

2009年8月21日 全10頁

東証の第三者割当規制

制度調査部
横山 淳

東証上場制度総合整備プログラム

[要約]

- 2009年7月30日、東証は『「2008年度上場制度整備の対応について」に基づく有価証券上場規程等の一部改正について』を発表した。
- 具体的には、上場会社による第三者割当増資について、原則として、①希釈化率が300%を超えるときは、株主の利益を侵害するおそれが少ないと認められる場合を除き、上場廃止とする、②希釈化率が25%以上となる時、又は支配株主が異動することになるときは、原則、独立した第三者委員会等からの客観的な意見の入手、又は株主総会の決議など株主の意思確認を求め、としている。
- そのほか、株式併合について、株主の利益を侵害するおそれが大きいものは上場廃止とすることとしている。また、MBOが実施される場合の適時開示についても、その実効性を高めることとしている。
- これらの改正は、2009年8月24日から施行される。

※本稿は、2009年5月21日付レポート「東証の第三者割当規制（案）」を、最終的な規則に基づいて書き改めたものである。

はじめに

○2009年7月30日、東京証券取引所（以下、東証）は、『「2008年度上場制度整備の対応について」に基づく有価証券上場規程等の一部改正について』¹を発表した。また、東京証券取引所自主規制法人も、『「2008年度上場制度整備の対応について」に基づく業務規程の一部改正について』²を発表した。

○これは、東証が2008年5月27日に発表した『2008年度上場制度整備の対応について』（以下、「原

¹ 東証のウェブサイト (http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_a1.pdf) に掲載されている。規則改正の新旧対照表も公表されている (http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_a2.pdf)。

² 東証のウェブサイト (http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_b1.pdf) に掲載されている。規則改正の新旧対照表も公表されている (http://www.tse.or.jp/rules/regulations/090730_b2.pdf)。

案」という)³や、2009年4月23日の上場制度整備懇談会提言『安心して投資できる市場環境等の整備に向けて』⁴（以下、「懇談会提言」という）などを受けたものである。その主な項目を挙げると次のようになる。

- ①企業行動規範の整備（「遵守すべき事項」と「望まれる事項」の明確化など）
- ②実効性確保手段の多様化を踏まえた対応等
- ③投資者が安心して投資できる環境の整備（第三者割当規制など）
- ④株主と上場会社の対話促進のための環境整備（株主総会の招集通知等の東証への提出・公衆縦覧）
- ⑤会社情報の適時開示等の充実に向けた対応
- ⑥上場会社監査事務所登録制度に関する企業行動規範の追加
- ⑦その他（有価証券報告書等の提出延長が承認された場合の開示義務など）

○本稿では、これらのうち「③投資者が安心して投資できる環境の整備（第三者割当規制など）」に関する部分を紹介する。具体的には、次の事項である。

- 1. 第三者割当への対応
- 2. 株式併合に係る上場廃止基準の整備
- 3. MBO等に係る企業行動規範の新設

1. 第三者割当への対応

(1) 大規模な希釈化を伴う第三者割当の制限

○東証は、懇談会提言を受けて、大規模な希釈化などが発生する第三者割当については、そのレベルに応じて二段階の対応を行うこととしている。

◇希釈化 300%超……原則、禁止（上場廃止の実質審査対象）

◇希釈化 25%以上又は支配株主の異動あり……第三者委員会等の意見入手、又は株主意思の確認手続

○そのほか、第三者割当によって支配株主が異動した場合、その支配株主との間で不当な取引行為が確認されたときも上場廃止の対象としている。

①「希釈化 300%超」

○希釈化率が 300%を超えるような第三者割当に係る決議又は決定を行った上場会社は、それが「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ない」と認められる場合を除き、「株主の権利の不当な

³ 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2008program.pdf>) に掲載されている。なお、拙稿『東証の08年度上場制度整備』（2008年6月4日付レポート）も参照。

