

第三者割当のあり方等について

- 「第三者割当の取扱いに関するワーキング・グループ」報告書 -

平成 22 年 2 月 10 日

第三者割当の取扱いに関する

ワーキング・グループ

目 次

	(頁)
はじめに	1
問題とされる第三者割当への対応	2
残された課題	5
1 . 有利発行の問題	5
2 . 保有方針の開示(短期転売等)	9
(1) 保有方針の変更	9
(2) 保有方針の適切な開示	10
3 . その他の問題等	11
金融商品取引所等への要請	12
おわりに	12

第三者割当の取扱いに関するワーキング・グループ

平成22年2月
日本証券業協会

主 査	月 野 朝 美	(野 村 證 券	キャピタル・マーケット部次長)
	今 村 吉 宏	(ド イ ツ 證 券	ストラテジック・ソリューション統括部 ディレクター)
	河 越 美 乃	(日 興 コ ー デ ィ ア ル 證 券	投資銀行本部 資本市場業務部 マネジング・ディレクター)
	多 勢 吉 則	(み ず ほ 證 券	コーポレートファイナンス部部長)
	寺 田 栄 藏	(モ ル ガ ン ・ ス タ ン レ ー 證 券	引 受 審 査 部 長)
	浜 野 正 男	(高 木 證 券	執 行 役 員 引 受 部 長)
	久 津 明	(岡 三 證 券	引 受 部 長)
	平 井 克 弥	(大 和 證 券 キャピタル・マーケツ	キャピタル・マーケット部 上 席 次 長)
	廣 瀬 千 春	(立 花 證 券	情 報 企 画 部 長)
	星 孝 明	(U B S 證 券	資本市場・財務戦略グループ エグゼクティブディレクター)
	本 田 豊	(三 菱 U F J 證 券	リーガル・エグゼキューション部 エグゼクティブ・ディレクター)
	益 田 治 郎	(ゴ ー ル ド マ ン ・ サ ッ ク ス 證 券	金 融 商 品 開 発 部 ヴァイスプレジデント)
	丸 山 裕 志	(J P モ ル ガ ン 證 券	株 式 資 本 市 場 部 エグゼクティブディレクター)
オフサー ハ	下 村 昌 作	(東 京 證 券 取 引 所	上 場 部 企 画 統 括 課 長)
	原 田 史 樹	(大 阪 證 券 取 引 所	市 場 企 画 グ ル ー プ グ ル ー プ リ ー ダ ー)

以 上 15 名
(敬 称 略 五十音順)

はじめに

昨今、発行市場における資金調達は、時代の流れに伴い多様化・複雑化する中、市場からの公募による資金調達以外の手段として、第三者割当（企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という。）第19条第2項第1号ㄱに定義される第三者割当をいう。以下同じ。）による形態で行う企業が増加してきている。このような中、投資家に対して十分に当該第三者割当の内容が開示されていない場合や投資家を欺く、あるいは投資家が不利益を被るような問題となる第三者割当を行う企業が増加してきていることが見受けられる。

最近では、アーバンコーポレーション転換社債契約等を巡る第三者割当に関し、MSCB等に係る規制の適用を受けないCBの発行とスワップ契約が組み合わされることによりMSCB等の特性と同等な効果を生じることになるにもかかわらず、投資家に対して十分にその内容が開示されていなかったのではないかと疑念が生じる事例が発生したところであり、日本証券業協会（以下「本協会」という。）及び金融商品取引所においては当該事例等の未然防止のための検討¹を行い、その措置を講じてきたところである。

他方、金融商品取引所及び金融審議会金融分科会などにおいて、第三者割当増資や私募CBなどMSCB等以外の第三者割当の形態で行われるファイナンスに係る問題点についても鋭意検討がなされ、東京証券取引所（以下「東証」という。）の上場制度整備懇談会（以下「東証上場制度整備懇」という。）においては「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」と題する報告書（平成21年4月23日）が、また、金融審議会金融分科会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」（以下「金融審スタディグループ」という。）においては「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」²と題する報告書（平成21年6月17日）がそれぞれ取りまとめられたところである。

