

2023年6月

日本版 ASR 取引(Accelerated Share Repurchase)の新手法

弁護士 甲立 亮 / 弁護士 上石 涼太

Contents

- I. はじめに
- II. 日本版 ASR 取引(Accelerated Share Repurchase)とは
- III. 本取引の概要と特徴
- IV. 今後の展望

I. はじめに

2023年6月20日、株式会社ユー・エス・エスは、ファシリティ型自己株式取得の方法により、自己株式の取得を実施することを公表した(「本取引」)。本取引は、近年国内でも実施例が積み重なりつつある「一括取得型」の自己株式取得(Accelerated Share Repurchase)の一種であるが、2種類の新株予約権を組み合わせ調整取引を行う等、これまでのスキームとは異なる特徴を有している。当事務所は、本取引のアレンジャーであるSMBC日興証券株式会社の Counsel として、本取引のスキーム構築段階から深く関与する機会を頂戴したことから、本取引の内容及び特徴について紹介したい。

II. 日本版 ASR 取引(Accelerated Share Repurchase)とは

上場企業が自己株式の取得を実施する場合の手法としては、①証券会社や信託会社を利用したオークション市場(立会市場)における買付け、又は、②自己株式立会外買付取引(ToSTNeT-3)による買付けが主に利用されている。もともと、①オークション市場における買付けは、買付けの成否が売買高等の市場動向に左右され、買付けの完了までに長期間を要する場合も少なくない。また、②ToSTNeT-3による買付けであれば、取引自体は1日で終了するものの、売却意向を持った大株主がいないような場合には、十分な数量の買付けができるかが不透明であり、事実上、ToSTNeT-3による買付けが利用可能な場面は限定的であると言わざるを得ない。

従来の自己株式取得の手法には上記のような問題点が存在するところ、2015年頃から、大規模な自己株式取得を短期間で完了する手法として米国で一般的に用いられている Accelerated Share Repurchase(ASR)を日本に導入するための検討が積極的に行われ、2022年8月に、日本国内では初めての実施例となる取引が公表・実施された。

本取引を含め、これまでに実施されている日本におけるASR取引は、①ToSTNeT-3による買付けと、②その後の調整取引を組み合わせた取引となっている。①ToSTNeT-3による買付けにおいては、金融商品取引業者等(証券会社)が、借株により発行会社株式を調達し、それをもって売付注文を行うことから、発行会社は、確実かつ速やかに、大規模な自己株式取得を実施することができる。その後、証券会社は、借株の返却を目的として、ToSTNeT-3による買付けにおける株式売却資金を利用して市場内外で株式を取得するが、かかる株式取得に必要な金額は、ToSTNeT-3による買付けにおいて証券会社が受領する株式売却資金と必ずしも一致しない。そこで、当該株式取得の完了後、②調整取引として、発行会社と証券会社の間で株式又は金銭の授受を行う。かかる調整取引により、発行会社が、一定期間中の平均株価(売買高加重平均価格(「VWAP」)の平均)により自己株式取得を行った場合と同様の経済的実態を作り出すことが可能となる。

III. 本取引の概要と特徴

1. ToSTNeT-3による買付け

発行会社はまず、ToSTNeT-3による買付けにより、自己株式取得を行う。この買付けに際して、証券会社は、市場から借株をした上で、発行会社がToSTNeT-3による買付けにより取得を予定している株式数と同数の売付注文を行う。したがって、発行会社は、一般の株主からの売付注文がない場合であっても、取得予定株式数分の自己株式を確実に取得することができることとなる。

なお、ToSTNeT-3では一般の株主からの売付注文は、証券会社の売付注文より優先されるため、一般の株主からの売付注文がある場合には、証券会社による売付注文に対する約定は、その分を除いた株式数についてのみなされる。そのため、一般の株主から取得予定株式数に達する売付注文があった場合には、ASR取引は実施されないこととなるが、その場合であっても、一括での自己株式取得という目的が達成されることになる。

