

MSSCBとディスクロージャー制度

松尾 順介

はじめに

昨今、エクイティ・ファイナンスの盛況が伝えられている。今年、上半期の資金調達額は、二兆五二〇〇億円に達し、前年同期と比較して一兆三〇〇〇億円の増加で、前年同期比は二倍以上となっている。うち、公募増資は八四〇〇億円で、前年同期比二・七倍、新株予約権付社債も一兆四〇〇〇億円と、二倍の増加であった。また、調達金額が一〇〇〇億円を上回るような大型のエクイティ・ファイナンスも行われ、注目されている。このようなエクイティ・ファイナンスの増加の背景には、好業績を背景とした設備投資やM & Aの活況、金利上昇観測による株式市場への資金流入低下懸念、さらには負債削減による財務体質改善などさまざまな要因が指摘されている。⁽¹⁾

しかし、増加するエクイティ・ファイナンスは、売買高が低下傾向にあり、軟調な株価展開が続く株式市場に対して悪影響を及ぼすことも懸念されている。実際、公募発行やCB発行の報道が、当該企業の株価下落要因となる例も少なくない。

ところで、このようなエクイティ・ファイナンスのうち、個人投資家にとって、最も分かりづらいものがMSCBであろう。また、このMSCBは、昨年のライブドアによるニッポン放送株買収の際、巨額の資金調達手段として利用されたことから、人々の注目を浴びたことは記憶に新しい。後述するように、MSCBは当該企業の

株式がどの程度希薄化するかが不透明な上、その発行に際して、発行会社側から買受け側に貸し株が行われているケースも少なくないといわれ、個人投資家の不信感を醸成する要因となり、株価下落の「悪玉」と非難されることも少なくない。また、法的にも有利発行が議論されている。⁽²⁾

そこで、本稿では、MSCBの仕組みを確認した上で、このファイナンス手法が適切に市場に受け入れられるためには、その商品設計の改良、買受け側の証券会社の規律付けなども重要な要素であるが、情報開示、とりわけ一般の株主に対して分かりやすく、かつタイムリーな情報開示が必要であることを指摘する。

1 MSCBの仕組み

MSCBとは、Moving Strike Convertible Bondの略であり、転換価額修正条項付の転換社債を意味する。⁽³⁾ただし、このMSCBは、筆者の手にある欧米の金融用語辞典などには収録されておらず、一種の和製英語であると推測される。つまり、Strike priceが権利行使価額を意味することから、権利行使価額の変動するCBをこのように名づけたものと思われる。⁽⁵⁾

転換価額の修正条項を付した転換社債は、一九九六年五月に発行された三井金属鉱業債を嚆矢として、その後三ヶ月ほどの間に二一本（総件数六三本）が発行された。修正条項付転換社債の発行は、当時の大蔵省が一九九五年一月と一九九六年三月に示した「証券分野の規制緩和等について」に基づくものであり、当時の軟調な株式市場を反映した措置であった。⁽⁶⁾ただし、当時の修正条項は、修正は一回ないし二回程度であり、MSCBのような頻繁な修正を行うものではなかった。したがって、MSCBの特徴としては、単なる修正条項付というより、その修正頻度が大きいことが挙げられる。

さらに、現在国内の大手証券会社が扱うMSCBは、第三者割当方式で発行されている。つまり、単数または複数の証券会社がこれを全額買受ける場合がほとんどであるが、このような発行方式の端緒は、国内系証券会社を割当先とするものでは、二〇〇三年一月二二日発行決議のいすゞ自動車債（発行額…三〇〇億円、割当先…野村証券）、同日発行決議の東京都民銀行債（発行額…三〇億円、割当先…野村証券）であり、外資系証券会社を割当先とするものでは、二〇〇三年一月一七日発行決議の双日ホールディングス（発行当時は、ニチメン・日商岩井ホールディングス）債（発行額…五〇億円、割当先…リーマン・ブラザーズ証券⁷）である（表1参照）。このことから、ニッポン放送株買収の際、ライブドアによる発行（発行決議…二〇〇五年二月、発行額…八〇〇億円、割当先…リーマン・ブラザーズ・コマースヤル・コーポレーション・アジア・リミテッド）が注目されたが、それ以前からMSCBがかなり利用されていたことがわかる。