こうした状況を踏まえ、本協会においても、MSCB等以外の第三者割当の形態で行われるファイナンス（以下「第三者割当増資等」という。）について、市場仲介者の観点から取り組むべき課題があるかどうか検討を行うため、エクイティ委員会の下部機関として、標記ワーキング・グループ（以下「ワーキング」という。）を平成21年9月に設置し、8回に亘って検討を行い、その内容を取りまとめここに公表することとした。

¹ 「アーバンコーポレーション転換社債契約等を巡る事案に関する小委員会」報告書の取りまとめについて http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/pdf/urban_report.pdf

² 金融審議会金融分科会「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf

・問題とされる第三者割当への対応

そもそも不適切な第三者割当増資等が行われ得る背景には、金融審スタディグループ報告書の提言にもあるように、発行者が割当先や発行数量、発行価額の決定について発行者が恣意的に判断できる余地が大きいことにその要因があると考えられる。

こうした発行会社の恣意性を排除し、第三者割当増資等の透明性・公正性を高める方策として、東証上場制度整備懇報告書³において対応策が整理されるとともに、それを受けて第三者割当等及び株式併合等についての取引所規則上の対応がなされた。また、金融庁においては、金融審スタディグループ報告を受け、開示府令等が改正され第三者割当等の諸問題に対応すべく開示の大幅な充実・強化が図られたところである。

最近の第三者割当増資等の問題例及びその対応策は、概要以下のとおりである。

	問題例	東証規則の改正（平成 21 年 8 月 24 日施行）	開示府令等の改正（平成 21 年 12 月 11 日施行）
発行数量の恣意性に係る問題	大幅な支配比率の希釈化や支配権の移動を伴うような大規模な第三者割当増資	<ul style="list-style-type: none"> 25%以上の希薄化や支配株主が異動する見込みがある場合について、緊急性が極めて高い場合を除いて、経営陣から独立した者からの意見聴取又は株主総会決議による株主の意思確認が必要（有価証券上場規程第 432 条） 希薄化率が 300%超の第三者割当に係る決議を行った場合、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと認めるときを除き上場廃止（有価証券上場規程施行規則第 601 条第 13 項第 6 号） 	<ul style="list-style-type: none"> 第三者割当により 25%以上の希薄化や支配株主が生じることとなる場合（大規模な第三者割当）には、その旨及びその理由を記載（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式（23 - 6）） 大規模な第三者割当に該当する場合には、当該大規模な第三者割当を行わなければならない理由及び当該大規模な第三者割当による既存の株主への影響についての取締役会の判断の内容について、具体的に記載（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式（23 - 8）a） 大規模な第三者割当を行うことについての判断の過程（経営者から独立した者からの当該大規模な第三者割当についての意見の聴取など取締役会の判断の妥当性を担保する措置を講じる場合はその旨及び内容を含む。）を具体的に記載（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式（23 - 8）b）