2. 借株返却のための市場買付

証券会社は、借株をしてToSTNeT-3による買付けに応募し、借り入れた株式を売却しているので、借株を返却するために、株式を調達する必要がある。そのために、ToSTNeT-3による買付けが終了した後、証券会社は、株式市場内で株式を取得することとなる。かかる買付けは、証券会社自らの裁量により、自らの計算において行われる。

ここまでのプロセスについては、本取引と、これまでに実施されてきた日本におけるASR取引との間に大きな差異はない。

3. 調整取引

証券会社が借株返却のための市場買付を完了した後、調整取引が行われることとなるが、本取引の調整取引では、これまでに実施された日本におけるASR取引とは異なるメカニズムが採用されている。

本取引においては、発行会社が証券会社から取得した株式に関して、発行会社の実質的な取得単価が、

上述した証券会社による買付期間中の VWAP の平均値と等しくなるように設計されている(なお、下記新株予約権の発行価額に関する公平性の観点から VWAP 平均値に一定の掛け目が設定されているが、単純化のために、本稿ではかかる掛け目は考慮しない。)。このために行われる調整を、本稿においては調整取引と呼んでいるが、本取引の調整取引は、発行会社が証券会社に対して割り当てる 2 種類の新株予約権を用いて行われる。証券会社としても、何の手当でもなく借株をして売却をして、その後の株価変動のリスクを負担するわけにはいかないため、この調整取引が必要となる。本取引における調整取引の具体的な内容は、証券会社による買付期間中の VWAP に応じて、以下のとおりとなる。

① 買付期間中の平均 VWAP が、ToSTNeT-3 における取得単価よりも高い場合

この場合、証券会社が借株の返却のために買い付ける株式を平均 VWAP で取得すると仮定した場合、証券会社は、ToSTNeT-3 による株式売却によって発行会社から受領した金額を全額使用しても、借株の返却に十分な数量の株式を買い付けることができない。そのため、証券会社は、行使価額が 1 円で固定され交付株数が変動する新株予約権を行使することにより、借株返却に不足する分の株式を取得する。新株予約権の行使価額は 1 円であるため、かかる株式取得に際しての実質的な出費はない。

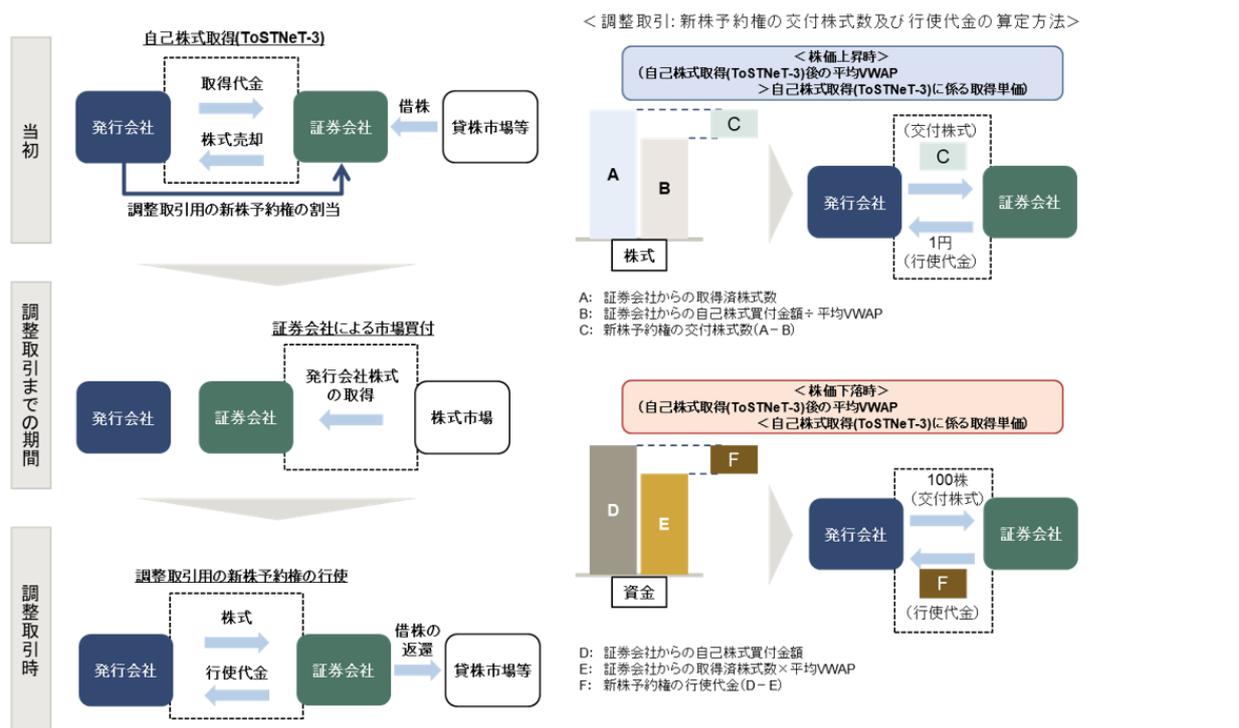
かかる新株予約権の行使により、発行会社は、最終的には、証券会社による買付期間中の平均 VWAP により、買付予定金額分の株式を取得した結果となる(なお、単純化するために、ToSTNeT-3 において一般の株主からの売付注文がなかったと仮定している。)

