

新株予約権付社債の取得条項

1. 序

平成18年5月の会社法の施行により取得事由や交付財産を自由に選択できる新株予約権付社債の「取得条項」(会社法236条1項7号)が利用可能となっています。資金の流動性が乏しい昨今においても、かかる取得条項の活用により、新たな資金調達・投資の機会が提供される可能性があると考えられますので、この取得条項の活用について、実例をもとに簡単にご紹介したいと思います。

2. 新株予約権付社債の取得条項

新株予約権付社債は、資本の増強を目的とする発行会社と株主に合わせて新株予約権を行使したい投資家、双方にとってメリットがあります。しかし、新株予約権の行使は、専ら新株予約権者の意思決定によるのであり、発行会社の都合でその行使を強制させることはできません。仮に発行会社及び投資家間の契約により行使強制を特約したとしても、新株予約権の行使は「なす債務」であり、当該特約は発行会社と投資家間の単なる債権債務関係にすぎないため、当該新株予約権が行使されたものとして投資家に株式を交付することはできないというのが、従来からの一般的な見解です。また、償還方法として償還時に合意することにより、新株予約権付社債の償還において株式を交付することも、理論上は考えられるとしても、会社法上の新株発行又は自己株式の処分の手続きが別途必要となることから現実的ではありません。

これらに対して、その取得対価を発行会社の株式とする取得条項付新株予約権付社債の場合には、発行会社の判断で新株発行の手続き又は自己株式の処分の手続きを経ずに投資家に対して株式を交付することが可能となり、当該新株予約権付社債に付された新株予約権の全部を強制的に行使さ

せるのと同様の効果を得ることができます。また、取得条項付新株予約権付社債の取得は、株主ではなく新株予約権者に対価を交付するものであるため、取得条項付株式(会社法108条1項6号)の取得とは異なり、分配可能額による財源規制(会社法461条)に服することはありません。発行会社にとっては、使い勝手の良い金融商品になり得ます。

他方で、投資家の立場に立てば、要望もしていないのに社債というデットが株式というエクイティに強制的に転換されてしまうことを意味します。株価の下落局面においては、社債が株式に転換されてしまうことが損失につながることはもちろんのこと、株価の上昇局面においても、新株予約権の行使時期を自由に選択できるという新株予約権の妙味が奪われることになり、投資家にとっては抵抗感のある条項となり得ます。

そこで、実務上、取得事由や交付財産の内容の定め方を工夫することで、発行会社と投資家の双方が納得する妥協点を目指します。ここでは取得条項付新株予約権付社債の過去の発行事例とその限界を考察します。

3. 取得条項付新株予約権付社債の発行事例

(1) 希薄化抑制を目的とした額面現金決済型取得条項

新株予約権が行使された場合、通常、社債の額面金額相当額を行使価額で除して得られる数の株式が交付されます。株価が新株予約権の行使価額を上回っている場合、新株予約権の行使により取得した株式を市場で売却することにより、投資家は含み益を実現することができますが、一度に相当量の株式を売却すれば株価が下落するおそれがあり、希望する株価で取得した株式の全てを売却できるとは限りません。また、発行会社はこの投資家による含み益の実現のための株式の売却による株価の下落を嫌います。ここに、交付財産としての株式と金銭をバランスよく組み合わせた取得条項の需要があります。

本ニューズレターの執筆者



えじり たかし
江尻 隆
パートナー
弁護士



たんげ たかゆき
丹下 隆之
アソシエイト
弁護士

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

西村あさひ法律事務所 広報室
(電話:03-5562-8352 E-mail:info@jurists.co.jp)

そこで、最近発行されているのが、取得条項を用いた額面現金決済型新株予約権付社債です。

額面現金決済型とは、アメリカで Net Share Settlement と呼ばれているものです。額面現金決済型取得条項付新株予約権付社債においては、その取得条項により当該新株予約権付社債が発行会社により取得される際に、株価が新株予約権の行使価額を上回っている場合には、社債の額面金額相当額については現金が支払われ、そのアッパー部分(社債の転換価値－社債の額面金額相当額)については一定のVWAP(売買高加重平均株価)算定期間の最終日の行使価額等で除して得られる数の普通株式が交付されます。これにより、通常の新株予約権付社債に比して、交付される株式数が相当程度減少するため、希薄化が大幅に抑えられます。これに対し、株価が新株予約権の行使価額を下回っている場合には、社債の額面金額相当額の現金が支払われるのみで、株式は交付されません。

(額面現金決済型取得条項の「交付財産」の記載モデル)

「交付財産」とは、新株予約権付社債につき、社債の額面金額相当額の金銭及び社債の転換価値(額面金額÷一定のVWAP算定期間の最終日の行使価額)×当該VWAP算定期間におけるVWAPの平均値)から社債の額面金額相当額を差し引いた額(正の数値である場合に限り。)を当該VWAP算定期間の最終日の行使価額で除して得られる数の普通株式(但し、単元株式に限る。)をいう。

これに対して、取得条項を用いることなく、上記の額面現金決済型取得条項付新株予約権付社債と同様の経済的効果を生み出すために、新株予約権付社債の転換価値から社債の額面金額相当額を差し引いたアッパー部分のみに新株予約権の行使を限定し、残りの社債の額面金額相当額については現金を支払うとする商品設計が考えられますが、これを採用することは実務上困難です。なぜなら、会社法上、1個の新株予約権の一部行使は許されないと解されており、1個の社債に1個の新株予約権を付するのが実務上の大勢となっているためです。

