

エクイティ・ファイナンスをめぐる

福 光 寛

目 次

はじめに—一株主価値の希薄化—

1. 下方修正条項付き転換社債の登場
2. 優先株
 - 2-1. 優先株発行と株価急落—さくら銀行
 - 2-2. 公的資金投入と転換社債型優先株
3. 海外私募転換社債
 - 3-1. 海外私募 CB 問題の概要
 - 3-2. ヘッジ・ファンドの売買手法
 - 3-3. 黒い目をした「海外ファンド」
 - 3-3-1. ケース 1 志村化工
 - 3-3-2. ケース 2 ヤマシナ
 - 3-4. 経営不振企業の資金調達規制の是非
 - 3-5. 海外私募 CB の応用：第三者割当 CB
 - 3-6. 優良企業の好条件海外 CB

小括—優先株と下方修正条項—三菱自動車

参考文献

付表（参考統計）

はじめに—一株主価値の希薄化—Dilution as a Basic Problem

バブル経済の崩壊から 15 年経った。しかし依然として株価はバブル経済期の 2 分の 1 以下である。なぜ株価は回復しないのか。このことについてはバブル経済期の株価が異常だったからとか、あるいはバブル経済期に戻る必要はないという理解もあるだろう。

エクイティ・ファイナンスをめぐる

株価が戻らないこととの関連で私が注目しているのは、バブル経済以降、国内転換社債、新規公開公募、第三者割当と、テーマを変えつつ高水準のエクイティ・ファイナンスが続いていることである。そして最近では海外転換社債である。実はこうした高水準のエクイティ・ファイナンスは株価の押し下げ要因である。エクイティ・ファイナンスが続いているから、株価の回復が遅れているのではないか。

株式の増加は株主価値の希薄化につながることであり、株主価値に配慮するなら企業は安易に株式を発行するべきではないという考え方は昔からある。株主価値への配慮から自社株消却を進めた企業もあるが、全体としては高水準のファイナンスが続いている。

またその中で件数金額ともに大きい転換社債というファイナンス手法には、株式への転換時期が投資家の判断にゆだねられる商品であるため、発行企業の財務戦略や資本構成を他人（投資家）任せにしてしまうという問題もある（『日経金融新聞』2003/10/15, p. 1と『日本経済新聞』2004/2/27, p. 19がそれぞれ引用する太田達之助氏の発言を参照）。ただ投資家の側に判断権がある転換社債型優先株や転換社債の転換権の保有・行使については、普通株の株主の経営責任を明確にするという観点から評価する考え方もある。この観点はあとで優先株のところで公的資金の問題に絡めて述べることにする。

ここでは株主価値の希薄化についてまとめておこう。まずエクイティ・ファイナンスとは広く株式を使った資金調達を指している。その内容は、株式発行ではあるが資金調達とはならない株式分割を除いて、新株予約権付き社債の発行の場合を加えて、表1のようなものが考えられる。このファイナンスに共通する特徴は、株式の発行が増えることにある。だから、エクイティ・ファイナンスが実施されると個々の株式が表す権利（株主権）は希薄化（dilution）するのである。

株式が増加することによる株主権の希薄化は、持分比率の相対的低下に

エクイティ・ファイナンスをめぐって

よって生じる。具体的に投資収益請求権については、1株当たり予想利益の低下という形で、支配権については、たとえば株主総会での議決権の相対的な低下という形で、理解できる。また希薄化に加え、市場では株式の供給が増えることから株価が崩れる可能性が高まる。この株価の値崩れは需給バランスの変化と並行する、株価の裏付けとなる株主権の希薄化によって生じたと言える。

なお株主権の希薄化について、種類株や新株予約権付き社債は、問題となる株主権の内容に違いがあり、増発によるその株主権の希薄化の程度は権利ごとにも違いがある。たとえば、増発による投資収益請求権の希薄化への影響は、配当優先株は普通株より大きいとすべきだ。だとすると希薄化では、株主権の内容に応じた複数の側面の区別が必要だが、この点はしばしば見過ごされてきた。

表1 エクイティ・ファイナンス Scope of Equity Finance

有償増資（株主割当・第三者割当・公募）
金庫株の発行
種類株（優先株・劣後株・特定部門業績連動株）の発行
新株予約権の権利行使
・・・・・・・・
新株予約権証券の発行
新株予約権付き社債（転換社債型）の発行

エクイティ・ファイナンスについては、発行企業の自己資本が増えて財務的健全性が改善するという理解もある。設備投資などのため資金調達が必要だが、借り入れは増やしたくないので自己資本での資金調達というケースも考えられる。このような側面を市場が理解して、エクイティ・ファイナンスが株価の下げ圧力にならない可能性はある。

