

2016年3月

## M&A とエクイティ・ファイナンスの同時実施に関する一考察

弁護士 広瀬 卓生 / 中山 伸介

ひと頃の国内 M&A ブームは一段落した感があるものの、依然として M&A 市場はグローバルに拡大を続けており、報道によれば、2015 年中に日本企業が関係した海外 M&A の取引総額は 10 兆円を超え、過去最高を記録した模様である。

筆者らは、キャピタルマーケット案件に加えて M&A を含むコーポレート案件をもその主要な業務範囲としているが、M&A 取引が計画される過程において、買収資金の調達手段として、あるいは、統合後の経営資源確保のための手段として、エクイティ・ファイナンスの同時実施が検討される場面は少なくない。

しかしながら、過去にそのような同時実施の形態によるディールが我が国で多く実施されてきたかと言えば必ずしもそうではなく、先例は乏しい状況となっている。その理由は、実務的なものを含め多様なものがあるだろうが、法的な視点からは、両者の取引にそれぞれ適用される規律の違いに起因した、いくつかの解決すべき論点の存在にあるように思われる。

以下は、これまでに経験した相談事例において検討された事項につき、筆者らなりに整理を試みたものである。ただし、私見にわたる部分が多くを占め、当事務所としての見解を示したものではないことをお断りしておきたい。また、「M&A とエクイティ・ファイナンス」と一口に言っても、その形態にはさまざまなヴァリエーションがあるため、網羅的な分析には程遠い内容となっていることを、予めお詫び申し上げる。

### 1 公表時期

M&A 取引とエクイティ・ファイナンスの同時実施を検討するにあたり、もっともシンプルな設定として、ある国内の上場企業が国内または海外の対象企業を株式取得により買収するという進行中の未公表プロジェクトがあることを前提に、そのための買収資金の調達を国内において株式発行(公募増資)により行う、というケースをまず想定してみたい。企業買収と公募増資という二種類の取引を並行して行うとした上で、最初に検討しなければならないのは、公表時期の問題、すなわち、双方の取引を同時に公表するか、あるいは、いずれかの取引の公表を先行させることができるか、という点である。

この点について、法的な観点からの整理としては、同時公表を前提とする方が実施を容易にするという方向性にそれほど議論の必要はないように思われる。すなわち、公募増資の側から見た場合、当該増資に係る開示書類であ

る有価証券届出書と、投資家に配布される書類である目論見書とにおいて、それぞれ、その時点における発行会社に係るすべての重要情報と、当該増資により調達した資金の具体的な用途とを記載しなければならないという、金融商品取引法(以下、「金商法」という。)上の要請が働くこととなる。そのため、同時点で具体化している M&A 案件が存在する場合、その事実について触れることなく公募増資の公表を行うことは事実上難しい。一方、M&A 取引の側から見た場合も、金融商品取引所が要請するいわゆる「適時開示ルール」(以下、金融商品取引所が定める他の開示関連ルールと総称して、「取引所ルール」という。)の下では、当該 M&A 案件の資金調達のためにエクイティ・ファイナンスを実施することが具体的に計画されている場合には、両者を同時に公表せざるを得ないこととなる。

上記の問題は、M&A 取引の形態がどのようになると(株式取得による買収型のもの、あるいは吸収合併や株式交換による組織再編型のもの)、エクイティ・ファイナンスの形態がどのようになると(株式の公募増資、あるいは第三者割当の形式による株式や新株予約権等の発行)、金商法や取引所ルール上の要請として、基本的には常に生じることとなる。したがって、M&A 取引とエクイティ・ファイナンスの並行実施を検討する上では、出発点として、二つの取引の公表タイミングを同時に揃えるのを前提とすることで、ディール全体のデザインが容易になるケースが多いように感じられる。

## 2 公募型のエクイティ・ファイナンスと買収案件

「公募型」のエクイティ・ファイナンスと言った場合、代表的な取引形態としては、国内または海外市場における普通株式の公募増資、あるいは、円建ての転換社債型新株予約権付社債(CB)のユーロ市場における募集(いわゆるユーロ円 CB 発行)といったものが挙げられる。

こういった公募型のエクイティ・ファイナンスを買収案件の資金調達手段として組み入れることが、何か明文による法令上の規制への抵触を惹起することは基本的に考えにくいように思われる。しかしながら、実務における先例は乏しく、結論としては、両者の「食い合わせ」は決して良いとは言えない状況にある。

