

資本市場とプリンシプル

2015 年 2 月 27 日

於：日本証券経済研究所

日本取引所自主規制法人 佐藤 隆文

1. ころとかたち 資料 1

 2. プリンシプルは資本市場に馴染むか 資料 2

 3. エクィティ・ファイナンスのプリンシプル 資料 3
- [参考] エクィティ・ファイナンスのプリンシプル—事例集
4. コーポレート・ガバナンス・コードの働き方 資料 4

資料 1

「こころ」と「かたち」

1. 「常識」を疑う
2. 食の偽装
3. 交通安全と交通ルール
4. 国立大学医学部の話
5. 公務員倫理の「こころ」と「かたち」
6. 「こころ」を確かなものにしていく
7. 「賢者の贈り物」 The Gift of the Magi (O. Henry)

資料2

資本市場とプリンシプル¹

ドイツの街では、信号が赤なら車が来なくても横断歩道は渡らない。イタリアの街では、車が来なければ信号が赤でも横断歩道を渡る。両国は歴史・文化・芸術等それぞれに抗しがたい魅力に溢れているが、生活習慣の面では対照的な傾向を持っており、ルール順守への姿勢などはその好例であろう。人口 10 万人当たりの年間交通事故数を見ると、2008 年でドイツ 390 件（死傷者 503 人）、イタリア 367 件（死傷者 529 人）と大きな差はないので、イタリアではルール順守に代わる「個々人の柔軟な状況判断」とでも呼びうる才覚が働いているとも推測できる。

ルールとプリンシプルの関係は単純でないが、まず確認しておきたいのは、ルールにはそれが実現しようとする社会的利益が存在していることである。わが国の資本市場を律するルールとして、基本法としての金融商品取引法と関連する各種規則があるが、同法第 1 条（目的規定）に記述されている、取引の公正性、資本市場の機能発揮と公正な価格形成、投資者の保護、等の目標は、個別の行為規制ルールに対してプリンシプルという関係になる。端的に言えば、

¹ 『週刊金融財政事情』（2014 年 11 月 10 日号）に掲載された拙稿の初校

プリンシプル準拠の規制とは、各市場参加者がそれぞれに、ルールの存在理由ともなっている上位概念としての社会的利益をより直接的・明示的に意識して行動しましょう、という働きかけである。

そうは言っても市場規制は、銀行や保険のような免許業種への規制と異なり、（市場仲介者としての証券会社等を別とすれば）不特定多数の市場参加者を対象とするものであり相手の顔が見えないことも多い仕事であるので、明文による共通ルールの存在が不可欠であり、それは規制の透明性や予見可能性のためにも重要である。他方、ルール準拠のみに偏ると、新しい金融商品や取引手法が登場した場合へのキャッチアップが遅れる、ルールのすき間が生じる、形式的なルール順守が実質的な不公正取引に正当性の衣を装わせてしまう、といった弊害が生じる。そこで、ルールとプリンシプルを適切に組み合わせ、両者を相互補完的に働かせることにより、実質的な公平性が高くより実態に即した対応を定着させたい、との問題意識となる。

東京証券取引所と大阪取引所において新規上場の審査、上場企業の開示や企業行動のチェック、取引所市場での売買の審査、市場仲介者としての証券会社の考査、などを担っている日本取引所自主規制法人が、本年 10 月に「エクティ・ファイナンスのプリンシプル」を導入したのも、このような問題意識か

らである。上場企業が資本調達を行う際には、①企業価値の向上に資する、②既存株主の利益を不当に損なわない、③市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない、④適時・適切な情報開示により透明性を確保する、という4項目へ配慮して頂くよう要請している。

そもそも経済活動全般が活力を持ってかつ整然と持続的に行われるために最も重要なのは、各経済主体自身が自己規律を発揮することである。それは本来、当局による規律づけや、市場規律（情報開示と市場での評価を通じた規律づけ）に先行する。実はプリンシプルは、自己規律に直接訴えることにより、全体としての規律づけメカニズムがより有機的に働きより効果的となることを狙った手法と捉えることもできる。

取引所の自主規制業務では、不適切な情報開示の是正、インサイダー取引・相場操縦など不公正取引の探知・分析・特定などの、いわば事後的な監視や是正を日常的に行っているが、理想はそもそも不公正・不適切事案が起きないことであり、そのような趣旨から近年は予防的な対応にも重点を置いている。プリンシプルにはこのような事前予防の効果も期待される。

