

第76回 資金調達



金融庁・証券取引等監視委員会事務局次長 復興庁審議官（金融支援担当） 大森泰人

前々々回（本誌1958号58頁）、シャープの新工場への投資資金は、デット（負債）でなくエクイティ（資本）で調達するのが望ましかったと記したら、知人から、「安易に公募増資する企業のガバナンスを批判していたのでは？」と指摘された。そのとおりだが、エクイティ・ファイナンスを避ける選択が、かえって既存株主の利益を損なうなら本末転倒になる。MM（モディリアーニ&ミラー）流だと、効率的市場での調達手段と企業価値は無関係だが、ひとまず、増資による希薄化が株価下落を招き、既存株主に損害を及ぼす常識を前提にする。思惑どおりにテレビが売れない現実から過去にさかのぼり、「製品のコモディティ化傾向を予想できず」とか、「異常な円安が持続する見通しに立ち」とか、投資自体の判断ばかりが断罪されるのは奇妙な感じがした。長らく増収増益が続き、亀山ブランドが賞賛され、アメリカの個人消費も堅調に推移していた時点で、新たに堺工場を作って増産する判断を、誰もリアルタイムで無謀とは評せないだろう。「業界の頂上を制するのは、シャープかソニーかパナソニックかサムスンか」と論じられていた時代に、勝負を棄権する神の予知能力を備えなかった経営責任は問えない。調達手段は、既存株主と摩擦を起こす公募増資より、低利の銀行借入れや社債を選択したくなるし、それは企業体力への自信の現われでもある。ただ、恒常的に多額のキャッシュを要する財務体質と、回収に長期を要する投資の性質上、業績好調で株主が満足しているからこそ、さらなる勝負のため株主に増資への理解を求めるのが望ましかったと指摘するのは、一概にアンフェア

な後知恵とも思えない。「安易な公募増資」と感じる典型は、平然と目論見書の目的に運転資金と開示し、延命以外の展望が見えにくいケースなのに対し、シャープの投資の目的は明確だった。よって意味のある検証課題はやはり、投資したこと自体ではなく、投資後に売上げや利益の現実が思惑と乖離した際に経営が危機に瀕するほどの負債を抱え、既存株主に、増資なら生じたであろう希薄化を超える損害を及ぼした資金調達手段にあるだろう。市場で評価されていた頃なら株数を1割増やせば調達できた資金も、株価が10分の1に下落すれば、株数の倍増を要し現実的な選択ではなくなる。

リスクを認識して公募増資を選択したが、幸いリスクは顕在化せず、調達資金を有効活用して稼いだリターン（利益）を、配当やキャピタルゲインで株主に還元するのが、関係者全員が最も幸福な展開になる。2009年から増加が目立つ大型公募増資には、そんな展開がほとんど見当たらないので、年配の世代からは、古き良き時代を懐かしむ声も聞く。大手4社（若い世代に意味が通じるだろうか）の引受部長会が、2期連続赤字企業の公募増資を禁じ、額面超過分の調達プレミアムを増配で株主還元させていた。株主を大切にす意欲と能力のある企業にしか、証券市場を使わせない哲学の現われになる。こうした麗しいルールも失われ、投資家の自己責任の名のもとに赤字企業の公募増資が続くから、希薄化懸念による株価下落が一層即時の市場の条件反射になり、監視委員会の仕事を増やしているのも否定できない。でも、資金調達手段の選択は、ルールでなくガバナンスの領域といったん舵を

切った以上、もう良き時代には戻れない。政府の赤字を補填する国債を買い続ける投資判断があるなら、企業の赤字を補填する増資に応じる投資判断も、一方的に制限はできない。

