

# 新株予約権について ～多様な用途と価値

平成27年3月5日



株式会社資本市場研究所きずな

## 新株予約権とは何なのか

新株予約権は実に多様な使われ方をしている。ストックオプション、ポイズン・ピル、ライツオフリングからMSワラントそしてCBと、利用事例を解説するのに事欠かない。しかし、その利用の最終目的は新株の発行であることに変わりなく、様々なのは其々の利用の仕方という事になる。

先ず制度としての新株予約権を説明したいが、2001年11月の商法改正において株式会社が発行できる「新株の発行を約束する権利」(コールオプション)として新株予約権制度が創設され、そのまま会社法(2005年6月成立)に引き継がれている。同制度が出来た当時は、株式や社債の様に有価証券の発行に比べ、会社が権利(オプション)を発行できること自体一般的には衝撃的だった。但し、似たような制度として新株引受権付社債(ワラント債)が1982年の商法改正であり、ワラントを社債から分離して取引することも行われていたが、ワラント単独の発行は出来なかった。(なお、1997年の商法改正で従業員へのストックオプションの場合に限り新株引受権の発行が一時的に

認められていた時期もあった。)

では会社が発行する新株予約権とはどのようなものなのか。会社法第236条(新株予約権の内容)から、その主要な部分を見てみる。

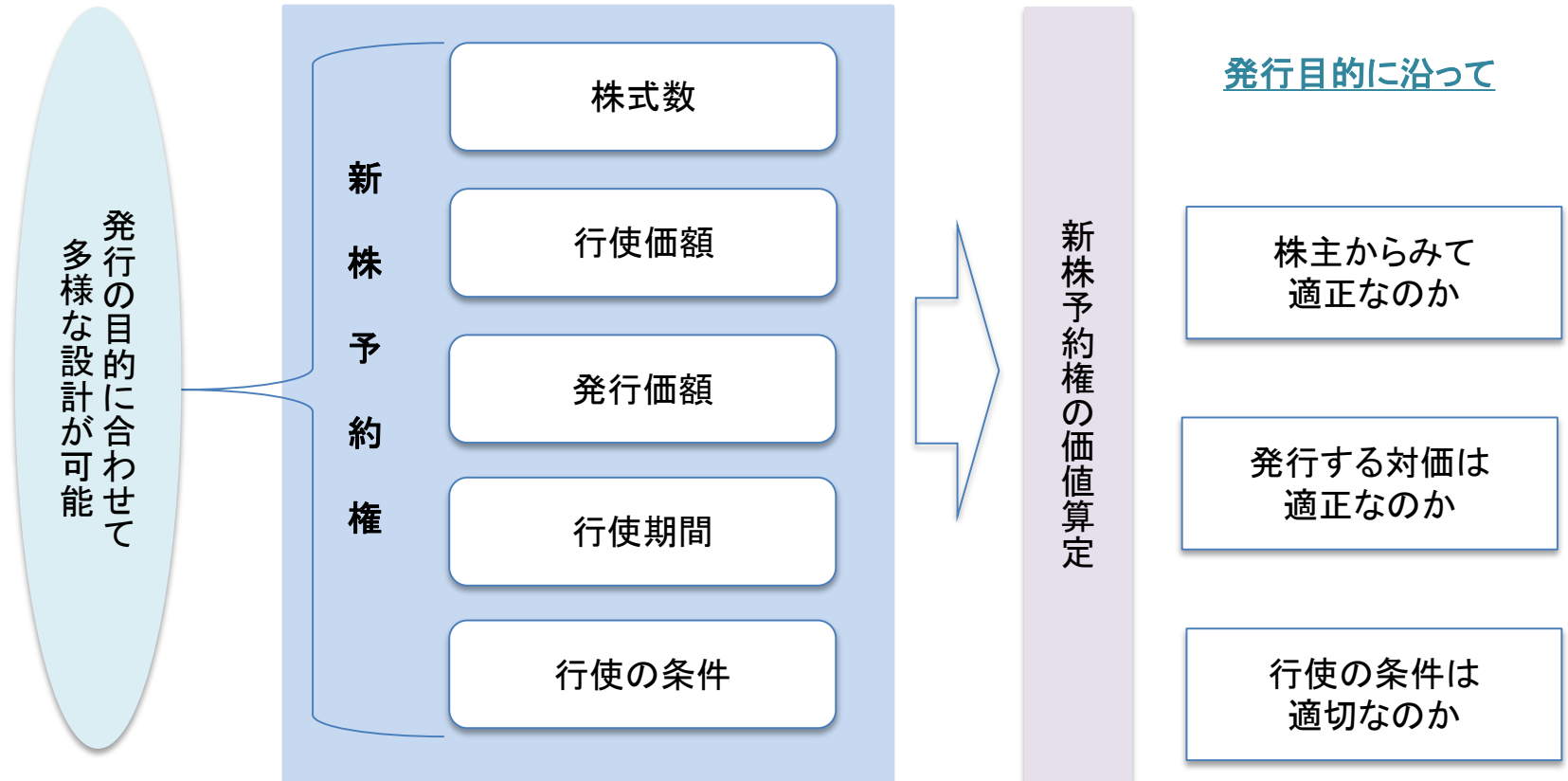
- 発行する株式数＝1新株予約権当たり新たに発行する株式数とその発行総数。例えば、1新株予約権に対して100株(1単元)とし、新株予約権を1万発行する場合は発行株総数は100万株
- 行使価額＝新株を発行するときの払い込む金額を定めた価額。例えば、市場株価500円に対して新株の発行価額を600円と定める(なお株式と同様に金銭以外の払込みも認められるが、その場合は計算方法を示す)
- 発行価額＝1新株予約権に対して払い込む金額。例えば、前例の新株予約権の発行価額を1000円とすると、100株の権利行使が出来るので1株当たり10円が行使価額に加算され、610円が新株発行の総コスト
- 行使期間＝新株の発行を請求できる期間。期間の制約はないが、無期限とはできず会社が発行する目的に。

