

2019年3月25日 全8頁

# 活用広がる MS ワラントでの資金調達

権利行使を発行会社がコントロールできる形態が多い

政策調査部  
主任研究員 神尾 篤史  
調査本部  
小林 若葉

## [要約]

- 中小型の上場企業が株式市場において資金調達を行う際の方法として、行使価額修正条項付き新株予約権、いわゆる MS ワラント（Moving Strike Warrant）の第三者割当発行が広がっているようだ。
- 2018年に発行された MS ワラントを調査・集計した結果、発行企業が割当先による MS ワラントの行使を強くコントロールできる条項を付与するケースが全体の半分以上を占める。何らかのコントロールができる条項を付与するケースが全体の9割超である。
- MS ワラント発行の発表後、発行企業の株価が大きく下落する例があったため、投資家から発行を疑問視する声の一部がある。しかし、全ての企業でそのような状況になっているわけではないことに留意が必要である。
- 株式市場で資金調達し、事業を拡大させていくことは上場企業にとって自然な行動である。調達手段として、必ずしも公募増資が全ての企業に適切な方法であるとは限らない。第三者割当による MS ワラントのように、事業の進捗、資金需要、資本政策に合わせて柔軟な設計が可能な方法を検討することは非常に有用なことであり得ると思われる。

## 第三者割当による MS ワラントの発行が広がる

中小型の上場企業が株式市場において資金調達を行う際の方法として、行使価額修正条項付き新株予約権、いわゆる MS ワラント (Moving Strike Warrant) の第三者割当による発行が広がっているようだ。本稿の執筆にあたり調査したところ、2018 年に 83 件の発行があり、今年に入ってから 3 月 22 日時点で既に 12 件の発行がある。MS ワラント発行の発表後、当該企業の株価が大きく変動することがあるため、投資家から注目されている。

新株予約権 (ワラント) とは、期間内に新株予約権の所有者 (= 投資家・割当先) が発行企業 (= 資金調達企業) に対して一定の行使価額に基づく対価を支払って発行企業から株式を取得するための権利である。MS ワラントの場合は新株予約権の行使価額が変動する。第三者に割り当てる際の具体的な仕組みを図表 1 に①～⑤の順序で示した。

図表 1 で例示しているケースは、割当先に付与された新株予約権数が 10,000 個で 1 個当たり 550 円、合計潜在株式数は 1,000,000 株 (新株予約権 1 個当たり 100 株) である。当初行使価額が 900 円、上限行使価額はなし、下限行使価額は 500 円である。行使価額の決定方法は案件ごとに異なるが、よく見られるのは新株予約権の行使請求日前日株価の 90～93% 程度とするものであり、この価額が下限行使価額を下回った場合は下限行使価額が適用される。以下の例示では、修正後行使価額を発行企業株価の前日終値 1,100 円の 90% である 990 円とした。

図表 1 第三者割当による MS ワラントの発行の仕組み



(出所) 大和総研作成

順を追って見ていくと、「①新株予約権の発行」では、発行企業が証券会社やファンドなどである割当先に新株予約権を発行する。「②新株予約権の対価払込」では、割当先が新株予約権の対価 550 万円 (10,000 個×@550 円) を発行企業に払い込む。そして、「③新株予約権の行使 (対価払込)」では、割当先が発行企業の株価や流動性の状況によってタイミングを見計らい、新株予約権を行使する。行使期間はだいたい新株予約権の発行後 2～3 年で設定されることが多く、1 度ではなく時期を分けて行使されることが想定されている。ここでは例示であるため、1 度に行行使すると仮定する。修正後行使価額が 1 株当たり 990 円であるため、割当先が発行企業に株式取得の対価として 9.9 億円を払い込む。「④株式の交付 (新株、自社株)」では、発行企業から割当先に株式が交付される。交付される株式は新株だけでなく、発行企業が自社株買いで購入していた株式の場合もある。この時点で発行企業は資金調達完了したことになる。「⑤株式市場などを通じて売却」では、割当先は取得した株式を売却することでキャピタルゲインを得る。割当先は 1,100 円であった株式を 990 円で取得しているため、その株数分の差額から新株予約権の払込金額と当初に払い込んだ新株予約権の対価を控除した金額がキャピタルゲインになる。ただし、株式売却までに株価が下落すれば、キャピタルゲインは小さくなる<sup>1</sup>。

