15銘柄中11銘柄）で、「増資分全額毀損シナリオ株価」よりも更に株価が下落しているとの結果。

- 当該11銘柄の平均で、「増資分全額毀損シナリオ株価」より▲5.9%下落（市場全体の変動要因除去後）。
- 15銘柄全体の平均で見ても、「増資分全額毀損シナリオ株価」より▲2.6%下落（同上）。

○ 証券業協会の調査においても、「届出書の提出」後に「空売りが急増」との結果。

（注）「株券貸借取引」が、「届出書の提出」前に比べ、14.7倍（総額50億円以上の増資を行った5銘柄の平均値）に増加。

⇒ 以上を踏まえれば、増資を行おうとする企業が「届出書の提出」を行うと（すなわち、増資が公表されると）、これをきっかけとして投機的な空売りを含む「売り」が活発化し、必要以上に当該企業の株価を下落させている場合も少なくない、と考えられるのではないか。

◎ この問題に対応するため、「待機期間」を短縮又は撤廃することが考えられないか。

(参考) 公募における株価の推移の例 (平成25年)

銘柄欄の()内は希薄化率

銘柄	決議日		条件決定日			銘柄	決議日		条件決定日		
	(A) 終値	(B) 毀損シナリオ株価	(C) 終値	(D) (A)⇒(C)の騰落率	(E) (B)⇒(C)の騰落率		(A) 終値	(B) 毀損シナリオ株価	(C) 終値	(D) (A)⇒(C)の騰落率	(E) (B)⇒(C)の騰落率
A社 (9.82%)	1/15 2,377	2,164	1/23 2,070	-12.92%	-4.36%	I社 (15.81%)	6/4 610	527	6/12 490	-19.67%	-6.97%
TOPIX	906		888	-2.03%		TOPIX	1,125		1,097	-2.57%	
TOPIX調整後	2,329	2,120		-11.11%	-2.38%	TOPIX調整後	594	513		-17.55%	-4.52%
B社 (21.69%)	2/14 1,893	1,556	2/25 1,786	-5.65%	14.81%	J社 (2.16%)	7/3 3,475	3,402	7/22 3,290	-5.32%	-3.28%
TOPIX	955		981	2.70%		TOPIX	1,174		1,217	3.64%	
TOPIX調整後	1,944	1,598		-8.14%	11.79%	TOPIX調整後	3,601	3,525		-8.65%	-6.68%
C社 (4.33%)	2/19 406	389	3/5 380	-6.40%	-2.36%	K社 (4.83%)	7/5 1,965	1,874	7/23 1,847	-6.01%	-1.46%
TOPIX	964		989	2.60%		TOPIX	1,189		1,223	2.87%	
TOPIX調整後	417	399		-8.77%	-4.83%	TOPIX調整後	2,021	1,928		-8.63%	-4.21%
D社 (14.46%)	2/26 938	820	3/6 886	-5.54%	8.11%	L社 (14.41%)	7/5 279	244	7/16 259	-7.17%	6.21%
TOPIX	967		1,003	3.77%		TOPIX	1,189		1,211	1.85%	
TOPIX調整後	973	850		-8.98%	4.18%	TOPIX調整後	284	248		-8.85%	4.28%
E社 (13.19%)	3/1 114,600	101,248	3/11 112,700	-1.66%	11.31%	M社 (5.73%)	7/30 1,175	1,111	8/7 1,088	-7.40%	-2.10%
TOPIX	984		1,040	5.65%		TOPIX	1,149		1,155	0.59%	
TOPIX調整後	121,079	106,972		-6.92%	5.35%	TOPIX調整後	1,182	1,118		-7.94%	-2.67%
F社 (21.73%)	5/31 732	601	6/10 565	-22.81%	-6.05%	N社 (9.85%)	8/6 779	709	8/14 669	-14.12%	-5.67%
TOPIX	1,136		1,112	-2.10%		TOPIX	1,194		1,171	-1.87%	
TOPIX調整後	717	589		-21.16%	-4.03%	TOPIX調整後	764	696		-12.48%	-3.87%
G社 (7.17%)	6/3 1,046	976	6/11 838	-19.89%	-14.14%	O社 (10.35%)	8/19 1,116	1,011	8/28 889	-20.34%	-12.09%
TOPIX	1,097		1,101	0.38%		TOPIX	1,149		1,114	-3.05%	
TOPIX調整後	1,050	980		-20.19%	-14.47%	TOPIX調整後	1,082	980		-17.83%	-9.32%
H社 (7.27%)	6/3 630	587	6/12 536	-14.92%	-8.73%	平均値(TOPIX調整後)					
TOPIX	1,097		1,097	-0.04%		全15銘柄(10.85%)				-12.14%	-2.67%
TOPIX調整後	630	587		-14.89%	-8.70%	毀損シナリオ株価を下回った11銘柄(9.00%)				-13.56%	-5.97%