しかし一般的に言えば、エクイティ・ファイナンスは株主権の希薄化につながり、株価の押し下げ要因であり株主に歓迎されるものではない。そ

ここで希薄化をいかに抑えるかはこのファイナンスの基本的な問題だと言える。

またエクイティ・ファイナンスには、株式の発行価格をどのように決めるかという難問もある。発行する企業の観点からは発行価格は高い方が望ましい。しかし購入する投資家は安い方がいい。ファイナンスをするということは、端的に発行株数が増えるということだから、ファイナンスのとき発行価格は下がり気味だといえる。小稿はこの問題に、転換価格の下方修正条項という新たな問題が加わったことを指摘する。

発行価格の一種に転換社債や転換社債型優先株についての転換価格がある。これは転換社債や優先株に、普通株への転換権を付けたときの普通株の発行価格である。転換を促すときは時価より低目に、転換を遅らすときは時価より高目に設定される。株価の右上がりや信じられた状況では、発行時の転換価格を変更する必要はない。しかし株価の長期下落のもとでは、転換価格の下方修正がないと転換権は意味がなくなってしまう。その下方修正の条件を定めたものが下方修正条項である。ここで問題になるのは、下方修正条項を利用して儲けようと、投資家が株価をわざと下げようと売りを仕掛けることである。

なお別稿で取り上げた他社株転換可能債や株価指数連動型投資信託も問題の性格は類似している。いずれも商品の仕組みに絡んで売り方が現れ、そのため生じた株価の下落や株価の変動が問題になった。しかもこれらは連続して問題になった。株価指数連動型投信が論壇をにぎわしたのは2000年の夏から秋だが、その半年後、『週刊朝日』2001/3/16, pp. 27-29『週刊東洋経済』2001/3/31, pp. 16-17などが他社株転換可能債の問題を指摘。さらにその半年後の『日本経済新聞』2001/8/3, p. 18; 『週刊ダイヤモンド』2001/9/15, pp. 14-16などが私募CB債に伴う売りの問題を取り上げ注目された。

つまりこれらの金融商品はいずれも1990年代後半に登場し、それらが

株価下落の要因になったという問題は時期的に連続していた。商品としての登場の重なりはこの時期の規制緩和が共通の背景であることを示唆する。そしてこれまで空売りの問題として議論されてきたこの時期の株価の下落や、ヘッジ・ファンドの動きにこれらの商品問題が複雑に絡んでいたという仮説を、小稿は提起するものである。

1. 下方修正条項付き転換社債の登場 Coming of Convertible Bonds with Downwards Modification Clause

転換社債 convertible bonds（転換社債型新株予約権付き社債）は、発行時点で定められた転換価格での株式への転換を、これも定められた転換請求期間について可能として発行される社債である。この転換請求権が甘味剤 sweetener になって、低金利あるいは好条件での発行が可能になるが、資金調達方法としてはつぎのような弱点を持っている。

会計上、転換社債は発行時には社債（負債）として認識されるが、転換が進むことによって株式に置き換わり、自己資本が増えるという性質を持っている。ただこの転換は、とくに定めがない限りは、転換社債保有者の判断に任せられている。その結果、転換社債を発行した企業は、資本構成をどうするかを投資家に委ねた形になる。また転換社債が償還満期を迎えた場合、社債として残存する部分については償還財源の手当てが必要になるが、どれだけが残存するかも結局、投資家任せになる。

実際、バブル経済のときに発行した転換社債が、株価が下落し転換価格の水準には到達できない状況が続き、転換社債が転換されずに大量に残存し、日本企業は償還財源の手当てに追われることになった。

ところで一般に転換社債の発行者は、転換社債の条件にあたる項目（表2）で、この転換社債の内容を統制しようとするが、この項目は1990年代半ばまでの国内発行では限られていた。発行価格、転換価格、転換期間、利率、償還期限などだけであった。

