

## CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

## CONTENTS

- 1 4つのプリンシプル
- 2 個別事例の概説
- 3 プリンシプル・ベースのアプローチの考察

## エクイティ・ファイナンスのプリンシプルの概要

弁護士 西村 綱木

日本取引所自主規制法人(東京証券取引所及び大阪取引所から委託を受け、両取引所の自主規制業務を実施する機関)は、新株発行等のエクイティ・ファイナンスの品質向上を目的として、平成26年10月1日に、4つの原則により構成される「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル」を策定・公表した。また、同年12月に、具体的なファイナンス事例におけるプリンシプルの適用について説明した「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル ―事例と解説―」を公表した。

本ニュースレターにおいては、かかるプリンシプル及び個別事例の内容を紹介するとともに、取引所が目指す「プリンシプル・ベースのアプローチ」に基づく資本市場の規律について考察する。

## 1. 4つのプリンシプル

## (1)エクイティ・ファイナンスのプリンシプルとは

今般公表された「プリンシプル」とは、品質の高いエクイティ・ファイナンス(公募増資、第三者割当、ライツ・オファリング等)を支援し促進するために関係者が尊重すべき原理・原則と説明されている。従来からの取引所規則等の明文ルールによる規律(ルール・ベースのアプローチ)に加えて、市場関係者が共通の規範や行動原則を共有することで資本市場の品質向上を目指す取組み(プリンシプル・ベースのアプローチ)を導入することにより、一層の資本市場の透明性と公正性の維持に資することが企図されている。

このようなアプローチが導入された背景として、近年、株主や投資者の利益を損ないかねないエクイティ・ファイナンスが散見されるとともに、ルールの隙間が生じることにより、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といった問題が生じている点が指摘されている。すなわち、「上場会社の中には形式的なルールの遵守さえすれば良いとの認識がありうる」との指摘や、「調達資金が事業資金として有効に活用されることなく法令や取引所規則等に違反するとは言えない複数の行為を介して最終的に特定の個人・法人に流出している事案」に関する指摘がなされる等、ルール・ベースのアプローチでは対応しきれない不公正な行為が見受けられることが発端となっている。

エクイティ・ファイナンスのプリンシプルは4つの原則により構成されており、「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」とされている。

## (2) プリンシプルの内容

公表された4つのプリンシプル及びそれらの内容は、以下のとおりである。

	プリンシプル	内容
1	企業価値の向上に資する	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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ことで、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。</li> <li>➢ 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の実現が十分に期待されること。</li> </ul>
2	既存株主の利益を不当に損なわない	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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。</li> </ul>
3	市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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。</li> <li>➢ 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。</li> </ul>
4	適時・適切な情報開示により透明性を確保する	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 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。</li> <li>➢ 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。</li> </ul>

なお、公表に際して、これらのプリンシプルは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なく、仮に特定の行為に関して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がない旨が明記されている。あくまで従来からのルール・ベースのアプローチを原則とし、プリンシプル・ベースのアプローチは、拘束力を伴わない補完的なものと位置付けられていると考えることができる。

## 2. 個別事例の概説

### (1) 事例と解説の公表

昨年12月に公表された「エクイティ・ファイナンスのプリンシプル ―事例と解説―」には、プリンシプルの意味の吟味や個別事例への適用に際しての参考になりうるケースとして、10個の事例が紹

介されており、各事例の概要と取引所の考え方が詳細に示されている。以下にその骨子を紹介する。

## (2) 個別事例の紹介

### ① 新規事業への進出・撤退を繰り返したケース

本事例は、複数回のエクイティ・ファイナンスにより資金を調達した上場会社が、様々な新規事業への進出を試みたが、成果を上げられず撤退することとなったり、損失を計上し続けたというケースである。取引所からは、エクイティ・ファイナンス実施後に外的要因の変動により業績が悪化することがありうることは認めつつも、新規事業への投資が奏功しない事態が長期にわたり繰り返されることについては、第1のプリンシプルに示された企業価値向上の観点からのエクイティ・ストーリーの検討が十分であったのか疑念が生じると指摘されている。