(注) 本年中に増資(新株発行又は自社株売出し)を行った事例40銘柄から15銘柄を無作為抽出。

「待機期間」の短縮又は撤廃①

- 増資銘柄の株価が必要以上に下落する可能性を小さくするために、「届出書の提出」から「価格決定」までの期間(待機期間)を短縮又は撤廃する、ことについてどのように考えるか。

【募集・売出し規制の概要】

- 前述のとおり、「待機期間」が義務付けられているのは、投資者が、「開示されている情報」に基づき、取得・買付けの是非を検討する「熟慮期間」を確保するため。
- この場合、当該情報としては、次の2種類があると考えられる。
 - 増資企業の経営状態等に関する「企業情報」
 - 募集・売出しに係る有価証券自体の情報である「証券情報」

(注)具体的な「証券情報」としては、発行される有価証券の種類・発行数・発行価格等が考えられる。

「待機期間」の短縮又は撤廃②－「企業情報」についての検討(1)

【検討(企業情報)】

○ 「企業情報」については、一般的に、以下の点に鑑みると、特に近年、より充実した情報を容易かつ迅速に入手できる環境が整ってきていると考えられるのではないか。

- インターネットの普及や、これを背景としたEDINET及びTDnetの稼動により、「企業情報」の入手自体が容易となってきていること
- 「有価証券報告書」記載事項の充実や、「四半期報告書」の導入などにより、入手できる「企業情報」の質・量が改善されてきていること
- 「臨時報告書」の提出事由の拡大や、取引所による「適時開示制度」の整備などにより、「企業情報」の変化についても、迅速な情報入手が可能となってきていること

「待機期間」の短縮又は撤廃③－「企業情報」についての検討(2)

○ 特に、時価総額が大きい企業や、市場で頻繁に売買が行われている企業等については、一般に市場において周知性が高いと認められるため、以下の点に鑑みると、投資者が、その「企業情報」を検討するための時間は、それほど必要ないと考えられるのではないか。

— 市場において特に周知性の高い企業(以下「特に周知性の高い企業」)に関する「企業情報」については、

- 専門的な能力を有する証券アナリストが、膨大かつ頻繁に更新される定量的・定性的な情報を総合的に分析したうえで、判り易く簡潔な形で、投資者向けに情報提供(アナリスト・レポート等)を行っていること
- メディアの経済ニュース等においても頻繁に取り上げられていること

⇒ 以上を踏まえれば、「企業情報」だけを念頭において考えた場合、「特に周知性の高い企業」については、届出書提出後の「待機期間」を短縮又は撤廃することが考えられるのではないか。

「待機期間」の短縮又は撤廃④－「企業情報」についての検討(3)

○ その場合、「特に周知性の高い企業」の要件としては、どのようなものが考えられるか。

【検討】

○ 米国では、以下の要件を満たす「著名適格発行者 (Well-Known Seasoned Issuer: WKSI)」に限り、有価証券発行のための届出を行った後の「待機期間」が撤廃されている。

- 発行体が継続開示義務を負い、12カ月以上の継続開示を行っていること
- 浮動株の時価総額が7億ドル以上であること

(注)その他、「発行者が取引所法13条(a)又は15条(d)に基づく報告書を提出すること」、「非適格発行者でないこと(直近12ヶ月内の継続開示義務に違反した者等)」等がある。

○ なお、米国では、WKSIの要件とは異なるものの、企業の周知性に着目した特例として、発行開示書類において継続開示書類を参照させるだけで足りる特例(参照方式)が設けられている。

－ 米国の「参照方式」の対象企業の要件は、以下のとおり。

- 発行体が継続開示義務を負い、12カ月以上の継続開示を行っていること
- 浮動株の時価総額が0.75億ドル以上であること

○ 我が国においては、

- 「参照方式」の特例については、米国同様の制度が設けられている一方で、
 - － 我が国の「参照方式」の対象企業の要件は、以下のとおり。
 - 1年間継続して有価証券報告書を提出していること
 - 「売買代金の年間合計額」と「時価総額」とが、ともに100億円以上であること
- 「米国WKSIに相当する制度」は設けられていない。