表2 転換社債の発行条件 Terms of Convertible Bonds

転換権の行使を遅らせた い=社債に近付ける場合	項目	転換権の行使を早めたい= 株式に近付ける場合
時価よりも高くする。高く設定することで株式転換を遅らせる効果がある。	当初転換価格	時価より安くする。投資家の投資リスクも軽減される。
あり。たとえば株価が転換価格を一定期間以上、うまわること。	転換請求の制約条件	なし。
長くする。	払込日と請求開始日との間隔=据置期間。	短くする。場合によっては即日。
転換価格修正の頻度を少なくすると転換権が魅力のない時期が増える。たとえば転換請求期間末とか年1回とか。逆の極端は新たな転換価格で常に見直すというもの。	請求開始日以降の転換価格の修正。	値上がりに対応した上方修正。取得株数を削減されるが転換を促進する効果。値下がりに対応した下方修正。転換権の魅力が回復して相場が堅調となる。取得株数が増加する。
一定の利回り。	金利	転換権の評価あれば不要。
額面の下。利回りがプラス。転換権の評価が低い。	発行価格	額面の上。利回りマイナスのケースも。転換権の評価が高い。
	オプション条項	コール・オプション条項（一定期間、株価がある水準の株価=転換価格を上まわると発行者に額面償還権）

ただそれでも発行時に関して、たとえば株式の希薄化を発行者が好まない場合には、急激な株式への転換を抑えるために当初転換価格を時価よりもやや高めにしたり、また据置期間をある程度、確保するなど転換権の行使を遅らせる設計余地はあった。

問題は発行後時間が経過して、株価などの条件が変わってから、転換を促進する対策の余地がそこにあることにはなかった。もし債券のまま残ってい

ると償還財源の手当てが必要になるにも関わらず。この問題の認識が深まり、転換価格についての見直し条項や強制償還条項ともいわれるコール・オプション条項などの特殊条件が一般化したのは、1990年代後半である。

このような特殊条件は、規制のゆるやかなユーロ市場ではもともとめづらしくなかった。また「特殊条件付き転換社債」について、スイス市場で日本企業は発行実績もあった。ただしこのような転換社債が国内市場で一般化したのは、1995年12月と1996年3月の2回にわたる『証券分野の規制緩和等について』によって、行政指導による禁止が解かれて以降であった（『日経金融新聞』1997/3/19, p. 9）。

中でも問題は下方修正条項である。株価が転換価格より下方になっていると、転換社債は転換されずに放置され、転換社債の相場そのものも額面より下落する。しかし下方修正が可能であれば、転換社債を使う転換のメリットが復活する。転換によって入手できる株数が増加するからである。これが下方修正条項である。またコール・オプション条項も転換をコントロールする上で重要である。これは発行者が強制的に額面償還することを意味する。相場が額面より上がっているもつでこれを行行使されるよりは、投資家としては転換した方がよいので、転換が促進される。

このような特種条件付き転換社債の皮切りは、1996年5月に発行された三井金属鉱業第一回転換社債（主幹事は野村）であり（『日本経済新聞』1996/5/7夕刊, p. 3）、とくに下方修正条項を生かした注目例は1996年12月発行のソフトバンク第二回転換社債（額面発行でゼロ・クーポン）だとされている（同前1996/12/4, p. 21『日経金融新聞』1997/3/19, p. 9）。

なお一部の銀行が、劣後特約を付けて補完的自己資本に算入できるようにした劣後特約付き転換社債について、下方修正条項も付けて資金調達を試みたのは翌1997年のことであった。たとえば住友信託銀行による1997年6月発行の海外劣後転換社債1,000億円（『日経金融新聞』1997/5/29, p. 3）とか、福岡銀行による1997年9月発行の国内劣後転換社債500億円

(『金融』1997/10, p. 91) など。

当時の解説は、このような下方修正条項付き転換社債は、転換のメリットを失わないように配慮することで、発行企業にとってもクーポンレートを低くしていること、また株式への転換可能性を常に高くできるなどの特徴があり、転換社債市場の資金調達能力の改善になったと評価している(前掲『日経金融新聞』1997/3/19, p. 9)。

1997年当時、転換社債の下方修正条項について、下方修正条項を「悪用する」投資家が存在し、下方修正条項があることが株価の下落につながるというような批判的指摘は、見当たらない。ところが優先株について下方修正条項がこの当時問題になっていたのである。次節ではその点を明らかにしよう。

2. 優先株 Preferred Stocks

2-1. 優先株発行と株価急落—さくら銀行 Sharp Decline in Sakura Bank Stock Price and the Blame on Downwards Modification Clause

このように転換社債の下方修正条項についての批判が見られなかった1997年に、優先株の下方修正条項を批判するものが現れた。正確には1997年7月に、さくら銀行の株価が、同行が1994年4月に発行した優先株に付けられていた下方修正条項を理由として暴落し、下方修正条項との関係が指摘された。このあと、市場関係者の間では転換価格の下方修正条項が売りの誘引になることは周知の事実だった。しかしこの問題以上に下方修正条項の魅力が大きかったのか、下方修正条項付きの優先株はその後多数発行された。そしてたまたま問題が出なかったのか社会の関心を免れたのか、転換社債の下方修正条項についての批判は1999年末まで見られず、その間に下方修正条項付転換社債は一般化したのである。