⁴ 東証のウェブサイト (<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/discussion.html>) に掲載されている。なお、拙稿『第三者割当、株式併合等に関する東証懇談会提言』（2009年4月30日付レポート）も参照。

制限」（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号）に抵触するとして、上場廃止とされる（東証有価証券上場規程施行規則 601 条 13 項 6 号）。

○ここで「300%」という基準が設定された理由について、懇談会提言は、会社法上、公開会社（株式に譲渡制限が付されていない会社、以下同じ）に対して、発行可能株式総数（いわゆる授権枠）は発行済株式総数の 4 倍を超えて拡大することができないという規制（いわゆる「4 倍規制」）が課されていること（会社法 113 条 3 項）などを踏まえたものだと説明している。

○「希釈化率」は、次の計算式によって算出される（東証有価証券上場規程施行規則 435 条の 2）。

| |
|--|
| $\text{希釈化率} = \frac{\text{当該第三者割当による募集株式等に係る議決権数}}{\text{当該第三者割当に係る募集事項の決定前における発行済株式に係る総議決権数}}$ |
|--|

○前記の「希釈化率」の算定に当っては次のような取扱いが定められている。

- ①募集株式等には、募集株式のほか、会社法 238 条 1 項に規定する募集新株予約権（新株予約権付社債に付される場合も含まれる）、これに相当する外国の法令の規定により割り当てる新株予約権も含まれる（東証有価証券上場規程 2 条 84 号の 2）。
- ②募集株式等が新株予約権などの場合、分子の議決権数には、その転換・行使により交付される株式（いわゆる潜在株式）に係る議決権数を含む（同 435 条の 2）。
- ③分母の議決権数には、割当前に存在する潜在株式分の議決権数は文言上、含まれていない。

○前記②について、原案では「行使価額等が修正される場合は、その下限価額における潜在株式）は発行株式とみなす」との説明がなされており、この考え方は基本的に維持されているものと考えられる⁵（『「2008 年度上場制度整備の対応について」に基づく上場制度の整備等について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について』⁶（以下、『東証コメント結果』という）参照）。

○その結果、例えば、MSワラントの第三者割当の場合、当初の行使価額ではなく、修正による下限の行使価額に基づいて希釈化率が算定されるものと考えられる。

○また、例えば、一回の発行数を小口化して複数回に分けて発行することで規制を潜脱することを防止する観点から、第三者割当を短期間（6 ヶ月程度の期間を目安）に複数回実施した場合は、それらの第三者割当による発行株式に係る議決権数の合計額を希釈化率の計算に使用する方針が示されている（『東証コメント結果』）。

○なお、「株主の権利の不当な制限」を理由とする上場廃止については、従来、6 ヶ月間の猶予期間が設けられていた。東証は、今回の改正でこれを廃止し、「株主の権利の不当な制限」に抵触すれば猶予期間なしに上場廃止を決定することとしている（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号）。

⁵ なお、発行決議日以降に下限行使価額を決定するような場合について、東証は「決議日の直近の時価に基づき算出する取り扱いとします。たとえば、新株予約権等で行使価額等が修正される場合は、その時価を用いて算定した下限価額における潜在株式を発行株式とみなして希釈化率を計算することとなります」と説明している（『東証コメント結果』）。

⁶ 東証のウェブサイト（http://www.tse.or.jp/rules/comment/090519-jojo_3.pdf）に掲載されている。

②「希釈化 25%以上 又は 支配株主の異動あり」

○上場会社が第三者割当を行う場合で、次の(イ)又は(ロ)に該当するときは、原則として、次の(a)又は(b)の手続を経ることが要求される（東証有価証券上場規程 432 条）。つまり、これらに該当する第三者割当については、禁止はされないものの「株主の納得性を増すための手続を経ること」（懇談会提言）が要求されるのである。

○これらの手続は、企業行動規範上の「遵守すべき事項」として定められることから、努力規定ではなく義務規定と位置づけられ、違反すれば実効性確保手段（公表措置、改善報告書、上場契約違約金など）の適用対象となり得る（東証有価証券上場規程 502 条 1 項 2 号、508 条 1 項 2 号、509 条 1 項 2 号など）。

