

# エクイティ・ファイナンスの プリンシプル

—事例と解説—



**JPX**

JAPAN EXCHANGE  
REGULATION

## はしがき

日本取引所グループにおいて東京証券取引所と大阪取引所の自主規制業務を担っている日本取引所自主規制法人は、本年10月にエクイティ・ファイナンスのプリンシプルを策定し、その活用を開始しました。

透明性と公正性の維持は、資本市場の持続的な繁栄の土台ですが、そこでの規律づけメカニズムは伝統的にルールに準拠するものが多かったと言えます。それは自然なことであり、不特定多数の市場参加者をカバーする必要性から、共通の明文ルールは不可欠です。他方、ルールだけに偏った規律づけでは、新しい金融商品や取引手法が登場した場合などにルールの「すき間」が生じる、形式的なルール順守が実質的な不公正取引に正当性の衣を装わせてしまう、といった弱点も顕在化します。そこで、各市場参加者がそれぞれの持ち場で、取引の公正性、資本市場の機能発揮、公正な価格形成、投資者の保護など、市場に共通の規範をより強く意識して行動するようになれば、ルールによる規律づけと相俟って、大きな効果をもたらすと考えられます。これがプリンシプルを導入した趣旨です。

今回導入されたエクイティ・ファイナンスのプリンシプルは4本の柱で構成されています。これらの項目を抽出し柱として立てる過程では、これまでに当法人で携わった多くのファイナンス事例を振り返りました。ルール違反とまでは断言できないが市場の理念に照らして望ましくないといったケースも散見され、これらはプリンシプル策定の契機ともなり素材ともなりました。プリンシプルは、単なる抽象的な理念ではなく、現実世界で市場関係者の判断の拠り所となりうるものです。このような具体的事例の紹介は、関係者の皆様にこのことを実感していただくことを願ってのことです。

本事例集では、プリンシプルの第1～第4の柱それぞれに沿って順次、関わりの深い事例を紹介する形を取っています。あるいは、プリンシプルの充足度の低い代表的事例を取り上げ、その事例ごとに抵触している複数のプリンシプル(の柱)を紹介する形式もありましたが、そうしなかったのは、プリンシプルの4本の柱それぞれについて多様な視点から吟味することを重視したからです。

わが国資本市場の持続的な発展に向けて共通の規範意識を抱く市場関係者の皆様において、本事例集が大いに活用されることを祈っております。

2014年12月  
日本取引所自主規制法人  
理事長 佐藤隆文

# 目次

1. エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて .....	1
(1) エクイティ・ファイナンスとは .....	1
(2) 問題の所在 .....	1
(3) プリンシプル・ベースのアプローチ .....	2
(4) プリンシプルにより期待される効果 .....	2
(5) エクイティ・ファイナンスのプリンシプル .....	4
2. 個別事例とその評価 .....	6
事例1 新規事業への進出・撤退を繰り返したケース .....	6
事例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 .....	9
事例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 .....	11
事例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 .....	13
事例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 .....	15
事例6 第三者割当が中止・失権となったケース .....	17
事例7 割当先が中長期の保有を約していたにも関わらず短期売却したケース .....	19
事例8 具体的な資金用途を明らかにせず資金調達を行ったケース .....	21
事例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 .....	23
事例10 調達資金の用途が変更されたケース .....	25

凡例:

- 本書では、以下の用語欄に記載された用語は、それぞれの行に示した略語を用いて記載しています。

用語	略語
株式会社東京証券取引所	東証
日本取引所自主規制法人	当法人
有価証券上場規程	規程
有価証券上場規程施行規則	施行規則
エクイティ・ファイナンスのプリンシプル	本プリンシプル

- 以上のほか、本書で使用される用語の意味は、文脈上別の意味に解される場合又は明示的に定義される場合を除いて、有価証券上場規程等に定義される用語と同じ意味で用いています。
- 本書で示している法令、有価証券上場規程等の条項は、2014年12月1日現在のものです。
- 株式会社東京証券取引所は、2014年10月31日付で有価証券上場規程等の一部改正を行っています。今回の改正は、同年7月に上場制度整備懇談会において取りまとめられた「我が国におけるライツ・オフリングの定着に向けて」(<http://www.tse.or.jp/listing/seibi/discussion.html>)を踏まえて新株予約権証券の上場基準等の見直しを行うとともに、その他所要の改正を行うものです。なお、改正の概要については、こちら(<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/taisho.html>)をご参照ください。
- 本書で紹介するライツ・オフリングの事例(事例8～10)は、いずれも上記の有価証券上場規程等の改正が行われる前に実施されたものです。

## 1. エクイティ・ファイナンスの品質向上に向けて

当法人は、パブリック・コメントの手続を経て、2014年10月1日、本プリンシプルを策定・公表しました。今回の取組みは、品質の高いエクイティ・ファイナンスを支援するためには、従来からのルール・ベースのアプローチに加え、プリンシプル・ベースのアプローチを組み合わせることが有効であるとの認識に基づき、エクイティ・ファイナンスの実施に当たり関係者が尊重すべき原理・原則(プリンシプル)を取りまとめたものです。

当法人としては、本プリンシプルが上場会社、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・投資者の間において広く共有されることを期待しています。

下記では、本プリンシプルを取りまとめるに至った経緯やその内容などについて、ご紹介します。

### (1) エクイティ・ファイナンスとは

エクイティ・ファイナンスは、新株発行等によって企業の株主資本の増加をもたらす資金調達手法です。かかる手法によって事業の発展を実現し、企業価値の向上<sup>1</sup>に努めることは、企業にとって経営上の重要な選択肢といえます。

我が国では現在、その主な手法として、公募、第三者割当及びライツ・オファリングがあります。公募は、株式の発行に際し証券会社が引き受け、不特定多数の投資者を対象に募集する方法です。第三者割当は、株式や新株予約権等を特定の第三者に対して割り当てる方法です。また、ライツ・オファリングは、株主に対する新株予約権無償割当てを利用した方法で、その新株予約権が証券取引所において売買されるものです。

### (2) 問題の所在

しかしながら近年、株主や投資者の利益を損ないかねないエクイティ・ファイナンスの事例が散見されています。

公募に関しては、2009年以降、株価が低迷する中で、上場会社が大規模な希薄化を伴う公募増資を相次いで実施しており、結果として既存株主の利益を損なうことになった事例もあるのではないかと批判があります。

第三者割当に関しては、既存株主の議決権の希薄化が生じることに加え、経営者による大株主の選択といった問題があります。これに対応するため、2009年8月に、第三者割当に係る上場制度が整備<sup>2</sup>されました。しかし残念ながら、そのルールの趣旨を潜脱する意図が疑われる事例も散見されています。また、株式の発行過程における不適切な行為と流通市場における不適切な行為を要素として構成され

<sup>1</sup> 「企業価値」は、社会のニーズに沿った良質な財・サービスの提供を通じて実現される企業の収益力が、強靱であり将来にわたって持続的に成長することによって向上します。このためには、中長期的な視野に裏づけられた収益力の持続可能性、株主に加え顧客・取引先・従業員・債権者・社会コミュニティなど多様なステークホルダーとの良好な関係の維持、といった視点も重要です。これらは(現在及び将来の)株主にとっての企業価値の向上とも整合的です。

<sup>2</sup> 主な制度整備の内容としては、上場廃止基準(希薄化率300%を超える第三者割当を実施する場合は、株主及び投資者の利益を侵害するおそれがないと東証が認める場合を除き上場廃止とする)、企業行動規範上の手続(希薄化率25%以上の第三者割当を実施する場合は株主の納得性を増すための手続を義務付ける)の新設などがあります。

る「不公正ファイナンス」の典型的な手法として、第三者割当が悪用されているという実態もあります。

ライツ・オフリングに関しては、2013年に入って件数が増加していますが、そのほとんどは、引受証券会社による審査の仕組みがないノンコミットメント型です。これらの中には、業績が悪く公募や第三者割当等での資本調達に困難な会社で、最後に残された手段として利用していると懸念される例や、資金使途の合理性について疑問を呈さざるを得ないような例が散見されるなど、資本調達が企業価値の向上に繋がっていないとの批判もあります。

### (3) プリンシプル・ベースのアプローチ

これらの問題を律していく上で、ルール・ベースのアプローチは極めて重要です。特に不特定多数の参加者が存在する資本市場において、明確なルールが存在することは、規制の透明性や予見可能性を高める上で不可欠です。他方、ルールの隙間が生じる問題、新しい金融商品や取引手法などへのキャッチ・アップが遅れる問題、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問題などがあります。エクイティ・ファイナンスに関しては、個々の取引等が法令や取引所規則等に明示的に違反するとは言いえないものの、それらを組み合わせたスキームが資本市場から不当な利益を得ることを目的としていると考えられる事例などがあります。