また、最近のMSCB発行額については、国内転換社債発行額および国内公募転換社債発行額が日本証券業協会によって公表されているので、前者から後者を引くと、公募以外の転換社債発行額となり、これらは第三者割当であり（表2参照）、そのほとんどがMSCBであると推測される。さらに上記のライブドア債も海外私募であることを考慮すると、海外発行分にもMSCBが含まれている。

では、MSCBのスキームを上記の三例と話題になったライブドア債で見てもよう。

(1) いすゞ自動車債は、まず当初転換価額は二一六円と設定され、次に修正条項として、以下のように規定されている。発行後毎月第三金曜日（以下「決定日」という）の翌取引日以降、転換価額は、決定日まで（当日を含む）の五連続取引日（ただし、終値のない日は除き、決定日が取引日でない場合には、決定日の直前の取引日までの五連続取引日とする。以下、「時価算定期間」という）の株式会社東京証券取引所における当行普通株式

の普通取引の毎日の終値（気配表示を含む）の平均値の九〇％に相当する金額（円位未満小数第二位まで算出し、その小数第二位を切り捨てる。以下「修正後転換価額」という）に修正される。つまり、通常の場合は、第三週の月曜日から金曜までの五日間の終値の平均値の九〇％となる。ただし、下限転換価額は一〇八円、上限転換価額は四三二円とされている。

表1 第三者割り当て方式によるCB（2003年9月～）

割当先	発行体	市場	発行決議日	金額
野村	いすゞ自動車	東1	2003年12月22日	300億円
	東京都民銀行	東1	2003年12月22日	30億円
	ミサワホームホールディングス	東・大・名1	2004年2月26日	25億円
	ユアサ商事	東1	2004年2月27日	10億円
	日本金属工業	東・大1	2004年3月22日	20億円
	井筒屋	東1・福	2004年5月10日	20億円
	宇部興産	東1・福	2004年5月17日	40億円
リーマン・ブラザーズ	ニチメン・日商岩井ホールディングス	東・大1	2003年10月17日	50億円（*1）
	オックス情報	大ヘラクレス	2004年1月13日	10億円
	コロムビアミュージックエンタテインメント	東1	2004年1月14日	20億円
	軽貨急配	大2	2004年2月10日	20億円
	ダイナシテイ	ジャスダック	2004年4月14日	20億円（*2）
	オックス情報	大ヘラクレス	2004年6月1日	15億円
メリルリンチ	インボイス	東2	2004年2月16日	35億円（*3）
	T-ZONEホールディングス	ジャスダック	2004年3月12日	20億円（*4）
大和SMB C	ホソカワミクロン	東・大1	2004年6月7日	35億円
	イーシステム	大ヘラクレス	2004年6月11日	25億円
三菱	兼松	東・大1	2004年5月28日	100億円
ゴールドマン・サックス	稲畑産業	東・大1	2004年6月1日	50億円
ドイツ	有線ブロードネットワークス	大ヘラクレス	2003年9月26日	50億円
みずほ	宇部興産	東1・福	2004年5月17日	30億円
UFJつばさ	宇部興産	東1・福	2004年5月17日	30億円

（注）市場の東は東証、大は大証、名は名証、福は福証、*はいずれも発行枠の範囲内で、総額は（1）500億円、（2）50億円、（3）100億円、（4）30億円
（資料）『日経公社債情報』No.1443、2004年6月28日、3ページ。