合わせて数十日から10年程度までが一般的

- また同条に規程される譲渡制限や発行者の買取条項と合わせて、新株予約権の権利行使を制限するものとして別途新株予約権者と以下の事項で契約を結ぶことも多い。
- 行使の条件＝新株予約権の保有者が権利行使を行う場合の条件について定める。例えば、ストックオプションの場合、会社の利益が〇億円以上でなければ行使できないとすることもあるし、買収防衛策では20%以上保有する株主は権利行使できないと定めるケースもある。

この新株予約権にも株主に割当る以外は有利発行規程(株主総会決議、株主の発行差止請求対象)があるが、行使価額・発行価額・行使期間・行使の条件を総じて判断しなければ、その新株予約権の発行価額が適正であるか分からない。その為、新株予約権の発行に際しては、価値算定を社外に依頼するケースが多くなっているが、行使の条件をつける場合にはその影響が大きくなるケースがあるので、株主や投資家は注意を要する。

# 新株予約権の基本構成とポイント



## 主な用途とそのポイント

新株予約権の代表的な利用について、いくつかそのポイントを見てみたい。(説明を簡略化したいので、上場企業の場合を想定)

### 【役職員へのインセンティブ目的等】

役職員にストックオプションとして新株予約権を付与する場合だが、大きく分けて2つのケースがある。一つ目は役職員に対するインセンティブ・プランで、一般的にストックオプションとして使われているケースでは、行使価額を付与時点の株価から5%程度高く設定する。また権利行使は付与した年の翌年から10年程度とする場合が多く、行使の条件としては会社に在籍していることとする。これは、役職員が会社の業績向上に寄与し、結果として株価が上昇すれば利益を得ることを目的にしている為だが、このような役職員に対するインセンティブ目的のストックオプションは、付与時には課税されない税制適格のストックオプションとして扱われる(証券会社に役職員の口座を開設する必要がある)。もう一つは、役員などの退職慰労金の代替として

実質的に付与するもので、行使価額は株価に関わらず1円(新株予約権の行使価額は、資本の払込みに相当する為、ゼロには出来ないので最低金額が1円)とし、権利行使は役員退職後とする。付与時には、新株予約権の価値分が付与された役員の所得として課税対象となるので、その分を会社が金銭で役員に支払う場合もある。