³ 安心して投資できる市場環境等の整備に向けて <http://www.tse.or.jp/rules/seibi/seibi.pdf>

	問題例	東証規則の改正（平成 21 年 8 月 24 日施行）	開示府令等の改正（平成 21 年 12 月 11 日施行）
発行価額の恣意性に係る問題	有利発行に該当することが疑われるような第三者割当増資	<ul style="list-style-type: none"> ・ 払込金額の算定根拠に加え、その具体的内容について評価方法や払込金額の算定において勘案した事項、経緯などを具体的に記載（有価証券上場規程施行規則第 402 条の 2 第 2 号 a） ・ 監査役又は監査委員会の意見の開示が必要（ただし、株主総会特別決議を経る場合や、決議の直前日の価額、決議日から 1 か月、3 か月、6 か月の平均の価額からのディスカウント率すべてを勘案して、明らかに有利発行に該当しないと判断できる場合は不要）（有価証券上場規程施行規則第 402 条の 2 第 2 号 b） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 発行価格の算定根拠及び発行条件の合理性に関する考え方を具体的に記載（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式（23 - 5）a） ・ 有利発行に該当しないものと判断した場合には、その理由及び判断の過程を具体的に記載すること。なお、当該発行に係る適法性に関して監査役が表明する意見又は当該判断の参考にした第三者による評価があればその内容を記載（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式（23 - 5）b）
割当先の恣意性に係る問題	不透明な者への第三者割当増資及び増資資金が払い込まれない第三者割当増資	<ul style="list-style-type: none"> ・ 第三者割当により支配株主が異動した場合において、3 年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると認めるときは上場廃止（有価証券上場規程第 601 条第 1 項第 9 号の 2） ・ 割当先の払込みに要する財産の存在について確認した内容（預金残高の確認や融資証明の徴求など合理的な方法による可能な範囲での確認）の開示資料への記載（有価証券上場規程施行規則第 402 条の 2 第 1 号） ・ 割当先と反社会的勢力との関係がないことを示す確認書の提出（有価証券上場規程施行規則第 417 条第 1 号 g） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 以下の内容を届出書において具体的に記載 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 割当先の概要（名称、所在地、責任者の氏名等） ✓ 提出者と割当予定先との間に出資、人事、資金、技術又は取引等において重要な関係がある場合にはその内容 ✓ 割当予定先を選定した理由及び経緯 ✓ 割り当てようとする株式の数 ✓ 割当予定先による保有方針を確認した場合はその内容 ✓ 割当予定先の第三者割当に対する払込みに要する資金又は財産を保有することを確認した結果及びその確認の方法 ✓ 割当予定先の株券等について、株主として権利行使を行う権限若しくはその指図権限又は投資権限を実質的に有する者が存在する場合には、その旨及びこれらの権限の内容 ✓ 割当予定先が反社会的勢力であるか否か、反社会的勢力と何らかの関係の有しているか否かについて確認した結果及びその確認方法（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式（23 - 3））

	問題例	東証規則の改正（平成 21 年 8 月 24 日施行）	開示府令等の改正（平成 21 年 12 月 11 日施行）
その他の問題	単元未満株の端数を生じる株式併合	<ul style="list-style-type: none"> 議決権を失う株主が生じることとなる株式併合其他同等の効果をもたらす行為に係る決議等を行った場合において、それが株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと認めるときは上場廃止（有価証券上場規程施行規則第 601 条第 13 項第 7 号） 	<ul style="list-style-type: none"> 提出者の株式に係る議決権を失う株主が生じることとなる株式併合其他同等の効果をもたらす行為が予定されている場合には、当該行為の目的、予定時期、方法及び手続き、当該行為後の株主の状況、株主に交付される対価其他当該行為に関する内容を具体的に記載。（企業内容等の開示に関する内閣府令第 2 号様式（23-9））
	M S C B 等の特性と同等な効果を生じさせる新株予約権付社債券等	<ul style="list-style-type: none"> M S C B 等の定義に該当しない第三者割当による新株予約権付社債券等であっても、デリバティブ取引その他の取引が、これらと密接不可分の関係であって、一体として M S C B 等と同等の効果を有する場合には、M S C B 等と同様の規制を適用（有価証券上場規程第 410 条第 3 項） 	<ul style="list-style-type: none"> 取得請求権付株券等と密接な関係を有するデリバティブ取引その他の取引の内容を当該取得請求権付株券等の内容と一体のものみなした場合において、当該取得請求権付株券等が行使価額修正条項付新株予約権付社債券等（前項に規定する行使価額修正条項付新株予約権付社債券等をいう。以下同じ。）と同じ性質を有することとなるときは、当該取得請求権付株券等を行使価額修正条項付新株予約権付社債券等とみなして、この府令の規定を適用する。（企業内容等の開示に関する内閣府令第 19 条 9 項）