(参考) 日本と米国における発行開示制度の違い

	参照方式を利用できる発行体		WKSI	
	要件	効果	要件	効果
米国	<ul style="list-style-type: none"> ・発行体が継続開示義務を負い、12ヵ月以上の継続開示を行っていること ・<u>浮動株の時価総額が0.75億ドル以上</u>であること 等 	<ul style="list-style-type: none"> ・届出書の企業情報について、有価証券報告書を参照する旨の記載が可能 ・一括登録制度が利用可能(複数種類の有価証券の一括登録が可能) 	<ul style="list-style-type: none"> ・発行体が継続開示義務を負い、12ヵ月以上の継続開示を行っていること ・<u>浮動株の時価総額が7億ドル以上</u>であること 等 	<ul style="list-style-type: none"> ・即日効力発生が生じる自動一括登録が利用可能 ・届出前の勧誘規制の不適用
日本	<ul style="list-style-type: none"> ・1年間継続して有価証券報告書を提出していること ・上場株券について、「<u>売買代金の年間合計額</u>」と「<u>時価総額</u>」が100億円以上であること ・外国市場に上場している企業については、「<u>時価総額</u>」が1,000億円以上であること 等 	<ul style="list-style-type: none"> ・届出書の企業情報について、有価証券報告書を参照する旨の記載が可能 ・発行登録制度が利用可能(有価証券の種類ごとに登録) 	<div style="border: 1px dashed blue; padding: 20px;"> 制度なし </div>	

「待機期間」の短縮又は撤廃⑤－「企業情報」についての検討(4)

○ 以上を総合的に勘案すると、「待機期間」の短縮又は撤廃の対象となり得る「特に周知性の高い企業」の具体的な要件としては、以下のようなものが考えられるのではないか。

① 1年間継続して有価証券報告書を提出していること

－ 継続的に「有価証券報告書」等の開示書類を提出している企業であれば、適切な「企業情報」を開示している企業であると期待することができ、投資者保護が図られるのではないか。

② 上場企業であること

－ 我が国金融商品取引市場に上場している企業であれば、投資者が、関連する開示書類、ニュース、アナリスト・レポート等の理解・入手を容易に行うことができると考えられるのではないか。

③ 「売買代金の年間合計額」と「時価総額」とが、ともに1,000億円以上であること

－ 「周知性の高い企業」のみに利用が認められる「参照方式」の要件については、我が国の場合、「売買代金の年間合計額」と「時価総額」との双方を基準としていることから、
「特に周知性の高い企業」の要件についても、「売買代金の年間合計額」と「時価総額」との双方を基準とすることが考えられるのではないか。

「待機期間」の短縮又は撤廃⑥－「企業情報」についての検討(5)

- － その際の具体的な金額水準については、明確な決め手はないものの、
 - 米国「WKSI」の金額水準（浮動株時価総額7億ドル）が、米国の「参照方式」の金額水準（浮動株時価総額0.75億ドル）の約10倍とされていることに鑑みると、
 - 日本においても、「参照方式」の金額水準（「売買代金の年間合計額」と「時価総額」が、ともに100億円以上）の10倍とすることが一つの目安と考えられるのではないか。

（参考） 仮に上記の基準を使用した場合、我が国の上場企業約3,600社のうち、約500社程度が該当する見込み（時価総額ベースでは90%強）。

なお、我が国では、複数の証券会社のアナリストがカバーしている上場企業数は900社弱、3社以上の証券会社のアナリストがカバーしている上場企業数は600社強とされる。

「待機期間」の短縮又は撤廃⑦－「証券情報」についての検討(1)

【検討(証券情報)】

- 「証券情報」(発行される有価証券の種類、発行数、価格等)については、予め入手することが可能な「企業情報」とは異なり、「特に周知性の高い企業」であったとしても、必ずしも短期間での判断が可能となる訳ではないと考えられるのではないか。
- こうした点を勘案すると、仮に「待機期間」を短縮又は撤廃する場合においても、そもそも「証券情報」の検討に時間を要しないような「取得・買付けの是非の判断が比較的容易と考えられるケース」だけに限定することが適当ではないか。

(注1) 米国では、WKSIIに限り、「届出前勧誘の禁止」が特例的に解除され、「届出書の提出」より前であっても、あらかじめ投資者に対して、未確定段階の「証券情報」を提供することが可能。

(注2) この米国の制度と同様に、我が国でも、「特に周知性の高い企業」に限り、あらかじめ投資者に対して未確定段階の「証券情報」を提供することを認め、「届出書の提出」がなされた後には、「証券情報」についても、投資者が迅速に取得の判断ができる(「待機期間」が不要となる)よう、措置することも考えられるが、以下の点を考慮すると適切ではないのではないか。

