

梅ヶ枝中央会計

Q.コンバーティブルノートとは何ですか？

A 実行時に転換価格を決定しない機動的な転換社債です。
ただし、日本国内においては、会社法上の現物出資の規制・税法上の2種類の株価の論点より、適用には留意が必要です。
従って、実質的にコンバーティブル・ノートに類似した、コンバーティブル・ローン、新株予約権付社債の活用が望まれます。

1.コンバーティブル・ノート(以下「CN」)の特徴

新株予約権付社債(日本においては、略称CB(コンバーティブル・ボンド))の一形態であり、米国でのエンゼル投資家がシード段階のVB投資に活用するブリッジ・ファイナンスのスキームです(米国での支払手形はPromissory Note。米国債の中期債はNotes、長期債はBonds。)

特徴は、以下のとおり、**本格的なバリュエーションを先延ばし**した上で、資金調達を行い、**投資家側には次の資金調達時に一定のインセンティブ**を付与する社債となります。

客観的なバリュエーション(プレマナーバリュエーション)が困難な時期(シードラウンド)に投資(VB側では債務)	投資時点では、 将来の1株当たりの転換価格は決定しない (ディスカウント等の一定の転換条件は設定)。
次の資金調達ラウンド (一定額以上の「適格資本調達」(Qualified Equity Financing)。シリーズA、Aラウンドと呼びます)時に転換。	シリーズAの時点で、会社のバリュエーション(プレマナーバリュエーション)を実施。
転換価格は適格資本調達時の1株当たり価額に 一定率のディスカウントを行った価格等 で決定。	

なお、米国においてCN設定時に、一般的には、期限到来時に、返済猶予・別の負債への切替・別の株式への転換等の条件は設定されません。

2.CN発行時の各種設計

利息の支払い	満期一括で株式への転換か否か	
満期	典型的には1年程度	
転換価額 …右記2種の 転換価額の内、 低い方	ディスカウント 転換価額	次のラウンドで行われる適格資本調達で決定された1株当たり価額の〇%で株式を発行するというタイプのもの
	バリュエーション・キャップ ÷完全希薄化後株式数	転換時の会社の企業価値(プレマナーバリュエーション)について、一定の上限値を設定。…当初想定より価値が上昇した場合に、CNの当初簿価から計算される転換株式数を減少させることの防止。
転換条項	適格資本調達の条件	・資金調達規模やプレマナーバリュエーションの最低額を定めるといった定量的な方法

		・広く認知されたVCファームによる調達であることといった定量的な方法
転換株式による 差異調整	転換株式が種類株式である場合、VCと同一価額とし、ディスカウント(含む、バリュエーションキャップ適用時)分の差異調整は普通株式に転換する。	
チェンジオブ コントロール	適格資本調達で発行される株式を発行するものとしつつ、適格資本調達よりも前にチェンジオブコントロールが発生した場合は普通株式の発行or現金返済…プレミアムの追加の検討。	
コベナンツ	オペレーショナル・コベナンツ	事前承諾を前提にする項目 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 追加的な金融負債の負担 ➢ 第三者に対する貸付・投資 ➢ 組織再編行為 ➢ 重要な資産の処分 ➢ 配当等 ➢ 関連当事者間取引 ➢ 担保提供等
	ファイナンス シャル・コベナンツ	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 指標上の数値基準を維持することの義務付け ➢ 財務状況の報告義務ないし財務諸表等の提出義務のみ
劣後条項	デフォルトした場合の債権者間の弁済の優劣順位	
株主間契約	株式に転換される時点での株主間契約の締結	
ワラント	CN引受時にワラント発行	

3.転換によって発行される株式の種類について

- 普通株式と種類株式の価格差
後述の設例は、普通株式への転換を前提としていますが、シード期、アーリー期においては、みなし清算条項付種類株式に転換するケースがあります。
詳細については、別途説明しますが、日本国内において、普通株式と種類株式が同時に発行されたとしても、両株価が異なることは是認されるとの見解¹があります。
- 種類株式間の価格差
CNから種類株式に転換する際、VCが同時に入手する種類株式の価額が異なることとなります。これは、普通株式と異なり(1株当たりの純資産価額等は均一)、残余財産の優先分配請求権の優先価額が異なることとなります。
この場合、**会社側の管理が煩雑になるリスク**があります。
従って、種類株式に転換する際は、VCと同じ種類株式の価額として、転換し、CN所有者にとってのインセンティブ部分を普通株式で調整することが考えられま