### 【買収防衛策】

所謂ポイズンピルだが、会社が敵対的買収者として認定したものが現れた場合、先ず全株主に対して1株に対して3株の新株を取得できる新株予約権を付与。行使価額は1円とするが、敵対的買収者の新株予約権は会社が強制的に買い取ってしまう。これによって敵対的買収者の持分は、その他の株主の権利行使により実質的に4分の1に大きく希薄化してしまうこととなる。なお、会社が敵対的買収者として認定する為には、慎重なプロセスを取ることが取引所などから求められており、新株予約権の内容と共に認定プロセスを含めて敵対的買収防衛プランとして公表する必要もある。また、実際の運用には第三者委員会など外部チェックが求められている。これらは、経営者による買収防衛策の恣意的な運用を避け、企業価値向上とその他

株主の利益に沿っていることが重要視されている。

#### 【企業の業務提携やM&Aで利用】

通常、業務提携に絡んで資本提携に進む場合も多いが、概ね時価相当で新株を第三者割当するケースが見られる。この新株の発行に替え、新株予約権を提携先に有償で発行する場合もある。また、業務提携からM&Aに進むような場合、段階的に資本提携を強化する方法としても利用されることがある。これは、資本を提供する方から見て、業務提携の効果やその深度によって、段階的に資本を提供していく方法として新株予約権の利用が効果的な為だ。

#### 【ファイナンス目的＝最も基本的な利用方法】

株主全員に新株予約権を付与するのは、株主割当増資とライツオファリングがある。両者の違いを簡単に示せば、付与された新株予約権(ライツ)を取引所に上場するのがライツオファリングで、上場しないケースが株主割当増資となるが何れも新株予約権の株主への無償割当てだ。但し、新株予約権をライツとして上場すれば、行使しない株主はライツを売却することも出来るし、株主でない投資家も

ライツを購入して権利行使することが可能となる。なお、ファイナンス目的で新株予約権を第三者に割り当てること行われており、この場合は特に有利な条件でないことを示す必要から、新株予約権の価値算定が重要となってくる。

この新株予約権制度が出来たことで、旧来あった転換社債やワラント債の制度は新株予約権付社債制度に統合されて、新株予約権と社債が分離できないものを転換社債型新株予約権付社債と呼称するようになってきているが、この新株予約権部分の内容は全く同様である。但し、新たに資金を払い込む代わりに、社債の償還をもって払込みとするといった構成になっている。

# 新株予約権の主な用途

役職員への  
インセンティブ目的

税制適格  
ストックオプション

株式報酬型  
ストックオプション

買収防衛策

ポイズンピル  
(大規模希薄化)

敵対的買収者の強  
制分は買取り

業務提携、M&Aで  
利用

第三者割当

提携の進捗に合わ  
せた段階的行使で、  
段階的に資本強化  
へ

ファイナンス目的

ライツオファリング

株主割当増資

第三者割当

新株予約権付  
社債

## 特異な利用方法と類似取引

ファイナンス目的で新株予約権を利用する特異な方法としてMSワラント(Moving Striking-price=行使価額を定期的に見直す新株予約権)がある。その典型的な内容は、新株予約権の行使期間2年程度の間、毎月行使価額をその時の時価の9割程度まで見直すスキームで、主に証券会社や外国銀行などにこの新株予約権を割り当てる。行使価額の見直しは、前の行使価額よりその時の株価が下がっていた場合に行われる下方修正のみで、行使されなかった新株予約権は発行価額で発行会社が買い取る。

このファイナンス・スキームは、MSワラントを割り当てられたものが、先ず株式を市場で売却し、後に新株予約権を行使すること、即ち割当者の市場での裁定取引(行使価額より株価が高ければ売れるので)を前提しており、事前の貸株契約などで当該株式を借りていれば、一層この裁定取引は実行しやすい。

このMSワラントはMSCB(行使価額見直条項付転換

社債型新株予約権付社債)から派生しているが、日本におけるMSCBは2003年12月にいすゞ自動車が野村証券に対して発行したものが最初だった。当時は、業績動向や財務内容などから公募ファイナンスが難しい企業の再生支援や事業強化が主な目的だったが、その後急速にMSCBは広まって2005年には発行が134件、その調達金額が1兆円を超えた。