(イ) 希釈化率（前記①）が 25%以上となる

(ロ) 当該第三者割当又は当該第三者割当に係る募集株式等の転換又は行使により支配株主（※）が異動する見込みがある

（※）支配株主とは次の者をいう（東証有価証券上場規程 2 条 42 号の 2、同施行規則 3 条の 2 など）。

◇財務諸表等規則 8 条 3 項に規定する親会社（いわゆる実質支配力基準に基づく親会社）

◇議決権の過半数を直接又は間接に保有する者として施行規則で定める者。具体的には、自己の計算において所有している議決権と次の者が所有している議決権とを合わせて、その上場会社の議決権の過半数を占めている主要株主

—その主要株主の近親者（二親等内の親族）

—その主要株主及びその近親者が議決権の過半数を自己の計算において所有している会社等及びその子会社

(a) 経営陣から一定程度独立した者による当該第三者割当の必要性及び相当性に関する意見の入手

(b) 当該第三者割当に係る株主総会決議などによる株主の意思確認

○前記(イ)の「25%以上」という水準は、第三者割当が完了した後の発行済株式総数に換算すると「20%（=25/125）以上」という計算になる。これは「多くの買収防衛策が取得後総議決権の 20%以上となる場合をトリガー事由としており、それ以上の取得は会社経営への影響が少なくないという認識が浸透している」（懇談会提言）ことを踏まえたものと説明されている⁷。

○前記(ロ)は、典型的には、第三者割当によって株式を割り当てられた結果、新たに議決権の 50%超を保有する株主が出現するようなケースを想定しているものと考えられる。更に、「募集株式等の転換又は行使により」支配株主が異動する見込みがある場合も含まれるものとされている。そのため、大量の新株予約権が第三者割当によって割り当てられるようなケースも、それによって直接議決権が保有される訳ではないが、原則、規制の対象とされることになる。

○必要とされる手続に関して、前記(a)は、いわゆる第三者委員会などを想定しているものと考えられる。この点について、東証は、次のような見解を示している（『東証コメント結果』）。

第三者委員会については、例えば、現在の実務において、買収防衛策導入会社で実施されている仕

⁷ 「20%」という水準は、その他にも、銀行等に対する主要株主規制（銀行法 2 条 9 項、52 条の 9）、いわゆる持分法の適用（財務諸表等の用語、様式及び作成方法 ●日付 : 2009/8/21

●タイトル : 「東証の第三者割当規制」

●担当者 : 横山 淳

に関する規則 8 条 6 項）などでも用いられている（なお、いずれも議決権ベース）。

組み（社外取締役、社外監査役などを含む組織体）を参考にさせていただくことを想定しています。また、第三者委員会だけでなく、社外取締役、社外監査役による意見も想定しています。

意見の内容については、資金調達の実現性があるか、他の資金調達手段との比較で第三者割当を選択することが相当であるか、という点を中心に言及させていただくことを想定しています。

いずれの点についても、会社情報適時開示ガイドブック等において、実務上の取扱いを明確化していきます。

③例外的な取扱い

○前記①②については、一定の例外的な場合には、適用を免除することとされている。

○前記①については、「株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合」には、例外的に規制の適用が免除される（東証有価証券上場規程施行規則 601 条 13 項 6 号）。つまり、上場廃止を免れることができる。

○実際の判断に当たっては、「当該第三者割当の目的、割当対象者の属性、発行可能株式総数の変更に係る手続の実施状況その他の条件を総合的に勘案して」慎重な審査が行われることになるものと考えられる（東証『上場管理等に関するガイドライン』IV9）。なお、東証は、具体的な例として「公的資金が注入される場合などを想定しております」としている（『東証コメント結果』）。