これらの問題に対処するには、ルール・ベースのアプローチに加え、プリンシプル・ベースのアプローチを組み合わせることが有効であると考えられます。ここでプリンシプル・ベースのアプローチとは、上場会社や市場関係者が、尊重すべき重要な規範や行動原則(プリンシプル)を確認し、互いに共有したうえで、各自がそのプリンシプルに沿って行動することを通じて、市場全体の質的向上の実現を目指す取り組みです。

エクイティ・ファイナンスの実施に当たって、尊重すべきプリンシプルが共有され、これに沿ったファイナンスの事例が広がっていけば、それらが市場慣行となり、個々の上場会社や市場関係者の間において各々の持ち場に即した規範意識が働き、分権的規律として機能していきます。その結果、前述のルール・ベースの弱点を補うのみならず、資本市場全体の品質向上に貢献していくことができます。

### (4) プリンシプルにより期待される効果

プリンシプルが上場会社や市場関係者によって共有されることによって、具体的には以下のような効果が期待されます。

- ① 上場会社においては、明示的なルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、プリンシプルによって、エクイティ・ファイナンスの実施にあたり指針とすべき基本的な考え方に照らした上で経営判断を行うことが可能となります。
- ② 引受人や証券会社、弁護士、公認会計士、コンサルタント等上場会社に対してアドバイスを提供する市場関係者においては、プリンシプルに示された基本的な考え方を十分に理解したうえで、上場会社がかかるとされる基本的な考え方から逸脱することのないよう助言を行い、その適切な経営判断に貢献していくことができます。

- ③ 株主や投資者においては、プリンシプルが上場会社の実施するエクイティ・ファイナンスの適切性を判断する際の拠り所となるため、より合理的な投資判断を行うための基礎とすることができません。
- ④ 金融商品取引所においては、自主規制業務の過程で、プリンシプルに示された基本的な考え方に沿って上場会社や市場関係者との対話を行うことが可能となります。また、直接適用可能なルールが見当たらない場合や包括的ルールの解釈・適用の場合には、プリンシプルに示された基本的な考え方が判断の指針となり、より実態に即した的確な対応が可能となります。

なお、プリンシプルは、法令・取引所規則等のルールとは異なり、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ありません。したがって、仮に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はありません。

## (5) エクイティ・ファイナンスのプリンシプル

### エクイティ・ファイナンスのプリンシプル

(はじめに)

エクイティ・ファイナンスは、上場会社に新たな資本を追加して事業の発展に資するものであり、これが適切かつ円滑に行われることは、優れた資本市場が備えるべき特性のひとつです。

資本市場の公正性と信頼性の確保を任務とする取引所自主規制法人の立場から、品質の高いエクイティ・ファイナンスを支援し促進するため、尊重されるべきプリンシプルを以下のとおりまとめました。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ものです。

(エクイティ・ファイナンスのプリンシプル)

#### 第1 企業価値の向上に資する

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。

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<sup>3</sup>の実現が十分に期待されること。

#### 第2 既存株主の利益を不当に損なわない

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。

<sup>3</sup> 企業価値向上の内容については、注1を参照。

### **第3 市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない**

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。

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。

### **第4 適時・適切な情報開示により透明性を確保する**

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。

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。

以 上

## 2. 個別事例とその評価

以下では、具体的な事例の内容紹介とそれへの評価を通じて、エクイティ・ファイナンスに関する東証及び当法人<sup>4</sup>の考え方を説明します。これらは、これまでの取引所の自主規制業務において実際に直面した事例に基づいています。

これらの事例は、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参考となりうるケースとして取り上げているものです。したがって、その殆どが否定的に評価されるべき問題事例もあれば、一部に問題を含んでいるグレイ・ゾーン事例も含まれています<sup>5</sup>。さらに、観点を紹介する上で有用であるものの当該事例自体は否定的に評価されないものも含まれています。

### 事例1 新規事業への進出・撤退を繰り返したケース

#### 【概要】

当社は、創業以来の主要事業の衰退に伴い、新たな事業の柱を立てるべく、様々な新規事業に進出しては撤退を繰り返すようになりました。

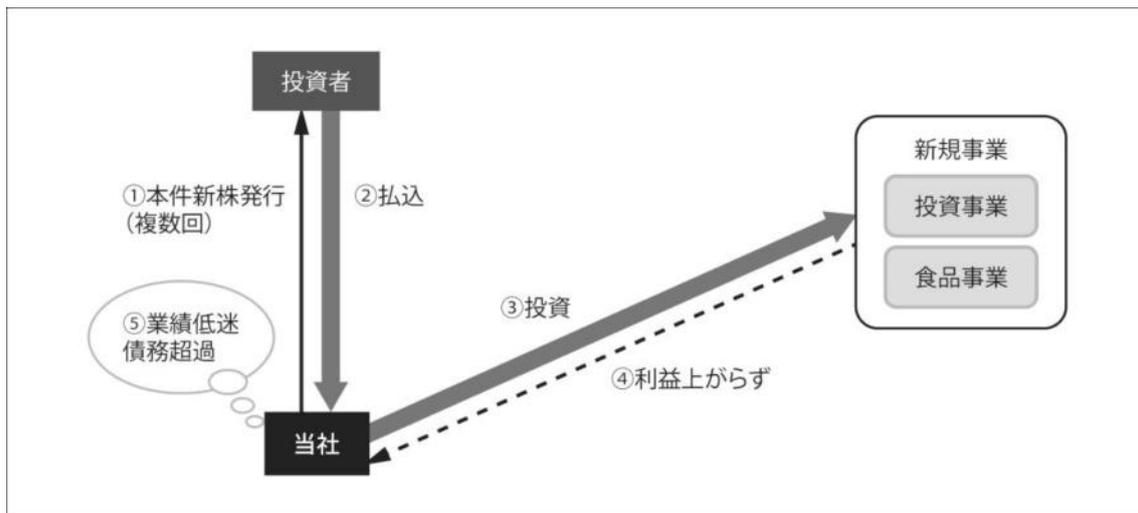
まず、投資事業に参入することを決定し、複数回のエクイティ・ファイナンスにより合計数百億円を超える資金を調達し、資源開発を行う海外の事業体への出資などを行いました。しかし、思うような成果を得られなかったため、結局、投資事業から撤退することとなりました。

次に、食品事業に参入することを決定し、事業会社を買収するなどして、事業の立て直しを図ろうとしました。しかし、同事業も、なかなか軌道に乗らず、損失を計上し続ける状況にありました。

当社は、業績回復の見込みが立たないまま、ついには債務超過に陥り、債務超過に係る上場廃止基準の猶予期間(1年間)に入りました。そこで、当社は、猶予期間が満了する翌年度期末の直前に第三者割当による資金調達を実施し、債務超過を回避しました。

<sup>4</sup> エクイティ・ファイナンスの事前相談等においては、東証及び当法人が共同して、又は各々から照会、要請等を行うことがあります。以下、参考事例の紹介においては、単に、東証がそれらを行うとして記述します。

<sup>5</sup> 当然のことながら、ここで示す否定的な評価は本プリンシプルに基づくものであり、法令や取引所規則への違反を認定するものではありません。また、各事例の紹介は、本プリンシプルの理解の促進を目的として行うものであり、モデルとなった事例に関与した個人・法人及びこれらの者の行為に対する非難を目的とするものではありません。



### 【考え方】

企業は、事業活動によって獲得した利益を資金提供者に還元するとともに、残りを将来事業に再投資していくことで、持続的に成長し、企業価値を向上させていくことができます。

そして、株主やその他企業を取り巻くステークホルダーは、上場会社の企業価値が高まることにより多くの利益を享受することができるのであり、上場会社は、これらステークホルダーの期待に応えるために、企業価値の向上に努めることが期待されています。

特にエクイティ・ファイナンスの実施に当たっては、投資者から新たに資金提供を受けて会社の事業活動に充てる以上、企業価値の向上という観点からの検討が必要です。そこで、本プリンシプル第1では、「企業価値の向上に資する」という原則を置き、「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事が、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」及び「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」が求められる、としました。

例えば、エクイティ・ファイナンスを実施するにあたり、企業価値の向上につながるような合理的かつ具体的なエクイティ・ストーリーが存在しない場合には、株主・投資者から調達した資金が効率的に活用されないばかりか、安易な投融資によって結果として大きな損失を生じさせるなど、企業価値が毀損されかねません。

実務的には、東証は、上場会社の計画したエクイティ・ストーリーの根拠を確認するために、上場会社に対して、事業計画表及び資金計画表や資金繰り表、そして目的が借入金の返済の場合は、返済計画表や借入先別の月次返済計画資料、エクイティ・ファイナンスについて社内で検討した内容が分かる資料(取締役会議事録等)の提出を求め、他の資金調達方法と比較して当該資金調達方法を選択する必要性及び相当性、資金使途の具体的内容、資金の充当期、資金過不足の状況等の説明を求めるとともに、それらの内容についての具体的かつ分かりやすい開示を要請することがあります。

