

資金調達手段としての株式・新株予約権発行(有利発行等)

弁護士 池田賢生
弁護士 田椽史也

Question

当社は、資本増強のために普通株式の第三者割当ての方法による発行を考えております。COVID-19の流行を踏まえ、①発行価格の算定をどのように決定すればよいでしょうか。②また、適時開示の記載について気を付ける点がありますか。

Answer

①発行価格の算定について

株式の発行価格を決定する際、特に有利な金額で発行をする場合は株主総会においてその理由を説明する必要がありますが、取締役会設置会社において特に有利な金額でなければ取締役会の決議で発行をすることができます(会社法第199条第2項、第3項、第201条第1項)。特に有利な金額にあたるか否かの基準は、原則として、株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額に0.9を乗じた額以上の価額となっております。もっとも、COVID-19の流行による価額の状況等を勘案し、発行決議日の直前日を基準とすることが適当でない場合には、一定期間(最長6か月)の終値平均値を基準とすることも許容されると考えられます。

②適時開示について

適時開示において払込金額の算定根拠を記載することが求められております(東証有価証券上場規程第402条第1号(a)、同施行規則第402条の2第2項第2号)。上述のとおり、発行価格の算定において一定期間の終値平均値を基準とする場合、その合理的な理由が必要となり、その際にCOVID-19の影響を加味した理由を言及することになると考えられます。

1. 有利発行規制

(1) 第三者割当ての会社法上の手続・特に有利な金額について

COVID-19の影響により経済活動が停滞し、業績の急激な悪化によって財務体質が悪化した上場企業においては、資金調達を行うべく第三者割当てを行うことが選択肢として考えられます。エクイティによる資金調達の手段としては公募増資やライツ・オファリング等もありますが、資金調達を迅速に、かつ、確実にを行うという観点から第三者割当てを選択することも十分に考えられます。

そこで、上場企業における第三者割当ての手続及び有利発行規制について説明いたします。

ア. 第三者割当てに関する手続

上場企業が普通株式の第三者割当てを行う場合における手続としては、概要、以下のとおりです。

日程	手続の概要
X-約 2 週間前	財務局・取引所に対する事前相談
X	新株発行に関する取締役会決議 有価証券届出書の提出 新株発行に関する適時開示
X+約 15 日以降	総数引受契約の締結 出資金の払込 払込完了のプレス
払込から 2 週間 以内	登記変更

募集事項のうち、募集株式の払込金額が、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は、株主総会の特別決議が必要となり、取締役は株主総会において必要な理由を説明しなければなりません。そのため、資金調達を迅速に行うという観点から、払込金額が特に有利な金額にあたらぬよう注意する必要があります。

イ. 特に有利な金額について

特に有利な金額にあたるか否かの基準は、原則として、株式の発行に係る取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価格）に 0.9 を乗じた額以上の価額となっております¹。ただし、直近日又は直前日までの価額又は売買高の状況等を勘案し、当該決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長 6 か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に 0.9 を乗じた額以上の価額とすることができます。裁判例においても「公正発行価額は、発行価額決定前の当該会社の株式価格、右株価の騰落習性、売買出来高の実績、会社の資産状態、収益状態、配当状況、発行済み株式数、新たに発行される株式数、株式市

¹ 平成 22 年 4 月 1 日付け日本証券業協会発表「第三者割当増資の取扱いに関する指針」
(<https://www.jsda.or.jp/about/kisoku/files/c0301.pdf>)

況の動向、これらから予測される新株の消化可能性等の諸事情を総合し」て決定すべきとしています²。

COVID-19の流行により、株価が急落し、発行決議日の直前日を基準とすると企業価値が正確に反映されておらず、発行決議日の直前日を基準とすることが適当でないと判断される事案も見受けられます。このような場合、株価の適正な価格を算定すべく、一定期間（最長6か月）の終値平均値を基準とし、当該価格に0.9を乗じた額以上の価格を払込金額とすることが考えられます。

(2) COVID-19下における第三者割当ての事例

2020年2月下旬から2020年3月下旬にかけて日経平均株価は暴落しており、2020年3月下旬以降もCOVID-19の影響により急落している時期があります。第三者割当増資を行った上場会社のうち、このような時期でも新株発行の取締役会決議の直前営業日とする事例もありますが、一定期間の終値単純平均の価格を基準としたものとして以下の事例があります。

会社名	取締役会決議日	払込金額基準日/基準期間	備考
株式会社海帆 ³	3月13日	発行価額は、第三者割当増資に係る取締役会決議日の直前営業日（3月12日）までの1ヶ月間における東京証券取引所マザーズ市場における普通株式の終値単純平均	発行価額は直前の営業日（3月12日）における終値に対しては12.61%のプレミアム、本取締役会決議日の直前3ヶ月間の終値単純平均に対しては6.56%のディスカウント、本取締役会決議日の直前6ヶ月間の終値単純平均に対しては7.84%のディスカウント
株式会社松風 ⁴	5月14日	取締役会決議の直前営業日（2020年5月13日）までの3か月間の株式会社東京証券取引所における普通株式の終値の単純平均株価	取締役会決議の直前営業日終値に対しプレミアム率3.07%、同直前営業日までの1か月間の終値の単純平均株価に対しプレミアム率5.93%、同直前営業日までの6か月間の終値の単純平均株価に対しディスカウント率3.06%

