



「第三者割当、商品性進化が発展のカギ —MSCBの盛衰と今後—」

今村公認会計士事務所

代表

今村吉宏 氏

略歴

監査法人トーマツで銀行監査に従事した後、シティバンク、AIGファイナンシャルプロダクツ、ドイツ証券を経て、外資系ファンドの役員等を歴任。30年近く金融業界に身を置き、現在もエクイティデリバティブ、第三者割当ビジネスに携わる。

——エクイティファイナンスの手法として第三者割当が一般化する流れのなかで、MSCBの存在は無視できない…。

今村 日本市場におけるMSCB普及のきっかけは、ライブドアだろう。同社は05年、ニッポン放送株の取得資金調達を目的に、リーマン・ブラザーズを割当先として800億円を発行した。これによってMSCBの存在が世間に知られるようになった。「ムービング・ストライク（MS）」という観点では、その前年の04年、三菱自動車がJPモルガンを割当先とて、普通株への転換価額に修正条項を付けた「MS優先株」を発行したが、MSCBブームの火付け役となったのは、やはりライブドアと言えるだろう。

——MSCBが発行体に好まれた理由は…。

今村 MSCBはCBであるため、発行総額があらかじめ決まっている。通常のCBと異なるのは、転換価額が変動するため、株価が上昇すれば新たに発行される転換株式数が少なくて済む点だ。当時は株価が堅調だったため、この点が大きなメリットとして歓迎された。しかし、08年のリーマン・ショックで株式相場は急落し、MSCBを発行した企業の転換株式数は、逆に急激に増加してしまった。株価下落で転換株式数が増え、その転換株式を割当先が市場売却し、さらに株価が下落するという構図となった結果、「デス・スパイラル・ボンド」と言われはじめ、発行企業からは敬遠されるようになった。

MSCBは多くの外資系金融機関が手掛けていた。リーマン・ショック後の外資系大手の動向を見ると、米系ではリーマンが破たんし、ベア・スターンズはJPモルガンが買収、メリルリンチはバンク・オブ・アメリカが買収した。モルガン・スタンレーは三菱UFJフィナンシャル・グループの出資を受けた。欧州系では、ドイツ銀行、クレディ・スイス、UBS、バークレイズ、BNPパリバなどが打撃を受けつつも存続したが、資金の出し手である金融機関側もその体力がなくなり、MSCBブームは、いったんこの時点で終焉した。

——株価が回復すれば、MSCBの発行ニーズも戻ってきたのでは…。

今村 リーマン・ショックによる株価下落で発行体のエクイティファイナンスの意欲が後退したことに加え、投資サイドである金融機関の体力が落ちてしまった。MSCBは誰も手掛けなくなり、まさに焼け野原の状態が長らく続いたが、その後、ドイツ証券とメリルリンチ証券がポストMSCBの第三者割当エクイティファイナンス事業を再開し、「MS」の商品性も見直されることになった。

——MSワラントがMSCBに取って代わった理由は…。

今村 投資サイドから見ると、C Bは発行額すべてを最初に支払う必要があり、与信コストの観点から負担が大きい。この点、ワラントは行使するごとに資金を支払う仕組みのため、当初の負担は小さくなる。リーマン・ショック以降のボルカールール制定などにより、金融機関としてはリスクアセットであるC Bに投資しにくくなった面もある。一方で、発行体から見ると、ワラントは発行株数があらかじめ決まっているため、M S B Cのように株価次第で希薄化が膨らむ心配がなく、株主の理解も得やすい。

——M Sワラントは商品性が多様だ…。

今村 リーマン・ショック前後に、メリルリンチが「エクイティ・コミットメントライン」と呼ぶM Sワラントの手法を開発した。これは一定期間内に一定数だけ行使指定できるスキームで、発行体、投資サイドともに使い勝手が良く、リーマン・ショック後のM Sワラント普及に大きな役割を果たした。

また、ドイツ証券は07年に「ターゲット・イシュー・プログラム（T I P）」という新株予約権の発行手法を開発した。これは発行体がターゲットとする目標株価を3つ設定し、それぞれを行使価額に設定するものだ。分かりやすく言うと、例えば株価が500円の企業があるとして、目標株価を1000円、2000円、3000円の3つとする。この3つの目標株価を行使価額として3種類の新株予約権を発行すれば、株価が目標株価に到達するたびに行使が進むことになる。