## なぜ、第三者割当による MS ワラントの発行が広がっているのか

MS ワラントは新株予約権の一種であることから、発行企業にとっての新株予約権発行のメリットとデメリットを整理した後、MS ワラントの特徴を見てみよう。

### <新株予約権>

#### (メリット)

##### (1) 株式の希薄化による株価への影響が限定的

新株予約権の行使期間は複数年である場合が多く、新株予約権の保有者 (割当先) はその期間中にいつでも権利行使が可能である。そのため、公募増資や第三者割当増資のように一度に発行株数が増加することはなく、時期の分散が図られ、株式の希薄化による株価への影響が小さくなると考えられる。ここでの株式の希薄化とは、増資することで発行株式が増え、一株当たりの利益が低下することをいい、希薄化によって株価が下落することがある<sup>2</sup>。

また、新株予約権が行使され、割当先が株式を取得した後、保有せず売却するケースでは、一度に大量に株式を売却することは株価の下落をもたらしかねない。このことを考慮に入れば、売却時期を分散することになり、株価への影響も小さくなると思われる。

##### (2) 財務の健全性の向上

資金調達には新株予約権、公募増資などをはじめとした資本での調達の他に、借入や社債発

<sup>1</sup> 株価の下落リスクをヘッジするため、割当先は大株主などから借株を行い、新株予約権の行使前に株式を売り建てることもある。

<sup>2</sup> 調達した資金で事業が拡大する、又は拡大が期待される場合、株価は上昇することも考えられる。

行による負債での調達がある。負債での調達は利払いや元本の返済負担が生じるとともに、財務健全性の低下につながる一方で、資本での調達は財務健全性が向上する。

(デメリット)

#### (1) 資金調達の不十分性

新株予約権は、その発行と行使という2段階で企業の資金調達が行われるが、新株予約権の発行だけでは少額しか資金調達ができない。新株予約権が行使されることでより多くの資金調達が可能になる。

#### (2) 資金調達の不確実性

株価が設定行使価額を上回らない限り、新株予約権は行使されないことから資金調達には不確実性がある。例えば、設定行使価額が1,000円の場合、株価が1,000円では取得価額と同額であるため、割当先はキャピタルゲインを得られないが、株価が1,500円の時に取得し売却すれば、キャピタルゲインを得られる。新株予約権の行使には株価の状況が影響する。

また、新株予約権の保有者は特定の契約がない場合、その行使を強制されることはないため、株価が設定行使価額を上回ったとしても、必ずしも行使されるとは限らない。さらに、行使される新株予約権の個数も保有者が決める。発行企業の予定通りに資金調達ができるわけではない。

### <MS ワラント>

次に、発行企業側から見た新株予約権とMSワラントの相違を確認しよう。主には上述の<新株予約権>(デメリット)(2)に関係する部分である。MSワラントはその名前の通り行使価額が変動するものであることから、その点に起因して(1)行使が円滑に進む、(2)資金調達額が変動する、という2点が主な相違として挙げられる。

#### (1) 行使が円滑に進む

一般的な新株予約権のように行使価額が一定である場合、行使価額が株価を下回る場合は行使が進まないが、MSワラントは行使価額が株価によって修正されるため、新株予約権の行使が円滑に進むことが期待される。もっとも、特定の契約が付されない場合、新株予約権の行使は割当先に委ねられるため、上述した資金調達の不確実性は残る。

#### (2) 資金調達額が変動する

MSワラントでは行使価額は下限が設定される一方で、上限は設定されない。行使価額は発行企業の資金調達額に直接関係するものであり、株価の変動と行使状況によって資金調達額が増減する。行使価額の下限が設定されているため、調達額の下限も決まっている一方で、上限の設定はないため、株価上昇時には調達額が増大することになる。

この他、第三者割当である点は公募増資と異なり、準備に要する負担が相対的に小さく、機

動的に資金調達ができる上、発行企業と割当先の相対の協議で新株予約権の内容や付帯する契約内容（条項）をある程度柔軟に設計することが可能である。上述した資金調達の不確実性を緩和するために、最近発行された第三者割当による MS ワラントには様々な条項が付されている。