このように、例えば、不公正な第三者割当増資等の典型として、海外のファンド等実体が不透明な割当先への割当ての問題については、今回、割当先の資金手当て状況（その方法及び結果）やその実体について確認・開示することが義務付けられたことにより、大きく改善が図られるものと期待できる。

また、発行数量の問題については、金融商品取引所の規則において大幅な希釈化をもたらす第三者割当増資等について、緊急性が極めて高いと金融商品取引所が認めた場合を除き、経営陣から独立した者（第三者委員会等）からの意見書や株主総会決議が求められることとなった。加えて、希薄化率が 300%超の場合には上場廃止まであり得ることから、問題となる第三者割当増資等は大きく減るものと予想される。

他方、ワーキングにおいては、有利発行の問題について、金融商品取引所規則や開示府令等の改正により有利発行該当性に関する情

報開示が求められることとなるが、今回の手当てでも有利な価格での発行が減らないのではないかと指摘や、またこの問題に関連して、長期保有を前提とする開示をしたものの割当てられた株式が直ちに売却されるという「短期売却」の問題も依然として残るのではないかと指摘がなされた。

・残された課題

1．有利発行の問題

平成 21 年 8 月に施行された東証の規則改正により、株主総会において有利発行の特別決議を経る場合、及び、発行決議の直前日の価額、決議日から 1 か月、3 か月、6 か月の平均の各価額からのディスカウント率すべてを考慮して、明らかに有利発行に該当しないと判断できる場合以外については、有利発行の該当性に関する情報開示を求めるとされている。

また、同年 11 月施行された開示府令の改正により、有価証券届出書等において「発行価格の算定根拠及び発行条件の合理性に関する考え方を具体的に記載」することが求められ、その内容に重要な不実記載があった場合⁴には損害賠償責任等が発生することから、発行価額決定について公正性・透明性が高まるものと期待されている。

一方、本協会が定める「第三者割当増資等の取扱いに関する指針」(以下「指針」という。)において、払込金額を決定するための株価算定期間(最長 6 か月)に幅を持たせていることや取締役会決議の直前日の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることができることを認めていることが不適切な第三者割当増資等が引き続き行われる温床になるのではないかと指摘がある。つまり、発行会社が開示を行うに当たり、「指針に則って払込金額を決定した」旨を記載しさえすれば、発行会社による払込金額の算定根拠の合理性の説明が足りると解され、恣意的に払込金額が決定されるおそれが残るのではないかと懸念である。

そもそも当該指針については、昭和 48 年 5 月、証券業界の申し合わせとして、「第三者割当増資に対する統一見解」⁵として策定さ

⁴ 不実記載があった場合とは、金融商品取引法第 18 条に定める、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載がかけられている場合をいう。

⁵ 第三者割当増資に対する統一見解(昭和 48 年 5 月)

1. 現行の増資調整においては、増資の形態は発行会社と幹事証券会社の良識によることとし、特に第三者割当増資については、企業再建、企業提携等の極めて特殊事情により、採用されるものとの認識に立っている。

したがって、第三者割当増資においては、買受人は発行会社との特別の関係にある極めて少数の者に限定され、かつ長期保有が前提となっており、そのために増資取扱内規においては特別扱いとしている。

しかし、この場合でも、既存株主や流通市場への影響を考慮して、発行時期、発行量、発行価額等の決定については、慎重を期して行なうべきである。特に最近、時価発行増資等について自主調整措置が講じられており、上記のような特殊事情にない、いわゆる資金調達を目的とした第三者割当増資が恣意的に行なわれるとするならば、問題である。