表2 転換社債発行状況

年月中	国内						海外	
	公募発行		公募以外の発行		合計			
	銘柄数	金額 (百万円)	銘柄数	金額 (百万円)	銘柄数	金額 (百万円)	銘柄数	金額 (百万円)
2004(平16)年1月	2	20,000	3	34,200	5	54,200	8	23,000
2004(平16)年2月	1	15,000	0	0	1	15,000	16	105,745
2004(平16)年3月	0	0	6	10,287	6	10,287	18	309,490
2004(平16)年4月	1	10,000	2	3,000	3	13,000	8	167,100
2004(平16)年5月	0	0	1	2,000	1	2,000	11	181,106
2004(平16)年6月	3	27,000	6	31,000	9	58,000	13	235,900
2004(平16)年7月	2	27,000	6	57,625	8	84,625	14	187,358
2004(平16)年8月	1	5,000	7	118,000	8	123,000	16	143,275
2004(平16)年9月	3	28,000	12	20,940	15	48,940	15	63,910
2004(平16)年10月	2	15,000	2	11,000	4	26,000	13	220,624
2004(平16)年11月	1	20,000	2	10,500	3	30,500	8	66,500
2004(平16)年12月	4	44,000	11	51,900	15	95,900	6	21,800
2004年計	20	211,000	58	350,453	78	561,453	146	1,725,810
2005(平17)年1月	0	0	3	6,512	3	6,512	3	29,000
2005(平17)年2月	0	0	11	103,526	11	103,526	6	98,765
2005(平17)年3月	2	15,000	10	56,000	12	71,000	3	13,500
2005(平17)年4月	0	0	6	89,000	6	89,000	7	65,800
2005(平17)年5月	0	0	10	57,500	10	57,500	2	10,000
2005(平17)年6月	0	0	12	138,500	12	138,500	4	20,115
2005(平17)年7月	0	0	9	28,600	9	28,600	5	15,500
2005(平17)年8月	0	0	12	53,750	12	53,750	2	5,000
2005(平17)年9月	1	18,000	14	111,500	15	129,500	6	71,580
2005(平17)年10月	1	3,000	3	41,000	4	44,000	3	12,000
2005(平17)年11月	3	18,000	9	23,000	12	41,000	3	54,000
2005(平17)年12月	2	11,000	20	115,800	22	126,800	6	36,265
2005年計	9	65,000	119	824,689	128	889,689	50	431,525
2006(平18)年1月	0	0	13	32,450	13	32,450	0	0
2006(平18)年2月	2	35,000	12	55,500	14	90,500	2	3,010
2006(平18)年3月	4	28,000	17	243,600	21	271,600	5	75,000
2006(平18)年4月	0	0	10	49,600	10	49,600	8	242,000
2006(平18)年5月	0	0	12	329,500	12	329,500	2	18,200
2006(平18)年6月					11	215,702	5	151,958
2006年小計					81	989,352	22	490,168

(資料) 日本証券業協会の統計資料「平成15年及び平成16年12月までにおける増資等の状況」、「平成17年及び18年6月までにおける増資等の状況」、「公社債発行額・償還額」による。

る。

(2) 東京都民銀行債は、まず当初転換価額が一九二六円と設定され、修正後転換価額は、上記いすゞ自動車債と同様の計算方法を用いて算出した平均値の九五%としている。ただし、下限転換価額は一五四〇・八円、上限転換価額は二八八九・〇円とされている。

(3) 双日ホールディングス債は、まず当初転換価額が七四〇円と設定され、修正後行使価額は、決定日を第一金曜日とし、その決定日を含む五連続取引日の終値の平均値または当該決定日の行使価格の七五%に相当する価額の高い方の一円未満切捨ての金額(決定日金額)が、当該決定日の行使価額を下回る場合、この決定日金額に修正される。ただし、下限転換価額は当初行使価額の三〇%(二二二円)とされているが、上限行使価額の定めはない。

(4) ライブドア債は、まず当初転換価額が四五〇円と設定され、修正後転換価額は、決定日を発行後の毎週金曜日とし、その決定日を含む三連続取引日の毎日の売買高加重平均価格(VWAP)の平均値の九〇%に修正される。ただし、下限転換価額は一五七円とされているが、上限行使価額の定めはない。また、同社債発行に際しては、同社筆頭株主及び代表取締役社長兼最高経営責任者(当時)の堀江貴文氏保有のライブドア株式の一部をリーマン・ブラザーズ証券会社グループに貸借する合意が交わされている。

上記の四例は、それぞれの修正条項に差はあるものの、(1)から(3)の案件は、業績悪化の中で低下した財務体質を改善するための資金調達であることが共通している。また、(4)の案件は、敵対的買収のための巨額の資金調達であったことは明らかである。したがって、いずれの案件も他の選択肢が乏しい中で採用されたことがうかがわれる。

2 海外私募C B

大手証券会社の買受けによるMSCBが発行される以前から、海外CBや私募CBなどという名称で、実態の不透明なCBが発行されていることが報道されていた。これらの報道によると、海外私募CBの特徴は以下のよう(8)に整理できる。

(1) 発行会社は、実質的に債務超過状態の経営不振の中堅上場企業であり、再建計画にも目処が立たず、格付けも低いために公募発行が不可能で、銀行融資もままならない会社とされる。なお、同一会社が短期間に連続して発行する傾向がある。

