

2024年8月

社債型種類株式の現状 —2024年株主総会シーズンを終えて—

弁護士 白川 もえぎ / 弁護士 原田 寛司

Contents

- I. はじめに
- II. 社債型種類株式の特徴
- III. 社債型種類株式の現状
- IV. おわりに

I. はじめに

インフロニア・ホールディングス株式会社(以下「インフロニア・ホールディングス」という。)は、2024年6月25日の株主総会決議をもって同社の定款を変更し、同日、第1回社債型種類株式の発行を決議した。その後、同年7月12日に第1回社債型種類株式優先配当金の配当率率が決定され、8月1日の払込みの後、同種類株式は8月2日に東京証券取引所プライム市場に上場した。

昨年11月のソフトバンク株式会社(以下「ソフトバンク」という。)による第1回社債型種類株式の発行以来、これと類似した商品性を有する社債型種類株式(以下単に「社債型種類株式」という。)を発行することができるよう、いくつかの上場会社が定款変更を行った。具体的には、前述のインフロニア・ホールディングスに加え、東海カーボン株式会社、楽天グループ株式会社及び東京センチュリー株式会社が定款変更を行っている。

当事務所は、社債型種類株式の発行に係る提案をソフトバンクに行った野村證券に対し、社債型種類株式の商品設計の検討並びに社債型種類株式の発行及び募集全体を通じて必要となるドキュメンテーション及びコーポレートアクション等について総合的に法的助言・援助を行う機会を得た。また、当事務所は、ソフトバンクの定款変更の実施段階から同社の第1回社債型種類株式の発行・上場に至るまで、同社のアドバイザーである野村證券のカウンセルとして案件に深く関与している。さらに、当事務所は、社債型種類株式に係る定款変

更を今年行った上場会社のうち、インフロニア・ホールディングス、東海カーボン株式会社及び東京センチュリー株式会社の定款変更又はその先の社債型種類株式の発行・上場に関し、法的助言・援助を行っている。

本ニュースレターでは、2024年の株主総会シーズンに行われた前述の上場会社による定款変更並びにインフロニア・ホールディングスによる第1回社債型種類株式の発行及び上場を踏まえ、社債型種類株式の特徴を概観しつつ、社債型種類株式の現状について概説したい。

Ⅱ. 社債型種類株式の特徴

1. 社債型種類株式の商品性

過去より、「社債型」と称する種類株式自体は第三者割当を通じて一定数の会社により発行されてきたが、本ニュースレターで取り上げる「社債型種類株式」は、個人投資家を対象とする公募及び東京証券取引所への上場を前提にした新しいタイプの社債型種類株式であり、その主な特徴は以下のとおりである。

- ① 議決権がない。
- ② 普通株式への転換権がない。より具体的には、普通株式を対価とした取得条項又は取得請求権が要項に定められていないため、普通株主の議決権が希薄化しない。
- ③ 社債型種類株式は、その優先配当が発行時に定められた額以上行われない「非参加型」であり、かつ、未払の優先配当金がある場合には未払分を翌期以降に繰り越して支払う「累積型」である。このため、社債型種類株主の期中に受け取る経済的利益は社債のクーポンに類似するものとなる。他方で、優先配当金以外の配当に対する参加権は普通株主のみが有する。したがって、EPS や ROE 等の財務指標が普通株式に関して計算されるものであることを前提とすると、社債型種類株式の発行による普通株主の経済的な利益の希薄化は、普通株式の発行による資金調達と比べると限定的と言える。
- ④ 発行後一定期間(例えば5年間)は固定配当であり、その後変動年率による配当に移行する。
- ⑤ 金銭対価の取得条項が付されており、発行後、一定期間経過後(例えば5年後)に発行会社による社債型種類株式の取得(コール)が行われることが可能な建付けである。
- ⑥ 東京証券取引所に上場する。

社債型種類株式は株式であり、その払込金額の全額が会計上の資本として計上される一方で、上記①、②、③及び⑤に示されるように社債に類似した特徴を有することが、『社債型』種類『株式』と言われる所以である。なお、上記④や⑤はハイブリッド社債と呼ばれる劣後債に類似した特徴となっている。社債型種類株式には劣後債・劣後ローンと同様、格付会社との協議次第で格付上の資本性が付与されるため、会計上の資本のみならず、格付上の資本も一定程度増強することができる。