れたことが発端となっている。同見解では、第三者割当の目的としては企業再建、企業提携等の極めて特別な場合を原則とすること、発行価額は流通市場を尊重した形で「時価に近い価格」で行うこと等を発行会社に対して要望することとしており、また、昭和 51 年 10 月には、40 社総合証券引受部長会の申合せである自主ルール「時価発行増資に関する考え方」が取りまとめられ、当該考え方において企業再建、企業提携等を目的としない第三者割当増資については 2 年以上経過しないと次回公募増資を引き受けないというペナルティーを課すこと等としている。しかし、「時価に近い価格」の定義及び基準等については明確に定められていなかったため、恣意的な第三者割当増資等の排除を目的として平成元年 8 月、同自主ルール「時価発行増資に関する考え方」において「原則として、当該増資に係る取締役会決議日の価額又は当該決議の 6 か月前の日以降の任意の日から当該決議の直前日までの間の価額に 0.9 を乗じた価額以上の価額であること。」の内容が定められた。平成 4 年 6 月には、当該自主ルールは協会の指針として引き継がれることとなり、「中間発行増資及び第三者割当増資に関する指針」が定められ、平成 15 年 3 月には、趣旨をより明確化するための改正がなされ現在の内容に改められている。

現在の第三者割当に係る払込金額については、指針において「払込金額は、当該第三者割当増資等に係る取締役会決議の直前日の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額であること。」として会員が発行会社に対して要請する事項として努めるものとする旨定めているものである。ただし、株価の急激な変動等により取締役会決議の直前日の価額が算出できない場合などやむを得ない事情がある場合については、指針のただし書き「直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長 6 か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることができる。」を適用することができることとしている。

ところで、平成 18 年から平成 21 年に行われた第三者割当増資の払込金額が直前日の株価を 10% 超下回った事例を払込金額の算出が行われた期間別に検証（上場廃止、延期又は中止された銘柄を除く。）すると、以下のとおりである。

-
2. 第三者割当増資を行なおうとする場合は、以下の要件を満たし、流通市場を尊重した形で行なわれることを要望する。
 - (1) 新株式発行申込書（資金の用途、利益還元策等を含む。）は増資決議に先立って証券会社に提出するものとする。
 - (2) 発行価額の決定は、買受人が特定の少数者に限定されることに鑑み、時価に近い価格で決定すること。
 - (3) 増資発表に際しては以下の項目を具体的に公表すること。
 - 第三者割当増資の目的、買受人の数、一般的保有期間
 - 今後の増資についての考え方

	合計件数	直前日の株価	直前日以降1か月以下の期間の平均株価	1か月超3か月以下の期間の平均株価	3か月超6か月以下の期間の平均株価	その他
平成18年	34(133)	6(38)	9(45)	6(27)	7(15)	6(8)
平成19年	71(151)	29(60)	26(50)	8(26)	2(7)	6(8)
平成20年	26(121)	3(39)	14(42)	7(30)	0(2)	2(8)
平成21年	52(150)	10(57)	14(35)	19(41)	7(13)	2(4)

注1.直前日は、取締役会決議を基準とする。

2.()の数値は、第三者割当増資の件数。

上記表に示されるように、取締役会決議の直前日の価額を10%超下回って払込金額の決定が行われているケースが見受けられ、「発行価格の算定根拠及び発行条件の合理性に関する考え方」について十分な説明がなされる必要がある第三者割当増資等が引き続き多く発行される可能性がある。そうした中、発行会社にとって、指針が都合よく利用されることは避ける必要があることから、ワーキングにおいては、指針の存廃も含めそのあり方について検討を行った。

なお、その際、ただし書きの削除、価格算定期間の短縮、ただし書きを利用できる場合の限定、廃止、それぞれの方向での見直しの可能性について検討を行った。

ただし書きの削除

ただし書きを利用しなければならないようなケースは特殊事情が存在するときであり、そのような場合は個別事情を斟酌して価格が決定されることになるため、ただし書きがなくても問題ないのではないかと考えられる。