(2) 発行する転換社債のスキームには、転換価額下方修正条項が付されており、きわめて頻繁に(極端なケースでは毎日)また大幅に下方修正が繰り返され、株式転換に対する据え置き期間もきわめて短い。そのため有利発行の疑いもたれるケースもあるが、リーガルオピニオンをとった上、株主総会決議を得て発行されるケースもあり、スキームや手続きは違法とはいえない。

(3) 当該転換社債の投資家は、タックスヘイブンに籍を置く海外投資ファンドとなっているが、その実態は全く不透明で、国内の仕手筋やヘッジファンドが関係する場合もあると伝えられている。また、私募CB発行会社とそのような投資家とを仲介する業者の暗躍が伝えられている。

(4) 発行後株価が急騰するケースがあり、その際株価操作やインサイダー取引の疑いが取りざたされ、実際に証券取引等監視委員会による摘発例も出ている。(9)

つまり、私募CB発行に係る不透明な流れは、簡略化すれば、おおよそ以下のような図式で説明されている。

①経営不振のA社に対して、仲介者が私募CB発行を斡旋、Xファンドを紹介し、同ファンドを全額買取先とし

て私募C Bを発行させ、A社の資金調達を実現する、②Xファンド側はA社株式を借り入れ、空売りが仕掛けられるように準備する。③A社株式に対して株価操作等が行われ、株価が高騰したところで空売りを仕掛け、空売りによる利益を手にする。④株価が下がってきたところでC Bを転換し、現物株で返済する（あるいは小刻みに株価操作と空売りを繰り返し、その過程でC Bを株式に転換し、利益をあげる）。⑤再度私募C Bを発行させ、前述の流れを繰り返すが、その過程で発行株式数は増加し、株価操作によっても株価が反応しなくなるほどに低迷すると、A社はXファンドから見捨てられる。おおよそこのような図式であるが、それぞれの個別事例では、相当複雑な資金の流れが構成されているようであり、⁽¹⁰⁾不透明な部分が大きいのが事実である。

ただし、現在では、株価操作に対する証券取引等監視委員会や証券取引所の監視が強まったこともあり、不透明な私募C Bは減少したといわれている。

ここで重要なことは、このような不透明な私募C BとMSCBとの相違点である。まず、社債のスキームという点では、私募C Bのほうが転換価額の修正頻度が高いこと、下方修正が大幅であること、または転換権行使の据え置き期間が短いなどといった指摘もあるが、それらの点は必ずしも明確ではない。次に、発行会社の信用リスクは、私募C B発行体のほうが高いことが指摘されるが、この点も明確に実証されているわけではない。第三に、買受け側の投資家の差が指摘される。つまり、私募C Bの多くは、タックスヘイブンのファンドであり、その実態はきわめて不透明であるのに対し、MSCBは国内外の証券会社あるいはそのグループが買受け先となっており、各種の規制の元におかれている。さらに言えば、前者は実態が不透明であるがゆえに、市場のレピュテーションによる規律付けが働きにくいのに対し、後者は一定の規律付けが働くものと考えられる。

3 MSCBをめぐる開示制度

現在、MSCBといわれるものは、以前問題視された私募CBに比べて、不透明性がかなり払拭されており、そのためのスキーム上の工夫も行われているが、個人株主にとっては、その仕組みが分かりづらく、また必要な情報も入手しにくい状態にあることは確かである。したがって、MSCBが受け入れられ、市場の信頼を得るためには、少なくとも個人株主に対して分かりやすい情報開示が求められる。

個人株主にとって、MSCBに関する必要な情報は、①MSCBの発行とそのスキーム、②発行会社側から買受け側への貸し株、③転換価額の変動、④転換権の行使状況（社債残高や潜在株式数）、などである。個人株主にとっては、これらの情報が、インターネットなどを通じて手軽に入手可能となることが望ましい。現状において、これら①から④の情報がネットで入手可能であるかどうかを以下に紹介する（表3参照）。

①MSCBの発行は、証券取引法上の法定開示書類（有価証券届出書または臨時報告書）の提出義務があり、また有価証券報告書の記載事項となっているので、EDINET上で開示された、これらの書類から発行を知ることができる。有価証券届出書または臨時報告書には、詳細にスキームが開示され、有価証券報告書では、「社債明細表」で新株予約権付社債が発行されたことが確認できる。また、上場会社の場合、適時開示規則によって、プレスリリースの公表が義務付けられており、東証でもジャスダック取引所でも、HPに掲載されている。さらに、多くの会社では、各社のHPにプレスリリースが掲載されている。これら書類によって、当該会社がどのようなスキームのMSCBを発行しているかどうかを知ることができる。