しかし、この手法は割当者の裁定取引における市場規律の遵守が前提であることと、一般投資家から見て短期的には株価下落圧力がかかり易く見えることなどから、日本証券業協会は2007年5月に自主規制(会員におけるMSCB等(MSワラントも含む)の取扱いについて)を制定し、以下の様に証券会社の自己取引を規制している。

- MSCB等の行使価額の見直し期間中は、取引所の直近公表価格以下で空売りを行ってはならない。
- 終値を参照するMSCB等を保有する場合、終了15分前に自己の売りを発注しない。
- 売買高加重平均価格を参照するMSCB等を保有する場合、前10営業日における1日当平均売買高の25%



以上の自己の市場売却を行えない。

- 月間で発行済株数の10%を超えてMSCB等の権利行使を行うことが出来ない。
- MSCB等の買受けを斡旋する場合にも、買い手に上記各ルールの遵守を要請する。

最近の発行状況をみると、2014年はMSCB単独の発行(MSワラントとCBを併用して事例は6件)はみられず、MSワラント単独の発行は34件(うち証券会社・外国銀行でない割当先は9件)となっている。発行する上場企業にとってMSCBは確実な資金調達だが、MSワラントは割当者の市場での裁定行為の可否に委ねるので株主や一般投資家から否定的な見方をされるケースもある。一方、MSCBの実証研究においては、株価下落への影響は公募増資などとそれほど大きな差はないとする研究者もいる。

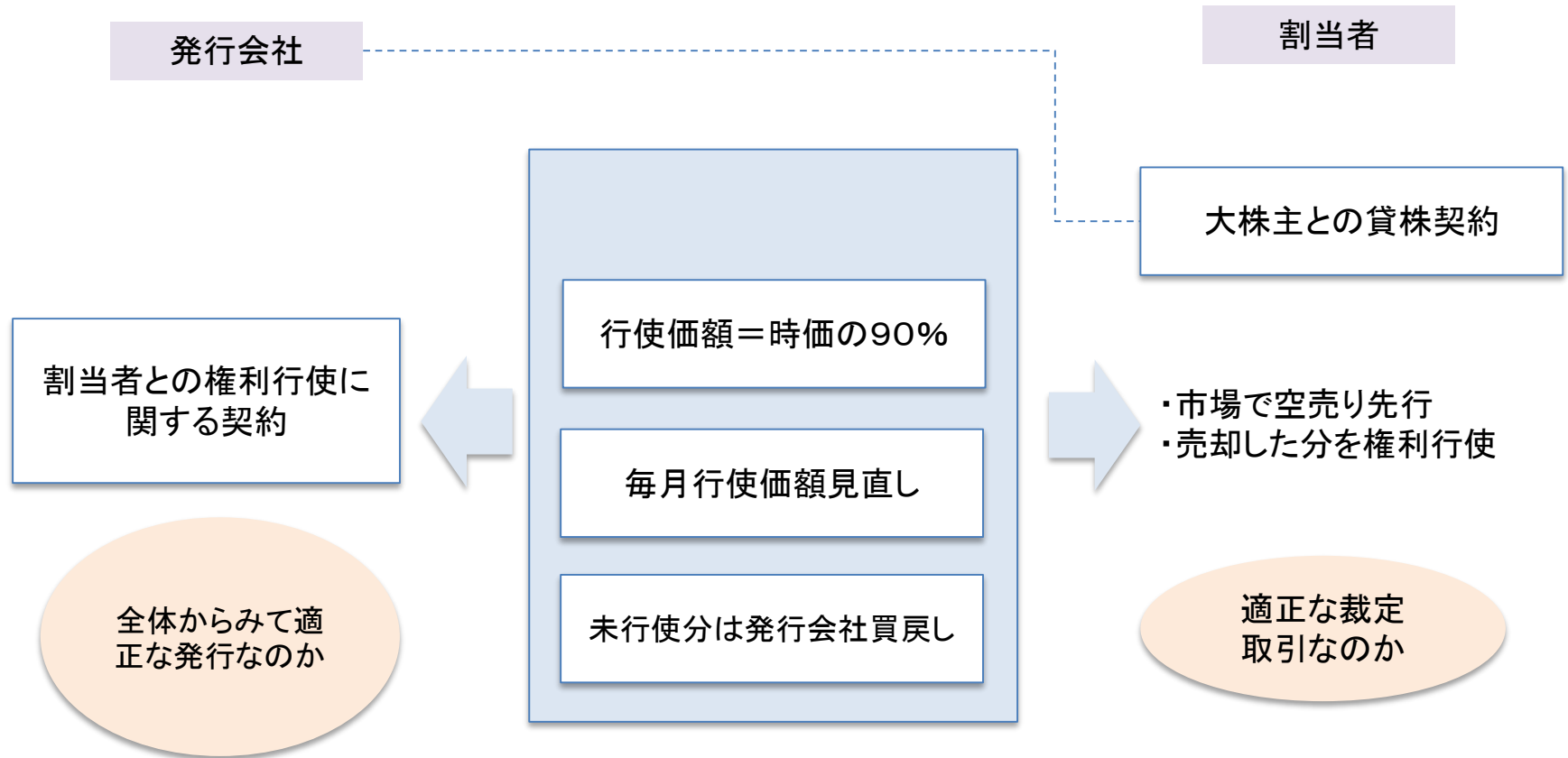
なお、昨年行われた第三者割当の事例において、半年程度の間3度の新株割当契約を結んでこれを実行した例があるが、各発行において直前株価の9割で新株を