しかしながら、裁判例にもあるように、取締役会決議の直前日の価額以外の額で払込金額を決定することは許容され得るものであるところ、間違ったメッセージを発することになるのではないかと疑問が呈された。

ただし書きの6か月間の短縮

遡ることができる期間が長ければ、それだけ有利な価額で発行できる余地が広がることになるが、過去の事例では3か月以下の平均の価額を用いて払込金額が決定されている件数が全体の8割以上を占めることとなっていることから現行の適当な期間(最

長6か月)の期間短縮が可能ではないかと考えられる。

しかしながら、何か月以下であれば適切であるという合理的根拠を見出すことは困難ではないかとの意見が出された。

ただし書きを利用できる場合の限定

ただし書きを利用できる場合について、例えば値付率が悪い場合や株価のボラティリティが高い場合など具体的に限定することとしてはどうかと考えられる。

他方、限定列挙したもの以外でも取締役会決議の直前日の価額以外のものを払込金額の算定に使用した方がよい場合があるなど、限定列挙することは困難ではないかとの意見が出された。

廃止

価額算定の期間の問題のみならず、どのような場合であっても基準となる価額の90%までディスカウントして払込金額を決定できるとの誤解を与えているおそれがあることや、新株予約権など普通株式以外のファイナンスの有利発行性について指針を示すことが困難なことから、株式だけの指針を残す必要はなく廃止することが適当ではないかと考えられる。

これについては、指針はいくつかの裁判例でも用いられているなど、実務面で大きな影響力を持っており、廃止すると混乱が生じかねない、あるいは廃止したとしても裁判例で用いられていることから「旧指針の範囲内」という理由が合理的根拠とされかねない、との疑問の声が呈された。

以上のように、指針の見直しには一長一短がある。我々市場仲介者としては、株価は企業業績や市場の需給環境を反映したものであり、第三者割当増資等に係る払込金額については基本的には公募増資と同様に時価を基準とすることが望ましいと考えることから、「取締役会決議の直前日の価額に基づき払込金額を決定することが原則」との考え方について引き続き堅持するため、指針をあえて存続させることとした。

なお、現行指針を存続させる場合には、東証等の金融商品取引所の自主規制規則や開示府令における払込金額の算定根拠の記載において、指針が安易に用いられることを防ぐため、以下の点を明らかにしておく必要があると考える。

- ・ 基準となる価額の90%まで自動的にディスカウントして払込金額を決定できることを認めているものではなく、当該第三者割当増資等の目的や割当先の保有方針、発行決議時の相場環境等種々の要因を勘案して払込金額は決定されるべきこと
- ・ 一定期間の平均の価額を採用するときは、株価の急激な変動や増資の目的等により取締役会決議の直前日の価額が用いること

が適当でない場合や真にやむを得ない事情がある場合などに限られていること

したがって、ワーキングにおいては、東証等の金融商品取引所の自主規制規則や開示府令における払込金額の算定根拠の記載内容として、発行会社は取締役会決議の直前日の価額を勘案しない場合はその理由及び採用した算定期間について当該算定期間を採用した理由を説明する責任があるということを指針に盛り込むとともに、当該指針を遵守するよう要請すべき旨を規則化することで意見の一致を見た。また、ワーキングにおいては、「指針に基づいて決定した」旨の表記だけでは払込金額の算定根拠とはなり得ないことを確認した。

2. 保有方針の開示（短期転売等）

(1) 保有方針の変更

上述のように、今回の開示府令の改正により割当先の保有方針が開示されることとなったことにより、不透明な割当先への第三者割当増資等は大きく減少するものと期待される。しかしながら、平成 21 年中（11 月末まで）に実施された第三者割当増資 152 件のうち、転売及び保有状況について各金融商品取引所において公表されている「第三者割当等により割り当てられた株式の譲渡に関する報告書」を検証してみると、保有方針に長期保有を行う旨の記載がなされているにもかかわらず転売されているケースが相当数見受けられた。

