

エクイティ・ファイナンス手法の多様化

松尾 順介

はじめに

近年、株価上昇を主な背景として、エクイティ・ファイナンスが急増したが、今年度上半期のエクイティ・ファイナンスは低迷している。その背景として、エクイティ・ファイナンスが株価下落の要因になっており、増資後の株価の維持が難しいことが指摘できる。これに対し、発行会社は優先株などの種類株式を発行することによって株価下落を回避するなど、エクイティの多様化が進められている。その一方で、引受証券会社が引受方式を工夫することで、株価下落を回避することも試みられている。たとえば、新株予約権を利用する方法や、発行株式を分割して発行し、株式数の急増を防ぐ方法などである。つまり、エクイティ・ファイナンス手法の多様化が進んでいる。本稿では、包括的新株発行プログラム（STEP）、最低資本調達金額保証型ファイナンス（FBF）、行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム（TIP）などを紹介し、このようなエクイティ・ファイナンス手法の多様化について検討する。

1 修正条項付転換社債（MSCB）

修正条項付転換社債（Moving Strike Convertible Bond：MSCB）は、ライブドアがニッポン放送株を大量取得する際に利用したことで有名になったが、それ以前からも海外私募発行において、大幅な株価下落や乱高下が

発生し、マスコミなどでも取り上げられていた。つまり、MSCBは転換価額が修正され、それによって転換株数が変動するとともに、その買受先は、時価より一定のディスカウントで権利行使できる点に特徴がある。つまり、株価が変動すると、買受先は安値を下回る転換価額で転換し、高値で売却して利ザヤを稼げることから、買受先は空売り、時には株価操作を行ってまで、株価を変動させる誘因をもつとともに、安値で転換すると転換株数が増加するため、希薄化が進み、株価の下落要因になる。したがって、最悪の場合、発行会社の株価は乱高下しながら下落し、最後には限界的な価格に張り付き、回復できなくなる。いわゆるDeath Spiralである。⁽¹⁾

他方、公募増資も株価下落要因になる場合が多く、⁽²⁾公募市場の機能不全といった見方もある。その背景としては、①ネット取引の拡大に伴い、大手証券会社の個人販売ネットワークが縮小し、短期間に大量の公募新株を販売することが困難になったこと、②投資判断要素が多様化し、個人投資家も機関投資家もそれぞれ独自の判断基準を持つようになってきたため、証券会社が一時点の特定値（公募価格）を決定した上、その営業力で販売する方式と、投資家との間にミスマッチが発生してきたこと、などが指摘されている。したがって、従来のように公募新株を各投資家にはめ込むことができなくなってきた。そこで、現在では大規模の公募の場合、予めヘッジファンド等が空売りしておき、公募新株の購入によって手仕舞いし、値下がり分の利益を確保するといった手法も行われているといわれている。

このような公募市場の難点を回避する手法としてMSCBを位置づけ、エクイティ・ファイナンスの中心的存在になるよう育成するという試みを行っているのが、ウェル・フィールド証券である。同社は、野村證券でMSCBを手がけた安田道男氏が二〇〇五年三月に設立した証券会社（設立当初は、ビービーネット証券）であり、現在MSCBや新株予約権を中心に引受を行っている。同社が設計したMSCBは、証券会社が当該ポジション

を長期間保有することで、需要創出期間の長期化を図り、株式発行の時間分散を企図するとともに、多様な株価水準での投資機会を提供するものである。

同社の指摘するMSCBのメリットとは、①MSCBの割当先の証券会社は、長期間にわたって新株の買い手を捜すことができる、②転換時点で株価水準が異なるため、投資家への販売価格も異なることから、各投資家は自らのターゲット価格で購入することが可能になる、③割当先の証券会社が市場動向を考慮した時間分散売却を行うことにより、株価下落圧力の軽減を図ることができる、④株価が上昇した場合、転換価額が上方修正されることから発行株数を低減できる、⑤発行会社の判断により、ゼロコストで繰上げ償還できる、⑥公募増資よりも短期間で発行でき、機動的な資金調達ができる、などである。

このようなMSCBのメリットを実現するために、同社は①株価への配慮を最重視し、より多くの投資家に相対売却を行う、②再生企業だけでなく、広範囲な発行会社にとって利用可能でありかつ株主・発行会社双方にとって有益なファイナンス手法となるよう注力する、③MSCBのマイナスのレピュテーションを払拭し、ファイナンス手法の王道的手法として定着させる、といった点を重視し、これによって従来MSCBの問題点として指摘されてきた、希薄化と株価下落のDeath Spiralを抑制することを企図している。

