

Japan Corporate / M&A Newsletter

東京証券取引所上場制度整備懇談会による第三者割当に関する提言と上場制度の整備等

東京証券取引所(以下「東証」という。)の上場制度整備懇談会は、本年4月23日、「安心して投資できる市場環境等の整備に向けて」と題した提言(以下、「本提言」という。)を公表した。本提言では、投資者が安心して投資できる投資環境の整備と株主と上場会社の対話促進のための環境整備が中心に議論されている。前者に関する議論はさらに第三者割当と株式併合に関する議論に分けられるが、実務上は第三者割当に関する議論が重要であろう。東証は本提言を踏まえ、本年5月19日に上場制度の整備案(以下、「整備案」という。)を公表し、平成21年8月を目途に上場規則の改正を予定している。今後、本提言の第三者割当の実務に対する影響や現在議論されている上場会社法制との関係についても注視していくことが必要であろう。

【執筆担当:竹岡真太郎】

上場会社は、会社法上、授権株式数の枠内であれば、有利発行に該当しない限り、取締役会決議のみで第三者割当増資を行うことができる。この枠組みは機動的な資金調達を可能とするが、第三者割当に伴い、取締役会のみでの判断による既存株主の議決権の希釈化や支配権の移動が生じることの懸念が示されている。本提言は、下記(1)から(4)の問題点を指摘するとともに、2007年4月から2008年3月までの第三者割当116件を踏まえ、規制対象とすべき判断基準及び必要な手続等の議論を行っている。

(1) 既存株主の権利の希釈化および会社経営陣による株主の選択

本提言は、第三者割当は株主権の希釈化を生じさせることから、株主利益への影響が少ない代替手段を取ることを含めた検討を行うとともに、第三者割当を選択する必要性と相当性を十分に説明すべきとしている。具体的には、①抑止すべき必要性が高い第三者割当と②株主への高度な説明責任を求めべき第三者割当の二つの類型に分けて検討している。まず①について本提言は、300%を超える希釈化を伴う第三者割当は、株主の利益が損なわれないような例外的な場合を除き、上場廃止を含む対応が必要とし、整備案は本提言を踏まえて、上場廃止とすることを提案している。次に②について本提言は、25%以上の希釈化を生じさせる第三者割当は、特別委員会や社外取締役等に第三者割当の必要性および相当性について意見を求める手続、又は株主総会決議などにより直接株主の意思を問う手続を経ることを提言している。整備案は本提言を踏まえて、これらの手続及び当該手続の内容等の開示などを提案している。なお、整備案は本提言を踏まえて、資金繰りが急速に悪化して上記手続を行うことが困難であるなど、緊急性が極めて高い場合を例外としている。

(2) 割当先

本提言は、①不適切な割当先の排除及び②割当先との取引の健全性への疑義の二つの類型に分けて検討している。前者については、海外ファンドなどの割当先の属性が明らかでないものに割当が行われていることの問題が反社会的勢力等の関与の排除との関係で指摘されているとともに、大株主がひそかに持株割合を増加させるために海外のファンド等を利用していることなどが問題と指摘さ

れている。本提言を踏まえて整備案は、割当先が東証の上場会社または取引参加者でない場合、反社会的勢力と関係がない旨の確認書を求めることを提案している。後者については、新規上場審査においては反社会的勢力の関与がないこと、及び関連当事者等との不当な取引がないことの確認が行われているが、第三者割当によって支配株主に変動があった場合、上場審査時の前提が大きく変更されることが問題として指摘されている。整備案は、本提言を踏まえて、第三者割当により支配株主が異動し、その後3年以内に支配株主との取引の健全性が著しく棄損され、株主及び投資者の利益を侵害するおそれ大きいと認められるときは、上場廃止とすることを提案している。

(3) 有利発行該当性

会社法上、第三者割当に際し払込金額が割当先に特に有利な金額の場合、株主総会の特別決議が必要であり、有利発行であるにもかかわらず、株主総会の承認を経ない場合、株主は差止請求が可能である。本提言は、株主による有利発行性の判断のためには払込金額の算定根拠等の十分な情報開示が必要であるにもかかわらず、必ずしも十分ではない事例が少なくないことを指摘している。その上で本提言は、第三者割当に際して算定根拠の十分な説明を求めるとともに、計算方法次第ではディスカウント率が10%超となる場合、適法性について監査役等が述べた意見等の開示を要求することが提言している(新株予約権及び新株予約権付社債については必ず必要であるとしている。)。整備案は本提言を踏まえて、特別決議を経る場合や有利発行ではないことが明らかな場合などを除き、発行価額の算定根拠及びその具体的な説明を開示するとともに、金融商品取引所が必要と認める場合、監査役等の意見書の添付を必要とすることを提案している。

(4) 資金的手当て

本提言は、第三者割当を公表しておきながら割当先から払込みが行われず中止となる事例が見受けられるところ、資金的な裏付けのない第三者に対する割当実施の情報は時に市場を混乱させ、その信頼が著しく損なわれるおそれがあるほか、故意の株価操作に悪用されるおそれもあることなどを指摘している。本提言は、上場会社に対して割当先の資金手当ての確認を求めるとともに、その方法および結果の開示を求める制度整備を提言しており、整備案も同様の規定を提案している。

本提言及びこれを踏まえた整備案は、大規模増資や不適切な割当先に関してだけでなく、有利発行に関しても重要な内容を含んでおり、上場会社による第三者割当の実務に対し、手続面及び開示を中心に、大きな影響を与えることになると思われる。第三者割当に対する規制は上場会社法制というより大きな観点からも議論が進んでおり、今後、法令で規制すべき事項と金融商品取引所の規則で規制すべき事項の区別及び相互の調整なども含め、更なる議論の展開を注視する必要がある。

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の竹岡真太郎 (shintaro.takeoka@amt-law.com) までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

Corporate / M&A Newsletter 担当

増田健一、渡邊剛、江崎滋恒、近藤純一、小館浩樹、檀柔正、山神理、十市崇

〒106-6036 東京都港区六本木1丁目6番1号 泉ガーデンタワー

<http://www.andersonmoritomotomotsune.com/>

本ニュースレターの配信の停止をご希望の場合には、大変お手数ですが、ctg-newsletter@amt-law.comまで、配信停止とご記載の上ご連絡頂けると幸いです。

© Anderson Mori & Tomotsune 2009