そもそも、取引所規則においては、上場会社は第三者割当による募集株式の割当を受けた者が割当を受けた日から 2 年間に於いて当該募集株式の譲渡を行った場合には、必要な事項を記載した書面を金融商品取引所に提出するものとし、公衆の縦覧に供することとしている。しかし、義務として課せられているのは上場会社が開示することであり、第三者割当の割当先が長期保有の義務を課せられているわけではない。ゆえに、発行会社が割当先に対し割当てた後、間を置かず割当先により当該株式が転売されても現行の制度においては止めることはできない。

また、改正開示府令においても、「割当予定先による保有方針を確認した場合は、その内容を記載すること」と必ずしも記載を求めているものではない。開示された内容と異なる投資行動をその後にとったとしても経済環境等の変化をその売却理由として挙げられる可能性があるなど、不実開示責任を問うことは困難であると考えられる。

このため、「長期保有」を前提に市場価格よりも低い価格で発行を受けた者が、割当後に直ちに株式を売却する行為が行われ得る

余地が残っているのではないかとの指摘があった。

短期に売却され得ることを当初より予定し、それに基づき適正に発行価額が決定されている場合もあることから、短期に売却するという行為のみを取り上げて問題とすることは適切ではない。他方、開示した内容と異なる行為（例えば、資本提携や業務提携目的などと長期保有を前提とし、その旨開示をしておきながら割当先に短期で売却される行為）を行うことを虚偽とは言えないまでも他の投資家に誤解を与えるという意味で極めて不適切であると言わざるを得ない。

こうした不適切な行為については看過できないことから、ワーキングにおいては、証券会社が発行会社の新たな第三者割当増資等の買受けを行う際、若しくは新たな公募増資等の引受けを行う際に、前回行った第三者割当増資等の保有方針に関する開示内容とその後の割当先の投資行動が異なっていることを確認したときには、当該内容を公表した後でなければ新たな買受け若しくは引受けを行ってはならない旨を規則化すべきとの方向で意見の一致を見た。

他方、M & A目的で行われる第三者割当増資等の際に発行会社や割当先のアドバイザーに証券会社が就く場合については、当該アドバイザリー業務が証券業務には該当しないため、本協会の規則で規制することはなじまないものの、発行会社のアドバイザーに証券会社が就く場合は、市場仲介者として適切な開示がなされるよう要請する責務があるとの認識で一致した。

なお、短期転売の問題に関し、保有方針と異なって短期転売が行われようとしている場合には、市場仲介者として当該売却注文の受託を拒否すべきではないかとの意見も出された。これについて、払込後に経済環境が急変した場合などやむを得ない事情もあると考えられることから、売却注文の受託を拒否することを義務化することは困難なものの、売却注文の受託段階で何かできることがないか別途検討する必要があると思われる。

(2) 保有方針の適切な開示

第三者割当増資等の割当てを受ける場合、割当先は経済行為としてデリバティブ取引等によりポジションリスクをヘッジすると思われるが、それ自体の行為は否定される行為ではないと考える。問題となり得るのは、例えば保有方針について「長期保有」と開示しておきながら、デリバティブ取引等により実質的には所有権を移転させることを企図しているようなケースである。要するに、空売りやデリバティブ取引等の投資行動が問題ではなく、投資家に対して誤解を生じさせるおそれがある開示が問題であるということである。

これに関連して、保有方針において「適時適切に売却」と短期に売却する可能性があることの開示は行われているときであって

も、第三者割当増資等とデリバティブ取引等が同時に行われることが当初より予定されている場合には、投資家に対して当該デリバティブ取引等の内容を開示すべきではないかとの指摘があった。つまり、保有方針とは矛盾しないときであっても、第三者割当増資等を原資産とする有価証券の組成が当初から予定されている場合、あるいは 前述の で組成が予定されている有価証券や当該デリバティブ取引等の条件に基づいて第三者割当増資等の条件が決定される場合であって、当該行為が第三者割当増資等と同時に行われるときには、当該行為も含めて開示すべきであるとの指摘である。