○前記②については、「資金繰りが急速に悪化していることなどにより同条各号に掲げる手続（筆者注：前記(a)(b)の手続のこと）のいずれも行うことが困難であると当取引所が認めた場合」には、第三者割当の緊急性が極めて高いものとして、例外的に規制の適用が免除される（東証有価証券上場規程 432 条、同施行規則 435 条の 2 第 3 項）。つまり、前記(a)(b)の手続なしに第三者割当の実施が容認される。

○これは懇談会提言が「例外的取扱いが必要な事例」として掲げたケースを踏まえたものと考えられる⁸。ただ、あくまでも例外的な取扱いである以上、その容認については、東証が実態に即して慎重な判断を行うものと考えられる。東証も「「緊急性が極めて高い」場合に該当するケースは、極めて例外的になると考えられます」と、極めて限定的な活用となるという見解を示している（『東証コメント結果』）。

○過去に問題のある第三者割当を実施した多くの会社で「継続企業の前提に関する注記」（いわゆるゴーイング・コンサーンの注記）が確認できるという事実を踏まえれば、「継続企業の前提に関する注記」が記載されている程度では、「緊急性が極めて高い」とは認定されないものと考えられる。

④支配株主との不当な取引

○第三者割当によって支配株主が異動した場合、その後、支配株主との間で不当な取引行為が確認さ

⁸ 同様の例外的な取扱いはニューヨーク証券取引所（NYSE）のルールでも認められている。即ち、NYSE は、原則として「社外議決権総数の 20% 以上の議決権に相当する普通株式に係る発行」などについて株主の承認を要求しているが、(1) 株主の承認を確保することが遅れた場合、会社の財務状況に深刻な危険をもたらす、かつ、(2) 取締役会の監査委員会が明確に承認している場合であって、NYSE の承認を受けた場合には、株主による承認は不要とされている（NYSE Listed Company Manual § 312.05）

れたときも上場廃止の対象とされる（支配株主との取引の健全性の毀損）。

- 具体的には、「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当取引所が認めるとき」に上場廃止となる（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 9 号の 2）。第三者割当によって交付された新株予約権などの転換・行使により「支配株主が異動する見込みがある場合」も同様とされる（東証有価証券上場規程施行規則 601 条 9 項 1 号）。
- その実効性を確保する観点から、東証は第三者割当により支配株主が異動した会社に対して、支配株主との取引状況等についての定期報告（原則、各事業年度末日ごと）を義務付け、必要に応じて報告を求めることとしている（同 601 条 9 項 3、4 号）。これらの報告を通じて、支配株主との取引の合理性、取引条件の妥当性などについて、東証が確認・審査することとなる（同 601 条 9 項 5 号、東証上場管理等に関するガイドラインⅣ2）。

(2) 第三者割当の適時開示

- 上場会社が第三者割当を行う場合、次の事項について適時開示を行うことが求められる（東証有価証券上場規程 402 条、同施行規則 402 条の 2）。

- ①割当てを受ける者の払込みに要する財産の存在について確認した内容
- ②払込金額の算定根拠及びその具体的な内容
- ③払込金額が割当てを受ける者に特に有利でないことに係る適法性（いわゆる有利発行該当性に係る適法性）に関する監査役又は監査委員会の意見等（東証が必要と認める場合に限る）
- ④第三者委員会などの意見手続（前記(1)②(a)）を行う場合は、その内容（前記(1)③の特例（手続の免除）を受ける場合は、その理由）
- ⑤その他東証が投資判断上重要と認める事項

- 前記①は、第三者割当の割当先の資金手当ての確認とその内容の開示を求めるものである。

- これは、近年、第三者割当の実施を公表しておきながら、結局、割当先からの資金の払込みが確認できず、その第三者割当の全部又は一部が中止（失権）されるという事例が、しばしば見受けられることを受けたものであろう。

- なお、具体的な確認方法について、東証は次のような見解を示している（『東証コメント結果』）。

- 【コメント】**
割当先の資金手当ての確認方法については、預金残高の確認や融資証明の徴求等の具体的な内容を必要とするのか。
- 【コメントに対する考え方】**
ご指摘のような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を想定しています。ただし、証明書の開示資料への添付等までは想定しておりません