本事例において、当社は、エクイティ・ファイナンスにより多額の資金を調達し、これを新規事業に投資してきましたが、いずれも失敗に終わっています。

当然ながら、エクイティ・ファイナンス実施後に、景気、為替相場、金利等の経済環境、海外市場や国際政治の動向などの外的要因が変動し、それが主たる原因となり上場会社の業績が悪化することもあり得るため、エクイティ・ファイナンス実施後に上場会社の業績が改善・向上されないという結果だけを見て、直ちに上場会社が計画したエクイティ・ストーリーが不合理であったと判断することはできません。

しかし、当社がエクイティ・ファイナンスを行い、新規事業に投資をするも、奏功しないまま撤退する事態が長期にわたり繰り返される状況からすると、一連のエクイティ・ファイナンスを実施するにあたって、本プリンシプル第1に示される観点からの検討が十分なものであったのか、疑念が生じざるを得ません。

また、連続して赤字を計上している、債務超過に陥っているなど業績が特に不芳な上場会社においては、時として、企業価値向上につながるような合理的かつ具体的なエクイティ・ストーリーの検討が不十分なままに、当面の運転資金の確保や債務超過解消による上場廃止基準への抵触の回避のみを目的として、エクイティ・ファイナンスを実施する場合があります。

そこで、このような上場会社がエクイティ・ファイナンスを実施する場合には、投資者において、その合理性について特に十分な検討が必要になると思われれます。

なお、本プリンシプルは、債務超過の上場会社がエクイティ・ファイナンスにより上場廃止を回避する行為を一律に否定するものではありません。十分な検討を経て合理的に行われたファイナンスは、当座の上場廃止を回避することに加え、中・長期的に企業価値の向上に繋がることもあり得ます。ただし、その際には、実現可能性の高いエクイティ・ストーリーと投資者への説得力ある説明が不可欠です。

## 事例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

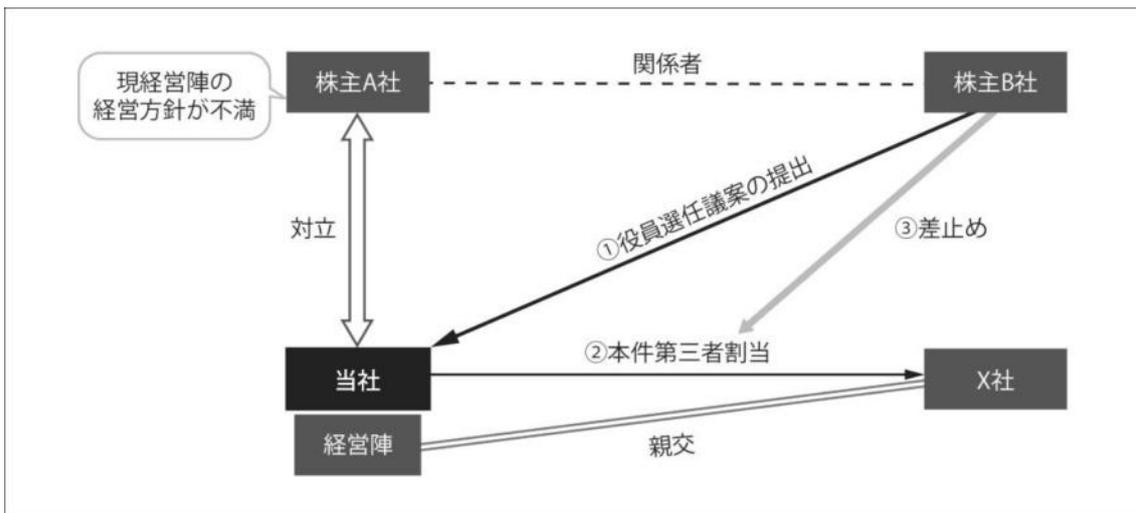
### 【概要】

当社は、株主A社と訴訟において係争中です。また、A社は、かねてから現経営陣の経営方針に不満を表明していました。

このような状況の中、定時株主総会の約2か月前に、A社の関係者と思われる人物が取締役を務めている株主B社から、当社の取締役及び監査役を一新し、代わりにB社が推薦する人物を候補者とする役員選任議案の株主提案を受けました。

そこで、当社は、代表者と以前から親交があったX社に対して、発行済株式総数の約20%に相当する株式を割り当てる旨決議しました。これに対して、B社は、本件第三者割当が、現経営陣の支配権維持を主要な目的として行われたものであり、著しく不公正な方法による募集株式の発行にあたるとして、新株発行の差止めの仮処分を裁判所に求めました。しかし、同申立ては、裁判所により却下されました。

その後、当社は、第三者割当の割当先に基準日後株主として議決権を付与しました。その結果、定時株主総会では、B社提案の役員選任議案は否決され、当社提案の役員選任議案が可決されました。



### 【考え方】

上場会社が不当な目的を達成するための手段として募集株式の発行が利用されている場合には、「著しく不公正な方法」による募集株式の発行として、株主は、上場会社に対して、その発行を止めるよう請求することができます<sup>6</sup>。この「著しく不公正な方法」に該当するか否かについては、現在の裁判実務上、いわゆる「主要目的ルール」によって判断されています。すなわち、「株式会社においてその支配権につき争いがある場合に、従来の株主の持株比率に重大な影響を及ぼすような数の新株が発行され、それが第三者に割り当てられる場合、その新株発行が特定の株主の持株比率を低下させ現経営者の支配権を維持することを主要な目的としてなされたものであるときは、その新株発行は不公正発行にあたるというべき」とされています。

<sup>6</sup> 会社法第210条第1号

<sup>7</sup> 忠実屋・いなげや事件(東京地決平成元年7月25日金判826号11頁)

主要目的ルールでは、支配権の争いのある状況において、資金調達よりも、現経営者の支配権維持等が主要な目的である場合に差止めが認められるとされています。従来の裁判例においては、一般的な資金調達の必要性のみをもって資金調達目的を認定する傾向が強かったですが、近年の下級審裁判例<sup>8</sup>では、資金調達ニーズに具体性や合理性があるかが詳細に検討されています。資金用途の前提となる資金繰り計画、負債返済計画、設備投資計画等の事業計画に実体があり、かつ合理性があることは、資金調達目的を肯定的に評価する要素となります<sup>9</sup>。

事例1の【考え方】において述べたとおり、企業価値向上につながるような合理的かつ具体的なエクイティ・ストーリーが存在しないにもかかわらず、安易なエクイティ・ファイナンスが行われれば、株主・投資者から調達した資金が効率的に活用されないばかりか、安易な投融資によって結果として大きな損失を生じさせるなど、企業価値が毀損されかねません。

特に、会社支配権に関し現経営陣と株主との間で争いが生じている状況下では、このような争いが生じていない平時の場合と比べて、現経営陣において、自己の支配権確保を優先し、一方で、持続的な企業価値向上のために不可欠なエクイティ・ストーリーの検討が疎かになる傾向も見られます。

東証は、資本市場全体の品質向上を図る立場から、会社支配権に争いが生じていると懸念される場合においては、上場会社に対して、株主総会の直前というタイミングで何故エクイティ・ファイナンスの実施により資金を調達する必要があるのか、また調達した資金によりどのように企業価値の向上を図るのかについて、平時の場合と比べてより慎重な検討を行うことを求めていますし、本プリンシプル第4の「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」という観点から丁寧な開示を行うことを求めています。

---

<sup>8</sup> Now Loading事件(東京高決平成21年3月30日金判1338号50頁)、昭和ゴム事件(千葉地判平成20年6月26日金判1298号64頁)、名村造船事件(大阪地決平成18年12月13日金判1259号40頁)クオンツ事件(東京地決平成20年6月23日金判1296号10頁)など。

