

2016年11月

新株予約権を用いた近時の第三者割当型ファイナンス

弁護士 甲立 亮 / 中山 伸介

第三者割当型の新株予約権(あるいは転換社債型新株予約権付社債)による資金調達事例は、ここ数年の間に広く見られるようになり、報道によれば、今年は第三者割当型の新株予約権の発行社数が過去最高を更新するペースとなっている。

このように上場会社にとって一般的な資金調達手法の一つとなった第三者割当型の新株予約権による資金調達について、筆者らは、2014年2月のニュースレターにおいて、若干の事例を紹介したが、その後も、発行会社の資本政策に関する意向や資金調達ニーズに柔軟に対応するため、新たな手法・仕組みを活用した事例が現れている。そこで、本ニュースレターでは、新株予約権による資金調達の基本的な仕組み・特徴とともに、そのような新たな事例のいくつかを紹介することとしたい。

1 新株予約権の内容と特徴

新株予約権とは、株式会社に対してこれを行行使することにより、当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利(オプション)をいう。発行会社は、新株予約権の発行時にその払込金額(オプション・バリューに相当する金額)の払込みを受けるとともに、新株予約権の行使時に行使価額(新株予約権の行使により交付される株式の対価)の払込みを受けるとともに、資金調達をすることができる。もっとも、新株予約権の払込金額は、行使価額よりも相当程度僅少な金額となるのが通常であるうえ、株価が行使価額よりも低ければ、新株予約権の保有者が、市場での株式購入よりも経済的に不利となる新株予約権の行使を選択することはないはずである。そのため、新株予約権の発行会社は、株価が行使価額を上回らない限り、企図していた資金調達を実現できない。また、仮に株価が行使価額を上回っていても、何らかの事情により保有者が権利行使をしない場合には、資金調達のタイミングが遅れることとなる。

他方、発行会社としては、株価が行使価額を上回っている状況であっても、当面は権利行使を望まない場合もある。例えば、将来的な資金需要に備えておきたいという資本政策上の要請はあるものの、差し迫った資金需要まではない場合である。しかしながら、新株予約権の保有者が実際に権利行使をした場合、新株予約権の権利としての性質上、発行会社が株式の交付を拒むことはできない。

上記のような新株予約権の権利行使の不確実性、あるいは新株予約権の権利としての性質を緩和するため、例えば、新株予約権の内容として、行使価額が株価に連動して修正される旨の条項(行使価額修正条項)を規定するとともに、発行会社と割当先との間の契約において、一定の条件の下で発行会社が割当先に権利行使を義務付け

ることができる旨の条項(コミットメント条項)を規定する事例や、逆に発行会社が割当先による権利行使を一定期間禁止することができる旨の条項(行使制限条項)を規定する事例が従前より多く見られていた(主要な事例の概要については、2014年2月の当事務所のニュースレター「新株予約権の第三者割当てによる資金調達事例」(https://www.amt-law.com/pdf/bulletins10_pdf/140217.pdf)を参照されたい。)

近時、そのような新株予約権の内容や割当先との契約の内容にさらに工夫を加え、より柔軟に発行会社の資金調達ニーズに対応しようとする事例が出てきているので、以下でそのいくつかを紹介する。

2 最近の新たな資金調達事例

(1) 割当先が新株予約権の行使を発行時にコミットするもの

従前から利用されているコミットメント条項付新株予約権は、一定の条件の下で、発行会社が割当先に対して新株予約権の行使を指示することができるものである。このような行使指示型のコミットメント条項付新株予約権の場合、発行会社は、株価の水準等を見ながら、都度、割当先に指示を行って、一定の期間内に新株予約権を行使することを義務付けることで、権利行使の不確実性を軽減し、それにより、機動的な資金調達を実現することができる。ただし、発行会社がそのように行使を指示するためには、割当先との契約上、その都度開示を行う必要があり、また、行使を指示する時点で未公表のインサイダー情報がないことといった所定の条件を満たしている必要があるのが通常である。

これに対し、最近では、新株予約権の行使の不確実性をさらに軽減する手法として、発行会社と割当先との間の契約において、行使期間が満了する前に全ての新株予約権を行使すること及び行使期間中の一部の期間において一定の数の新株予約権を行使することを割当先が約束する事例が見られる。この場合、割当先としては、株価が行使価額を下回っている場合にも権利行使を義務付けられてしまうと損失を被ってしまうため、行使指示型のコミットメント条項付新株予約権の場合と同様に、新株予約権の内容として、行使価額が権利行使時の直前の株価を基準に一定のディスカウントをした価額に修正される行使価額修正条項があわせて規定される。もともと、行使指示型のコミットメント条項付新株予約権の場合とは異なり、発行会社が割当先に行行使を指示する度に開示を行ったり、所定の条件を満たしていなければならないといった制約はない。

そのような事例においても、一定の事由が生じた場合には割当先が権利行使する義務を免れるとされており、例えば、株価が下限行使価額を基準とする一定の金額を継続的に下回る場合や、発行会社の株式について通常と著しく異なる取引状況が生じている日(発行会社の株式が監理銘柄に指定されている日やストップ安で取引を終えた日等)が一定の日数累積した場合がこれに該当する。そのような限定的な場面においては権利行使がなされないという制約はあるものの、発行会社としては、行使期間全体にわたって新株予約権が全て行使されることによる最終的な資金調達と、行使期間中の一部の期間における短期的な資金調達の両方について、確実性を高めることが可能となる。