- 前記②③は、第三者割当の発行価額の算定根拠と、一定の場合には適法性についての監査役・監査

委員会の意見書の添付を求めるものである。

- 上場会社を含む、会社法上の公開会社は、原則として、取締役会決議によって第三者割当を実施することができる。しかし、いわゆる有利発行（「払込金額が募集株式を引き受ける者に特に有利な金額である場合」）に該当する場合は、株主総会の特別決議が求められている（会社法 199 条 3 項、201 条 1 項、309 条 2 項 5 号など）。
- いわゆる有利発行に該当するか否かの判定基準については様々な議論があるが、一般には、「ディスカウント率が 10%超」という基準が一応の目安として利用されることが多い⁹。
- ただ、「ディスカウント率」は、計算の前提や計算方法によっては、異なる算定結果が導かれる可能性がある。そのため、意図的に計算の前提や計算方法の設定を行うことでディスカウント率を恣意的に操作し、本来、いわゆる有利発行として株主総会の特別決議が求められるべき第三者割当が、取締役会の決議のみで実施されているのではないか、といった指摘がなされることが多い。前記②③はこうした指摘を受けたものであろう。
- 適法性についての監査役・監査委員会の意見書の添付が求められる「東証が必要と認める場合」の詳細は明らかにされていない。ただ、原案では、次の場合には意見書の添付は不要との説明がなされており、この考え方は基本的に維持されているものと考えられる（『東証コメント結果』参照）。

(a) 株主総会において有利発行の特別決議を経る場合

(b) 株式の場合で発行価額が割当先に特に有利な金額でないことが明らかなき など

- 前記(a)(b)の反対解釈及び懇談会提言などに基づいて整理すれば、適法性についての監査役・監査委員会の意見書の添付が求められるのは、基本的には、取締役会決議によって実施される次の第三者割当であるように思われる。

◇株式の第三者割当で計算方法次第ではディスカウント率が 10%超となる場合

◇新株予約権付社債・新株予約権などの第三者割当

- なお、前記(b)について、東証は次のような説明を行っている（『東証コメント結果』）。

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を除いて監査役又は監査委員会による意見の開示資料への記載等を必要とすることを想定しています

- 前記④は、希釈化率が 25%以上となる場合などの第三者委員会などの意見手続（前記(1)②(a)）についての開示を求めるものである。

⁹ 日本証券業協会『第三者割当増資等の取扱いに関する指針』（2006 年 5 月 1 日）、最高裁判所 1975（昭和 50）年 4 月 8 日判決（民集 29 卷 4 号 350 頁、事件番号：昭和 48(ワ)198）など。

(3) 確認書の提出

- 上場会社が第三者割当を行う場合、「割当てを受ける者と反社会的勢力との関係がないことを示す確認書」の提出が義務付けられる（東証有価証券上場規程施行規則 417 条 1 号 g）。
- 第三者割当、特にファンドに対する割当については、その割当先の不透明性が問題となることが多く、懇談会提言でも「不適切な割当先の排除」が提言されたことを受けたものである。
- 具体的な確認方法等について、東証は次のように説明している。

割当先、割当先の役員又は主要株主について、その属性の確認を行うとともに、暴力団、暴力団員等であるかどうかなどについて、合理的な方法による可能な範囲での確認を行うことなどが考えられます。なお、確認書については参考様式を作成する予定です。

- つまり、第三者割当を実施する上場会社は、最低限、割当先の役員、主要株主について、反社会的勢力の関与の有無をチェックすることが必要となろう。場合によっては、狭義の「主要株主」（議決権 10%以上¹⁰）だけではなく、より広く「大株主」（ファンドであれば「大口出資者」）などについてもチェックの対象とすべきことも考えられるだろう。ただ、規則上、要求されているのは確認書の東証への提出であって、具体的な確認手続や確認内容の開示までは要求されていない（前記(2)参照）。
- なお、割当先の全てが東証の上場会社又は取引参加者（証券会社等）である場合には、確認書の提出は不要とされている。