<sup>9</sup> 森・濱田松本法律事務所『エクイティ・ファイナンスの理論と実務』第2版、商事法務(2014)420～434頁参照

### 事例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

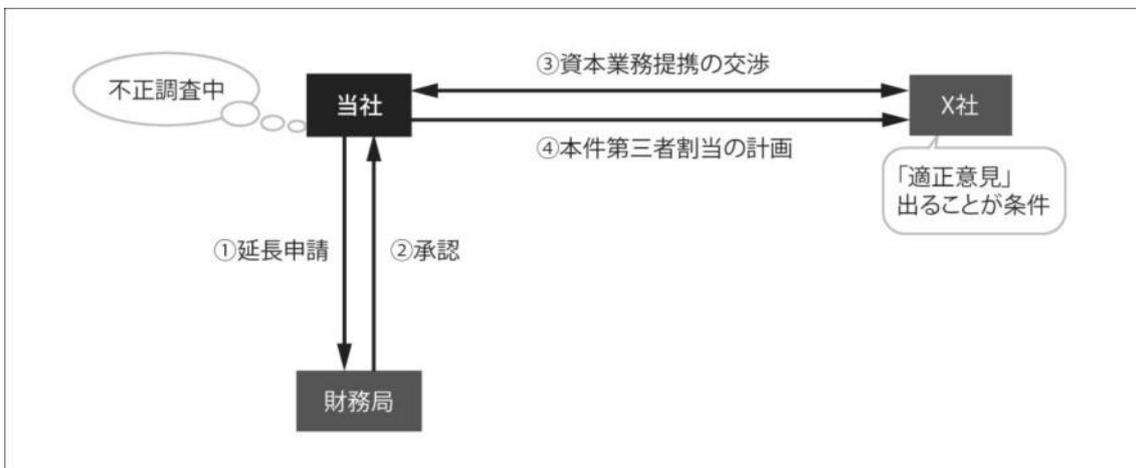
#### 【概要】

当社は、有価証券報告書の法定提出期限の直前において、連結子会社において不明瞭な取引が発覚し、その事実関係の解明等を目的として調査を行うことになりました。また、これに伴い、有価証券報告書を法定提出期限に提出することができない見込みとなったため、財務局に対し有価証券報告書の提出期限の延長申請を行ったところ、提出期限の延長について承認を受けました。

このような状況の中、当社は、X社から、資本業務提携の提案を受け、X社に対する第三者割当の実施を検討することにしました。本件第三者割当について、払込金額の算定基礎は、直近1か月平均株価の90%に相当する価格としていましたが、不明瞭な取引の発覚を受けて、当社の株価は大幅に下落しており、直近6か月の平均株価からすると20%以上のディスカウントとなっていました。また、X社から、本件第三者割当実施の条件として、提出を遅延している有価証券報告書の監査意見が「適正意見」となることを提示されました<sup>10</sup>。

事前相談において、東証は、当社に対して、不明瞭な取引の発覚を受けて株価が大幅に下落していることから、払込金額の妥当性について既存株主に対して十分に説明を行うよう求めました。また、仮に監査意見が「適正意見」とならなかった場合は発行決議を取消すことになり市場を混乱させる恐れがあることから、「適正意見」が付いた有価証券報告書を提出した後に本件第三者割当の決議を行う、という選択肢はないのか検討するよう求めました。

当社は、これらの指摘を踏まえて再検討した結果、自発的に本件第三者割当の実施を取りやめました。



#### 【考え方】

既存株主は、上場会社が実施するエクイティ・ファイナンスについて最も強い利害関係を有するステークホルダーです。既存株主の利益が確保されることは、上場会社に対してリスクマネーが円滑に供給される大前提ですから、上場会社は、エクイティ・ファイナンスを実施するに当たり、既存株主の権利の希薄化や流通市場に与える影響に配慮して、資金の調達方法、実施時期、発行条件等について十分な検

<sup>10</sup> 本件第三者割当に係る当社取締役会の発行決議に停止条件を付けるというもの。仮に、決議後に適正意見が出なかった場合は、本件第三者割当の効力は決議時に遡って発生しないこととなる。

討を行う必要があります。

そこで、本プリンシプル第2では、「既存株主の利益を不当に損なわない」という原則を置き、「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に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」が求められる、としました。

会社法上、株主割当以外の方法で募集株式の発行や募集新株予約権の発行がなされる場合には、払込金額が引き受ける者にとって特に有利な金額であれば(有利発行)、公開会社か否かに関わらず、株主総会の特別決議が必要となります。

特に有利な金額とは、公正な金額と比較して特に低い金額のことをいい、公正な金額とは、通常、株式の時価を指すと考えられ、市場価格のある株式であれば直近の市場価格がこれに該当します。なお、上場会社が第三者割当を行う場合において、払込金額等の発行条件を決定するにあたり、日本証券業協会による「第三者割当増資の取扱いに関する指針」(2010年4月1日)のみを参考に、時価の90%相当額を下回らないように設定しさえすれば足りると考えていると見受けられることがあります。本来、これのみならず、割当予定先が経済的利益を享受できる可能性、発行体の信用リスク、株式の消化可能性その他の様々な観点から十分に検討を行い、総合的に判断することが望まれます。

本事例で、当社は、払込金額を直近1か月平均株価の90%に相当する金額としていましたが、不明瞭な取引の発覚を受けて当社の株価が大幅に下落しており、直近6か月の平均株価からすると20%以上のディスカウントとなっていることから、有利発行に該当する可能性についても配慮して、本件第三者割当について臨時の株主総会に付議することを検討していました。

また、本件第三者割当の実施時期については、株価が割安な時期に割当を受けたいというX社の意向があったものの、東証との事前相談の内容を踏まえて、有価証券報告書の提出後に実施するという結論を出しました。

このような当社の対応は、上記の本プリンシプル第2で示した観点に照らして適切であったといえます。

#### 事例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

##### 【概要】

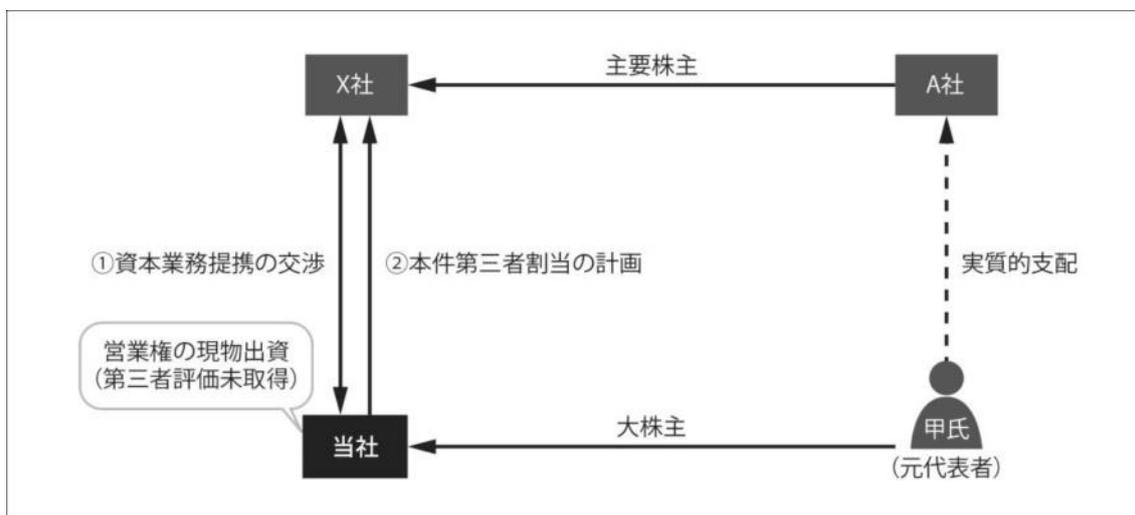
当社は、多店舗展開の小売事業を主要な事業としていますが、各種施設用設備機器の販売事業への新規参入を計画する中、その関係先であるX社から資本業務提携の提案を受け、X社を割当先とする第三者割当を行いたい旨、東証に対し事前相談を行いました。事前相談の中で、割当先であるX社からの払込は金銭ではなく、X社が有する営業権の現物出資とする方針であることが明らかになりました。

当社は、現物出資財産である営業権の評価額について、X社の事業計画等の内容から算出して決定したと説明しましたが、第三者評価機関や専門家による意見を取得しておらず、また、現物出資の場合に必要な法的手続の内容についても把握していませんでした。

また、当社は、東証から、主要事業と新規事業とのシナジー効果について質問を受けましたが、十分な回答ができませんでした。

さらに、X社の主要株主が、当社の大株主であり元代表取締役でもある甲氏が実質的に株式の100%を保有する会社であることも判明しました。この点についても、東証から、甲氏と関係の深いX社から現物出資を受けることになるため、現物出資財産の評価額の妥当性について、既存株主に対して十分な説明が必要であるとの指摘を受けました。

当社は、これらの指摘を踏まえて再検討した結果、自発的に本件第三者割当の実施を取りやめました。



##### 【考え方】

事例3の【考え方】において述べたとおり、本プリンシプル第2では、「既存株主の利益を不当に損なわない」という原則を置いています。

上場会社が現物出資<sup>11</sup>により第三者割当を行う際、現物出資財産の金銭的評価が実態以上に過大ななされると、既存株主の経済的利益を害することになります。

そこで、上場会社は、評価額の決定過程における恣意性を排除し、公正性・正確性を確保するために、第三者評価機関や専門家の意見を入手するなど合理的な方法により現物出資財産の評価を行い、その

