

## 新型エクイティファイナンススキームとその評価 —新株予約権の第三者割当による公募増資の代替

早稲田大学大学院生 鶴沢 真

早稲田大学 大村 敬一

わが国では、2003年から2005年にかけて、転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債(「MSCB」という)が大量に発行された。転換オプションの行使価額が一定の周期で修正されることから、景気や株式相場に先行きが不透明で、増資困難な状況においても株式への転換が可能となり、エクイティファイナンスの機会を拓いている。

MSCBは、不良債権処理を加速する銀行によって返済を迫られたディストレス企業を中心に広がるが、第三者割当を引受けした証券会社やファンドが、空売りを利用して意図的に株価を下落させるような不適切な発行事例がみられ、2008年以降は姿を消している。

2013年頃から、MSCBと類似した新株予約権の単独発行によるエクイティファイナンスが改良されたかたちで登場し、徐々に広がりを見せている。発行会社は、証券会社に対して第三者割当で複数の新株予約権を発行し、その後、証券会社が株価動向に応じて新株予約権を順次行使し、交付された新株を市場で売却していく。

発行会社にとっては、新株予約権をまとめて発行した範囲内で、ファイナンスニーズと株価動向に応じて、必要額を増資することが可能で、しかも、マーケットインパクトも回避できる。公募増資を代替する仕組みとして、今後広がっていく可能性が高い。

本稿では、新株予約権の第三者割当スキームの基本的な商品性を整理したうえで、新たなエクイティファイナンス手法としての特長とその問題を示した。発行事例の検討から、既存株主からの富の移転によって、証券会社の収益が賄われている構造をあきらかにし、行使価額修正条項の付いた新株予約権のプレミアム評価方法を示した。

本スキームは、エクイティファイナンスの可能性を拓いたという点で意義が大きい。公募では増資できないような新興成長企業やディストレス企業にもエクイティファイナンスの道を拓いたこと、また、景気が低迷し株価が不安定な局面でも機動的な増資を可能にしている点は高く評価できる。

一方で、本スキームによる証券会社の収益は、既存株主からの直接的な富の移転によって賄われ、流通市場を利用することでほぼノーリスクで確定した収益を確保できる構造になっている。さらに、証券会社には商品性を複雑化し情報の非対称性を高める誘因も働く。MSCBで見られたモラルハザードを防ぐためには、より客観性を高め、開示の充実を図ることが必要である。増資で得られた資金が収益性のあるプロジェクトに投資され、企業価値の増加を実現することが重要であり、投資家や発行会社にとって理解しやすいシンプルなかたちで、しかも柔軟性の高いファイナンス手法として改善することが求められる。

以上