このような同社のMSCB開発方針は、公募市場の問題点を踏まえ、整合的に構成されたものと考えられる。なお、同社が割当先になったMSCB実績としては、ビービーネットの第二回無担保転換社債型新株予約権付社債（二〇〇七年五月二五日取締役会決議、発行総額二億円）および第三、四回無担保転換社債型新株予約権付社債（二〇〇七年七月一二日取締役会決議、発行総額計六億円）である。

2 包括的新株発行プログラム（STEP）

新株発行が需給関係を悪化させ、株価下落を引き起こす可能性があることから、分散的に発行しようとするスキームが、包括的新株発行プログラム（Straight-Equity Issue Program：STEP）であり、発行会社と第三者割当先との間で「第三者割当による株式買取基本契約」（これを包括的新株発行プログラム）を締結した上で新株を発行するものである。この契約では、予め新株の発行枠が定められており、発行会社がタイミングを判断しながら新株を発行することができる。つまり、普通社債発行における発行登録制度に類似した発行方式であり、新株発行を小口に時間分散することで、希薄化の分散および需給関係の悪化を回避するものである。

この方式を採用したのは、スター・マイカ社であり、同社は二〇〇七年五月八日にドイツ銀行ロンドン支店との間で上記の契約を取り交わした。この事例では、契約締結日から二年間の期間において、上限で総数一万株の普通株式をドイツ銀行に対し、随時割当てするものである。

発行時期は、発行会社の取締役会決議によって決められ、上限一万株は、A種割当（第一回から第四回まで四〇〇〇株）、B種割当（第五回から第七回まで三〇〇〇株）、C種割当（第八回から第一〇回までの三〇〇〇株）に区分され、合計一〇回に分割して発行される（表1参照）。

また、A種割当については、割当ターゲット価格は設定されていないため、増資にかかる取締役会決議の前営業日の終値に〇・九を乗じた価額が発行価額となり、割当時期も割当数も発行会社の完全な裁量で決定される。また、B種割当については、ターゲット価格が三〇万円以上であることが割当決定の条件とされ、C種割当では、三五万円以上とされている。さらに、割当数量は原則としていずれも一〇〇〇株であるが、B種割当とC種割当の場合、一定の条件（割当制限条項）の下で減少する。

ここで定められている割当制限条項は、対象期間中の当該株式の三か月平均売買金額が四六九一万九五〇〇円を下回った場合、一回当たりの割当数は五〇〇株とし、その後同平均売買金額が四六九一万九五〇〇円を回復した場合、一回当たりの割当数は一〇〇〇株とされる。また、対象期間中、三か月平均売買金額が二三四五万九七五〇円を下回った場合、割当は一時中止され、その後同平均金額が四六九一万九五〇〇円を上回った場合には、一回当たり割当数は五〇〇株となる。また、同平均売買金額が七五〇七万一二〇〇円を回復した場合、一回当たりの割当数は一〇〇〇株となる。

このような割当制限条項を導入した理由は、売買金額が低迷した場合、新株発行が需給関係をより悪化させ、株価下落を引き起こすことを回避するためであろうと考えられる。ちなみに、この基本契約締結前日の終値は二九万二〇〇〇円、売買金額は五〇二七万円、売買金額の七五日移動平均は二億六〇二九万円であった。

スター・マイカ社は、このプログラムの導入理由として、以下の五点を挙げている。

- ① 新株発行枠の確保と機動的な資金調達・発行会社の裁量で機動的に資金調達が可能である。ただし、発行会社は割当を行う際には、毎回取締役会決議を取らねばならない。

- ② 資本調達目標株価によるターゲット・イシュー..一定の株価以上でしか新株発行ができず、逆に株価上昇

表1 スター・マイカ社によるSTEPのスキーム

	A種割当	B種割当	C種割当
対象割当回数	第1回～第4回	第5回～第7回	第8回～第10回
割当可能株数	4,000株	3,000株	3,000株
1回当たり割当株数	1,000株	1,000株	1,000株
割当ターゲット価格	該当無し	300,000円以上	350,000円以上
割当可能期間	2年間	2年間	2年間
割当制限条項	無し	有り	有り