また、投資家の視点からは上場株式としての商品性も有している。すなわち、東京証券取引所に「優先株等」として上場され、NISAの対象にもなり、上場株式として譲渡される場合(取得条項に基づいて発行会社により取得される場合を含む。)には特定口座(損益通算あり)内で損益通算が行われるという税務上のメリットもあり、個人投資家による投資にも適した形となっている。

2. 社債型種類株式に関する若干の法的検討

(1) 会社法の観点

ア 募集事項の決定

社債型種類株式は、「社債型」という名称がついているものの、会社法上の株式に該当するため、その発行にあたっては株式の募集事項の決定に係る手続を履践する必要がある。

上場会社による普通株式の公募では、発行決議において、払込金額を決定する代わりに「公正な価額による払込みを実現するために適当な払込金額の決定の方法」(会社法 201 条 2 項)としてブックビルディングによる決定とすることを定め、発行決議後のブックビルディングを経て払込金額が決定されるのが通常である。これに対し、社債型種類株式の公募では、社債型種類株式が社債に類似するという性質上、先に会社法上の払込金額を決定し、ブックビルディングと同様の方式による需要状況の調査を経て配当年率が決定される。したがって、社債型種類株式の募集事項の決定は、①配当年率以外の決定、②配当年率の決定という 2 段階を経て行われる。これらはいずれも、定款における「種類株式の要綱」の範囲内で種類株式の具体的な内容を定める手続であるため、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社でない限り、会社法 108 条 3 項に基づいて取締役会決議を要する。

社債型種類株式の払込金額が「特に有利な金額」(会社法 199 条 3 項)に該当する場合、募集事項の決定に際しては、当該払込金額で募集をすることを必要とする理由を説明したうえで、株主総会の特別決議を経なければならない。上記のように社債型種類株式の募集事項の決定にあたっては、払込金額が先に決まり、その後配当年率が決定されるため、株主総会の特別決議を経ずに募集事項を決定するためには、先に決定される払込金額が「特に有利な金額」にならない範囲で配当年率を決定する必要がある。このため、配当年率の決定のためのブックビルディングにあたって提示する仮条件は、評価会社が作成した評価報告書や発行会社と同程度の信用格付を取得している事業会社が発行している劣後特約付社債(ハイブリッド社債)の市場価格等を参考に決定される。

イ 発行と同時に発行減資(資本金及び資本準備金の額の減少)

前述のとおり、社債型種類株式には取得条項が付されており、発行後、一定期間経過後に発行会社による社債型種類株式の取得(コール)が行われることが可能な建付けになっているが、取得条項の発動は会社の権利であり、一定期間経過後に必ずコールされるわけではない。もっとも、払込金額及び配当年率を決定するにあたり、発行会社が一定期間経過後に取得条項に基づき社債型種類株式を取得することは、投資家による投資判断、格付会社による資本性の認定及び発行会社による有利発行性の判断の前提となっている。また、ハイブリッド社債の発行から一定期間経過後かつ配当年率(利率)がステップアップする前に取得されることを投資家が期待しているというのは確立した市場慣行であるから、発行会社としては取得条項に基づいて社債型種類株式の取得を行う実際上の必要性が高い。一方、社債型種類株式を取得条項に基づいて取得する場合にも分配可能額の範囲で行わなければならない。そこで、発行会社としては、予め分配可能額を確保しておくため、社債型種類株式の払込期日を効力発生日として減資を行っている。減資の手続には原則として株主総会の特別決議が必要であるが、株式の発行に係る払込期日と減資の効力発生日が同じで、かつ減資の効力が生ずる日後の資本金及び資本準備金の額が、当該日以前の資本金及び資本準備金の額をそれぞれ下回らないときは、取締役会決議によることができる。

ウ 種類株主総会の決議

種類株式発行会社は、ある種類の株式の内容として、会社法 322 条 1 項の規定による種類株主総会の決議を要しない旨を定款で定めることができ、社債型種類株式の内容にもそのような定めを置いている。