2. 株式併合等に係る上場廃止基準の整備

- 不適切な株式併合等の決議・決定を行った上場会社は、「株主の権利の不当な制限」（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号）に抵触するとして、上場廃止とされる（同施行規則 601 条 13 項 7 号）。具体的には、次の場合である。

株主総会における議決権を失う株主が生じることとなる株式併合その他同等の効果をもたらす行為に係る決議又は決定（株主及び投資者の利益を侵害するおそれが大きいと当取引所が認めるものに限る。）

- 東証は、従来から「流通市場に混乱をもたらすおそれのある」株式併合などを行わないように上場会社に対して求めている（東証有価証券上場規程 434 条）。違反した場合には、上場契約違約金や公表措置の対象となる（同 508 条、509 条）。これを更に一歩進めて、悪質な株式併合については、懇談会提言を受けて、上場廃止というより厳しい対応をとるということである。
- 上場廃止の判断基準である「株主の利益を侵害するおそれが大きい」か否かは、次の事項その他の条件を総合的に勘案して審査を行うとされている（東証『上場管理等に関するガイドライン』IV10）。

¹⁰ 東証有価証券上場規程 402 条 2 号 b 参照。

- ◇議決権を失うこととなる株主の数
- ◇株式併合の目的
- ◇キャッシュアウトされる株主の数

○なお、「株主の権利の不当な制限」を理由とする上場廃止については、従来、6ヶ月間の猶予期間が設けられていた。東証は、今回の改正でこれを廃止し、「株主の権利の不当な制限」に抵触すれば猶予期間なしに上場廃止を決定することとしている（東証有価証券上場規程 601 条 1 項 17 号）。

3. MBO等に係る企業行動規範の新設

- 上場会社が実施するMBOについて、適時開示を「必要かつ十分に行う」ことが企業行動規範の「遵守すべき事項」として定められた（東証有価証券上場規程 441 条）。
- MBOについては、既に東証は 2006 年 12 月 13 日に上場会社の代表者に対し次のような要請を行っている（「合併等の組織再編、公開買付け、MBO等の開示の充実に関する要請」¹¹）。

MBO（役員による自社株買収等）、親会社による公開買付け又は親会社との合併等の際における開示について、対価の公正性や株主との利益相反回避措置等に関する説明を充実すること。このほか、公開買付け又は合併等によって上場廃止となることが見込まれる場合には、上場廃止を目的とする理由等に関する説明を充実すること。また、いわゆる二段階買収の場合には、可能な範囲で、二段階目の合併等の行為に関する透明性の確保に配慮すること。

- 今回の見直しは、MBOに関する「対価の公正性や株主との利益相反回避措置等に関する説明を充実すること」の実効性を高めるため、従来の「要請」からより拘束力の強い企業行動規範上の「遵守すべき事項」に変更するというものである。
- 企業行動規範上の「遵守すべき事項」として定められることになれば、努力規定ではなく義務規定と位置づけられ、違反すれば実効性確保手段（公表措置、改善報告書、上場契約違約金など）の適用対象となり得る（東証有価証券上場規程 502 条 1 項 2 号、508 条 1 項 2 号、509 条 1 項 2 号など）。

4. 施行日

- 改正後の取引所規則等は、原則、**2009 年 8 月 24 日**から施行される（東証有価証券上場規程付則 1 など）。
- なお、第三者割当に関する規定（前記 1.）の適用については、施行日（2009 年 8 月 24 日）以後に第三者割当に係る募集事項を決定する上場会社から適用することとされている（東証有価証券上場規程付則 5、同施行規則付則 2）。
- 株式併合等に関する規定（前記 2.）の適用については、施行日（2009 年 8 月 24 日）以後に株式

¹¹ 東証のウェブサイト (http://www.tse.or.jp/news/200612/061213_a.html) に掲載されている。

併合等についての決議・決定を行った上場会社から適用することとされている（東証有価証券上場
規程施行規則付則4）。