(資料) 同社プレスリリース「第三者割当による株式買取基本契約締結に関するお知らせ」2007年5月8日。

に比例して、調達額は増加する。

③ シンプルな設計・単純な第三者割当であり、発行価額もその時々の時価をベースに決定され、MSCBのような転換価額修正条項もなく、また権利行使請求のような概念はない。

④ 真の「エクイティ・コミットメントライン」性・発行会社の裁量で割当時期を決定できる。

⑤ 発行会社による解約権・将来的に資金調達ニーズがなくなった場合などは、発行会社の選択で解約することができるとができる。

また、証券会社側には、このようなスキームに対応するためには、いくつかの課題があることも事実である。まず、急遽割当が行われた際にも対応する必要がある、いつ割り当てられても実務的に対応できるように常に準備しておく必要が生じる。次に、発行会社には、実力以上の株価を期待するインセンティブがあるため、割当直前に発行会社側から株価に影響を与えるようなニュースが出されないようにしておく必要がある。この事例では、直前三日間はそのようなニュースが発信されないよう契約を取り交わしている。なお、手数料としては、発行価額を終値の九〇％に設定することから、一〇％相当分のディスカウントが手数料となり、発行枠の設定に係る手数料は徴求しない。

ちなみに、五月一四日の取締役会決議で、第一回目の割当が行われ、発行価額・一株二万五三八〇〇円で、一〇〇〇株が発行されている。

なお、同種の発行事例としては、トッキが二〇〇七年六月一日付の取締役会決議で同プログラム設定を決定しており、同社は対象割当回数五回、一回当たりの割当株数八〇万株、割当可能期間二年間を設定している（表2参照）。

3 最低資本調達金額保証型ファイナンス (FFB)

MSCBが株価下落の悪循環 (いわゆるDeath Spiral) を生じさせる可能性があることを勘案して設計されたスキームが、この「最低資本調達金額保証型ファイナンス」(Floored Block Finance: FBF)である。その最初の発行例は、グッドウイル社の新株予約権であり、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先 (第三者割当) として、二〇〇七年六月二五日に取締役会決議されている。

同方式では、グッドウイル社がドイツ銀行ロンドン支店と「新株予約権買取契約」を締結した上で、グッドウイル社株式四〇万株を対象とする新株予約権をグッドウイル社株式の時価の六〇%で、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として発行する。つまり、これによって、まずグッドウイル社は同社株式四〇万株の条件決定日 (七月六日) の時価 (終値) の六〇%相当額を調達することになる。

次に、この新株予約権は三か月以内に全部権利行使 (マンガトリー・エクササイズ) が義務付けられており、ドイツ銀行はこの権利を行使して、グッドウイル社の新株四〇万株を引き受けなければならぬ。ただし、権利行使の際はその時点の時価の九五%が権利行使価額とされるが、払込金額は、この価額から先に支払った六〇%相当額を控除した金額となる。

したがって、同方式では、新株予約権の条件決定日の株価×四〇万株×六〇%相当額の資金調達、最低資金調達として保証された上で、さらに三か月以内の権利行使時点の株価×九五%×四〇万株―最低保証額の資金調達が追加的に可能になる。ただし、例えば権利行使時点

表2 トッキ社によるSTEPのスキーム

対象割当回数	第1回～第3回	第4回	第5回
1回当たりの割当株数	800,000株	800,000株	800,000株
割当ターゲット価格	該当無	800円以上	1,000円以上
割当可能期間	本件決議日から2年間	本件決議日から2年間	本件決議日から2年間

(資料) 同社プレスリリース「第三者割当による株式買取基本契約」2007年6月12日。

の株価が、新株予約権の条件決定日の株価の六〇％に下落した場合、追加的な資金調達が行われませんが、あくまでも最低保証金額は保証される。なお、権利行使に際しての行使価額は、行使請求の効力発生日（修正日）とその前日の終値の平均値の九五％としている。

発行会社にとって、この方式のメリットとして、以下の点が挙げられる。

① 新株予約権の目的となっている株数は、四〇万株に固定されており、それ以上の株式発行が行われることはない。したがって、予想以上に希薄化することがない。

② 新株予約権の条件決定日の終値の六〇％相当額の資金調達が最低限確保される。

③ 株価動向次第で追加的な資金調達の可能性がある。特に、MSCBで見られたように、希薄化が株価下落を引き起こし、それが発行株数増加をもたらしてさらに希薄化を加速させるといった悪循環が回避されるように工夫されている点は特徴的である。