一方、東証の上場審査等に関するガイドライン「VIII 優先株等の新規上場審査」4 項(1)号 a においては、「異なる種類の株主の間で利害が対立する状況が生じた場合に当該新規上場申請に係る優先株等の株主が不当に害されないための保護の方策をとることができる状況にあると認められること」が優先株等の上場にあたっての審査事項として規定されている。この規定を受け、会社法 322 条 1 項各号の規定のうちいかなる事項について社債型種類株式の株主を構成員とする種類株主総会の決議を要するかという点について検討し、①発行会社が消滅会社となる合併又は発行会社が完全子会社となる株式交換若しくは株式移転(単独株式移転を除く)及び②発行会社の特別支配株主による発行会社の他の株主に対する株式売渡請求に係る発行会社の取締役会による承認について、社債型種類株式の株主を構成員とする種類株主総会の決議を要することとした。

なお、会社法 322 条 2 項は同条 1 項各号に列挙する行為をする場合に種類株主総会の決議を要しない旨を定款で定めることができると規定するが、それらの行為の一部についてのみ種類株主総会の決議を要しないこととすることができるかについては議論がある。このため、社債型種類株式に関する定款変更を行った前述のいずれの会社の定款においても、同条 1 項各号に列挙する行為をする場合には種類株主総会の決議を不要としつつ、上記①及び②のみを 108 条 1 項 8 号に基づくいわゆる拒否権の対象として規定する(すなわち、種類株式の内容として、当該種類株主を構成員とする種類株主総会の決議が必要とされる)構成となっている。

(2) 金融商品取引法の観点

社債型種類株式の発行にあたっては、定款変更、募集株式の発行及び減資という 3 つの手続が必要となる。定款変更及びそれを株主総会に付議することの決定は金融商品取引法上のインサイダー取引規制における重要事実には該当しないと考えられるものの、募集株式の発行及び減資に係る決定は重要事実には該当する。したがって、具体的な社債型種類株式の発行及び減資に関する検討状況次第では、定款変更の段階で社債型種類株式の発行及び減資に係る決定が重要事実化してしまうおそれがあるため留意が必要である。

さらに、具体的な社債型種類株式の発行及び減資に関する検討が進んでいる段階で IR 活動を行う際には、そのような検討が進んでいるという事実はインサイダー取引規制上の重要事実や法人関係情報となりうるため、これを投資家に伝達してはならず、情報発信はその時点での発行登録書や適時開示においてなされている範囲にとどめるべきである。

Ⅲ. 社債型種類株式の現状

ソフトバンク以外の上場会社による社債型種類株式に係る定款変更及びインフロニア・ホールディングスによる第 1 回社債型種類株式の発行を踏まえ、最近の社債型種類株式に関するアップデートについて触れたい。

1. グリーンファイナンスとしての発行

インフロニア・ホールディングスの第1回社債型種類株式は、2024年3月に同社が更新したグリーンファイナンス・フレームワークに基づいて発行された。同社は2024年4月にも同じグリーンファイナンス・フレームワークに基づき転換社債型新株予約権付社債(CB)をユーロ市場で発行しており、第1回社債型種類株式と同じ同CBの手取金を日本風力開発の子会社化に伴い借り入れた借入金の返済資金の一部に充当している。その意味で、同社の第1回社債型種類株式とCBの発行は同じフレームワークのもとでハイブリッド性のある2種類の証券により資金調達を行った新しい試みとも言える。なお、当事務所は同CBの発行に際してもインフロニア・ホールディングスのカウンセラーとして法的助言等を提供している。

今後10年間で官民合計150兆円とも言われるGX(グリーントランスフォーメーション)に向けた投資需要に対応する資金調達をどのように行っていくかを検討するにあたり、企業としては、負債性の資金調達による負債比率の上昇並びに普通株式の公募増資による顕在的又は潜在的な議決権及び普通株主の経済的利益の希薄化に配慮しつつ、政府や機関投資家に限られない新たな資金調達チャネルを模索する必要がある。このようなチャネルとして、1,100兆円を超える現金・預金資産を有する個人投資家に対して、そのニーズに応えるようなミドルリスク・ミドルリターンの社債型種類株式の公募を行うことは、有力な選択肢として検討に値するようと思われる。