<sup>11</sup> 不動産、金銭債権、株式、営業権等の金銭以外の財産による出資のこと。

評価の合理性について既存株主に対して説明する責任があります。そして、東証は、上場会社に対し、現物出資の目的となる資産の評価に係る算定書の提出を求め、現物出資の対象となる資産の評価の合理性について説明を求めるとともに、資産の評価内容及び算定根拠について具体的かつ分かりやすい開示を要請することがあります。

本事例において、当社は、現物出資財産である営業権の評価について、X社の事業計画等の内容から算出したと説明していますが、事業計画は、対象企業の経営者自らが作成している計画である以上、その実現可能性について、客観的な検証が必要となります。しかしながら、当社は、第三者評価機関や専門家など独立した第三者による意見を取得しておらず、また、現物出資に際して必要となる法的手続<sup>12</sup>についても把握していませんでした。

特に、本事例では、大株主である元代表者甲氏が現物出資財産の評価額に利害関係を有していることが懸念されるため、評価の恣意性を排除するため、より公正妥当な手続を経て、評価額の妥当性について十分な説明が求められるケースといえます。このように必要な手続を経ずに第三者割当の発行条件等が決定されれば、既存株主の利益を不当に損なう恐れがあります。

---

<sup>12</sup> 現物出資にあたっては、原則として、募集事項の決定後遅滞なく、現物出資財産の価額を調査させるため、裁判所に対し、検査役の選任を申し立てなければなりません(会社法第207第1項)。しかし、一定の例外が設けられており、例えば、現物出資財産が不動産の場合、その価額の相当性について、弁護士、公認会計士又は税理士による証明及び不動産鑑定士による鑑定評価を受けた時は、検査役による調査は経ずに現物出資を行うことが可能となります(会社法第207条第9項第4号)。

事例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

【概要】

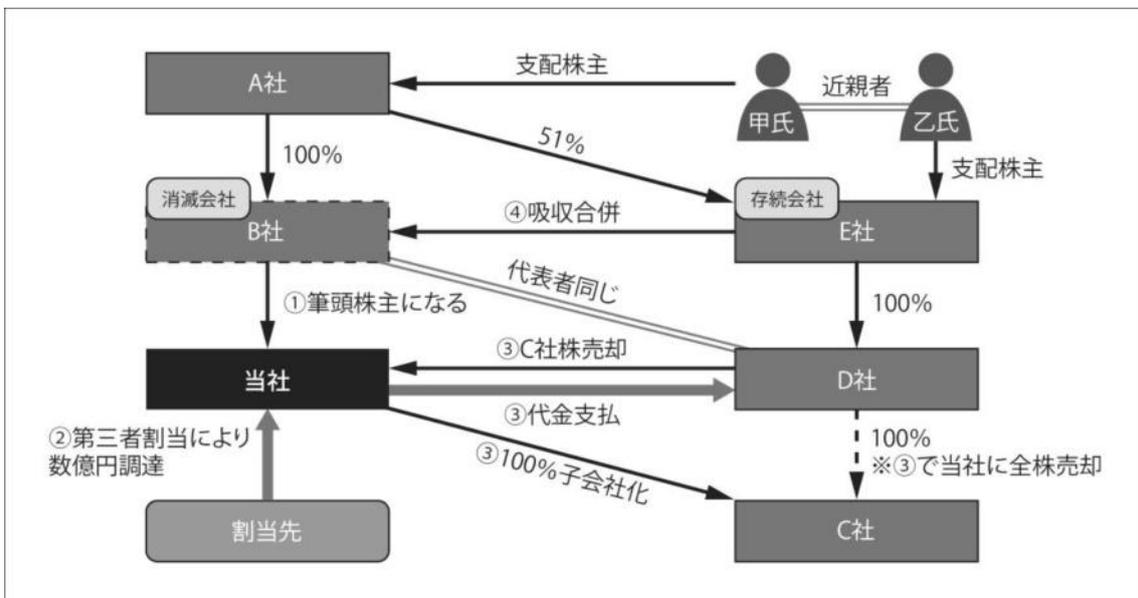
当社は、長期にわたって業績の低迷が続いていました。こうした中、新たに当社の筆頭株主になったB社は、業績の回復が見られないのは、当社の経営体制に問題があるとして、経営陣の交代を要求し、その翌年の定時株主総会に関し、B社が推薦する人物を候補者とする役員選任議案の株主提案を行いました。株主総会では、同株主提案が可決され、当社は、新しい経営陣の下で、事業を継続することとなりました。

その後、当社は、事業上の必要資金を調達するために、複数の企業・個人を割当先とする数億円の第三者割当の実施を決議し、その調達資金の3分の1に相当する金額を創業ベンチャーC社の買収資金に充当することを開示しました。

当社は、C社の買収価格の決定にあたっては、コンサルティング会社に評価算定を依頼し、純資産法及びDCF法による計算結果を入手していますが、両者の価額に開きがあり、DCF法による評価額は純資産法の約5倍でした。最終的に、当事者間での協議・交渉を経て、DCF法の評価結果とほぼ同額でC社を子会社化することとしました。

しかし、DCF法による評価額については、設立間もないC社の売上が急激に拡大するという計画を前提に算出がされたものであり、また、C社の親会社である外国籍の投資ファンドD社の親会社であるE社の支配株主は、A社(当社の筆頭株主であるB社の親会社)の支配株主の近親者でした。

なお、第三者割当の実施時の開示では、当社は、割当株式について各割当先が中長期の保有を行う方針である旨を口頭で確認したと記載していましたが、そのうちの1社は、「会社戦略上の理由により短期資金の必要が生じた」として、払込日のわずか2営業日後に、割当株式の一部を売却しました。



【考え方】

特定の個人や法人が、資本市場から不正に利益を得ることを意図して、上場会社によるエクイティ・ファイナンスの機会を利用しているのではないかと懸念される事例が散見されます。特に、第三

者割当については、いわゆる「不公正ファイナンス」<sup>13</sup>に利用されやすいとの指摘があります。また、ノンコミットメント型ライツ・オファリングについては、第三者によるデュー・デリジェンスが行われないことから、調達資金の使途について、実態が疑われる新規案件や取引を名目とした大株主等の関係者への支払として社外流出するなど、その妥当性に疑問を呈さざるを得ないようなケースも存在するなどの指摘があります。

本来、エクイティ・ファイナンスにより調達された資金は、上場会社においてその事業活動のために有効に活用され、企業価値を向上させることにより、その便益が最終的に株主に等しく還元されるべきものです。にもかかわらず、エクイティ・ファイナンスの機会に乗じて株主・投資者を欺き、その犠牲のもとに特定の個人・法人が利益を得るような、いわば反市場的行為は、市場の公正性・信頼性の観点から排除されるべきです。

そこで、本プリンシプル第3では、「市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない」という原則を置き、「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」及び「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になっていないこと」が求められる、としました。

本事例では、買収資金の支払先であるD社やその親会社E社が、当社の筆頭株主B社やその親会社A社と一定の資本関係や人的つながりを有していること、C社株式の価格算定が実績のない新規事業にもかかわらず売上の急拡大を見込むというかなり楽観的なC社の事業計画に基づいて行われ、その妥当性について十分な検証が行われているとは確認できないことなどの事情に鑑みると、本件第三者割当により調達した資金によるC社の買収が、真に当社の企業価値向上のために行われたのではなく、一連の取引を通じてA社、B社及びその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この疑念を株主・投資者に抱かせる恐れがあるといえます。

また、本事例では他にも、中長期の保有を約束していた割当先がその約束を反故にして割当直後に売却しているなどの不可解な点が認められます。なお、当社の株価は、本件第三者割当決議日の前日終値と払込完了に関する開示日の翌日終値とを比較すると約30%値上がりしていました。

本事例における取引等は、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ません。他方、過去において、以下のような事案が、証券取引等監視委員会により偽計罪として摘発を受けています<sup>14</sup>。すなわち、上場会社が行う第三者割当に際して、アレンジャーが、自らが実質的に統括管理する投資事業組合を割当先とし、その払込金額の大半を直ちに上場会社からアレンジャーの関係者に流出させる意図を隠し、資本充実が図られたという虚偽の事実を上場会社に開示させることで、株価を維持・上昇させ、取得した株式を流通市場で売却し利益を得ようとした事案です。

<sup>13</sup> 証券取引等監視委員会『不公正ファイナンスの実態分析と証券取引等監視委員会の対応』（2013年6月）2頁では、上場株式の発行過程及び流通市場における複数の不適切な行為を要素として構成される不公正取引、不特定多数の者の権利・財産を毀損させる行為、市場や株主・投資者を騙す（欺く）行為が、「不公正ファイナンス」の概念に含まれるとしている。