資金調達のガバナンスは、リスクとリターンの認識が、資金を調達する側と提供する側で異なるから、単純な方針には還元しにくい。我が社の株価は市場で過小評価されていると判断する企業は、低株価のまま多くの株数を発行する公募増資により、既存株主に損害を及ぼしたくない。だから、まずデットを発行し、調達資金を有効活用して株価が上がったところで、償還不要のエクイティに転換される転換社債（CB）のオプションが合理性を持つ。株価が上がるまで待てない企業は、転換価格を株価の9割に修正していくMSCBを発行すれば、いつ転換しても1割のさやが抜けるから、負債から資本への転換も早くなる。これを逆用する資本のハイエナは、傾いた上場企業にMSCBを発行させて引き受け、借株による空売りと転換による返済を繰り返し、株価1円に向けて既存株主を食いつぶす。証券市場の制度を担当していた頃、監視委員会に摘発を要請したが、対応されなかった経験は前に記した（本誌1900号8頁）。一方、古き良き大蔵省時代の元上司からは、怒気を含んだ電話が入る。「こんな仕組みは早く禁止しなきゃダメだろ！」「でも、銀行が貸さず増資も困難な企業に、起死回生プロジェクトがある場合、ラストリゾートにはなり得ます」。「キミはいつから性善説になったんだ。節度あるMSCBの引受先は、発行企業と同じプロジェクトに賭ける価値があると判断したから資金を出すのだし、直ちに株に転換してさやを抜いたりもしない。プロジェクトが成功して株価が上昇すれば、既存株主も含め全員が幸福になれる。が、引受先は起死回生の可能性に発行企業ほどの確信を持ってないから、失敗して株価がさらに下落するリスクに備えねばならない。この場合にすることは、資本のハイエナと基本的には同じになる（完全に同じにならぬよう、転換価格に下限を設けておく）。長らく証券市場を眺めてきて、資金調達のガバナンスとは、調達手段そのものの是非よりも、経営状況や市場動向を個別に踏まえ、メディアや学界を含む各方面から勝手に

論評する声があることにより、律していくしかないように感じている。

そこで、昨年暮にソニーが発行したユーロ円転換社債になる。委員会設置会社の初期の採用が示すように、ソニーのガバナンス姿勢は知られている。最近では、委員会設置会社の有効性への疑念事例に挙げられるのが残念だが、株主を意識した経営の先駆者に違いない。本業では、娘が父に留守録の失敗を泣いて抗議し、可愛い盛り私の映像記録を残せと主張して、父の強迫観念を煽るテレビCMに？と感じるが、ま、些細なことだろう。今回の調達目的も、オリンパスへの寛容な出資など、一応は開示されている。我が社の株価は市場で過小評価されていると判断するソニーは、低株価のまま多くの株数を発行する公募増資により、既存株主に損害を及ぼしたくない。そこで即日プライシングできる海外での転換社債を選択したが、将来の希薄化の懸念だけでも株価は急落する。購入するのは、株価が転換価格を超えたら転換して差益を得る素朴な投資家ではない。転換価格を超えた株価が割高と判断すれば空売りし、後に思惑どおり下落すれば買い戻すし、思惑が外れて償還間際まで上昇が続けば最後に転換して差益を得る（実際には転換価格を超えなくとも空売りし買い戻しを繰り返すが、話を単純化しておこう）。株価が転換価格を多少上回る程度では転換が進まず、逆に償還間際に下落すれば空売りが買い戻され、ほとんど転換されないまま償還しなければならぬ。デットとエクイティの良いとこ取りオプションも、経営状況や市場動向次第では、希薄化懸念による株価下落と不確実な償還負担の悪いとこ取りになる。ならばシャープのケース以上の後知恵になるが、国内も対象に素直に公募増資したほうが良かったのではと感じる。海外ヘッジファンドへの典型的なヘッジ収益機会の提供には、ゼロサムで負ける関係になる日本の投資家に代わり、日本の行政官は、ささやかな声を勝手にあげておきたい（論旨に直に影響しないが、後に主幹事のゴールドマン・サックスは、転換社債を転換オプションと社債に分解し、異なる投資家に売ってさらに収益を生む「らしき満開」の工夫を公開した）。

（おおもり やすひと）