グリーンファイナンスとして発行するにあたり、目論見書にいかなる事項を記載するかは検討の必要がある。仮定の話ではあるが、グリーンファイナンスとして調達した手取金の使途を変更し、適格クライテリアを満たさない事業に充当した場合、あるいはグリーンファイナンスにおいて約束したレポーティングを果たさない場合等、グリーンファイナンス・フレームワークの不順守の場合の帰結について、そのような場合でも発行会社は何ら契約上の責任を負わないことを目論見書に記載するのが、ユーロ市場のオフリングにおいては一般的ようである。日本においては、インフロニア・ホールディングスによる第1回社債型種類株式の発行が、グリーンファイナンスによる株式の最初の発行事例であるため、何が一般的となるかは今後の事例の積み上がりを待つほかないが、個人投資家をターゲットとしている社債型種類株式の目論見書には、そのようなグリーンファイナンス・フレームワークの「不順守」について、発行会社が社債型種類株式を取得する事由にも、株主が社債型種類株式を発行会社に取得することを請求できる事由にもならないことや、またグリーンファイナンス・フレームワークを順守しない場合は社債型種類株式の価値に悪影響が及ぶ可能性があることについて、注意喚起を行うておくことも必要であるように思われる。このような考えのもと、インフロニア・ホールディングスの第1回社債型種類株式の目論見書には「募集又は売出しに関する特別記載事項」として上記の内容を記載している。なお、同じグリーンファイナンス・フレームワークに基づいて発行された同社のCBの目論見書にも同様の内容が記載されている。

2. 第1四半期における取得条項に基づく社債型種類株式の取得

社債型種類株式の定めの新設に係る定款変更の際には、既存の普通株主がその商品性を適切に理解したうえで定款変更を承認することができるよう、発行会社としては十分な説明を尽くさなければならないが、そのような説明は社債型種類株式の取得勧誘にも該当しうるため、定款変更案の公表に際しては発行登録書を提出することが必要となる。2024年に社債型種類株式に係る発行登録書を提出したいずれの会社も、それぞれの事業年度における第1四半期において取得条項に基づく社債型種類株式の取得を行うことができない設計としている。これは以下の背景に基づくものである。

取得条項に基づいて社債型種類株式が取得される際の取得の対価は、以下の計算式により算出される「基準価額相当額」の金銭である。

$$\text{基準価額相当額} = \text{発行価格相当額} + \text{累積未払配当金の額} (*) + \text{経過配当金相当額} (**)$$

*累積未払配当金の額: ある事業年度において支払われた社債型種類株式に対する優先配当金の額が発行要項に規定された優先配当金の額に達しないときの不足額の累積額

**経過配当金相当額: 取得日の属する事業年度の初日から取得日までの期間に係る優先配当金(社債でいうところの経過利息に相当)

ここで、取得条項に基づく取得日が第 1 四半期に属する場合、直前の事業年度における優先配当金に相当する額(実際には、中間配当は支払済みであることが想定されることから、直前の事業年度における下半期の優先配当金の額)は、累積未払配当金にも経過配当金相当額にも該当しない。発行会社としては、別途、取得日の直前事業年度の末日を基準日とする優先配当金の決議を行うことにより、当該基準日における社債型種類株主に対して当該下半期分を支払うことになるが、その支払は社債型種類株式の取得後になりうるうえ、万一、剰余金の配当に係る議案が株主総会で否決されるなどすれば、その後の法律関係は複雑なものとなりかねない。そのような迂遠な方法で優先配当金を支払うよりは、取得日が第 1 四半期に属するような取得を行うことはできないこととした方が「社債型」としての商品性にふさわしいと考えられる。

もっとも、前述のように、ハイブリッド社債の発行から一定期間経過後かつ配当年率(利率)がステップアップする前に取得されることを投資家が期待しているという確立した市場慣行からすると、取得条項に基づく取得は、ステップアップする直前の事業年度の末日よりも前に行われることが想定されるため、取得条項に基づく取得日が第 1 四半期に設定される事態そのものが限定的であると言えよう。

IV. おわりに

2024 年の株主総会シーズンを終えて、上場型の社債型種類株式に関する定款の定めを設けた上場会社は一気に 5 社に増えた。前述のとおり、GX に向けた投資需要は引き続き旺盛であることが予想されるし、また、GX 以外でも、継続的に多額の設備投資が必要とされる業界や大規模な M&A 等に伴って財務基盤の強化を望む会社などでは、資本性の調達が必要とされるが、他方で普通株主の議決権や経済的利益への配慮は継続的な課題となっている。そのような中で、社債型種類株式は、個人投資家を含む国内の投資家から資金を調達する手段として成長性の大きいものであると思われ、今後も多くの上場会社に活用されることを期待している。

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 白川 もえぎ(moegi.shirakawa@amt-law.com)
弁護士 原田 寛司(kanji.harada@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