<sup>14</sup> 株式会社ペイントハウス事件（アレンジャーを務めた投資顧問会社役員が、2009年7月14日に、証券取引等監視委員会により告発された。2010年2月18日に、東京地裁から、懲役2年6月、執行猶予4年、罰金4000万円、追徴金3億147万7028円の判決を受ける。控訴及び上告は、いずれも棄却された。）

## 事例6 第三者割当が中止・失権となったケース

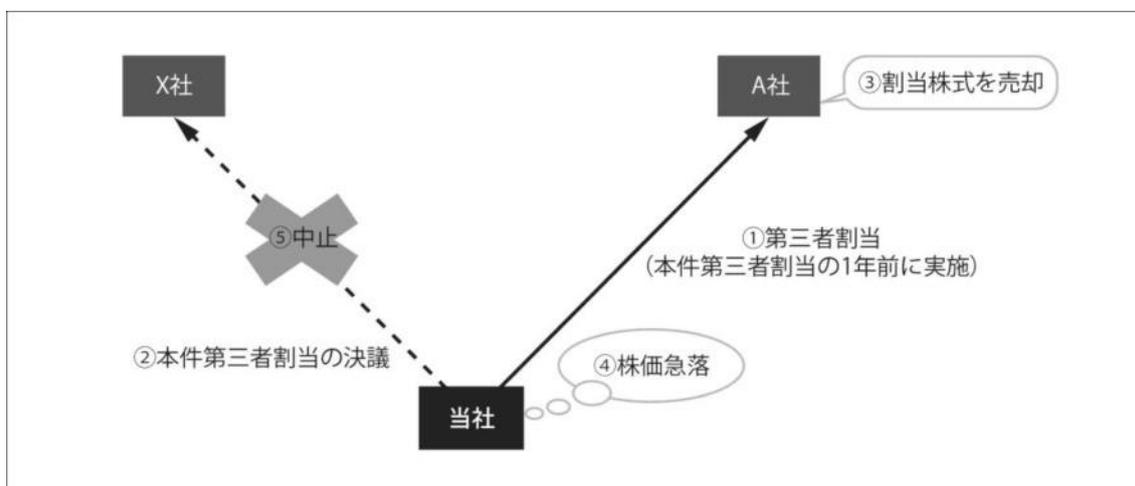
### 【概要】

#### ➤ 6-1: 中止

当社は、運転資金の確保のため、外国籍のX社を割当先とする第三者割当を決議しました。

しかし、その決議の数週間後に、当社が過去に実施した第三者割当の割当先である外国籍の投資ファンドA社から、割当株式の全部について譲渡した旨の報告があったこと、及びこれに伴う主要株主の異動について開示しました。なお、当社は、A社への第三者割当に関し、A社から2年間は割当株式を譲渡しないとの確約書を手入しており、その旨開示していました。

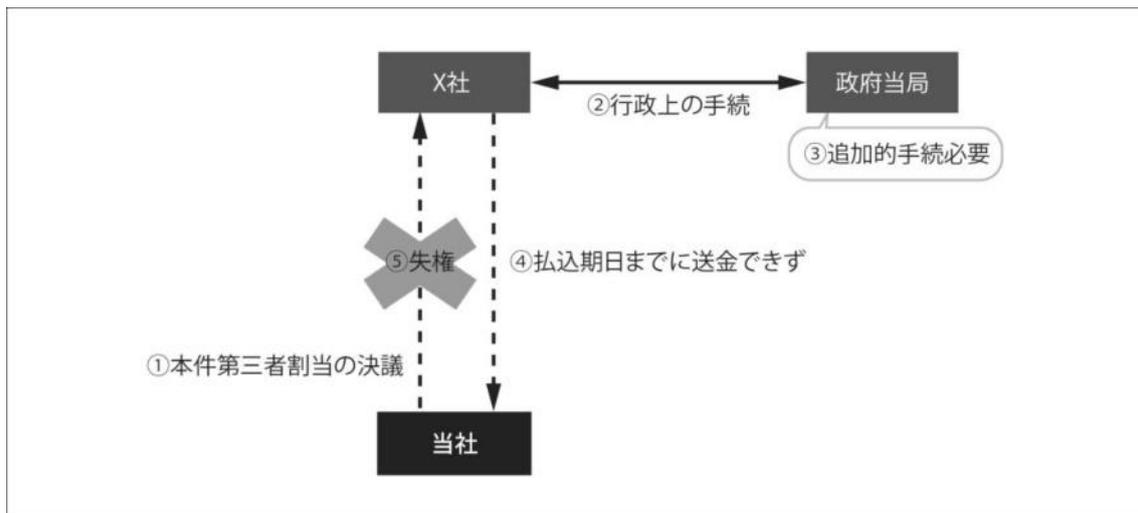
その後、当社の株価は急落し、本件第三者割当の決議日の約1カ月後には、株価が決議日前日の終値の約30%まで下落しました。これを受け、当社は、割当先X社と協議のうえ、本件第三者割当の中止を決定しました。



#### ➤ 6-2: 失権

当社(事例6-1と同一)は、借入金の返済、運転資金に充てるために、外国法人X社を割当先として第三者割当を行う旨決議しました。

当社によれば、X社の所在する国においては、国外への投資・送金には政府当局の認可が必要とのものであり、X社が手続を進めていました。しかし、その後、当社及びX社が把握していなかった手続が必要であることが発覚するなどして、送金手続が当初のスケジュールのとおり進みませんでした。その結果、X社は、期日までに払込を完了させることができず、本件第三者割当により割り当てる予定であった株式の大半が失権してしまいました。



### 【考え方】

会社情報の適時開示は、その担い手である上場会社が主体的な役割を果たすものであり、上場会社において、その意義・重要性についての十分な認識と開示に対する真摯な姿勢が強く期待されています。

そこで、本プリンシプル第4では、「適時・適切な情報開示により透明性を確保する」という原則を置き、エクイティ・ファイナンスに係る情報開示を行う場合の基本的な考え方として、「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」及び「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」が求められるとしました。

本事例で、当社は、第三者割当の実施を決議し資本を増強することを開示したにもかかわらず、その後、中止・失権により結果として資本が増強されなかったと開示することになってしまいました。

まず、事例6-1では、第三者割当が中止となった経緯として、過去の第三者割当の引受先が、長期の保有を約束していたにもかかわらず割当株式の全部を譲渡するという、必ずしも当社に帰責できない事情がきっかけとなっておりますが、割当先の信用度を審査する能力や、割当先に契約を履行させる説得力に欠けていた面は否めません。

次に、事例6-2では、当社及び割当先による海外送金のために必要な手続の確認が不十分であり、結果として失権に至っています。本件のように外国籍の会社に対して第三者割当を行うような場合、その国特有の手続が必要となるケースもあるため、予め、第三者割当の実施のために必要な条件の確認を十分に行っておく必要があります。

いずれの事例も、割当先の信用度等の調査やスキーム実行のために必要な手続の確認などを第三者割当の決議前に十分に調査・検討しておけば中止・失権を防げたものと考えられます。このような基本的な調査・確認を怠ったまま、エクイティ・ファイナンスに係る決議を行った場合には、結果として、本プリンシプル第4で示した「情報開示の内容の一貫性」を欠く事態を招く恐れもあります。

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

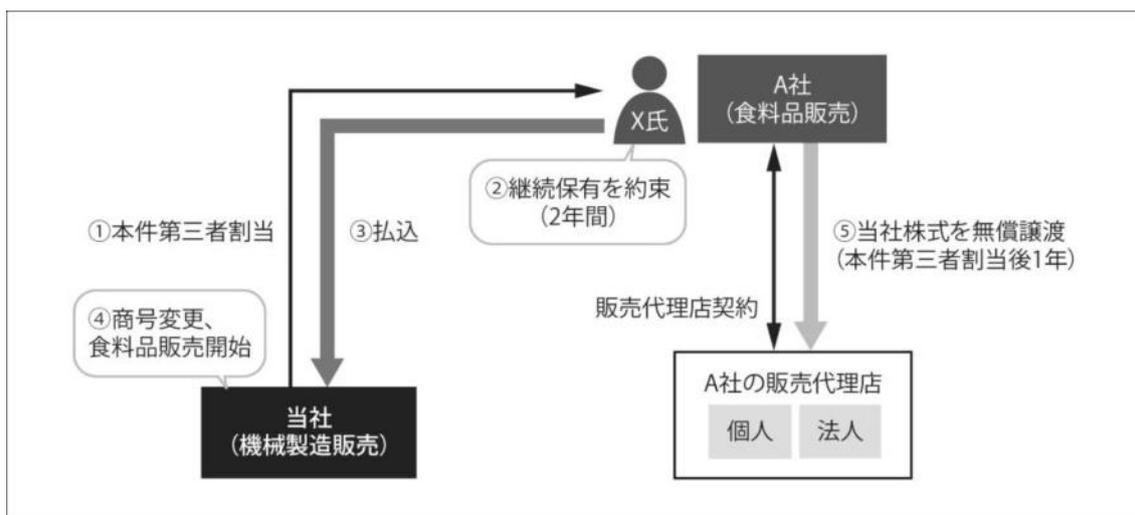
### 【概要】

当社は、機械等の製造販売を主たる事業としていましたが、業績低迷により、エクイティ・ファイナンスと新規事業への進出を繰り返すようになりました。

このような中、X氏を割当先とする第三者割当を決議したこと、及びこれによりX氏が当社の筆頭株主となることを開示しました。また、その開示資料では、X氏が当社株式を少なくとも2年以上に亘り保有する方針であることが記載されていました。