②発行段階で、発行会社側から買受け側に対して、貸し株が行われているかどうかについては、法定開示書類の記載事項には含まれていない。また、プレスリリースへの記載も任意となっている⁽¹⁾。ただし、貸し株数が大量に

表3 MSCBに関する開示情報一覧（東証上場企業）

発行に関する情報開示	海外私募債（注1）	国内第三者割当債（注1）
（日刊紙の）公告	掲載不要（注2）	
証券取引法上の法定開示書類 プレスリリースの発表	臨時報告書（原則）（注3）	有価証券届出書（原則）（注3）
東証HPでの適時開示情報の提供	必要（適時開示）	
各社HP掲載	1ヶ月間開示	
	任意（注4）	

発行段階での貸し株に関する 情報開示	海外私募債	国内第三者割当債
証券取引法上の法定開示書類 プレスリリースの記載	記載事項に含まれていない	
各社HP掲載	任意	
大量保有報告書	任意	
	提出義務がある場合は開示	

転換価額の修正	海外私募債	国内第三者割当債
プレスリリースの発表	任意（注4）	
東証HPでの適時開示情報の提供	1ヶ月間開示	
各社HP掲載	任意	

大量の権利行使	海外私募債	国内第三者割当債
臨時報告書	提出不要（注5）	
プレスリリースの発表	任意（注6）	
東証HPでの適時開示情報の提供	1ヶ月間開示	
各社HP掲載	任意	

権利行使の金額・株数	海外私募債	国内第三者割当債
有価証券報告書	記載必要	
東証HP（注7）	新株予約権等の行使等に伴う上場株式数の変更について、毎月末残高を翌月20日に発表	

（注1）買受け先が外資であっても、当該外資の国内現法が買受ける場合は、国内第三者割当とみなされる可能性あり。

（注2）会社法240条3項により、公開会社は、証券取引法上の法定開示書類に会社法上必要な公告事項が掲載されている場合は不要。

（注3）原則とは、1億円未満の場合、提出不要。

（注4）ただし、ほとんどの会社が発表している。

（注5）ただし、大量の権利行使によって主要株主の異動、主要株主である筆頭株主の異動が生じた場合、提出が必要。

（注6）ただし、主要株主に異動がある場合、主要株主である筆頭株主に異動がある場合は適時開示が必要。適時開示規則により、月中において残存額の10%以上の変動が目安

（注7）この資料は、ジャスダックHPでは公表されていない。また、大証では有料情報として提供。

なると、借り手は大量保有報告書の提出義務が生じ、これによって貸し株数量が明らかになる可能性はあるが、借り手が別法人の投資ファンドなどになると、それをEDINETで検索することはかなり難しいだろう。また、特例措置による遅延もある。したがって、個人株主からすると、当該株式に空売りが行われ、売り浴びせられるという危惧を払拭できないものと思われる。

③修正後の転換価額が変化することから、直近の転換価額は重要な情報である。なぜなら直近の転換価額とMS CBの残高とが分かれば、転換可能株式数（潜在株式数）が明らかとなり、希薄化の程度を知ることができる。上記のように発行段階の開示書類に記載された転換価額の修正条項にしたがって、計算することもできるが、売買高加重平均が使われている場合もあり、その計算は必ずしも簡便ではない。しかし、東証やジャスダックでは、上場会社に対して、修正転換価額の開示を要請（規則上は任意）しており、これが取引所HPに掲載されているので、ほとんどの会社において、直近の転換価額を知ることができるようになってるのが現状である。

④直近の転換価額を知っても、社債残高が確認できなければ、その転換価額で権利行使した場合の発行株式数（潜在株数）は計算できない。もちろん有価証券報告書には、社債残高が記載されているが、半期ごとの報告書では直近の残高は明らかではない。さらに、報告書提出直後にCBが発行され、期中に全額権利行使された場合は、残高の推移も明らかではない。この点について、東証は同所HPの「東証からのニュース」に、「新株予約権等の行使等に伴う上場株式数の変更」を二〇〇四年一月から掲載している。この資料から、回号ごとの転換社債残高を知ることができ、この残高を直近の転換価額で割ることによって転換可能株数を算出することができる。しかし、このようなデータの利用は、一般の個人株主や投資家には知られておらず、いわば「裏ワザ」に近いものと思われる。また、前月末の数値が公表されるのは、翌月二〇日となっており、この間の変動は反映されない。