(2) 行使条件を業績とリンクさせるもの

前述のとおり、従前から、割当先との契約において、発行会社が割当先による新株予約権の行使を一定期間禁止することができる旨の条項(行使制限条項)を規定する事例は多く見られたところである。

最近では、この行使制限条項を利用して、発行会社が一定の業績を達成しない限り、新株予約権を行使することができない仕組みを設ける事例が見られる。すなわち、発行会社は、新株予約権の行使期間中における各年度に

係る決算発表等で公表された財務上の指標等を基準として、当該年度の所定の業績目標を達成したかどうかを判断し、未達と判断された場合には、当該決算発表の日に行使制限条項に基づいて権利行使を禁止する旨の決定をするとともに、翌年度以降に業績目標を達成した場合に限ってかかる行使制限を解除することを、割当先との契約の中に規定するものである。

このように新株予約権の行使を業績の達成とリンクさせた場合、発行会社には、資金調達の実現という観点から、株価の上昇のみならず、その基礎となる業績を達成することに向けて、より強いインセンティブが働くことになる。さらに、発行会社は、かかる行使条件を開示することで、当該業績の達成へのコミットメントを市場に対して発信することにもなる。このような業績要件型の新株予約権は、ストックオプションとして発行されている事例は従来から見られたが、資金調達目的で発行された事例はなかったように思われる。

(3) 交付株式数が固定され、転換価額の上昇により調達金額が増大する新株予約権付社債

一般に、転換社債型の新株予約権付社債(CB)を発行する場合、発行の時点で全額の資金調達ができるものの、その後の転換に際しては、行使に係る新株予約権に付された社債部分のみが出資され、追加的な金銭の出資は行われぬ。従来の転換価額修正条項付のCB(MSCB)の場合も同様であり、株価に連動して転換価額が上昇しても、転換により交付される株式の数(交付株式数)が減少するだけで、調達金額には影響は生じない設計であった。他方、株価が下落すると、転換により交付される株式数が増大するため、MSCBは、株式の希薄化という観点から、株主にとってのデメリットが大きいと見られることも多い。

このように、株価に連動した転換価額の変動により、交付株式数が確定せず、株式の希薄化の規模が発行当初に確定しないというMSCBのデメリットに対応するため、最近では、転換により交付される株式数をあらかじめ固定した設計のMSCBを発行した事例が見られる。交付株式数を固定することにより、株式希薄化が当初の想定よりも大きくなるという従来のMSCBにおける懸念を解消するものである。具体的には、転換に際して出資される財産を従来のように社債部分のみとするのではなく、転換価額が下限転換価額よりも上昇した場合には、「転換価額×交付株式数」で算出される出資財産のうち、社債の金額を超過した部分を社債部分に追加して金銭で出資する仕組みとなっている。なお、当該MSCBの転換に際して交付される固定の株式数については、下限転換価額で転換がなされた場合に社債部分のみが出資される(「下限転換価額×交付株式数」が社債の金額と一致する)ように設定されており、経済的に転換時の払戻しが必要となる状況が生じないように工夫されている。

従来のMSCBは、通常のCBと同様に、転換に際して出資される財産が社債部分のみに固定されていたため、転換価額が上昇した場合、交付株式数は減少するものの、発行会社の調達金額は増加せずに固定されていた。これに対し、上記の事例では、株価の上昇に伴って転換価額が上昇した場合、交付株式数に変更は生じないが、転換に伴う追加的な金銭の払込みにより、発行会社の調達資金の額が増大する仕組みとなっている。

3 最後に

第三者割当てによるエクイティ・ファイナンスは、原則として取締役会限りで実施できる機動的な資金調達手法として有用な反面、かつては、大規模な希薄化等により既存株主の利益を不当に損なっているように見受けられる事例や、実態が不透明な割当先に対して調査も不十分なまま割当てを行うといった事例の存在が指摘されていた。

そのような事例の存在を背景として、2009年に、金融商品取引法や東京証券取引所の有価証券上場規程により、第三者割当てに係る開示の大幅な充実・強化が図られたほか、その後も、上記のような事例で見られた問題点に関連して、日本取引所自主規制法人のエクイティ・ファイナンスのプリンシプルの策定といった規制強化の動きが見

られた。

しかしながら、そうした状況の中でも、第三者割当型のファイナンスに関しては、上記 2 で紹介した事例をはじめとする新たなスキームも考案され、資金調達的手法・仕組みの多様化が進んできた。その要因の一つとして、第三者割当型のファイナンスは、発行会社と割当先との相対での協議により、新株予約権の内容や発行会社と割当先との間の契約内容に工夫を加える余地が大きく、そのような工夫によって発行会社の資本政策に関する意向や資金調達ニーズに柔軟に対応しやすいという特色があることが考えられる。

伝統的なエクイティ・ファイナンスの手法は必ずしも全ての上場会社にフィットする資金調達方法であるとは限らないはずであり、今後も、上記の特色を活かして発行会社の意向・ニーズに適合した手法・仕組みを用いた資金調達の実績が積み上がり、上場会社による第三者割当型のファイナンスの認識・活用が広まる可能性が考えられる。

-
- 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、下記弁護士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。
弁護士 甲立 亮 (ryo.kohdate@amt-law.com)
弁護士 中山 伸介 (shinsuke.nakayama@amt-law.com)
 - 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 までご連絡下さいますようお願いいたします。
 - 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。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩、福田直邦