T I Pはリーマン・ショック後の空白期を経て、11年にレオパレス21など複数企業が採用して復活した。T I Pは当初の行使価額を固定とし、発行体がM Sワラントへの変更を選択できるものだった。当時は資金を調達したいにもかかわらず株価が低迷し、もっと上の水準であれば調達したいという発行体が多く、M Sアレルギーも強いなかでターゲット型が人気を集めることになった。

——M Sワラントも株価の上昇がカギになるのでは…。

今村 11年に第三者割当によるエクイティ発行が再開した後、12年に当時の民主党政権から自民政権へ移行するとともに株式相場が急上昇した。これに伴い、T I Pで発行した新株予約権の行使が軒並み進み、普及に弾みが付いた。相場環境が追い風となったことになる。

——日系の証券会社が手掛ける案件も増えてきた…。

今村 かつては第三者割当という調達手法に一種の偏見のようなものが感じられた。「公募が王道」というような考え方だ。大手の日系証券会社は日本全国に支店があり、またクライアントも大企業に成長して公募増資を目指すという意味ではそうかもしれない。

ただ、公募は準備期間に数カ月程度必要で、発行コストが数千万円かかる。時価総額が50億円程度の会社では相当の負担になってしまいうし、証券会社側も規模の小さい会社の案件は取り扱わないだろう。一般的には、時価総額200億円以上はないと、公募での調達は双方にとってコストに見合わない。東証に上場する約4000社のうち、時価総額200億円未満の会社は2000社程度に達し、かなりの数の会社が公募の実施が難しいことになる。

これに対し、第三者割当は準備期間1カ月、発行コスト数百万円で実施可能で、時価総額200億円未満の会社でも比較的気軽に取り組める。この20年ほどで第三者割当のスキームはかなり多様化し、普及してきたと感じる。

——調達手法として定着し、今後も案件が増えるのでは…。

今村 発行体には調達手法として定着したが、割当先は様変わりしている。今となっては、リーマンやクレディ・スイスは存在せず、最近ではメリルリンチやドイツ証券など他の外資系大手も手掛けなくなった。日系では大手3社やS B I証券、三田証券などが手掛けているが、それほど数が多いわけではなく、ファンド勢の投資の方が目立っている。外資系ではエボファンドやロングコリドー、A T H O S、C V I、国内系ではグロース・キャピタル、アドバンテッジパートナーズなどの案件が多い。

外資系の大手金融機関が手掛けなくなった理由としては、案件の小粒化が挙げられる。リーマン前はライブドアの800億円をはじめ大型のMSCBが続々と発行されたが、最近は100億円を超えればかなり大きい印象がある。大手外資が取り扱う案件としては小さい。現状の日本企業はカネ余りの傾向が強く、低金利が続くなかで大企業であれば銀行借入れの方が容易だ。大型の案件は増えにくく、公募案件もそれほど増えているわけではない。

——日銀の追加利上げによって調達環境は変わるのか…。

今村 金利が上がったと言っても、まだまだ借入れの方がコストは安い。米国並みに金利が上がればエクイティのコストと比較もできるが、そもそもそこまで国内の金利が上がると考えている市場関係者は少ないだろう。資本コスト経営の観点からは、デットの方が安いという判断になる。

——第三者割当市場の今後の課題は…。

今村 この10年間、MSワラントの技術革新はほとんど見られなかった。投資サイドは行使価額の修正率を抑えるディスカウント競争に陥っており、新商品が出てこないと感じられている。ただ、イノベーションの息吹も感じられる。例えば、シンバイオ製薬が24年12月にキャンターフィッツジェラルドと締結した分割型のCB発行プログラムだ。これはCBを6億円ずつ4回に分けて計24億円発行する内容で、MSCBではなく転換価額固定型のCBという点で、革新的な試みと言えるだろう。

MSCBブーム以降の新商品開発の歴史をたどり直してみると、07年2月にターゲット・イシュー・プログラム（TIP）、同年5月に包括的新株発行プログラム（STEP）、同年7月にフロアード・ブロック・ファイナンス（FBF）などが登場した。08年のリーマン・ショックで案件が止まったが、11年のTIP再開を経て、15年はコミット・イシューが登場した。しかし、その後の10年間は目新しい商品が見当たらず、今回の分割型CB発行プログラムは久々に注目できる案件と言える。発行企業の資金調達ニーズはさまざまだ。それに対して、投資サイドも新手法開発・提供により、発行企業側に多様な選択肢を与えることが、今後の資本市場の健全な発展に寄与すると言えるのではないだろうか。[V]