



日本証券業協会
Japan Securities Dealers Association

第2回新規・成長企業へのリスクマネー供給の あり方等に関するワーキング・グループ資料

平成25年7月19日
日本証券業協会
常務執行役 自主規制本部長
平田 公一

1. 新規・成長企業へのリスクマネー供給 … 2
2. 公募増資等のあり方に関する論点整理 … 9
3. プレ・ヒアリング … 17

[別添資料]

1. 「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する
検討懇談会」における議論の整理(2013年6月)
2. 「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分
科会」報告書ー公募増資等のあり方に関する論
点整理ー(2013年6月)

1. 新規・成長企業への リスクマネー供給

➤ 「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」

◆ 平成25年4月～平成25年6月(4回)

◆ 新規・成長企業へのリスクマネー供給強化に向けた金融面での取組みとして、次に掲げる事項の具体化に当たっての市場関係者のニーズや課題、問題点等、様々な意見を整理

- ① クラウドファンディング
- ② 地域等における資本調達を促す枠組み
(グリーンシート銘柄制度の再構築)
- ③ 新規上場推進策・ベンチャー投資活性化策等

◆ 平成25年6月28日 議論の整理(別添参照)を取りまとめ

1-2 「クラウドファンディング」の論点等



➤ 枠組み整備

- ◆ 「投資型」でも、小口の資金調達となることが重要な特徴
- ◆ インターネットを用いて多数の者から資金調達を行う仕組みであるため、詐欺的な行為等に用いられることのないように
- ◆ 健全な発展を阻害することのないよう、過剰な規制や事務手続を生じさせないように
- ◆ 「匿名組合契約形態」と「株式形態」の両方を視野に
- ◆ 自主規制ルールも最大限活用

➤ 情報開示

- ◆ 事業者自身のキャリア等を含め、直面するリスクや課題、資金使途等を開示させる必要
- ◆ 財務情報につき、金商法ベースの開示・監査まで求めると、枠組み自体がワークしなくなるおそれ、さらに慎重な検討を

1-3 「クラウドファンディング」の論点等(その2)



- 取扱業者
 - ◆ 過度な負担への配慮と、信頼できる仲介業者による適切な取扱い
- 投資者
 - ◆ 出資の性質・特徴等の正しい理解と、自己責任に基づく行動の促進を
 - ◆ 一人当たりの投資額や募集総額に上限を
- クラウドファンディングの活用・展開の可能性(例示)
 - ◆ 匿名組合契約
 - ◆ 種類株式等
 - ◆ 地域等における資本調達を促す枠組み
 - ◆ 企業内ベンチャー等
 - ◆ 先端技術を用いた事業への応用

1-4 「地域等における資本調達を促す枠組み」(グリーンシート銘柄制度の再構築)の論点等(その1)



- **新たな制度に対するニーズ**
 - ◆ 新規・成長企業の資金調達ニーズ
 - ◆ 地域の非上場企業株式の取扱いニーズ
 - ◆ アーリーステージの企業よりも大きい資金調達規模を念頭に
 - ◆ 高度な流通機能は不要。換金ニーズに十分に応えられる場は必要
- **株式発行・流通の範囲等**
 - ◆ 企業と一定の関係性を有する者による出資や、その間での流通
 - ◆ 会社法上の譲渡制限や、関係者による譲渡制限契約の手法など
- **発行会社による情報開示**
 - ◆ 企業情報の開示につき、会社法上の事業報告など、簡素化の検討
 - ◆ 会計監査を一律に求めることは非現実的。ホームページでの公表等を通じた一般のチェックによる代替の可能性
 - ◆ 資本調達額と法定開示義務(1億円以上)との関係

1-5 「地域等における資本調達を促す枠組み」(グリーンシート銘柄制度の再構築)の論点等(その2)



- **柔軟な枠組みの下での適切な担い手の確保**
 - ◆ 自主規制ルール等の活用
 - ◆ それを履行できる者に限って取扱いを認めるなどの工夫
 - ◆ 取扱いをする証券会社は、業務の一層の適切性を確保
 - ◆ 一定のスクリーニングをかけ、より幅広い証券会社による仲介の検討
- **取引・気配情報の公表**
 - ◆ 利便性・取引の公正性の確保、換金の際の位置付けや証券会社の事務負担にも留意した上で、適切な仕組みの検討
- **不公正取引規制**
 - ◆ 一般的な不公正取引を排除するための枠組みは必要
 - ◆ インサイダー取引規制や適時開示義務の適用は、見直しの検討を

1-6 「新規上場推進策・ベンチャー投資活性化策」の課題



➤ 新規上場促進策

- ◆ 上場を目指す地元企業の発掘の推進
- ◆ 内部統制報告書の提出負担の一定期間の軽減など
- ◆ 取引所の上場ブランド力の向上

➤ エンジェル投資促進策

- ◆ エンジェル税制に係る書類・手続の簡素化や、運用面の改善
- ◆ 企業版エンジェル税制の創設
- ◆ 合同会社(LLC)の活用等によるカーブアウツの促進等のための措置

➤ ベンチャー投資活性化策

- ◆ VCによる積極的なリスクテイクと、投資先企業への中長期的な支援
- ◆ ベンチャー企業等につき、人材面を含む経営基盤の確立
- ◆ ベンチャー企業とファンド、証券会社等のネットワーク化と、エンジェル投資家の組織化

