

「エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて」
に寄せられたパブリック・コメントの結果について

当法人では、「エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて」（エクイティ・ファイナンスのプリンシプル（案））について本年8月26日に公表し、9月25日までの間、広く意見の募集を行いました。その結果、6件のコメントが寄せられました。主なコメントの概要及びそれに対する当法人の考え方は以下のとおりです。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
1	<p>この取組には賛成であるが、株主・投資者が本プリンシプルをどのように活用すれば良いのか分かりにくい。</p> <p>また、本プリンシプルを上場会社の義務としてはどうか。</p>	<p>本プリンシプルは、株主・投資者の皆様において、上場会社を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りますので、例えば、株主・投資者の皆様が本プリンシプルに掲げる四つの項目をチェックリストとしてお使いいただくなど、より合理的な投資判断を行う際にご活用して頂くことを期待しています。</p> <p>また、このプリンシプル・ベースの取組は、エクイティ・ファイナンスの実施にあたり尊重すべき重要な規範や行動原則を示すことで、上場会社や市場関係者に、各々の持ち場に即した規範意識が働き自主的かつ適切に行動されることを期待するものです。したがって、一律に義務付ける方法には馴染みにくいアプローチですが、この規範意識が広く共有されるようになれば、市場慣行として定着していくものと思われま</p>
2	<p>エクイティ・ファイナンスを行うことで希薄化や短期的な株価の下落が生じたとしても、中長期的に見た場合には企業価値が回復又は向上し、結果的に既存株主の利益になる場合がある。特に、公募増資については、時期の選択及びエクイティ・ストーリーの構築等について真摯に検討を行っている事例も多数あることから、詳細なルールにより増資を一律</p>	<p>ご指摘の点は十分に認識しており、本プリンシプルにおいても、持続的な企業価値の向上という点を重視し、企業価値の向上に繋がるエクイティ・ストーリーの開示を求めている所です。</p> <p>また、当法人としても、プリンシプル・ベースのメリットを生かしていきたいと考えていますが、具体的には、自主規制業務の過程において、</p>

	<p>に制限するようなことは機動的な資金調達を制限し、却って資本市場の健全な発展を妨げる可能性がある。</p> <p>今回、ルール・ベースのアプローチに加えてプリンシプル・ベースのアプローチを採用することは、市場参加者にとって予見可能性が高まり、また、上場会社にとって合理性が認められる限り個別事情に応じた柔軟な資金調達が可能とし得るものでありメリットの多い対応であると考えている。実際の取引所による審査においても、プリンシプル・ベースで実態に即した柔軟な運用が行われることを期待する。</p>	<p>本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対話を行い、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を解釈・適用する場合には、より実態に即した的確な判断に生かしていきたいと考えています。</p>
3	<p>基本原則を市場関係者に周知させ、健全な市場育成につなげていきたいという趣旨は理解できるが、基本原則だけでは、これに反することを明確に証明し、上場廃止等の具体的な措置を実施することは難しいと思われるので、個別のルールは設ける必要があると考える。</p> <p>また、このような基本原則を作り、市場関係者にも遵守を求めるのは、責任転嫁ではないか。例えば、公認会計士は、会計処理に関しては詳しいといえるが、エクイティ・ファイナンスの原則論などには疎く、会社側の主張を鵜呑みにしてしまう可能性がある。上場会社によるエクイティ・ファイナンスの実施については取引所の許可が必要とし、また、必要に応じて上場会社に対するヒアリングなどの調査が実施できるという制度にしてはどうか。</p>	<p>この取組は、従来からのルール・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で、資本市場の質的向上を実現するものであり、ルールの策定を放棄するものではありません。ルールの制定及び執行と、プリンシプルの提示及び活用は、相互に補完する関係にあります。</p> <p>今回のプリンシプル・ベースのアプローチが、その実効性を発揮するためには、取引所がルールとプリンシプルに基づいて自らの職責を果たすことに加え、市場関係者の皆様がそれぞれの持ち場や役割に相応しいご協力をして下さることも不可欠であると考えております。上場会社のエクイティ・ファイナンスの実施について一律に取引所の許可を要する制度についてのご提案は、ご意見として承りましたが、上場会社の機動的な資金調達の機会を奪う恐れがあるなどデメリットも大きいと考えられます。過剰な規制によって資本市場の活力を削いでしまうといった事態を避けつつ、実質において市場の公正性と透明性を向上させることが今回の取組の狙いです。なお、現在の実務運用においても、エクイティ・ファイナンスの実施にあたっては必ず取引所への事前相談を行っていた</p>

