

エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて

平成26年8月26日
日本取引所自主規制法人

エクイティ・ファイナンスとは

エクイティ・ファイナンスは、新株発行等によって企業の株主資本の増加をもたらす資金調達手法です。かかる手法によって事業の発展を実現し、企業価値の向上¹に努めることは、企業にとって経営上の重要な選択肢といえます。

我が国では現在、その主な手法として、公募、第三者割当及びライツ・オフリングがあります。公募は、株式の発行に際し証券会社が引き受け、不特定多数の投資者を対象に募集する方法です。第三者割当は、株式や新株予約権等を特定の第三者に対して割り当てる方法です。また、ライツ・オフリングは、株主に対する新株予約権無償割当てを利用した方法で、その新株予約権が証券取引所において売買されるものです。

問題の所在

しかしながら近年、株主や投資者の利益を損ないかねないエクイティ・ファイナンスの事例が散見されています。

公募に関しては、平成21年以降、株価が低迷する中で、上場会社が大規模な希薄化を伴う公募増資を相次いで実施しており、結果として既存株主の利益を損なうことになった事例もあるのではないかと批判があります。

第三者割当に関しては、既存株主の議決権の希薄化が生じることに加え、経営者による大株主の選択といった問題があります。これに対応するため、平成21年8月に、第三者割当に係る上場制度が整備²されました。しかし残念ながら、そのルールの趣旨を潜脱する意図が疑われる事例も散見されています。また、株式の発行過程における不適切な行為と流通市場における不適切な行為を要素として構成される「不正ファイナンス」の典型的な手法として、第三者割当が悪用されているという実態もあります。

¹ 「企業価値」は、社会のニーズに沿った良質な財・サービスの提供を通じて実現される企業の収益力が、強靱であり将来にわたって持続的に成長することによって向上します。このためには、中長期的な視野に裏づけられた収益力の持続可能性、株主に加え顧客・取引先・従業員・債権者・社会コミュニティなど多様なステークホルダーとの良好な関係の維持、といった視点も重要です。これらは(現在及び将来の)株主にとっての企業価値の向上とも整合的です。

² 主な制度整備の内容としては、上場廃止基準(希薄化率300%を超える第三者割当を実施する場合は、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと東証が認める場合を除き上場廃止とする)、企業行動規範上の手続き(希薄化率25%以上の第三者割当を実施する場合は株主の納得性を増すための手続きを義務付ける)の新設などがあります。

ライツ・オファリングに関しては、平成25年に入って件数が増加していますが、そのほとんどは、引受証券会社による審査の仕組みがないノンコミットメント型です。これらの中には、業績が悪く公募や第三者割当等での資本調達が困難な会社が、最後に残された手段として利用していると懸念される例や、資金使途の合理性について疑問を呈さざるを得ないような例が散見されるなど、資本調達が企業価値の向上に繋がっていないとの批判もあります。

プリンシプル・ベースのアプローチ

これらの問題を律していく上で、ルール・ベースのアプローチは極めて重要です。特に不特定多数の参加者が存在する資本市場において、明確なルールが存在することは、規制の透明性や予見可能性を高める上で不可欠です。他方、ルールの隙間が生じる問題、新しい金融商品や取引手法などへのキャッチ・アップが遅れる問題、形式的なルール遵守が実質的には不公正な取引を正当化してしまう問題などがあります。エクイティ・ファイナンスに関しては、個々の取引等が法令や取引所規則等に明示的に違反するとはいえないものの、それらを組み合わせたスキームが資本市場から不当な利益を得ることを目的としていると考えられる事例などがあります。

これらの問題に対処するには、ルール・ベースのアプローチに加え、プリンシプル・ベースのアプローチを組み合わせることが有効であると考えられます。ここでプリンシプル・ベースのアプローチとは、上場会社や市場関係者が、尊重すべき重要な規範や行動原則(プリンシプル)を確認し、互いに共有したうえで、各自がそのプリンシプルに沿って行動することを通じて、市場全体の質的向上の実現を目指す取り組みです。

エクイティ・ファイナンスの実施に当たって、尊重すべきプリンシプルが共有され、これに沿ったファイナンスの事例が広がっていけば、それらが市場慣行となり、個々の上場会社や市場関係者の間において各々の持ち場に即した規範意識が働き、分権的規律として機能していきます。その結果、上述のルール・ベースの弱点を補うのみならず、資本市場全体の品質向上に貢献していくことができます。

プリンシプルにより期待される効果

プリンシプルが、上場会社や市場関係者によって共有されることによって、具体的には以下のような効果が期待されます。

- ① 上場会社においては、明示的なルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、プリンシプルによって、エクイティ・ファイナンスの実施にあたり指針とすべき基本的な考え方に照らした上で経営判断を行うことが可能となります。

- ② 引受人や証券会社、弁護士、公認会計士、コンサルタント等上場会社に対してアドバイスを提供する市場関係者においては、プリンシプルに示された基本的な考え方を十分に理解したうえ、上場会社がかかる基本的な考え方から逸脱することのないよう助言を行い、その適切な経営判断に貢献していくことができます。
- ③ 株主や投資者においては、プリンシプルが、上場会社の実施するエクイティ・ファイナンスの適切性を判断する際の拠り所となるため、より合理的な投資判断を行うための基礎とすることができます。
- ④ 金融商品取引所においては、自主規制業務の過程で、プリンシプルに示された基本的な考え方に沿って上場会社や市場関係者との対話を行うことが可能となります。また、直接適用可能なルールが見当たらない場合や包括的ルールの解釈・適用の場合には、プリンシプルに示された基本的な考え方が判断の指針となり、より実態に即した的確な対応が可能となります。

なお、プリンシプルは、法令・取引所規則等のルールとは異なり、上場会社や市場関係者の行動を一律に拘束するものではありません。したがって、仮にプリンシプルの充足度が低い場合であっても、規則上の根拠なしに上場会社に対する措置等が行われることはありません。

エクイティ・ファイナンスのプリンシプル(案)

(はじめに)

エクイティ・ファイナンスは、上場会社に新たな資本を追加して事業の発展に資するものであり、これが適切かつ円滑に行われることは、優れた資本市場が備えるべき特性のひとつです。

資本市場の公正性と信頼性の確保を任務とする取引所自主規制法人の立場から、品質の高いエクイティ・ファイナンスを支援し促進するため、尊重されるべきプリンシプルを以下のとおりまとめました。上場会社、そして証券会社・弁護士・公認会計士・コンサルタント等の市場関係者、さらには株主・投資家において広く共有され活用されることを強く期待するものです。

(エクイティ・ファイナンスのプリンシプル)

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ことで、調達目的、資金使途、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³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

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。

³ 前文の注1を参照。

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るような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。

以上