

CFOが検討したい、 第三者割当増資型の エクイティ・ファイナンス



谷山邦彦

デロイト・トーマツFAS株式会社
バリュエーション ディレクター

最近、第三者割当増資に際して、普通株式発行以外にオプションを組み込んだ、転換社債型新株予約権付社債や強制転換条項付優先株式等のハイブリッド証券等が注目を集めている。CFOとしては、発行会社の観点から、多様化しつつある第三者割当増資型のエクイティ・ファイナンスのメリット・デメリットおよび留意点を整理しておく必要がある。今回はオプションが組み込まれた第三者割当増資型のエクイティ・ファイナンスを対象に、比較してみよう。

1 第三者割当増資型の エクイティ・ファイナンス の種類

オプションが組み込まれた第三者割当増資型のエクイティ・ファイナンスとして、コミットメント型新株予約権、転換社債型新株予約権付社債（いわゆるCB）、強制転換条項付優先株式、交換権付き優先出資証券等が発行されている。これらの金融商品は、持ち分が将来希薄化する点で共通しているが、普通株式発行の場合と比較すると、発行時点での持ち分の希薄化を回避することができるというメリット

をもっている。

1 コミットメント型新株予約権

新株予約権自体の発行は、発行会社にとって当初はオプション料しか振り込まれず、株式に転換されないと行使価格分の資金流入がないため、資本増強が進まない。最近では、迅速かつ機動的に資金調達を予め確保する目的で発行会社が行使指定できるエクイティ・コミットメント・ライン（行使価額修正条項付新株予約権）が発行されることが多い。

このエクイティ・コミットメント・ラインは、発行会社が行使を了承しない限り、引受人は権利行使ができないというような行使制限が設計されているところの特徴がある。

2 転換社債型新株予約権付社債

転換社債型新株予約権付社債は従来からCBとして発行されてきた。転換社債型新株予約権付社債は、新株予約権とは異なり、発行会社が即時に額面で資金調達できるメリットがある。ただし、新株予約権と同様に株式に転換されないと資本増強が進まないことになる。

3 強制転換条項付優先株式

強制転換条項付優先株式は、九〇年代半ばから後半にかけて、転換価

格修正条項付強制転換権条項付優先株式（会社法上は交付価額修正条項付・一斉取得条項付・取得請求権付株式）として、銀行が自行の自己資本充実を目的として発行したことに始まる。それ以後、二〇〇〇年代に入り、債務超過の事業法人が銀行に対してDESの際に発行してきた。これらの優先株式の一般的な特徴として、一斉取得条項（強制転換条項）、交付価額（転換価格）の修正条項、取得条項としての強制償還条項等が付されていることに特徴がある。このように、銀行においては自己資本充実型の優先株式、事業会社においては支援型の優先株式として発行されることがある。

4 交換権付き優先出資証券

優先出資証券は当初、金融機関の資本増強を目的に行われてきた。まず、金融機関がSPC子会社を海外に設立し、そのSPCに対して、親会社である金融機関が劣後債を発行する一方、SPC子会社はその購入資金調達のために、優先証券を発行するのである。最近では、事業会社が海外に設立したSPC子会社に対して劣後債を発行する一方、特定の金融機関に交換付きの優先証券を引受けても

2 有利発行問題

らうことがある。海外SPCが連結外に発行する優先証券発行に伴う優先出資金は連結財務諸表上は少数株主持分へ振り替えることで、負債比率の上昇を抑える効果がある。

オプションが組み込まれた第三者割当増資型のエクイティ・ファイナンス種類別のメリット・デメリットを整理し、比較してみよう。

第三者割当増資型のエクイティ・ファイナンス	メリット	デメリット
コミットメント型 新株予約権	割当会社側の負担は少ないため、比較的容易に実施できる。	発行時はプレミアム分のみの資金流入であり、株式に転換されない限り調達すべきキャッシュが入らず、資本が増強されない。
転換社債型 新株予約権付社債	発行時に資金流入。	株式に転換されない限り、資本が増強されない。
強制転換条項付 優先株式	発行時に資金流入。純資産の部に計上される。格付け機関もハイブリッド証券として、ある程度の資本性を認めている。	株式に転換されないと優先配当の負担が生じる。
交換権付き 優先出資証券	発行時に資金流入。連結上は少数株主持分とし、純資産の部に計上。格付け機関もハイブリッド証券として、ある程度の資本性を認めている。	株式に転換されないと、配当負担が生じる。

次に、有利発行の問題に焦点をあて、留意点についてみてみたい。最近、発行価格をめぐって、その価格が適正であるかどうかの有利発行の問題に係る裁判事例が起きており、発行体にとって、従来以上に慎重な対応が求められる。

新株予約権に関してはサンテレホ

ンの発行差止め事例が参考となる。サンテレホンが金融機関に割り当てた新株予約権がダルトン・インベストメンツというファンド株主から差止め訴訟を起こされ、差止め仮処分が認められた事例である。差止めが認められた理由として、新株予約権に設計されていた取得条項に関する評価（発行体のコール・オプション）の取り扱いが挙げられる。この事例では、取得条項付新株予約権と取得条項がない新株予約権との評価額に大きな乖離がある場合には、裁判所によっては有利発行であると判断される可能性が高いということが出来る。

次に、転換社債型新株予約権付社債に関しては、オートボックスセブンの事例が参考となる。オートボックスセブンが〇七年一〇月に発行した転換社債型新株予約権付社債に対して、株主であるシルチエスター・インターナショナルインベストアーズより、発行差止め請求がなされたが、東京地裁は差止めの申し立てを却下したものの、払込期日までに割当先が払い込みがなされなかったため、発行中止となった。オートボックスセブンの評価算定機関はモンテカルロ・シミュレーションを用いて、新株予約権部分の公正な

評価を一九八万円と計算したのに対して、判決では額面金額一億円新株予約権の対価は（二・七八七％マイナス一％）×一億円×五年間＝三、九三五、〇〇〇円となり、一・七八七％の割引率で発行時点の現在価値に割戻し、三・七三万円となる。一・七八七％の割引率で発行有利発行に該当しないと結論づけた。なお、一％は本社債の利息であり、一・七八七％は算定機関が採用した、オートボックスセブンが五年満期の普通社債総額を発行する場合に想定される利率である。

この事例からは、新株予約権付社債では新株予約権のみの理論価格は高くなったとしても、社債部分の価値は信用リスクを考慮する必要がある、新株予約権付社債の有利発行の判定が難しくなることがわかる。

以上みてきたように、ファイナンスを実行する上で、CFOとしては、有利発行の問題に対処するために理論価値評価等を参考に十分慎重な検討を重ねることが重要である。また、ファイナンスの意義や重要性を整理した上で、財務政策上のメリットと希薄化の影響による既存株主のデメリット等も総合的に勘案することも重要であることを認識する必要がある。