		だき、ヒアリングや関係資料の提出を求める等の対応をしております。
4	<p>全面的に賛同するが、プリンシプル・ベースの方法は、専門的知識・経験を有する者を対象として遵守を求めることが一般的であると思われるため、本プリンシプルが対象とする知識・経験を有していない上場会社の経営者・財務担当者に本プリンシプルが浸透するには時間が必要であると考えます。そこで、本プリンシプルの浸透のために、上場会社の経営者・財務担当者向けに、定期的に解説等の機会を設けてはどうか。</p>	<p>ご提案の通り、本プリンシプルを浸透させるための継続的な活動に取り組んでいきたいと考えています。今後、事例解説集の発刊や、セミナー、寄稿等による解説など、継続的な浸透のための活動を予定しています。</p>
5	<p>この取組に賛同する。本プリンシプルが、上場会社及び市場関係者に浸透するよう継続的な啓蒙活動の実施を期待する。</p> <p>公認会計士が「市場関係者」として担う役割としては、株式公開支援、コンサルティング、上場会社の監査人などが想定されるが、特に、上場会社の監査人という立場で公認会計士が関与する場合、監査人は倫理規則等によって精神的独立性及び外観的独立性の保持が求められているため、その助言には一定の制約が生じ得ることが理解される必要がある。</p> <p>市場関係者は、上場会社に対する助言を通じて適切な行動を勧める立場でしかなく、上場会社が助言内容を受け入れない場合なども想定され、市場関係者の果たせる役割にも一定の限界がある。そのため、上場会社が本プリンシプルに則していない行為を行った場合における取引所の対応の整備が望まれる。</p>	<p>本プリンシプルを浸透させるための継続的な活動に取り組んでいきたいと考えています。今後、事例解説集の発刊や、セミナー、寄稿等による解説など、継続的な浸透のための活動を予定しています。</p> <p>このプリンシプル・ベースの取組は、市場関係者に、各々の持ち場に即した規範意識が働き自主的かつ適切に行動されることを期待するものです。したがって、ご指摘のような、公認会計士が上場会社の監査人という立場で関与する場合は、監査人の独立性に反しない範囲で、その立場に応じて上場会社に対する助言を行っていただくことを期待しています。</p> <p>また、本プリンシプルに則していないエクイティ・ファイナンスに対しては、当法人は本プリンシプルに示された基本的な考え方に基づいて、上場会社に再考を促したり、規則の解釈・適用の指針として活用し、適切な対応を行っていきます。このような取組を通じて、この規範意識が広く共有されるようになれば、市場慣行として定着していくものと思われれます。</p>

<p>6</p>	<p>エクイティ・ファイナンスを実施する際、行使価格や行使期間といった発行条件そのものの合理性だけでなく、時期や方法の合理性に関する説明も必要と考えられるところ、本プリンシプル第2「既存株主の利益を不当に損なわない」の「発行条件等」という文言からは、時期や方法の合理性について説明を求めているように読み取れない恐れがないか。そこで、他の取りうる条件やファイナンス方法と比較しての合理的な説明も可能なものであることという要件も明示してはどうか。</p> <p>本プリンシプル第4に関し、エクイティ・ファイナンスの目的（資金用途）は、実施時に開示を求められるだけで、実施後に変更されても措置に至るケースは見られず、実質的には形骸化しているようにも感じられる。そのため、「ファイナンス実施後において、発行時の開示内容が適切であったことを示せること」だけでなく、企業内外の経営環境の変化が認められた場合や資金用途を変更する見込みが生じた場合には、その旨及びその内容（又はその理由）を適時に開示することを推奨してはどうか。</p>	<p>ご指摘の趣旨を踏まえて、本プリンシプル第2の冒頭部分を「ファイナンス手法、実施時期、発行条件等は…」と修正いたしました。</p> <p>発行時に開示した資金用途の変更は、経済情勢の急変等やむを得ない事由に限定されるべきですが、仮に変更がなされる場合は、適時に開示することが望ましいのは当然です。現に、現行の適時開示ルールにおいても、当初開示した資金用途を変更する場合は、開示事項の変更として、開示することが義務付けられています。また、本プリンシプル第4においても、「適時・適切な情報開示により透明性を確保する」こと、「情報開示の内容に一貫性がある」ことを謳っておりますので、ご指摘のような点は、ここに含まれていると考えております。</p>
----------	--	--

提出者：1～3＝個人、4＝株式会社資本市場研究所きずな、5＝日本公認会計士協会、6＝有限責任 あずさ監査法人