### ② 会社支配権に争いが生じている状況下で第三者割当を実施したケース

本事例は、敵対する株主から役員選任議案の株主提案を受けている会社が、代表者と親交のあるx社に対して定時株主総会前に発行済株式総数の約20%に相当する第三者割当を行い、x社に議決権を付与した結果、当該役員選任議案が否決されたというケースである。取引所は、支配権に争いが生じている状況下で株主総会の直前にエクイティ・ファイナンスを実施することについて、第1のプリンシプルに係る企業価値向上につながる合理的かつ具体的なエクイティ・ストーリーが存在していたのか疑問視するとともに、特にこのような場合、第4のプリンシプルに係る丁寧な開示が要求されると指摘している。

### ③ 不正調査の調査期間中に第三者割当を実施するケース

本事例は、連結子会社における不正調査に伴い有価証券報告書の提出期限が延長され、かつ当該不正の発覚により大幅に株価が下落しているという状況において、下落した株価に基づき第三者割当を実施しようとしたケースである(結果的にそのタイミングでは実施されなかった。)。取引所は、第2のプリンシプルに係る既存株主の利益という観点から、大幅に下落した株価を基準として払込金額を設定することに関して発行条件の定め方を疑問視するとともに、実施時期として監査意見が確定する有価証券報告書提出前に第三者割当を行うことに関しても否定的に評価している。

### ④ 現物出資に係る資産の評価に関する検討がなされていないケース

本事例は、資本業務提携の一環として第三者割当を行う際に、提携先が有する営業権の現物出資の方法をとろうとしたが、現物出資財産である営業権の評価額について客観的な根拠が何ら示されなかったというケースである。本件は、提携先が発行会社の元代表取締役との関係が深い会社であり、現物出資財産の評価の恣意性を特に排除すべき要請が強かったという事情もふまえて、取引所は、公正妥当な手続を経ずに発行条件等を決定することは、第2のプリンシプルである既存株主の利益を不当に損なうおそれがあったと評価している。

### ⑤ 調達資金を大株主の関係者への支払に充当したケース

本事例は、第三者割当による調達資金をベンチャー企業の買収に充当したが、買収価格が不自然に高額に算定されており、かつ買収資金の支払先が発行会社の筆頭株主と一定の資本関係・人的関係を有していたというケースである。取引所は、本取引が直ちに法令や取引所規則等のルールに違反するものとは断定できないが、第3のプリンシプルに照らし、本件ベンチャー企業の買

収は、一連の取引を通じて筆頭株主関係者に利益をもたらすことを意図して行われたのではないかという疑念を抱かせると指摘している。

#### ⑥ 第三者割当が中止・失権となったケース

本事例は、外国会社に対する第三者割当に関して、(1)当該第三者割当の決議後に、1年前に行った別の外国会社に対する第三者割当の割当先による確約に反した株式譲渡が発覚し、株価が急変動したことにより中止になったケース、及び(2)割当先の所在国における海外送金手続が間に合わず失権したケースである。取引所は、いずれの事例も決議前に十分に調査・検討しておけば中止や失権を防ぐことができたものであり、それらを怠って決議及び開示を行ったことは、第4のプリンシプルに係る情報開示の内容の一貫性を欠くおそれがあると指摘している。

#### ⑦ 割当先が中長期の保有を約していたにもかかわらず短期売却したケース

本事例は、個人を割当先として第三者割当を行い、同氏が筆頭株主となったが、決議時に割当先は割当株式を少なくとも2年以上保有する旨を開示したにもかかわらず、割当後1年も経たないうちにその一部を譲渡していたというケースである。取引所は、割当予定先の保有・売却方針を正確に把握するために投資実績や投資傾向を確認しておくことも考えられるとして、結果として当初開示された内容に反する事態となったことは、第4のプリンシプルに係る情報開示の真実性・一貫性の観点から不適切であると評価している。

#### ⑧ 具体的な資金使途を明らかにせず資金調達を行ったケース

本事例は、ノンコミットメント型ライツ・オフリングにおいて、当初資金使途を開示せず、調達額の確定後2か月が経過してから具体的な使途を開示したものの、その2か月後に事業計画の変更に伴いさらに資金使途を変更したというケースである。取引所は、やむを得ない資金使途の事後的な変更を否定する趣旨ではないが、エクイティ・ファイナンスの資金使途に関して予め十分な検討を行っておくことが望まれ、具体的な資金使途の開示が遅れたうえにさらに変更を加えた点については、第4のプリンシプルの情報開示の観点から十分ではなかったと指摘している。