② 買付期間中の平均 VWAP が、ToSTNeT-3 における取得単価よりも低い場合

この場合、証券会社が借株の返却のために買い付ける株式を平均 VWAP で取得すると仮定した場合、証券会社は、ToSTNeT-3 による株式売却によって発行会社から受領した金額を全額使用せずとも、借株の返却に十分な数量の株式を買い付けることができる。そのため、証券会社は、交付株数が 100 株で固定され行使価額が変動する新株予約権を行使し、その行使の対価として、余剰分に相当する金銭を発行会社に払い戻すことになる(証券会社は、かかる新株予約権の行使を義務付けられる。)。行使に際して交付される株式数は 100 株であるため、これも取引全体から考えれば経済的な影響はほとんどないと考えることができる。

このように、新株予約権の行使により、発行会社は、最終的には、証券会社による買付期間中の平均 VWAP により、買付株式数分の株式を取得した結果となる(なお、上記同様、ToSTNeT-3 において一般の株主からの売付注文がなかったと仮定している。)

以上が本取引の概要であり、これを図で表すと以下のとおりとなる。



(発行会社による公表資料を一部改変)

これまでに実施された日本における ASR 取引はいずれも、上記②の場合の調整取引に際して、証券会社が ToSTNeT-3 による株式売却によって発行会社から受領した金額を全額使用して株式を買い付けると仮定し、借株を返却した後の余剰分の株式を発行会社に無償で譲渡する設計となっており、この点で本取引と設計が異なる。

また、専ら手続的な側面ではあるものの、本取引の実施にあたって、発行会社は新株予約権の発行に係る有価証券届出書を提出しており、この点でも、従来の ASR 取引では見られなかった論点の整理が必要となった。

IV. 今後の展望

これまで述べたように、本取引のようなASR取引の国内における実施例は増えつつあるが、特に調整取引のメカニズムについては様々な設計が模索されている段階にあると思われる。本取引は、日本国内におけるASR取引手法の多様化という観点において意義を有するものと考えられる。

本取引の実施を機に、日本国内におけるASR取引に係る議論が深まり、上場会社による自己株式取得に関する選択肢が広まっていくことを祈念しつつ、その動向に注目したい。

以上

-
-
- 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。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 甲立 亮(ryo.kohdate_grp@amt-law.com)
弁護士 上石 涼太(ryota.ageishi@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。
 - Capital Markets Legal Update 発行責任者
弁護士 吉井一浩、福田直邦、野原新平

アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

www.amt-law.com