もともと公共の利益を意識されている大多数の方々には、プリンシプルをい

わばチェックリストとして活用し自信を持って経営判断を行うための道具としていただきたい。他方、隠れて重大なルール違反を犯したり、ルールのすき間を突いて不当な利益の実現を図ったり、個々には違法でない取引を組み合わせ全体としては悪質なスキームを考え出したりする輩に対しては、プリンシプルがそれらの実行を思い止まらせる歯止めとなることを期待している。

資料3

エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて

平成26年10月1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・オファリングがあります。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・オファリングは、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この批判があります。

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「不公

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。

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。

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に困難な会社が、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、上場会社がかかるとす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

(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事が、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

ファイナンス手法、実施時期、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

資本市場とプリンシプル

日本取引所自主規制法人「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル―事例と解説―」
(2014年12月) (抜粋)

はしがき

日本取引所グループにおいて東京証券取引所と大阪取引所の自主規制業務を担っている日本取引所自主規制法人は、本年10月にエクイティ・ファイナンスのプリンシプルを策定し、その活用を開始しました。

透明性と公正性の維持は、資本市場の持続的な繁栄の土台ですが、そこでの規律づけメカニズムは伝統的にルールに準拠するものが多かったと言えます。それは自然なことであり、不特定多数の市場参加者をカバーする必要性から、共通の明文ルールは不可欠です。他方、ルールだけに偏った規律づけでは、新しい金融商品や取引手法が登場した場合などにルールの「すき間」が生じる、形式的なルール順守が実質的な不正取引に正当性の衣を装わせてしまう、といった弱点も顕在化します。そこで、各市場参加者がそれぞれの持ち場で、取引の公正性、資本市場の機能発揮、公正な価格形成、投資者の保護など、市場に共通の規範をより強く意識して行動するようになれば、ルールによる規律づけと相俟って、大きな効果をもたらすと考えられます。これがプリンシプルを導入した趣旨です。

今回導入されたエクイティ・ファイナンスのプリンシプルは4本の柱で構成されています。これらの項目を抽出し柱として立てる過程では、これまでに当法人で携わった多くのファイナンス事例を振り返りました。ルール違反とまでは断言できないが市場の理念に照らして望ましくないといったケースも散見され、これらはプリンシプル策定の契機ともなり素材ともなりました。プリンシプルは、単なる抽象的な理念ではなく、現実世界で市場関係者の判断の拠り所となりうるものです。このような具体的事例の紹介は、関係者の皆様にこのことを実感していただくことを願ってのことです。

本事例集では、プリンシプルの第1～第4の柱それぞれに沿って順次、関わりの深い事例を紹介する形を取っています。あるいは、プリンシプルの充足度の低い代表的事例を取り上げ、その事例ごとに抵触している複数のプリンシプル（の柱）を紹介する形式もありましたが、そうしなかったのは、プリンシプルの4本の柱それぞれについて多様な視点から吟味することを重視したからです。

わが国資本市場の持続的な発展に向けて共通の規範意識を抱く市場関係者の皆様において、本事例集が大いに活用されることを祈っております。

2014年12月
日本取引所自主規制法人
理事長 佐藤隆文

資料4

コーポレートガバナンス・コード原案（抜粋）

～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～

「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」

9. 本コード（原案）において示される規範は、基本原則、原則、補充原則から構成されているが、それらの履行の態様は、例えば、会社の業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等によって様々に異なり得る。

本コード（原案）に定める各原則の適用の仕方は、それぞれの会社が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。

10. こうした点に鑑み、本コード（原案）は、会社が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、会社が各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

「プリンシプルベース・アプローチ」は、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものであるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載では

なく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。

このため、本コード（原案）で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。

株主等のステークホルダーが、会社との間で対話を行うに当たっても、この「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。

11. また、本コード（原案）は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している。すなわち、本コード（原案）の各原則（基本原則・原則・補充原則）の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。
12. こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものの、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。本コード（原案）の対象とする会社が、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには十分

な留意が必要であり、会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められる。特に、本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない。一方、会社としては、当然のことながら、「実施しない理由」の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、「「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始することは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に反するものである。