#### ⑨ ライツ・オフリングについて大株主の権利行使方針が変更されたケース

本事例は、ノンコミットメント型ライツ・オフリングにおいて、発行会社の役員でもある複数の大株主が割り当てられた新株予約権の全部又は大部分を行使する意向を有していることが開示されていたにもかかわらず、開示内容に反して大株主が新株予約権を市場内取引により売却し、また保有する残りの新株予約権についても大半を失権させる方針に変更し、その旨が権利行使期間満了の直前に開示されたというケースである。取引所は、ライツ・オフリングにおいて、大株主の権利行使の意向は、株主・投資者が投資判断を行う上で重要な情報であり、本件における一連の開示は、第4のプリンシプルに係る情報開示の真実性及び時期の適切性という観点に照らして不適切であると指摘している。

#### ⑩ 調達資金の使途が変更されたケース

本事例は、ノンコミットメント型ライツ・オフリングにおいて、調達資金の一部を、債務超過及び当期純損失を計上している筆頭株主と関係を有する会社の買収に充当するとともに、一部の資金使途を事後的に変更し、かつ一部の資金を運転資金等に流用していたことが発覚したというケースである。取引所は、債務超過の会社の買収は、筆頭株主やその関係者に利益をもたらすことを意図して行われたとの疑念を抱かれるおそれのあるもので第3のプリンシプルに照らして不適切で

あり、調達資金を開示と異なる用途に流用していたことは第4のプリンシプルに照らして不適切であると指摘している。

### 3. プリンシプル・ベースのアプローチの考察

4つのプリンシプルは、特に目新しい内容を含むものではなく、それぞれの内容は従来から上場企業によるエクイティ・ファイナンスの基本として認識されてきた原則である。また、紹介されている10の事例は、プリンシプル制定前であっても不適切との指摘がなされうる事案であり、取引所からの事実上の指導の対象となっていた事案であると考えられる。とはいえ、今回、プリンシプル及び事例集という形で、取引所のエクイティ・ファイナンスに対する考え方が正式に示されたことは、資本市場に携わる者のための一定の行動指針が公に共有されたものとして、意義深い示唆を与えるものである。同時に、このような公表がなされるということは、これまでのルール・ベースでの規制に表面的には則った不公正なエクイティ・ファイナンスの事例が実際に少なからず見受けられることの証左でもあり、取引所がエクイティ・ファイナンス全般のクオリティ(公正性や妥当性)を注視しているということを確認しておくべきである。10の事例のうち、6個が第三者割当に関する事案、3個がノンコミットメント型ライツ・オフリングに関する事案である点も、取引所のこれらの取引に対する見方の一端を示しているように見受けられ、興味深い点である。

他方で、4つのプリンシプル自体は、誰も異を唱えることがないと思われる一般的・抽象的なものもあり、プリンシプルが過度に強調されることにより、「見慣れない」、「なんとなく怪しい」といった取引が広く否定的に評価され、新規性や特殊性の高い取引等に対して萎縮的な効果をもたらすことは望ましくない。エクイティ・ファイナンスは、その時々々の経済情勢に合わせて実務上の工夫を加えて発展してきたものであり、あいまいな根拠により過度に抑制されることは、資本市場の成長という観点からはマイナスに働くからである。この点、前述のとおり、公表資料からは、あくまでルール・ベースのアプローチを原則としつつ、プリンシプル・ベースのアプローチを補完的に活用するとの取引所の姿勢が読み取れ、バランスのとれた運用が望まれるところである。

取引所は、プリンシプルを制定する過程で実施したパブリックコメントに対する回答の中で、「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まいります」と述べており、今後のプリンシプル運用の動向が注目される。

□ 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、当事務所の西村綱木 ([tsunaki.nishimura@amt-law.com](mailto:tsunaki.nishimura@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。

□ Capital Markets Legal Update  
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦  
本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、[cm-newsletter@amt-law.com](mailto:cm-newsletter@amt-law.com) までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

□ 本ニュースレターのバックナンバーは、  
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html> にてご覧いただけます。



## CONTACT INFORMATION

### アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051  
東京都港区元赤坂一丁目2番7号  
赤坂Kタワー

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: [inquiry@amt-law.com](mailto:inquiry@amt-law.com)

URL: <http://www.amt-law.com/>