## MS ワラントに付帯している条項の特徴と傾向

ここでは、2018 年に発行された第三者割当による MS ワラントを調査・集計し、それらに付されている主な条項の特徴と傾向を示す。MS ワラント発行についてのプレスリリース件数は 83 件<sup>3</sup>であるが、一つのプレスリリースで複数の MS ワラントの発行をアナウンスするケースがあり、全部で 106 の MS ワラントを調査・集計した。付されている条項の特徴を大まかに区分すると、（1）発行企業が MS ワラントの行使に関わるか、（2）発行企業が MS ワラントを買取りできるか、（3）割当先が MS ワラントの取得請求をできるか、に分けられる。

### （1）発行企業が MS ワラントの行使に関わるか

MS ワラントには権利行使に発行企業が関与する条項が付されているケースが多い。発行企業によるコントロール度合いが強い順に以下の①～⑥に大まかに分けて具体的な内容を説明する。それぞれの番号の右端の数値は、2018 年に発行された MS ワラントをそれぞれに分類して集計した件数を示している。

#### ①発行企業が割当先の保有する MS ワラントの行使をコミットさせる：22

- ・ コミット・イシューと呼ばれ、期限を決めて行使をコミットさせるもの。割当先が取得した株式の売却先まで発行企業が指定するケースも稀にある。
- ・ 発行された MS ワラントのうち、一部だけ行使をコミットさせるもの。例えば、MS ワラントが 30,000 個発行された場合は 15,000 個の行使をコミットさせたり、30 億円分の行使総額がある場合、10 億円分の行使をコミットさせたりするもの。

#### ②発行企業が割当先に行使を指図する：33

- ・ 発行企業が行使を指図して割当先がコミットするもの。割当先は行使指図されなくても、行使が可能。ただし、発行企業が行使停止期間を併せて設定するケースが多い。

#### ③発行企業が割当先に行使を許可する：20

- ・ 割当先が発行企業に行使申請を行い、認められた場合のみ行使できるもの。
- ・ 目標株価（ターゲット・プライス条項）や一定の営業利益を超過した場合に行使できるもの。

#### ④発行企業が割当先に行使を要請する：2

- ・ 発行企業が行使を要請して割当先が行使に最大限努力するもの。割当先は行使要請さ

<sup>3</sup> 2018 年には同じ企業が 2 回発行するケースがあった。

れなくとも、行使が可能。ただし、発行企業が行使停止期間を併せて設定するケースが多い。

⑤発行企業が割当先に行使停止期間のみを設定する：21

- ・ 行使停止期間のみが設定され、それ以外の期間は割当先の裁量で行使が可能。

⑥割当先の完全な裁量で行使する：8

なお、①～⑤はある一定の条件の下で実行される。例えば、②のように発行企業が割当先に行使を指図する場合、行使指定日の株価が設定された下限行使額の120%に相当する金額を下回る場合は行使指図ができないなどである。

これらの結果を見ると、①と②という発行企業が割当先に対してMSワラントを行使させるもの、言い換えれば発行企業が強くコントロールできるものが半数以上を占めている。一方で、割当先の完全な裁量で行使するものは全体の8%程度とかなり少なく、発行企業が割当先の行使になんらかのコントロールを及ぼすケースが標準的である。発行企業が事業の進捗、資金需要、資本政策に合わせて資金調達が行えるように設定されていることに加え、自社の株価水準や株式の流動性などを勘案して、株式希薄化による株価への影響が最小限になるように工夫ができる。

(2) 発行企業がMSワラントを買取りできるか

発行企業の判断（取締役会の決議など）で割当先から新株予約権を買取りできる条項が付されているケース（取得条項付MSワラント）は非常に多い。発行企業の資本政策において、第三者割当によるMSワラントよりも望ましい資金調達方法への変更や資金調達が必要なくなった場合に活用されることが想定される。資本政策の柔軟性の確保が目的である。集計の結果、97%のMSワラントに付されており、ほぼ全ての案件に付されていると考えてよさそうである。

(3) 割当先がMSワラントの取得請求をできるか

通常、株価が行使価額を下回って推移し、期間内に新株予約権の行使ができなかった場合には、新株予約権は消滅することになるが、割当先の裁量で発行企業に新株予約権の取得請求を行うことができる条項（取得請求条項付MSワラント）が付されているケースがある。新株予約権の行使期限が迫ってきた時に、発行企業が権利行使されなかった新株予約権を買い取る義務があるケースも同様の効果を持つ。集計の結果、68%のMSワラントに付されており、この条項を付すことが多数派である。取得価格は新株予約権の払込額と同額であることがほとんどである。