その後、当社は、その商号をX氏の氏名に由来する名称に変更し、X氏が代表者を務めるA社の製造する食料品の販売事業を開始しました。

しかし、割当後1年も経たないうちに、X氏が保有していた当社株式の一部を第三者に譲渡していたことが、大量保有報告書に係る変更報告書から判明しました。譲渡の理由は、A社の営業上の販売促進及び販売代理店の士気高揚のため、X氏保有の当社株式の一部をA社の販売代理店に無償で譲渡することになったとのことでした。



### 【考え方】

本プリンシプル第4では、「情報開示の内容が真実で一貫性があること」及び「その範囲が十分であること」を求めています。

東証は、上場会社が第三者割当を実施する場合には、割当予定先による株式等の保有・売却方針を把握して、適時開示資料に記載することを求めています。仮に、これらの開示情報に事実と反する点や不正確・不十分な点がある場合、上記の本プリンシプル第4で示した観点に照らして不適切であり、市場の公正性・信頼性に対する疑念を生じさせ得るものといえます。

本事例では、割当先X氏が中長期の保有を約し、その旨開示されていたにも関わらず、1年も経たないうちに売却しており、当初開示された内容と反する結果となっています。このような事態を招くことのないよう、上場会社は、第三者割当の実施にあたり割当先の保有・売却方針を正確に把握し、開示資料に記載しなければなりません。そのためには、他社による過去の第三者割当に係る適時開示や割当予定

先の大量報告書等における情報に基づき、割当予定先の投資実績や投資傾向を確認しておくことが考えられます。また契約によって割当先の保有方針を明文化しておくことも、選択肢となるでしょう。

なお、規程上<sup>15</sup>、上場会社は、割当先が割当を受けた日から2年の間に割当を受けた株式の譲渡を行った場合には、直ちに上場会社に書面によりその内容を報告することを割当先との間で確約することとなっています。また、上場会社は、割当先から割当株式の譲渡を行ったとの報告があった場合には、その内容を直ちに東証に報告する必要があります。そこで、上場会社は、第三者割当実施後も、割当先の保有・売却状況を把握できるようにしておく必要があります。

---

<sup>15</sup> 規程第422条、施行規則第428条、同第429条、同第430条

## 事例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

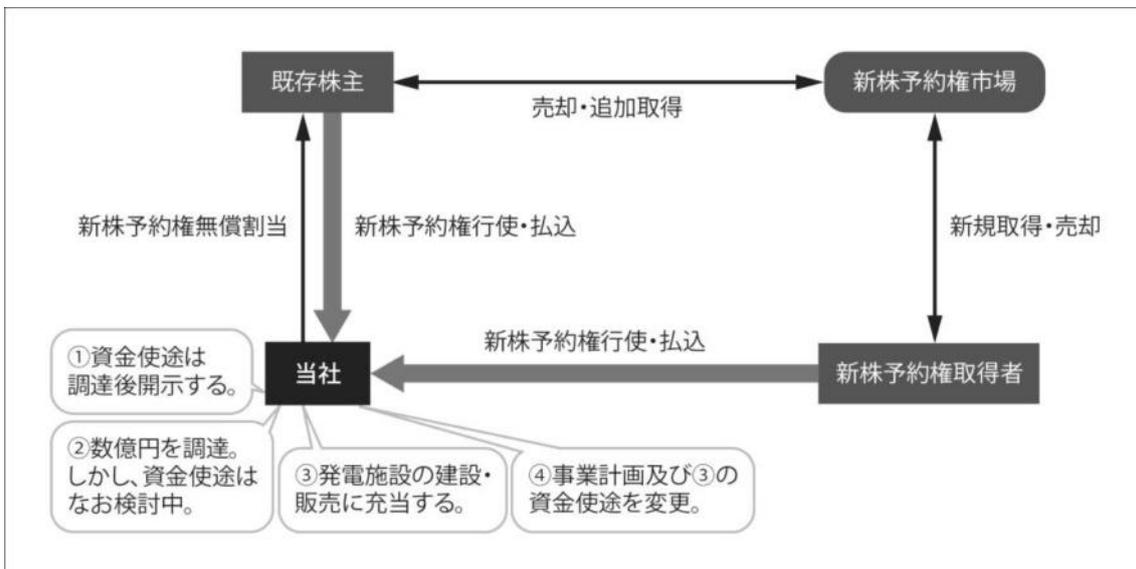
### 【概要】

当社は、主力事業の不振により継続して経常赤字の状況が続いていたため、新たな収益の柱を構築するべく新規事業としてエネルギー関連事業を立ち上げたところ、同事業の拡大を図るためにノンコミットメント型ライツ・オファリングにより資金調達するとの方針を公表しました。しかし、その具体的な資金使途については、発行する新株予約権の行使状況に応じて変動するため、資金調達完了後に改めて開示する、としていました。

資金調達完了後、当社は、その調達額が数億円であることを開示しました。しかし、具体的な資金使途については、なお検討中のため後日開示するとし、資金使途に関する開示時期を更に遅らせることになりました。

また、当社は、その後の事業計画の策定が遅れたことを理由として、資金調達から約2か月後になって初めて、発電施設を建設し、これを販売するプロジェクトに調達資金の一部を充当すると開示しました。

さらに、その約2か月後には、当社は、想定外の費用が発生するなどして計画が当初の想定より遅れたことなどを理由に同プロジェクトを中止しました。そして、当初の事業計画の内容を変更したうえ、新たに当初の予定地とは別の場所に発電施設を建設するプロジェクトの実施を検討していることを開示しました。



### 【考え方】

本事例において、当社は、発行決議時において具体的な資金使途を後日開示するとしています。この点、エクイティ・ファイナンスに関する情報開示において、具体的な資金使途の内容は、当該エクイティ・ファイナンスが企業価値の向上に資するものか判断するのに必要な情報であり、株主・投資者が投資判断を行うにあたって重要な情報です。したがって、当社が、発行決議時において具体的な資金使途を開示していなかったことは、本プリンシプル第4の「情報開示が、株主・投資者の投資判断にとって有用なものであること」という観点からは、十分ではなかったといえます。

また、本プリンシプル第4は、「情報開示の内容に一貫性があること」や「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」を求めています。この点につき、当社は、資金調達から約2か月後に具体的な資金使途の開示を行いました。その約2か月後には、発行時に開示した事業計画自体を変更し、併せて開示した具体的な資金使途についても変更しています。もちろん、資金調達後に、発行開示の時点で予測できない経済情勢の急変が起こった場合など、これに対応するためやむを得ず当初開示した事業計画や資金使途の内容を変更せざるを得ない場合も想定されます。このような場合におけるやむを得ない変更を否定する趣旨ではありませんが、エクイティ・ファイナンスの資金使途につき予め十分な検討を行っておくことが望まれます。

なお、上場会社において、一旦開示した情報について変更を行う場合については、変更した内容を正確に開示することは勿論ですが、併せて、変更に至った経緯等についても投資者に対して説得力ある開示をすることが必要です。

## 事例9 ライツ・オファ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

### 【概要】

当社は、直近数年において安定して収益を上げており、業績は好調でした。また、年間売上高を超える規模の流動資産を保有しており、自己資本比率も高く、財務基盤も安定していました。