他方、割当先の証券会社にとっては、権利行使価額の決定に際してデイスカウントされる五％相当分が一種の手数料となり、この五％相当分は、株価が上昇した場合、その絶対額も大きくなるが、逆に株価が下落した場合は縮小し、仮に条件決定日の六〇％以下に下落した場合、損失さえも被ることになる。その意味では、価格変動リスクのあるファイナンス手法といえ、証券会社側は別途アレンジメント・フィーを徴求している。なお、このアレンジメント・フィーは公募の場合の引受手数料に相当するようである。また、証券会社にとっては、条件決定日以降において株価が急落した場合も、マンドトリー・エクササイズを解除できないので、大きな損失を被る可能性もある。それについては、デューデリジエンスで対応する必要性があり、特に株価に影響のあるニュースは条件決定以前に出させる必要もある。

いずれにせよ、証券会社にとっても、発行会社にとっても株価が上昇した場合、手取り資金額や手数料相当額が増加することから、MSCBで見られたような株価下落を引き起こすような誘因は除去されるといえる。

4 行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム(TIP)

行使許可条項付ターゲット・イシュー・プログラム(Target Issue Program: TIP)とは、発行会社が新株発行を希望する目標株価(ターゲット価格)を定め、これを行使価額として設定した新株予約権であり、将来の株価上昇を見越して、いくつかのパターンの行使価額によって、段階的に新株発行が可能となるものである。なお、新株予約権の割当先の権利行使に関しては、発行会社の行使許可を必要とすることになっている。

このプログラムを採用したのは、メデイネット(二〇〇七年二月六日、取締役会決議)、アルファグループ(二〇〇七年二月一六日、取締役会決議)およびエスアールジータカミヤ(二〇〇七年三月九日、取締役会決議)である。

このうちエスアールジータカミヤは、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として、新株発行(二〇万株、三・二億円)を行った上で、三回の新株予約権を発行した。同社のスキームのポイントは以下の通りである。

- ① 固定行使価額(資金調達目標株価)によるターゲット・イシューであり、資金調達を行う際の目標株価を新株予約権の行使価額としており、株価上昇に伴って段階的に新株予約権が権利行使されるように、三通りの行使価額(二四〇〇円、二七〇〇円、三〇〇〇円)を三回の新株予約権(第一～三回)のシリーズに設定している。

- ② 行使許可条項を付しており、新株予約権の権利行使に関しては、発行会社の許可なくしては、権利行使で

きない仕組みとなっている。権利行使が許可された場合、当該行使許可の到着日当日から一〇営業日の期間に行使許可に示された範囲内（二万五〇〇〇個）で新株予約権を行使することになる。なお、行使許可に際しては、発行会社の資金需要と市場環境等を勘案して決定する。

③ 最大希薄化数が限定されているため、MSCBで問題視されたように、株価次第で発行株式数が拡大するような懸念を払拭している。

④ 買入消却条項が付されており、資金調達ニーズがなくなった場合、あるいはより好条件での資金調達手法が確保できた場合、発行会社の選択で、随時残存新株予約権を買入消却できる。なお、買入消却額は発行価額と同額とされ、キャンセルション・フィーなどは発生しない。

⑤ 行使価額修正条項・選択権が付されており、第二回と第三回新株予約権に関しては、発行会社の選択（取締役会決議）により、行使価額の修正を開始することが可能となっている。修正の際には、その旨が発行会社から新株予約権者に通知され、行使価額は、通知が行われた日の翌営業日以降、行使請求の効力発生日（修正日）の前日までの三連続営業日のジャスダック取引所終値の平均値の九三％に相当する金額に修正される。ただし、下限行使価額は、第二回一三五〇円、第三回一五〇〇円とされている。

表3 エスアールジータカミヤ社によるTIPのスキーム

	新株式発行	第1回新株予約権	第2回新株予約権	第3回新株予約権
発行数	200,000株	200,000個	200,000個	200,000個
発行価額の総額	320,000,000円	3,200,000円	2,600,000円	2,000,000円
発行価格	1,600円	16円	13円	10円
行使価額	該当なし	2,400円	2,700円	3,000円
「行使価額の修正」の項目	該当なし	無	有	有
行使請求期間	該当なし	3年間	3年間	3年間
行使許可条項	該当なし	有	有	有