発行することを発行会社が割当者と約束している。形式上は第三者割当だが、割当者にとってはMSワラントに類した効果が期待できる。

そもそもオプションとは契約形態で取引が行われるが、コールオプションの一種である新株予約権と、この連続した新株割当契約の類似性は否定しにくい。そうであれば、この契約が新株予約権としてみた場合、有利な発行かどうかの問題も意識される。

株式や社債に比べ、新株予約権は行使価額や行使の条件、償還条件など発行者の工夫する余地が大きく、多様な資本政策に対応することが可能だが、その発行が適正化どうか株主や投資家に対して常に示していく必要があるのもこの新株予約権制度の重要なポイントだ。

# MSワラントのポイント



## いったいいくらなの

新株予約権の発行が適正であるかどうか検討する重要な要素に、新株予約権の価値算定がある。例えば、同一の行使期間・新株の発行で、新株予約権の発行価額が100円で行使価額が1円のもの、発行価額が1円で行使価額が100円のことを比較した時、新株予約権の保有者が新株を手に入れる為に払う金額は101円で同じだが、新株予約権としての価値は異なる。発行価額1円の方が価値が高い(つまり保有者にはお得)のが一般的だが、これは保有者が必ずしも新株予約権を行使するかどうか分からない状況では、初期投資を抑えた方がリスクコントロール上優位だからだ。

現状での一般的な新株予約権の価値算定方法として、企業会計基準委員会の「ストック・オプション等に関する会計基準」による【公正な評価単価】を用いるが、これによると市場価格がある場合は市場価格となっている。しかし、現在の日本での新株予約権はライセンス・オフリングしか市場で取引されないの、ない場合【株式オプション価格算定モデル】としてブラックショールズモデルや二項モデル等

を上げてる。これらのオプションモデルは、株価の変動率(ボラティリティ)や下落・上昇確率に大きく影響されるが、その為参照する市場価格の推移や時期が大きな影響を及ぼしている。なお、前章の様なMSワラントでは、様々な権利行使に対する条件がつくことが多く、この価値算定を行う場合、株価推移を行使条件の想定に併せてシミュレーションを重ねていくモンテカルロシミュレーション方式が利用されることが多いが、価値算定部分はブラックショールズモデルに戻って行われる。

実際の新株予約権の価値算定は、会計系コンサル会社が行うことが多く、金融工学を利用したオプション算定モデルも、ブラウン運動を利用して株価のシミュレーションを重ねるモンテカルロ方式も、一般投資家にその内容は分かり難い。従って、新株予約権の発行時における記者発表文には、発行条件の適正さについて、オプションモデルを利用して価値算定を行ったことのみ公表するケースが多いが、一部には新株予約権の価値算定に影響の大きい事項(ボラティリティの取り方や、シミュレーション期間の設定方法について)に関して、一般投資家にも分かるような記載を試みている事例も出始めている。