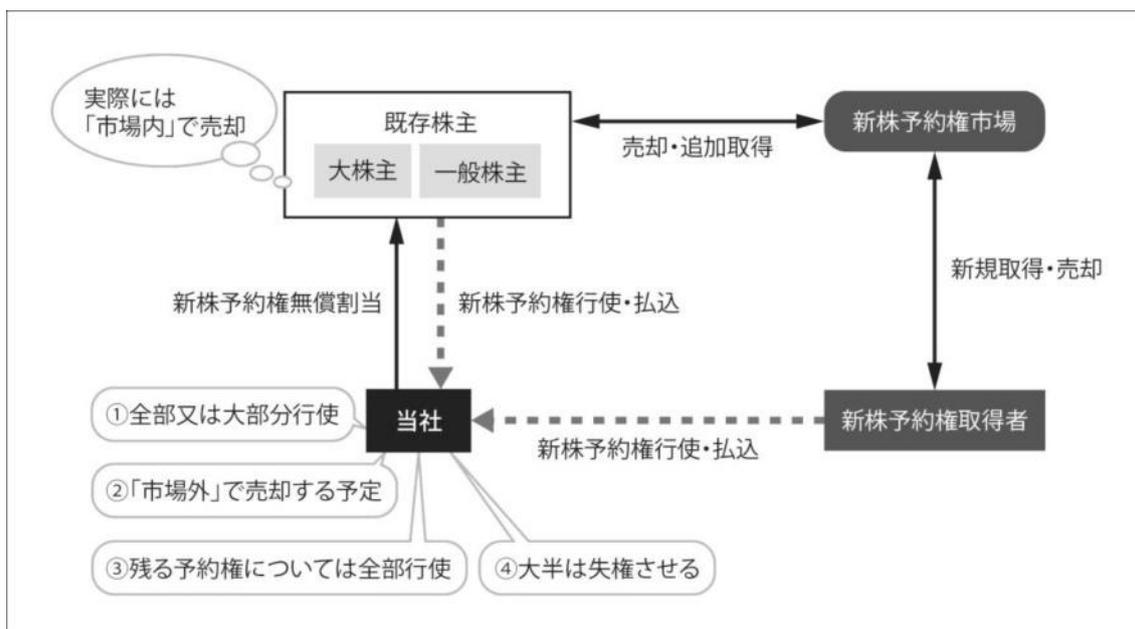
このような状況下で、当社は、更なる成長を遂げるためには、海外への事業展開やM&A等を積極的に推進することが必要であり、そのためには少なくとも数十億円を超える資金を調達しておく必要があるとしてノンコミットメント型ライツ・オファリングの実施を決議し、これを開示しました。また、同時に、当社の役員でもある複数の大株主（合算した当社株式の保有比率約25%）が、割り当てられた新株予約権について、全部又はその大部分を行使する意向であり、行使のための財源は市場の状況を勘案しつつ保有する当社株式や新株予約権の一部売却などにより調達する方針であることを開示していました。

ライツ・オファリング実施の決議後、当社の株価は急落し、低迷を続けました。

このような状況を受けて、当社は、大株主が株価に大きな影響を与える可能性があるため、保有する当社株式の売却を行わないこと、新株予約権を市場外取引により売却する予定であること、及び新株予約権を全部行使する方針に変わりがないが財源の調達結果次第では新株予約権の行使が一部に留まる可能性がある旨を開示しました。しかし、当社からこのような開示がなされた一方で、大株主は、新株予約権無償割当の効力発生直後から、新株予約権を市場内取引により売却していました。

この点、大株主は、大量保有報告書の変更報告書を提出する段階になって初めて、新株予約権を市場内取引で既に売却していたこと、及び保有する残りの新株予約権については手元資金に加え金融機関等からの借入による資金によって全て行使する意向を持っていることを当社に対して伝え、その旨開示がなされました。

その後も、当社の株価は低迷を続け、新株予約権の行使価格に近接した水準で推移したところ、大株主は、権利行使期間満了の直前になって、株価が下落している状況で権利行使を進めた場合の新株発行による希薄化の影響に配慮し、新株予約権の大半を失権させる方針としたことを当社に対して伝え、その旨開示がなされました。



**【考え方】**

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す。

本事例では、当社役員である大株主が実際には既に市場内取引で新株予約権を売却していたにもかかわらず市場外取引で売却する旨説明し、かかる事実と異なる情報が当社から開示されており、本プリンシプル第4の「情報開示の内容が真実であること」という観点に照らして不適切であるといえます。

また、一旦、大株主が保有する残りの新株予約権を全部行使する旨の開示がなされた後、権利行使期間満了の直前になって、大株主が保有する残りの新株予約権の大半を失権させる方針に変更した旨が開示されていますが、かかる一連の開示は、大株主が権利行使をするとの開示を信じて権利行使を行った一般株主の信頼を裏切るものであり、本プリンシプル第4の「情報開示の内容に一貫性があること」及び「情報開示の時期が適切であること」という観点に照らして不適切であるといえます。

## 事例10 調達資金の用途が変更されたケース

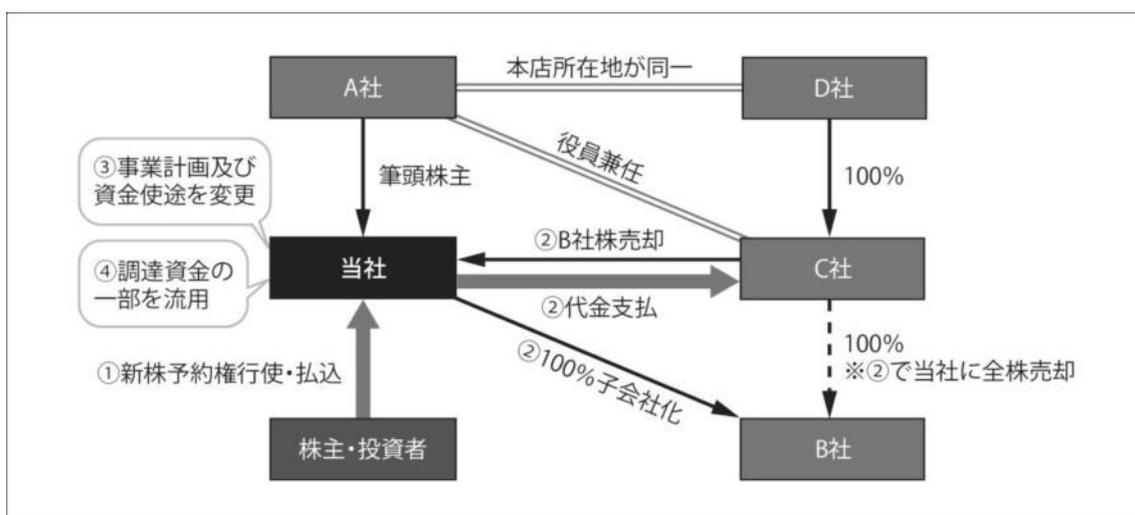
### 【概要】

当社は、主力事業の属する業界環境の悪化を踏まえて、抜本的な事業転換を図るべく新たにエネルギー関連事業を立ち上げました。そして、当社は、同事業資金を調達するために、ノンコミットメント型ライセンス・オフリングの実施を決議し、多額の調達資金を複数のプロジェクトに関する資金用途にそれぞれ充当することを開示しました。

まず、具体的な資金用途の一つとして、調達予定金額の約3分の1を使い、直前期において債務超過及び当期純損失を計上しているB社を買収するとしていました。この点、B社の親会社であるC社の役員は当社の筆頭株主であるA社の代表者と同一人物であり、また、C社の親会社であるD社とA社の本店所在地は同一であるとの事情がありました。

また、当社は、資金調達後まもなくして、一部のプロジェクトについて事業計画の変更を行い、併せて当該プロジェクトに係る具体的な資金用途についても変更する旨を開示しました。

さらに、当社は、本件ライセンス・オフリングの実施の約1年後に、本件新規事業について、第三者割当増資により更なる資金調達を行うことを東証に対して事前相談しましたが、その過程で、当社が、本件ライセンス・オフリングにより調達した資金の一部を、運転資金等に流用していたことが発覚しました。



### 【考え方】

まず、当社は債務超過及び当期純損失を計上しているB社の買収に多額の資金を投入していますが、その買収資金の支払先であるC社とその親会社D社が当社の筆頭株主であるA社と一定の関係を有しているという事情を踏まえて考えると、B社の買収が真に当社の企業価値向上のために行われたのではなく、一連の取引を通じて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のではないかという疑念を株主・投資者に抱かせる恐れがあるものといえます。この点、当社から合理的な説明がなされない限りは、本プリンシプル第3に示した「個々には直ちに法令や取引所規則等の違反とはい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」という観点に照らして不適切であるといえます。

また、当社が、資金調達後間もなく、事業計画の変更と資金用途の変更を行っていることや、資金の一

部を運転資金に流用していたことについては、本プリンシプル第4に示した「情報開示の内容に一貫性があること」や「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」という観点に照らして不適切であるといえます。

なお、当初開示していた資金使途に変更が生じた場合は、「開示事項の変更」として直ちに開示する必要があります<sup>16</sup>。

---

<sup>16</sup> 規程第416条第1項、『会社情報適時開示ガイドブック』(2014年6月版)133頁参照

お問合せ

日本取引所自主規制法人 上場管理部

〒103-8220 東京都中央区日本橋兜町2番1号

TEL 03-3666-0431(代表) URL <http://www.jpx.or.jp/>

日本取引所自主規制法人