2. 公募増資等のあり方 に関する論点整理

➤「我が国経済の活性化と公募増資等のあり方分科会」

◆ 平成24年10月～平成25年6月(7回)


◆ 我が国経済の再生とさらなる成長に向けた、公募増資制度
のあり方や引受けのあり方について集中的に議論。

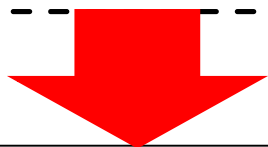
◆ 平成25年6月18日 報告書取りまとめ

http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/senryaku/keizai_kasseika.htm

2-2-1 既存株主の権利保護 一株主の理解を得るための方策①

- 大規模な希釈化を伴う公募増資が既存株主の権利を著しく損なってきたとの見方
→例えば、一定の割合を超える希釈化を伴う公募増資に株主総会決議を義務付けることが考えられる。

-  ➤ 米国では、取引所の上場規則により、20%以上の希釈化を伴う増資には株主総会決議が求められている。
 - ◆ この規制は、第三者割当には適用されるが、現金を対価とする公募増資には適用されない。



- 我が国で株主総会決議を求めると、我が国だけ規制上の制約が課される。
- 我が国における株主の理解を得るための方策は、(株主総会決議にこだわることなく)柔軟に考えていくことが適当。

2-2-2 既存株主の権利保護 一株主の理解を得るための方策②



 英国では...

- 株主に新株引受権あり(会社法)
→ ライツ・オフリングが主流
(特徴的な慣行)
 - ◆ 新株予約権の行使率を高めるためのサブ・アンダーライターの設置
 - ◆ 少額な(2ポンド未満)未行使新株予約権の切捨て

 我が国では...

- ライツ・オフリングは未だ主要な資金調達手段とはなっていない。

➤ 条件決定までの期間の短縮



➤ 価格変動リスクや不公正取引のリスクの低減

のために...

➤ 包括的な発行登録制度

➤ 国内募集に関するプレ・ヒアリング

の導入の
検討を

➤ 大型公募増資が株価の下落につながった理由

- ◆ 増資が企業業績の向上につながるという理解が、投資家の間に十分に浸透しなかったことが考えられる。

そのため

- 発行体は、増資の目的や資金使途について、今まで以上にわかりやすく丁寧な開示が求められる。
- 目論見書その他の資料への将来情報の柔軟な記載について、米国の例を参考に、ベストプラクティスやセーフハーバーといったガイドラインを示すことの検討を。

2-5 募集プロセスの見直しと安定操作取引等のあり方



- ブックビルディングでの需要申告をそのまま注文として取り扱えない



- 募集期間の長期化



- 安定操作取引の期間の長期化／上限価格の上昇



- 安定操作取引を絡めた裁定取引の余地



- 主幹事証券会社の引受けリスクを必要以上に高めている可能性

そのため

- ブックビルディングにおける需要申告をそのまま注文として取り扱うことの是非
- 安定操作取引の今後のあり方

の検討を

2-5 ライツ・オフリングの利便性向上

➤ ライツ・オフリングの普及



➤ 資金調達手段の多様化

のために...

➤ ライツ・オフリングに関するプレ・ヒアリング

➤ 大株主の権利行使が阻害されないようなTOB規制の緩和

の導入の
検討を

3. プレ・ヒアリング

- 「届出前勧誘禁止の必要性」と「円滑・機動的な資金調達の実現可能性」との適切なバランスが重要



- 本WGでの検討項目

- ◆ 発行体や引受証券会社が「届出前に行うことができる行為を具体的に明らかにすること」

(本WG第1回資料3「事務局説明資料」44ページ)

(別添資料「『新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会』における議論の整理」13ページ参照)

3-2 プレ・ヒアリングとは



- 募集に関する公表の前に、機関投資家に対して、その募集に対する需要動向を調査する市場慣行
- 募集を円滑に実現できるようにするものとして有用とされる。
- 海外では、禁止されていない。
- 我が国でも、法令上は禁止されていないが、届出前勧誘禁止に抵触する可能性が高いため、日本証券業協会の自主規制規則で禁止。

- 資金調達や引受けの実行の判断や条件決定に際して、
投資家の需要動向の見通しがつきにくい場面
 - ◆ コミットメント型ライツ・オファリング
 - ◆ 投資家になじみの薄い業種のIPO
 - ◆ 商品性が新規であつたり複雑であつたりする金融商品

3-4 プレ・ヒアリングを行う場合に求められる措置



- 法令遵守管理部門による事前の承認
- プレ・ヒアリングの対象先との約束
 - プレ・ヒアリングにより受領した情報の秘密の保持
 - その情報に係る発行会社のインサイダー取引規制
対象の有価証券の取引を行わないこと
- プレ・ヒアリングに関する記録の作成・保存

【解決案】

- 米国：包括的な発行登録制度の利用により可能
- 第三者割当：割当予定先から直ちに転売されるおそれが少ない場合、割当予定先との協議は勧誘行為に該当しない。（開示ガイドライン2-12）

【課題】

- 重要事実の伝達
 - 新しいインサイダー取引規制との関係
- 用語の整理