¹ 2015年3月経済産業省経済産業局新規産業室宛「報告書～ベンチャーファイナンスの進化によるベンチャーエコシステムの活性化に向けて～」p.44

梅ヶ枝中央会計

す。

設例	<ul style="list-style-type: none"> ・CN 価額…1 億円 ・その後の VC 投資額…優先株@100 万円×200 株=2 億円。 ・CN 転換価額…20%のディスカウントで@80 万円
調整計算	<ul style="list-style-type: none"> ・20%ディスカウントした場合の優先株の転換数…1 億円÷(@100 万円×80%)=125 株(ディスカウント前は 100 株相当)→ディスカウント株数 25 株。 ・CN の優先株の転換価額は取えて VC と同じく@100 万円で 100 株 ・ディスカウント相当株数は普通株に転換…ディスカун株数 25 株

4. 転換価額のキャップについて

バリュエーション・キャップの適用設例(普通株式への転換)

会社設立	@5 万円×200 株=資本金 1 千万円
CN 発行価額	1 億円
ディスカウント率	20%
プレマナーバリュエーション・キャップ	5 億円
VC からの資金調達	2 億円

プレマナーバリュエーション 4 億円→1 株価額…4 億円÷発行済 200 株=@2 百万円			
NC ディスカウント…@2 百万円×80%=@1.6 百万円			
→転換株式数…1 億円÷@1.6 百万円=62.5 株(VC 換算…2 百万円×62.5 株= 1.25 億円)			
オーナー	200 株		55%
VC	100 株	2 億円÷@2 百万円	28%
NC	62.5 株		17%
計	362.5 株		

プレマナーバリュエーション 5 億円→1 株価額…5 億円÷発行済 200 株=@2.5 百万円			
NC ディスカウント…@2.5 百万円×80%=@2 百万円			
→転換株式数…1 億円÷@2 百万円=50 株(VC 換算…2.5 百万円×50 株= 1.25 億円)			
オーナー	200 株		61%
VC	80 株	2 億円÷@2.5 百万円	24%
NC	50 株		15%
計	330 株		

プレマナーバリュエーション 10 億円→1 株価額…10 億円÷発行済 200 株=@5 百万円			
NC ディスカウント…@5 百万円×80%=4 百万円			
CAP 超のため、5 億円÷発行済 200 株×80%=@2 百万円→低い方→@2 百万円			
→転換株式数…1 億円÷@2 百万円=50 株(VC 換算…5 百万円×50 株= 2 億円)			
オーナー	200 株		69%
VC	40 株	2 億円÷@5 百万円	14%
NC	50 株		17%
計	290 株		

5. CN 発行前に検討すべき資本政策のポイント

【資本政策におけるオーナー比率の考え方】

会社法上、2/3 超、1/2 超、1/3 超の議決権の保有を上場前・上場後に検討する必要があります。併せて、持株の売却(売出)株数以上の新株発行増資(公募)が要求されることを前提で検討する必要があります。

ただし、VC からの資金調達により、企業価値が上昇する場合、**議決権が低下しても、保有株の時価総額が上昇することもある**ため、留意が必要です。

- 上場前において、2/3 超の保有を前提とすると、上場後は 1/2 超が一定の目安となります(上場前 67%の場合、上場後 50.4%となります)。
- 上場前は 1/2 超の保有を前提とすると、上場後は 1/3 超が一定の目安となります(上場後 34%の場合、上場前 50.0%となります)。

【資本政策におけるストックオプション(SO)の考え方】

10% ルール	原則、上場時における SO の比率は発行済株式の 10%以下が目安となります(10%以上の場合、証券会社の審査等で、希薄化の影響が大きく 10%以下になるまで、行使を要求される可能性が高くなります)。	
オーナーの SO	VC 投資直前の SO の発行	一般に行使価格を低価格に設定すると、VC の投資姿勢に悪影響を与える可能性が高まります。従って、将来 VC 投資を前提とするのであれば、早目の発行の検討と共に、上記 10%ルールの影響を検討する必要があります。
	オーナーの税務	発行済株式の 1/3 超を有している場合、税制適格 SO は発行できません。従って、有償 SO の発行の検討が必要となります。
	当初の発行(オーナー向け)	将来の上場時の時価からシリーズ A 後の発行済株式数を一定程度想定し、10%を目安にオーナー向けに SO の発行を検討する必要があります。上場前の行使が一般的です。
	当初の発行(役員・従業員向け)	上記の 10%相当について、一定数の付与も考えられますが、上場後の安定株主の関係より留意が必要です。この場合、税制適格 SO は可能ですが、監査役は対象外となります。
→オーナーに 10%相当の付与を行うことを前提に資本政策の策定を行います。		
後の役員・従業員への付与	<ul style="list-style-type: none"> ・上場直前において、株式分割と共に、インセンティブとしての税制適格 SO の付与の検討が可能となります。 ・ただ、前提とし、上記 10%はオーナーに全て付与した場合、想定時価総額が下落すれば、オーナーが行使しない限り、追加の付与が不可能となりますので、オーナーの上場前の SO の行使を含めて検討が必要です。 →上場直前には、オーナーは 10%の SO を行使していることを前提に資本政策の策定を行います。 	