² 最判昭和50年4月8日民集29巻4号350頁

³ 株式会社海帆「第三者割当により発行される新株式の募集に関するお知らせ」(<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3133/tdnet/1807359/00.pdf>)

⁴ 株式会社松風「三井化学株式会社への第三者割当による新株式の発行及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」(<https://pdf.irpocket.com/C7979/yCGV/bfz5/mT4o.pdf>)

以上のプレスリリースからもうかがわれますとおり、COVID-19の影響により株価が一時的に下落し、取締役会決議の直前営業日の終値を基準価格とすることが妥当でないのであれば、一定期間の終値平均値を基準とすることを検討する必要があると思料されます。

2. 東証の自主規制

(1) 第三者割当増資の際に適用される東証の手続について

上場企業においては法律に定められた手続に従うほか、第三者割当増資を行う場合、東京証券取引所の有価証券上場規程に従うことになります。

上場企業は会社法第199条第1項に規定する株式発行を行う場合には、「a 払込金額の算定根拠及びその具体的な内容及びb 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に関する監査役、監査等委員会又は監査委員会の意見等」を開示しなければなりません（有価証券上場規程施行規則第402条の2第2項第2号）。なお、金融商品取引法第5条第1項、企業内容等の開示に関する内閣府令第8条第1号及び企業内容等の開示に関する内閣府令第2号様式記載上の注意(23-5)においても、有価証券上場規程施行規則と同様の内容を記載することが求められております。

また、COVID-19の影響により、株価が下落して株式の発行数量が増加し、希釈化率が25%を超える場合又は当該割当てにより支配株主が異動する見込みがある場合には、経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手又は当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認をしなければならないため、注意が必要です（東証有価証券上場規程第432条各号）。

(2) 適時開示における他社事例

先に述べましたとおり、COVID-19の影響下において第三者割当増資を行う場合は発行価格の算定にあたってCOVID-19の影響を考慮し、適切な価格を算定する必要があります。そして、適時開示にあたって、「払込金額の算定根拠及びその具体的な内容」を示さなければならないところ、具体的な内容として、COVID-19がどのように当該会社の事業、業績又は株価に影響し、算定にあたってなぜCOVID-19を考慮しなければならないのか記載することになると考えられます。

例えば、COVID-19の影響下において第三者割当増資を行った会社は以下のように記載しております。

会社名	決議日	記載内容
株式会社海帆 ⁵	3月13日	当社は、2020年2月14日に第3四半期の決算発表を行っており、当該公表内容を反映した株価を考慮し且つ直近の新型コロナウイルス感染症の感染リスクに伴う株価下落も考慮すべく、発行価額を本取締役会決議の直前営業日までの1ヶ月間における東京証券取引所マザーズ市場における当社普通株式の終値単純平均を参考に、決定することと

⁵ 株式会社海帆「第三者割当により発行される新株式の募集に関するお知らせ」(<https://ssl4.eir-parts.net/doc/3133/tdnet/1807359/00.pdf>)

		しました。
株式会社松風 ⁶	5月14日	3か月間の終値の単純平均株価といたしましたのは、特定の一時点を基準とするより、一定期間の平均値という平準化された値を採用するほうが、一時的な株価変動の影響等の特殊要因を排除でき、算定根拠として合理的であると判断したためです。また、1か月間の平均という期間では、「新型コロナウイルスの影響による株式相場全体の変動」という特殊要因による影響が大きいことから、3か月間の平均を採用するほうが平準化された値であると判断したためです。一方、6か月間の平均との比較においては、当社は2020年3月期第3四半期決算発表を2020年2月4日に行っており、第3四半期決算発表前の長期間の株価が織り込まれていることから、3か月間の平均を採用するほうが、直近の変動推移の影響をより平準化し、当社の現時点の企業価値を反映し得ると判断したためです。

以上のとおり、第三者割当増資の払込金額の算定根拠を記載するにあたっては、COVID-19の影響により直前の株価を反映することが適切でないこと、株価の下落期間や決算発表の時期その他会社の個別事情を考慮した上、決せられることとなります。

これらの記載は、今後、COVID-19の影響のみならず他の事情により株価が下落した場合においても参考になると思われま。

以上

⁶ 株式会社松風「三井化学株式会社への第三者割当による新株式の発行及びその他の関係会社の異動に関するお知らせ」(<https://pdf.irpocket.com/C7979/yCGV/bfz5/mT4o.pdf>)