かかる状況に至っている理由は複合的なものが考えられようが、ひとつには、おそらく、公募において要求される投資家向けの開示規制の厳格さに起因する部分があるように感じられる。すなわち、金商法(あるいは米国等の海外証券規制)の下で、発行会社は有価証券届出書や目論見書といった開示書類の記載内容の正確性について、法律で定められた厳格な虚偽開示の禁止規制に服することになるわけであるが、当該買収案件による発行会社の企業価値の向上を期待して公募に参加した投資家から、(公募が完了した後何らかの理由で株価が下がったような場合に)不十分な発行開示であったとのクレームを事後的に受けることのないよう、目論見書中の買収案件に関する開示や(海外公募を伴う場合に必要となりうる)買収後のプロフォーマの財務情報の開示について、買収が完了する前の段階で慎重に吟味する必要がある。このことが、公募増資を買収資金の調達手段として利用することを躊躇させる、実務面でのひとつのハードルになっている可能性があるということである。

また、もうひとつの理由として、同時に企業買収というインパクトのある内容の公表を行ったことが、公募増資の条件決定の安定性にどのように影響するかという点もあろうかと思われる。すなわち、公募増資の実務において通常設定されるスケジュールの下では、公表日(ローンチ日)において発行決議がなされた後、1 週間から 10 日程度のマーケティング期間を設けてブックビルディングが行われ、その結果を受けて発行価格を含む条件決定がなされる。発行会社が企図する M&A を織り込んだ株価に基づいて投資家に参加することとなる点で公正さを感じられるが、一方、同時に公表された M&A 案件を受けて、株価がどのように反応し、条件決定時点においてどのように着地しているかの予測は容易とはいえない。そのような着地点の想定がしづらエクイティ・ファイナンスを行うことに対して、

発行会社および当該公募案件における引受証券会社が、それぞれの立場において慎重になることもありえよう。

上記の論点を完全に解消する策を見出すのはなかなか難題であるが、例えば、株価が買収案件を織り込み「こなれる」のを待って条件決定をし易くなるよう、ローンチから条件決定への期間を調整するなど、日程面の工夫をする余地はあろう。また、そのような長期の日程組みが株価変動リスクとの関係で難しければ、買収案件の公表時点においては、買収資金調達の見込みに増資が含まれることを開示した上で株式の発行登録を行い、後日の適切な時期に公募増資を実施するという方法も検討できるように思われる(2014年の第一生命による発行事例が参考となる)。開示面の問題についても、関係者間で慎重に開示内容を検討することで、後日の投資家からのクレームリスクの低減に努めることはできよう。

### 3 第三者割当型のエクイティ・ファイナンスと買収案件

上記2で述べた従来の伝統的な公募型のエクイティ・ファイナンスに加えて、近年では、「第三者割当型」とでもいべき形態のエクイティ・ファイナンスの事例が非常に増加している。

この「第三者割当型」のエクイティ・ファイナンスの代表例を挙げるとすれば、行使価額修正条項付きの新株予約権を第三者割当の形式で発行する、いわゆるMSワラントの事例ということになる。アベノミクスによる株価動向を受けて、ここ数年の発行事例は非常に多く、その発行内容(発行条件)にも、発行会社の指示により割当先に新株予約権の行使を義務付ける約定(コミットメント条項)を付したり、あるいは割当先による新株予約権の行使を制限する権利を発行会社に付与したりする(行使制限条項)など、発行会社側の資金ニーズに機動的に対応しつつ発行会社の既存株主の利益にも配慮した設計のものを含め、多くのヴァリエーションがみられる。新株予約権に限らず、転換社債型新株予約権付社債(CB)をベースに同様の趣旨を実現しようと試みている発行事例も登場しており(2015年10月のクオール社による発行事例等)、伝統的な公募型エクイティ・ファイナンスによることが経営・市場環境や既存株主への配慮等の理由により難しい状況において、第三者割当型のエクイティ・ファイナンスは、資本市場における調達手段として、近年、重要な選択肢のひとつを構成していると言って良いように感じられる。

買収案件の資金調達手段として第三者割当型のエクイティ・ファイナンスを用いようとする場合にも、公募型と類似の問題が生じることには変わりはなく、実際に、特定の買収案件の資金調達手段として第三者割当型のエクイティ・ファイナンスが利用された事例は非常に限られている。第三者割当型の場合には、加えて、発行条件(の決定の基礎となる株価)へのM&A案件の織り込みの可否と(織り込むとした場合には)その方法の問題(第三者割当型のエクイティ・ファイナンスにおいては、一般に、ローンチ日時時点で条件決定がなされることが多い。)、MSワラントの場合における資金の調達時期の問題(当然だが、新株予約権が行使されなければ、資金は入ってこない。)と調達額の問題(行使価額修正条項により行使価額は行使時点の株価に連動するため、株数固定のケースでは調達額が一定しない。)などもあり、買収案件の資金調達手段として利用する上では、なお検討すべき論点は少なくない。