- ・ 募集に応じる投資者層を比較すると、米国では公募増資の70%以上を機関投資家が取得しているのに対して、我が国では70%以上を個人投資家が取得していること
- ・ 制度上は禁止が特例的に解除されている米国においても、インサイダー取引につながるリスク等を勘案し、実際には、具体的な「証券情報」の提供はほとんど行われていないこと

(参考) 日米の大型増資案件における投資者層の違いについて

① 国内公募増資案件

投資家属性	配分割合
個人投資家	70～80%
非個人投資家	20～30%

- 外国証券会社及びホールセール專業業者分を除く。

② グローバル・オフリング案件

投資家属性	配分割合
国内個人投資家	30～50%
国内機関投資家	5～10%
海外機関投資家	45～60%
うち北米	10～30%
欧州	10～20%
アジア	10～30%

③ 米国公募増資案件

投資家属性	配分割合
個人投資家	0～30%
機関投資家	70～100%
うち北米	60～90%
その他	10～20%

出所 : 「株券等の配分状況」日本証券業協会、その他開示資料等より作成

「待機期間」の短縮又は撤廃⑧－「証券情報」についての検討(2)

- 「取得・買付けの是非の判断が比較的容易と考えられるケース」としては、
 - ・ 対象とする有価証券については、仕組みが簡単で標準的なものに限定することとしてはどうか。
 - － 我が国では公募増資の70%以上を個人投資家が取得していることも踏まえると、具体的には、個人投資家にとっても判断が容易な「普通株式」だけを対象とすることとしてはどうか。
(注)「新株予約権」、「新株予約権付社債」等については、取得の是非の判断が容易であるとは必ずしも言えないと考えられるため、「待機期間」の短縮又は撤廃の対象外としてはどうか。
 - ・ 更に、対象とする増資の規模については、「一定の希薄化率」以下の増資を行う場合に限定することとしてはどうか。
 - － 増資を行う場合、希薄化率が小さければ、株価に与える影響も限定的であるため、当該直近の株価を基準として、当該株式を取得するかどうかの判断を比較的容易に行うことができると考えられるのではないか。
 - － 逆に、希薄化率が大きければ、株価に与える影響が大きいため、「熟慮期間」がより必要になると考えられるのではないか。

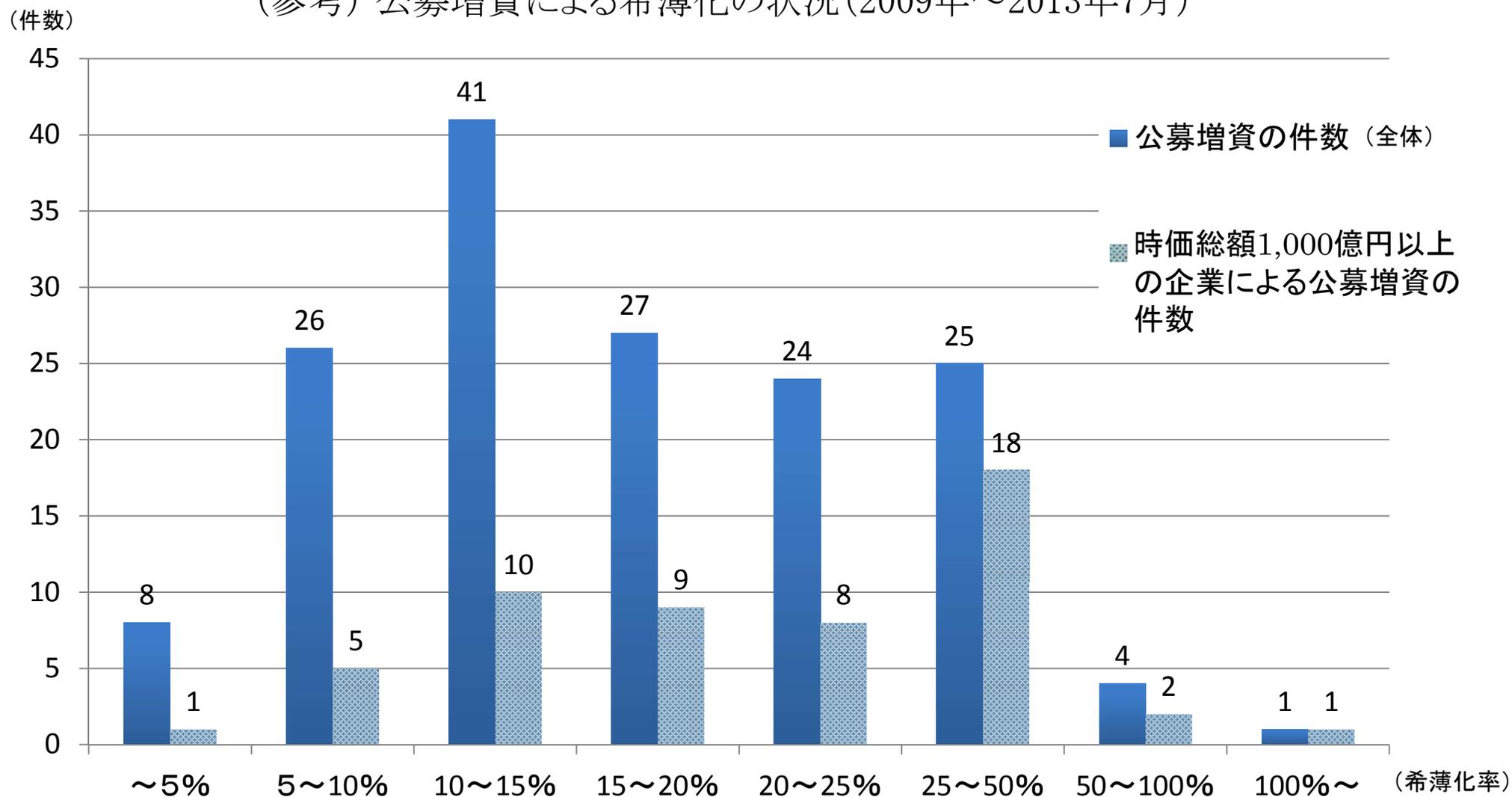
「待機期間」の短縮又は撤廃⑨－「証券情報」についての検討(3)