さらに、東証以外では、このような資料はHP上では公表されていないようである。⁽¹²⁾

以上のように、MSCBに関する情報のなかには、一般の個人投資家がネットで簡単に入手することができるものもあり、それらを丁寧に集めれば、一定程度の知見を得ることができるが、そのためにはかなりの労力を要し、必ずしも十分に不透明感を払拭するものとなっていないように思われる。

まとめ

MSCBに関して、現在金融庁で開催されている「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」（座長・岩原伸作・東大教授）でも論点のひとつとして取り上げられている。同庁HPに掲載されている論点整理では、「特に、第三者割当増資やいわゆる私募CB（MSCBを含む）等については、企業再生等に係る資金調達手段として有効な場合もあり、現に、このような調達により再生等が成功した事例もある。他方、発行条件及び利用方法次第で希薄化による既存株主に対する不利益が生じるリスクもあることから、証券会社がこうした案件を取扱う場合（自社（関連会社）が買受ける場合、他のファンデ等が買受ける場合を含む）に留意すべき事項を整理・明確化することにより規範形成を行うことが望まれる。懇談会としては、証券会社は、既存株主への影響等を踏まえた適切な商品設計に加えて、発行体（の経営者）に対して商品の理解度に応じた十分な商品説明を行うとともに、発行体による適切な開示を指導する必要があることを指摘しておきたい」と記されている。⁽¹³⁾

新しい金融手法には、当初はまがましいものとして登場しながらも、その後定着していったものが少なくなっている。その典型として、ジャンク・ボンドやバルチャー・ファンデを挙げることができる。このMSCBもまたその伝に加えられる可能性があるだろうが、そのためには市場で認知を得る必要がある。

MSCBが認知されるためには、その商品設計の改良、買受け側の証券会社の規律付けなども重要な要素であるが、情報開示、とりわけ一般の株主に対して分かりやすく、かつタイムリーな情報開示が必要であると思われる。MSCB保有者の権利行使によって市場に供給される株数は、希薄化を引き起こし、株価に影響を与えるという点で重要な市場情報である。したがって、MSCB発行会社は、例えばIR活動の一環として、各社のHP上で一般投資家や株主に対して分かりやすく、MSCBの転換価額、残高、それにとまなう潜在株数等を開示するような取り組みが求められる。さらに、その情報が各種の情報ベンダーによって表示されれば、より株主にとって手近なものとなるだろう。また、このような取り組みを率先して行うことで、MSCBに対する一般株主・投資家の不信感を払拭させ、長期的には当該企業の資本コストを低下させるのではないかと考えられる。

注

(1) 『日本経済新聞』、二〇〇六年七月七日、参照。

(2) 有利発行については、重要な論点であるが、本稿では触れない。なお、この点については、大杉謙一「ニッポン放送・ライブドア事件が提起した証券取引法・会社法上の問題について」、『証券アナリスト・ジャーナル』Vol. 四三、No. 七、二〇〇五年七月、三三三～三五ページ、弥永真生「MSCBと新株発行規制」『銀行法務二』No. 六四七、二〇〇五年六月、三六～三九ページ、参照。

(3) 一般に、転換社債には、転換価額の修正条項とは別に、転換価額の調整条項が付されている。調整条項とは、株主割当による新株の額面発行や株式分割・併合などが行われたときに、転換価額を調整する条項である。なお、時価発行の場合は、調整されない（時価発行は株価に影響を与えず、転換権はオプション価値を変化させるものではないとい

う考え方が採用されているものと推測される)。また、調整の方法としては、マーケットプライス方式(算式は以下を参照)とコンバージョンプライス方式とがある。前者は時価を考慮しており、実務上はこちらが採用されている。

(4) 商法に新株予約権が導入されたことにより、従来の転換社債やワラント付社債は、新株予約権付社債に一本化されたが、社債実務では、従来の転換社債をワラント付社債と区別するために、転換社債型新株予約権付社債と称しているが、本稿では表記の簡便化のために、転換社債の呼称をそのまま使用する。