#### (4) 一般的な新株予約権や行使価額・発行条件の異なる MS ワラントとの同時発行

このように MS ワラントに様々な条項を付すことに加え、一般的な新株予約権や行使価額・発行条件の異なる MS ワラントを同時に発行する方法も見られる。同時に発行する狙いは、行使タイミングをずらすことで速やかに資金調達する部分とその調達した資金で事業を拡大し、企業価値を高めて更なる資金を調達する部分を分けることにある。

例えば、MS ワラントと一般的な新株予約権を同時に発行する場合を挙げると、現在の株価が 1,000 円で、行使価額が株価の 90% で変動する MS ワラント、行使価額 1,500 円の新株予約権を発行した場合、MS ワラントの行使で速やかに資金調達が行われる。そして、その調達資金で事業を拡大し、企業価値を高めて株価が 1,500 円を上回った時に新株予約権の行使が行われる。なお、条件の異なる MS ワラントを同時に 2 種類以上発行する時はそれぞれの行使価額は当然に異なるが、MS ワラントと新株予約権を同時に発行する時は行使価額が異なる場合もあれば、同じこともある。MS ワラントと新株予約権の行使価額が同じ場合、行使価額が修正される MS ワラントの権利行使が先に行使が進み、その後、新株予約権の権利行使が進むことが想定されている。

### MS ワラント発行による株価への影響は？

MS ワラントの発行が投資家に大きく注目されている理由は、そうした資金調達を行った企業の株価が大きく下落する例があったためと思われる。一般に新株引受権の発行による資金調達では、公募増資のように 1 度に株式の希薄化が起こるわけではなく、断続的に生じることが想定される。しかし実際には、発行の公表後、市場では希薄化の影響をただちに織り込み、株価が下落することや理論的な希薄化の影響以上に株価が下落する例がある。例えば、希薄化率が 10% 程度であっても、公表後に株価が 30% 程度下落するようなケースであり、それを受けて MS ワラントの発行自体を疑問視する声の一部にある。

しかし、必ずしも全ての企業でそのような状況になっているわけではないことに留意が必要であろう。2018 年に MS ワラントを発行した企業 (83 件) の株価を公表日と発行後 1 か月で比較すると、株価がプラスで推移している企業が 22% ある。株価は様々な要素で決まるため、断定することは難しいが、資金調達が評価されて株価が上昇したことが一つの要因として考えられる。すなわち、調達した資金の使途が企業価値の向上をもたらすと投資家に期待されたということである。

また、株価が上昇した企業の MS ワラントの条件や付された条項を見ると、全てに共通したものは見られなかったが、比較的当てはまる条件は MS ワラントの当初行使価額が発行公表前の株価よりも高く設定されていることや、一定の経営成績に達した時に行使できるというものである。例えば、発行公表前日の株価が 1,000 円で、当初行使価額が 1,100 円に設定される場合である。また、一般的な新株予約権や複数の MS ワラントとの同時発行時、いずれかの当初行使価額が発行公表前日の株価を上回って設定されている場合である。MS ワラントの発行が企業価値

の向上に資するものであり、先行きの株価が上昇すると企業が考えていることを市場が評価しているケースも当然にあるだろう。

## おわりに

株式市場で資金調達し、事業を拡大させていくことは上場企業にとって自然な行動である。その際、調達手段として、必ずしも公募増資が全ての企業に適切な方法であるとは限らない。本稿で取り上げた第三者割当による MS ワラントのように、事業の進捗、資金需要、資本政策に合わせて柔軟な設計が可能な調達方法を検討することは非常に有用なことであると思われる。

株式の発行が伴う資金調達をする際に、多くの企業は株式の希薄化による株価への影響を懸念するだろう。実際に MS ワラントを発行した企業のプレスリリースからそのことを深く感じ取ることができる。しかし、資金調達した資金で事業を拡大させ、企業価値を向上させることができれば、中長期には株価が上昇していくと考えられる。また、資金調達によって、投資家が企業価値向上への期待を持てば、短期的にも株価は上昇するであろう。

第三者割当による MS ワラントの発表後、大きく株価が下落した例があるが、反対に株価が上昇した例もある。発行企業は調達した資金の用途を割当先である証券会社やファンド以外の投資家にも十分に説明し、企業価値の向上に結びつくものであることの理解を得る必要があるだろう。投資家は MS ワラントの発行について全て一律にネガティブなものであると捉えるのではなく、しっかりと発行企業の資金調達方法の意図や内容を理解し、判断することが求められる。