- その場合の「一定の希薄化率」の基準としては、以下のような水準が考えられるが、どう考えるか。
- 10% : 米国において一括登録制度が導入された際に上限とされていた基準(現在は撤廃)
 - 15% : 平成4年まで証券業協会の「公正慣習規則」により、証券会社が、株式による公募増資の引受けを行う際、市場に悪影響を与えない上限として採用されていた基準(現在は撤廃)
 - 20% : 上記の「公正慣習規則」において、証券会社が、新株引受権の引受けを行う場合の上限として採用されていた基準(現在は撤廃)

⇒ 以上を総合的に勘案すると、大枠としては、以下のような要件を満たす場合に限り、「待機期間」を短縮又は撤廃することが考えられるのではないか。

- ① 「特に周知性の高い企業」である場合
- ② 普通株式の発行である場合
- ③ 希薄化率が低い増資である場合

(参考) 公募増資による希薄化の状況(2009年～2013年7月)



《各年の公募増資の状況》

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年 (7月まで)	合計
全体	43件	39件	25件	24件	25件	156件
時価総額1,000億円以上の企業	24件	15件	5件	4件	6件	54件

「待機期間」の短縮又は撤廃⑩

○ 「待機期間」を「短縮」するのか「撤廃」するのかについては、以下の点を勘案すると、「撤廃」することとしてはどうか。

- 仮に前述のような見直し措置を前提とすると、当該特例措置については、①「特に周知性の高い企業」が、②普通株式の発行により、③希薄化率が低い増資を行う場合、という、相当限定された場合にのみ認められるものであること
- 仮に「待機期間」を設ける場合には、たとえ短期間であっても、投機的な空売りを含む「売り」が発生することは避け難いと考えられること
- 「待機期間」を撤廃する場合には、増資に対する市場の反応を見ずに「発行価格」が決められることとなるが、仮に発行価格が高すぎれば、引受証券会社は「募集残」を抱え込むこととなるため、適切な引受審査を行う一定のインセンティブが働くことが期待できると考えられること
- 米国のWKSIIにおいても、「待機期間」については、「短縮」ではなく、「撤廃」されていること

(注) 仮に法令上「待機期間」の設置義務を撤廃したとしても、増資企業と引受証券会社との判断により、増資企業の状況や市場環境等を踏まえつつ、個々の増資に最も相応しい期間を選んで「待機期間」を任意に設置することは可能。

「待機期間」の短縮又は撤廃⑪

- 仮にこうした措置を講じる場合には、
禁止されている「届出前勧誘」に該当しない行為、すなわち許容される企業情報の発信に係る行為を明確化する措置を併せて講じることにより、
投資者が、「届出書の提出」前においても、増資予定企業の「企業情報」を受け取ることができる機会を拡大することが適当なのではないか（別途「事務局説明資料3」参照）。