(2) 現金償還額の圧縮を目的としたソフト・マンドトリー条項

(1)で述べた額面現金決済型取得条項とは逆に、その取得条項により新株予約権付社債が発行会社により取得される際に、株価が行使価額を下回っている場合には、株式と金銭が交付されるものです。すなわち、株価が行使価額を下回っている場合、社債の額面金額相当額を一定のVWAP算定期間の最終日の行使価額で除して得られる数の普通株式に加えて、そのダウン部分に相当する現金が交付されます。これにより、満期償還日において現金により償還する場合に比して、支払金額を大幅に抑えることが可能になります。これに対して、株価が行使価額を上回っている場合には、上記の数の普通株式のみが交付されることになります。

(ソフト・マンドトリー条項の「交付財産」の記載モデル)

「交付財産」とは、新株予約権付社債につき、社債の額面金額相当額を一定のVWAP算定期間の最終日の行使価額で除して得られる数の普通株式(但し、単元株式に限る。)及び社債の額面金額相当額からかかる株式数に当該VWAP算定期間におけるVWAPの平均値を乗じて得られる額を差し引いた額(正の数値である場合に限り。)の金銭をいう。

(3) ハイブリッド債

新株予約権付社債はデットとエクイティの中間的な性質を有します。財務の健全性からはエクイティ性の資金調達志向が志向されることから、さらにエクイティ性を強めるために、低利率かつ長期の償還期間を有する劣後債を取得対価とする取得条項を付した新株予約権付社債(ハイブリット債)を発行した事例も存在しています。

4. 取得条項付新株予約権付社債の限界

(1) 取得期間における新株予約権の行使を制限する取得条項

発行会社が取得条項付新株予約権付社債を取得する場合、その取得日を通知又は公告する必要があります(会社法 273 条 3 項)、通知又は公告から取得日までの間、新株予約権が行使されないよう新株予約権の行使ができない停止期間を定めておく必要があります。この点、新株予約権取得

のための通知・公告は、取得の事実を事前に知らしめるためのものに過ぎず、新株予約権行使の停止期間は新株予約権条項に明記されたものである限りは適法と考えられており、実務上もこれを定めるのが通常です。取得の通知・公告期間中に新株予約権を行使できないことを定める取得条項は適法であると解されています。但し、停止期間を通知又は公告から取得日までに限定せず、取得日後も新株予約権を行使できないこととなっている場合には、当該取得条項は取得日後に新株予約権を消滅させると解釈されるおそれがあり(会社法 287 条)、停止期間の定め方として適当ではありません¹。

(2) 取得の対価を発行会社又は新株予約権付社債権者が選択できる取得条項

取得事由や交付財産の内容等は募集事項の決定のときには定めなければなりません(会社法 238 条 1 項 1 号、236 条 1 項 7 号)。これは取得の対価を明示することで新株予約権付社債権者を保護するためにあると思われれます。そのため、交付財産として株式若しくは現金又はその組み合わせを発行会社が取得時点で任意に選択できる定め方は許されないと考えられています。他方、新株予約権付社債権者が交付財産の種類を選択することができる定め方は適法であると考えられています。

(3) インサイダー取引規制との関係

発行会社が取得条項に基づき新株予約権付社債の新株予約権を取得する行為は「上場会社等の特定有価証券等に係る売買その他の有償の譲渡若しくは譲受け」(金融商品取引法 166 条 1 項)に該当し、インサイダー取引規制の適用を受けず²。発行会社は、取得条項に基づく取得といえども、インサイダー情報を有しながら、新株予約権を取得することは許されないこととなります。

この点、発行会社の行為にかかわらず発生する取得事由が予め定まっておき、その取得事由に基づき発行会社が新株予約権を取得する場合であれば、発行会社による投資判断が介在せず、インサイダー情報の不正利用も存在しません。そのため、インサイダー取引規制の趣旨に抵触しないと解釈されますが、インサイダー取引規制の適用除外規定(金融商品取引法 166 条 6 項各号)に明示的に該当するものがないとい

う問題があります。そこで、実務上は、インサイダー取引の適用を受けるおそれがあることを前提とした方が安全であると考えられています。

従って、いかなる取得条項に基づく取得の場合でも、発行会社は取得の前に重要事実の有無を入念に社内調査する必要があります。特に、近年、自己株式の取得など悪意ではないインサイダー取引規制違反に関しても、課徴金納付命令(金融商品取引法 175 条 2 項)が積極的に適用されています。金融商品取引法の一部改正においても、証券等監視委員会の権限が強化され、課徴金制度が拡充しているため、発行会社としては取得条項付新株予約権を取得するには慎重に判断する必要があります。

(4) 行使請求されたときに新株予約権を取得することを内容とする取得条項

発行会社としては、新株予約権付社債権者からの新株予約権の行使請求に対し、普通株式以外の財産を交付財産とした取得条項を発動させ、新株予約権付社債を取得したい場合があります。しかし、この取得条項は不適法になると考えられます。なぜなら、新株予約権が「株式会社に対して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」(会社法 2 条 21 号)であることに反するおそれがあるからです。但し、行使を希望した新株予約権付社債権者のうち発行会社の取締役会が決定した一部の者からのみ取得条項付新株予約権付社債を取得する場合には、新株予約権の行使可能性を完全に奪うものでもないことから、適法であるとする見解が示されています³。この場合でも、行使を認める者と認めない者の選別において、不合理な選別は許されないことには留意して下さい。

以上

¹ これに対して、新株予約権の行使が制限される期間を取得日までとした場合、発行会社が取得した新株予約権付社債の予約権部分については、取得日以降に消滅することではなく、自己新株予約権として存続することになります。

² 金商法政府令案に関するパブリックコメント及び金融庁の考え方 569 頁

³ 登記情報 549 号 38 頁