もっとも、感覚的な議論としては、公募型と比較した場合に、第三者割当型によることで、技術面・実務面での制約の負担感が軽減される部分もまた少なくないように思われる。特に、証券会社による買取引受けを経て一般投資家への販売が行われることを前提に、発行条件や発行スケジュールに関して相当程度確立した実務慣行が存在する公募型と比較した場合、割当先に対していわば一対一の関係での取引が行われる第三者割当型においては、発行条件や発行スケジュールの観点からは、より柔軟な設定が可能と考えられるからである。すなわち、発行条件について言えば、特に新株予約権やCBでは各種の条項の設定の仕方によりM&A案件の個別事情に応じた様々なヴァリエーションがあり得るであろうし、また、並行するM&A案件の発行条件への織り込みの可否とその方法という観点からは、条件決定日を含めたファイナンス日程をより柔軟に設定できることは、両案件の実施を容易にする方向

に働くであろう。さらに言えば、金商法上の開示規制との関係では、理論的な面からの差異は必ずしもないとはいえ、不特定多数の投資家への販売を背景に見ながら開示内容を検討すべき公募型と比較して、割当先との相対の交渉を通じて諸条件が決定していく第三者割当型では、開示面での実務的な負担感の質に異なる部分があるように感じられる。

## 4 組織再編型の M&A とエクイティ・ファイナンス

上記 2 および 3 では株式取得による買収型の M&A 案件について触れてきたが、会社法上の吸収合併や株式交換を利用した組織再編型の M&A 案件においても、統合後を見据えた資金需要・資本政策等の観点から、エクイティ・ファイナンスの同時実施がしばしば検討される。双方の取引の公表タイミングに関する上記 1 の議論はここでもあてはまると考えるが、それに加えて、組織再編型の M&A のケースにおいては、同時公表が妥当と上記の方向性は、以下に述べる会社法上の論点との関係で、さらに導かれやすいように思われる。

すなわち、株式交換の場合を例にとれば、会社法上の規制として、株式交換契約締結後、株式交換の効力発生日(通常は株式交換契約締結日(=公表日)の数ヶ月後となる。)までの間に増資を行おうとする場合には、予め、株式交換契約書中にその旨の記載をしておくことが要求される。かかる要請は、会社法の条文に明示されているものではないが、通説的な解釈論であるとされており、筆者らも、過去の案件において法務局よりその旨の指摘を受けたことがある。確かに、株式交換比率の算定に織り込まれていない資本取引が公表後に実施されることは、当事会社の株主にとっては不意打ちではあるし、株式交換契約書中にかかる記載を求めることは解釈論として妥当といえよう。

しかし、上記の要請があることで、株式交換契約締結後、効力発生日までの間に、新たにエクイティ・ファイナンスを企画・実行することは法的には不可能ということになる。かといって、株式交換契約書やプレスリリースの中で、エクイティ・ファイナンスの抽象的な可能性だけに触れることも、上場企業に適用される金商法上の届出前勧誘(いわゆるガン・ジャンピング)の禁止等との関係での懸念を生じうるように思われる。結局のところ、同時公表が事実上唯一の解決策ということになるように思われるが、さらなる論点として、それぞれの取引条件にお互いの条件をどのように盛り込むのか、また、仮に片方の取引が完了に至らなかった場合に交換比率の手当てをどうするか等、検討すべきところはやはり多い。とはいえ、このような形態のディールを行うことに法的に決定的な支障があるわけではなく、先例も乏しいながら存在する。今後のさらなる実例の登場と議論の蓄積を待ちたいところである。

## 5 最後に

紙幅の制約もあり議論のごく一部しか紹介はできていないが、実際の案件として検討を試みた場合、M&A とエクイティ・ファイナンスの組み合わせは、法的かつ実務的に検討すべき論点も多く、ディールとしての難易度はどちらかといえば高めの類型に位置づけられよう。しかしながら、日本企業による M&A がかつてない規模での隆盛を見せる中で、資金調達手段の多様化のニーズもまた高まっている。資本市場に携わる者としては、エクイティ・ファイナンスがかかる手段の一翼を担う状況に至ることを期待したい。

- 
- 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 広瀬 卓生 ([takuo.hirose@amt-law.com](mailto:takuo.hirose@amt-law.com))  
弁護士 中山 伸介 ([shinsuke.nakayama@amt-law.com](mailto: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](mailto: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