(5) なお、英米では、このようなMSCBは、発行されていないといわれている。その理由として、既存株主の希薄化に関する規制が指摘されている。米国では、NYSEやNASDAQの上場基準で、大幅な希薄化が発生するエクイティ・ファイナンスについては、予め株主の承認を受ける仕組みがないと上場が認められておらず、議決権ベースで二〇%以上の普通株式発行については、株主の承認が必要とされている。また、英国では、FSAのUKLA上場規則で、上場会社は、新株発行及び自己株式処分の引受けの勧誘を最初に既存株主に対して行わなければならないとされていることなどが挙げられる。この点については、金融庁「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」(第三回会合資料)を参照。

http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/siryou/20060410/01.pdf

(6) 『日本経済新聞』一九九六年七月二九日および八月一九日、『日経金融新聞』一九九六年七月二五日、同八月六日および同八月二一日、参照。

(7) なお、リーマン・ブラザーズは、二〇〇〇年以降、一七社二八件で第三者割当方式のCBをすでに手がけており、割当先は特定海外投資家とされ、香港市場を使い、グループ会社のリーマン・ブラザーズ・コマ

$$\text{調整後転換価額} = \text{調整前転換価額} \times \frac{\text{既発行株式数} + \frac{1 \text{株当り払込金}}{\text{時価}} \times \text{新発行株式数}}{\text{既発行株式数} + \text{新発行株式数}}$$

ーシャル・コーポレーション・アジアが全額引受けているという報道もある。『日経公社債情報』二〇〇四年六月二八日、二～三ページ、参照。

(8) 私募転換社債に関するマスコミ等の記事としては、西尾洋一「タックスハイブンで急増する私募転換社債発行のなぜ」

『エコノミスト』一九九九年一〇月一九日、四〇～四二ページ、私募CB問題取材班「私募CB究極の錬金術」
『金融ビジネス』一九九九年二月、三八～三九ページ、同「不振企業の延命装置」
『私募CB』の復活
『金融ビジネス』二〇〇〇年一月、一四～一五ページ、「クレイフィッシュ騒動と私募CBを結ぶ人脈と金脈」
『週刊東洋経済』二〇〇一年七月二八日、一二二～一二六ページ、「私募CBの発行、銀行融資頼れず増加」
『日本経済新聞』二〇〇一年八月二八日、二〇ページ、「海外私募CB発行相次ぐ」
『日本経済新聞』二〇〇一年二月三日、一七ページ、田中博・藤井一「株安企業を食い物にする私募転換社債のからくり」
『週刊ダイヤモンド』二〇〇一年九月一五日、一四～一六ページ、「私募CB発行困難で倒産続発」
『東洋経済』二〇〇二年三月一三日、五七ページ、星野亮「経営不振企業と個人投資家を食い物にする」
『私募CBマフィア』の暗躍、
『エコノミスト』二〇〇二年七月三日、八四～八七ページ、坂田拓也「私募CBマフィアの研究」
（星野陽平編『株式市場のカラクリ』イーストプレス、二〇〇四年、所収）一七八～一九〇ページ、などがある。

(9) 摘発事例としては、二〇〇二年三月に相場操縦の疑いで告発された「志村化工事件」がある。以下の証券取引等監視委員会HP参照。

http://www.fsa.go.jp/secc/reports/n_13/n_13a.pdf#search=%E5%B9%97%E6%9D%91%E5%8C%96%E5%B7%A5%E4%BA%8B%E4%B6%B6

(10) 福光寛「エキイティ・ファイナンスをめぐる」『経済研究』（成城大学）第一六六号、二〇〇四年一月、がこれら

私募ＣＢの発行について、ケーススタディを行っている。

- (11) ただし、会社によっては、プレスリリースにおいて、買受け側の証券会社が空売り目的の借り株を行わないこと、つまり取得株式のヘッジに限定している旨の文言を記載しているものもある。その際には、「(買受け側の証券会社は)本新株予約権の権利行使の結果取得することになる株式の数量の範囲内で行う当該株式と同一銘柄の売付け等以外の本買取案件に関わる空売りを目的として、当該株式の借株を行わない」といった文言が付されていることが多いようである。

- (12) 大証では、有料情報として提供されている。また、ジャスダックでは公表していない。

- (13) 金融庁HP、http://www.fsa.go.jp/singi/mdth_kon/20060630.pdf参照。

(謝辞) 本稿作成に際し、大久保勉氏(参議院)、大杉謙一氏(中央大学法科大学院)、水田徹氏(三菱UFJ証券)から貴重なご教示を賜りましたことを深謝申し上げます。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)