(資料) 同社プレスリリース「第三者割当による新株式発行、第1回～第3回新株予約権発行および新株予約権買取契約（行使許可条項付・ターゲット・イシュー・プログラム "TIP"）締結に関するお知らせ」2007年3月9日。

⑥ それぞれのターゲット価格を設定した新株予約権を予め発行しておくことで、株価上昇後の有利な価格による資本調達をスタンバイでき（自己資本調達のスタンバイ効果）、新株発行のように手続きにかかる所要時間を短縮化し、機動的な資金調達が可能になる。

つまり、このスキームでは、最初の第三者割当によって、最低限必要な資金を調達した上で、その後の企業の成長と株価上昇によって、追加的かつ段階的に資金を調達しようとするものである。したがって、追加的な資金調達には、不確実性があるものの、会社の成長性に一定程度連動した資金調達が可能になるといえる。成長企業向けのスキームといえよう。また、割当先が第三者割当された新株を短期間で市場売却すると、その後の株価展開が重たくなる可能性があるが、その場合、新株予約権の権利行使が難しくなり、第三者割当先にとっても好ましくない結果となるため、株価動向を見極めながら、株価下落を回避しつつ売却することになる。むしろ、発行会社の想定する株価の成長シナリオを支援するインセンティブを有するものと考えられる。なお、割当先の証券会社の手にする手数料は、新株予約権を行使した際のディスカウント部分のみであり、スキームのアレンジメント・フィーは発生しない。

まとめ

以上、四つのスキームを紹介したが、簡単にまとめると次のようになる。

まず、ウェル・フィールド社のMSCBに対する取り組みは、従来のMSCBが有していたSpiral的な要素を払拭し、MSCBを利用することで、新株発行の時間分散を図り、公募発行に代わる資金調達手法として育成しようとする点で斬新な試みといえるが、この間、MSCBに付着したマイナスイメージをどう払拭するかが課題

といえる。

次に、ドイツ証券のSTEPは、第三者割当によって新株発行枠を設定し、新株発行を小口かつ時間的に分散させることを試みており、ウェル・フィールド証券の試みと重なる部分がある。ただし、毎回取締役会決議を行う必要があるとともに、証券会社も機動的な対応が要求される。

第三に、FBFBは、最低資本調達を確保した上で、Death Spiral性を払拭し、株価上昇のインセンティブを割当先に維持させながら、追加的な資金調達を企図するものである。ただし、追加的な資金調達については不確実性を免れられない。

第四に、TIPは、最初に第三者割当で必要額の資本を調達した上で、追加的な資金調達を企図する点でFBFと似ている要素がある。ただし、FBFは追加的な資金調達が一回限りであるのに対し、TIPは段階的に、かつ株価の成長に合わせて資金調達ができる点において異なっている。

このようにいずれの手法も従来のMSCBの難点を払拭しようとするものであると同時に、発行会社の資金調達ニーズにオーダーメイドで対応しようとするものである。その意味では、今後も新しい手法が開発されてくるものと思われる。

他方、このような新しい手法を利用することで、その後の株価展開にどのような影響が出るのかは、もう少しサンプル数の増加を待って実証する必要がある、今後の課題であろう。

注

(1) このようなMSCについては、拙稿「MSCBとディスクロージャー制度」、『証研レポート』、一六三七号、二〇〇六

年八月、参照。あるいは、最近でも「MSCB地獄からの生還」、「日経金融新聞」、二〇〇七年五月二十五日、参照。

(2)

日本証券業協会・会員における引受審査のあり方等に関するワーキング「会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について―会員における引受審査のあり方等に関するワーキンググループ最終報告―」の別紙二に、「MSCBと公募増資との株価に関する比較検証」と題して、これらのファイナンスが株価に与える影響を検討しております。 <http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/pdf/hikuke4.pdf>

*本稿は、ウエル・フィールド証券およびドイツ証券などへのインタビュー調査などをもとに作成しております。本稿を作成するに際し、安立聖子氏（ドイツ証券）、今村吉宏氏（ドイツ証券）、遠藤吉成氏（ドイツ証券）、大杉謙一氏（中央大学法科大学院）、川畑貴史氏（エスアールジータカミヤ）、木村寛氏（ドイツ証券）、酒井将平氏（ウエル・フィールド証券）、東京吉彦氏（ドイツ証券）、安田道夫氏（ウエル・フィールド証券）（以上五〇音順）のご協力を賜りました。厚く御礼申し上げます。

（まつお じゅんすけ・客員研究員）