それっていったいいくらなのか。株主にとって、特定のものに割当てられる新株予約権の価値が適正であるかが重要だが、前述のような株式オプション価格算定モデルに個々のケースで対応していくのは難しい。しかし、新株予約権のオプション価値が分からなくとも、次の様な視点で見直していけば、適正な新株予約権の発行であるか否かの判断を個人投資家も行っていくことが可能かも知れない。

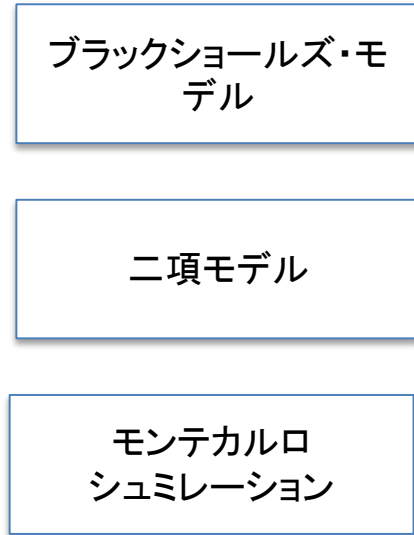
その要点は2つあって、一つ目はその新株予約権が何の対価なのか考えること。例えば、ストックオプションとしての利用でその内容や量は役職員への報酬の代替として適切なのか、業務提携の場合はその提携企業規模に合わせて適正な行使条件の設定と規模となっているかなどがある。二つ目は、その新株予約権が行使された場合の経済的利益額を想定しておくこと。例えば、業務報酬の対価として取引先や業者などに新株予約権を付与した場合、想定される経済的メリットがその対価として適正なのか、またMSワラントを発行するケースにおいて、割当者の想定される経済的利益が調達額からみて適正なのかがポイントだ。また、新株予約権付社債の新株予約権を算定する場合、同じ発

行者が普通社債を発行した時の条件と当該新株予約権付社債の発行条件の差を算出し、これを新株予約権の価値とする考え方もある。以上の新株予約権を発行する目的とその経済的メリットを併せて考えれば、新株予約権発行が適正であるかどうかの概ねの判断がつく場合が多いと思われる。

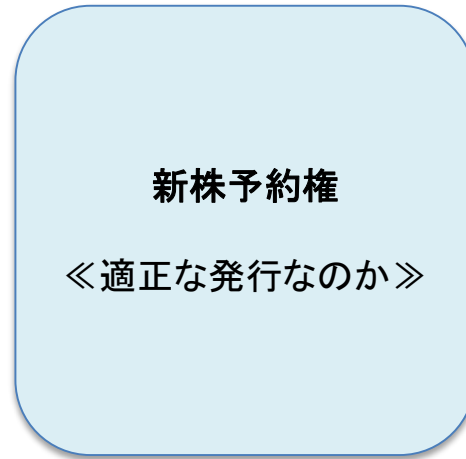
以上の様な新株予約権の価値を想定する為の分かり易い情報の提供は、発行者の課題となっている。いったいいくら。

# 新株予約権の価値算定について

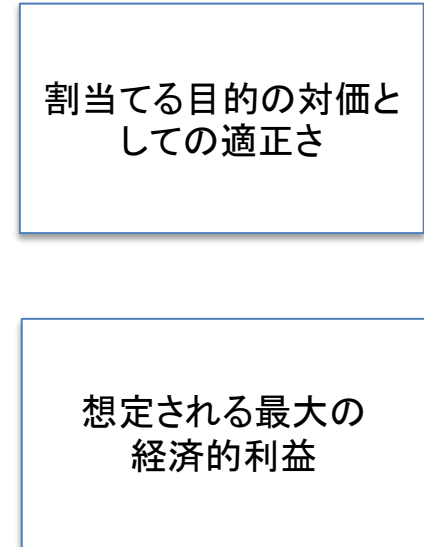
株式オプション価格算定モデル



算定



判断



市場のコンセンサス