以上を踏まえ、ワーキングにおいては、当該第三者割当増資等による資金調達のスキームが投資家に正しく理解されるよう、会員が第三者割当増資等の買受けを行うに際し、保有方針とは矛盾しないときであっても、発行会社が投資家に対して誤解を生じさせるおそれのない保有方針の開示ができるように、上記の に該当する場合にはその旨、又は に該当する場合には当該内容を発行会社に説明しなければならないことを規則化すべきとの方向で意見の一致を見た。

3. その他の問題等

(1) 規制対象者の範囲の拡大の検討について

ワーキングにおいては、会員が買受けを行う際の行為規制等について検討してきたところであるが、特別会員である金融機関が行う買受けの行為についても会員と異なるところはないことから適用すべきではないかとの意見があった。

金融機関は各々の業法の範囲において買受けの行為を行っており、会員である証券会社と適用法律が異なることから本協会において金融機関を規制するのは馴染まないものの、金融機関であっても会員と同様に発行会社に対して適切な開示等を行うよう要請すべきであるとの意見で一致を見た。

(2) その他の検討

その他不適切な行為として、発行会社の役員等により第三者割当増資等に関する未公表の重要事実を知りながら当該会社の有価証券の売買が行われているのではないかとの指摘があるが、こうした行為が行われているとすれば市場仲介者として看過できない。

従って会員が買受けを行う場合にあって、第三者割当増資等を行おうとする当該発行会社の役員等が当該第三者割当増資等の未公表の重要事実に基づいた本件発行会社株式等に関連する取引を行っていたことを知った場合には、会員が買受けを行うことのないようにすべきである旨を規則に盛り込むべきとの方向で意見の一致を見た。

・金融商品取引所等への要請

不適切な第三者割当増資等を行っている企業は、経営成績や株価が低迷しているところが多く、そのような企業には市場から退出してもらうことが不適切なファイナンスの未然防止のためには最善ではないかとの指摘があった。

そもそも、問題と捉えている第三者割当増資等の多くが会員以外に対する割当であり、協会規則により会員を律したところで限界がある。つまり、第三者割当増資等を巡る問題は、発行会社に対する規制でないと対応できない問題であるので、ワーキングとしては、平成 21 年 8 月に施行された東証規則の改正や平成 21 年 12 月に施行された開示府令の改正による不適切な第三者割当への対応が、金融商品取引所や財務局において引き続き、適切に運用されるよう要請することとしたい。

おわりに

金融審スタディグループ報告において、「・・・第三者割当増資については、支配比率の希釈化等の程度に関わらず、株主の直接の関与なく取締役会の決議のみによって行うことが可能となっている。しかしながら、上場会社等について、企業の判断で株主の権利が大きく希釈化されることや、支配権の所在が経営陣自身によって恣意的に選択されることについては、コーポレート・ガバナンスの観点から、看過できない重大な問題を孕んでいる」と指摘したうえ、「この点に関連しては、我が国資本市場の担い手として、個人又は個人を最終受益者とする機関投資家の比重を増大させていくとの観点から、増資について、公募増資の原則を確立すべきであるとの指摘もある。」とされている。

会社法の制定や金融技術の進展により資金調達手段が多様化しているなか、時価発行公募増資が必ずしも最適な資本調達手段であるとは限らず、資金調達手段としての「公募増資」の原則を確立すべきであるとの指摘に対しては、直ちに首肯することはできない。しかしながら、その指摘が「マーケット・メカニズムに基づいた公正・透明なファイナンスの原則の確立」を意味するのであれば、ワーキングとしては、そうした原則の確立については強く支持するものであり、市場仲介者としてゲートキーパーの機能（引受審査機能、プライシング機能、販売機能）の適切な発揮に今後も努めていく所存である。

以 上