

上場制度整備懇談会
第37回 議事要旨

1. 日時：平成26年2月7日（金）午前10時から午後0時まで

2. 場所：東京証券取引所会議室

3. 議題：

- (1) 不明確な情報に対するコメント開示と投資者への注意喚起制度の見直しについて
- (2) 上場会社の資金調達（公募増資・ライツオフリング）に関する検討

4. 議事要旨：

- (1) 不明確な情報に対するコメント開示と投資者への注意喚起制度の見直しについて
 - ・上場会社が未公表事項についてアナリストミーティングなどで発言をする事例も見受けられると聞いている。不明確な情報に対するコメント開示については、これまでと同様、「市場のうわさ」をも含めて幅広くコメント開示を求めることが適切であろう。
 - ・不明確な情報に対するコメント開示が困難な状況にある場合、上場会社が「ノーコメント」とすることが直ちに上場規則違反となるわけではないという今回の整理は、適時開示に対する上場会社の主体的な判断を尊重するという考え方とも整合しており、リーズナブルな取り纏め案であると思う。
 - ・今後は、「ノーコメント」とした事例をも含め、「良い事例」「悪い事例」を見極めたい。例えばプラクティスの蓄積を図ることが重要であろう。蓄積されたプラクティスを上場会社と取引所が共有し、適時開示に関して相互が深度のあるコミュニケーションをとることを望む。

(2) 上場会社の資金調達（ライツオフリング・公募増資について）に関する検討

①ライツオフリング（以下「RO」と記載）について

- ・上場会社が証券会社との間で引受契約（コミットメント契約）を締結しない「ノンコミットメント型」のROについては、証券会社による引受審査が行われていない点をも含め、上場会社以外の第三者による「デューデリジェンス」が行われていない。客観的な評価が一切行われていない状況において、株主総会等の手続きを経ずに希薄化率が高い資金調達が行われていることは問題視すべき事象だと考えている。
- ・ROは資金調達手段として優れており、着実に定着すべき制度であると思う。その一方で、（業績不振などから）資金調達手段が限定された企業が高いディスカウント率を設定したノンコミット型のROを多用し、商品性に基づく経済的なインセンティブ（投資者が「ライツ」（新株予約権）を行使することに経済的なメリットが存在すること）を要因として資金調達が行われているとするならば、規律をもった制度へと変革すべき

だと思う。このような事例が頻発することは、ROによる資金調達「奇特的な資金調達方法」として誤解されることを惹起すると思う。

- ・「ノンコミットメント型」のROには、（上場会社の業務・財務状況等が考慮されることなく）その商品特性に基づいて資金調達が可能となるメカニズムが内在しており、それが故に不公正なファイナンス手段に用いられるおそれがあるということが問題であるならば、情報開示の拡充など、不公正ファイナンスを撲滅する方法を検討すべきだと思う。その一方で、「ノンコミットメント型の」ROの特性を利用し、資金調達手段が限定された企業がROによって資金調達すること自体が問題だとした場合、「不振企業がどのような方法で資金調達をすべきか」という議論となるため、今後、深度のあるディスカッションを行うべきであると考えている。

②公募増資について

- ・公募増資を行う際には、引受証券会社が上場会社に対して様々な働きかけを行っている。そのため、公募増資に関し、取引所が何らかの対応をとる必要性は乏しいのではないか。仮に希薄化率の高い公募増資が問題であるとするならば、引受証券会社がその是非について判断を行うべきであると考えている。
- ・公募増資に係る最近の適時開示資料においては、資金使途等の説明が充分に行われている事例も多く見受けられる。資金使途について積極的に開示している企業が存在するなか、これ以上詳細な項目について、取引所の規則で開示を求める必要性は乏しいのではないかと。
- ・公募増資に伴う希薄化により、短期的に株価が下落することは発生し得ると思う。上場会社は中長期の成長ストーリーを株主にしっかりと説明し、調達資金による成長実績を示すべきであり、これができない企業の株価が下落することは当然の「市場メカニズム」であると考えている。市場の健全性を確保するうえでは投資者の自己責任原則が貫徹されるべきだと思うので、現状の証券会社による引受審査のほか、取引所が別段の規制を課す必要性は乏しいと思う。
- ・資本市場の健全性を強化するという大局的な観点に立つと、上場会社は投資者に対して「資本効率」に対する考え方を説明し、その効率を高めることを志向すべきだと思う。これを実現するためには過年度の資本政策に係る説明について、取引所規則で決算短信での記載を求めるなどの対応が考えられるのではないかと。
- ・上場会社の「資本効率」に対する考え方について、取引所規則で開示を義務付けることが「目的に対して合理的であるか」という点において疑問を持っている。取引所規則において義務付けを行った場合、多くの会社で同様の文言を開示することが想定されるため、実効性を伴うものであるのかについても疑問である。
- ・資金調達に対するスタンスの開示を求めることとする場合、「どの程度まで」開示を求めるかということが問題となる。その検討を行うためには、希薄化についてどのように考えるかを整理する必要がある。「希薄化がなぜ問題なのか」の検討を行う必要があ

と思うし、仮に希薄化が問題でない場合、実質的な投資の必要性の明示を求めるなどの方法も採り得ると思う。

- ・希薄化に関しての検討を行うに当たっては、「持分比率」の希薄化よりもむしろ「経済的価値」の希薄化に重点を置いて考察を行うべきであると思う。実態調査や先行検証事例を研究するなど、公募増資に関する実態把握を行うことが必要であろう。

(なお、議事要旨については、東証上場部文責による。)

－問合せ先－

株式会社東京証券取引所 上場部企画グループ

TEL：03-3666-0141 (大代表)