優先株というのは、普通株よりも割増の優先配当を優先して支払う代わ

りに議決権を停止された株式である。その最大のメリットは財務的に困窮し資金調達力が衰えた企業でも、資本市場から狭義の自己資本をカンフル剤のように調達できることにある。なお、優先配当が負担になるため、普通株式への転換をねらって、転換価格をあらかじめ定めて普通株への転換を株主に許す優先株がある（転換社債型優先株）。またその際に転換期間の期限を設けて、期限が到来したら強制的に普通株に転換を求めることがある（強制転換条項）。このような転換の際の換算価格にあたるものを転換価格と呼ぶ。そこに下方修正条項が付いていたことが、1997年7月に、さくら銀行の株価下落を誘ったと指摘されたのだが、逆に下方修正条項がなければ、株価下落リスクに対して投資家は無防備な立場に残される。その意味では下方修正条項が投資家にとって悪いものだとは言えない。

さて、さくら銀行は1994年4月に日本の銀行としては、初めて優先株の発行に踏み切った。その株価が1997年7月に暴落し、その原因に3年前に発行した下方修正条項付き優先株が挙げられた。このことは当時とても注目された。

ところで、銀行による優先株の発行は、1988年12月に金融制度調査会（大蔵大臣の諮問機関）金融制度第二委員会で銀行の自己資本充実のための優先株の活用を提言した作業部会報告が了承されていたものの（『朝日新聞』1988/10/7, p. 9; 1988/12/21, p. 11『金融』1989/1, pp. 45-48）、実際に事例が現れたのは1990年代に入ってからだった。

普通株に比べて配当コストが格段に高いものの、狭義自己資本の即効的強化になる、普通株が増えるわけではないので普通株の国内株価に直接には影響しない、などの優先株発行のメリットが評価されて、1994年4月のさくら銀行の1,000億円（国内公募4月16日から1週間。発行価格1株2,000円5,000万株。1994/7-1997/9の転換期間は普通株に転換できる転換社債型。転換期間終了後は強制的に普通株に転換される強制転換条項付き。野村証券とゴールドマン・サックスが各2,500万株を引受け、日本国内だけでなくユーロ市場でも販売

した)を皮切りに優先株発行が始まった(『朝日新聞』1995/11/21, p. 12; 1995/11/21, p. 12『日本経済新聞』1994/4/1, p. 23; 1994/4/2, p. 15)。

その後、銀行による優先株の発行(以下はいずれも私募、日本債券信用の海外発行分以外は転換社債型優先株)は、大和銀行が1995年7月に500億円(相手は取引先企業で構成される投資事業組合)、東海銀行が1996年4月に海外パーパーカンパニー経由(本体が優先株を発行し海外PCが取得。海外PCは優先株でなく優先証券を発行)で1,000億円、日本債券信用銀行が1996年8月に海外子会社から優先証券500億円(本体の優先株発行を避けて、子会社から優先証券)、9月に本体からも510億円の優先株(相手は取引先企業で構成される投資事業組合 転換は2年後から)。また、さくら銀行が海外PC経由で1996年9月に1,500億円(相手は海外投資家)の第2回優先株を発行。北海道拓殖銀行も1996年9月に280億円(転換は2年後から)と続いた。

こうして始まった銀行の優先株には、いずれも転換期限とともに普通株への強制転換する強制転換条項(自己資本比率規制上の要件)と、普通株への転換価格の下方修正条項が、付けられていた(『日本経済新聞』1998/1/21, p. 20)。「1990年代後半、自己資本比率維持に苦しんだ大手邦銀が海外で優先株を発行した際、転換価額の下方向修正条項をつけられたことが、このタイプの証券[下方修正条項付き証券]の始まりだという。」(『週刊東洋経済』2004/7/31, p. 21)

では1997年7月、さくら銀行の株価になにが生じたのだろうか。1997年7月26日(土)の『日本経済新聞』は株式市況欄で「さくら銀、大幅下落」を以下のように報じた。「こうしたなか、さくら銀の商いを伴っての大幅な下げが目立った。金融派生商品取引で損失が出たという未確認のうわさがロンドン市場で広がった。同行の発行している優先株には転換価額の下方向修正条項があり、これに絡んだ売り圧力も折にふれて働く。」(『日本経済新聞』1997/7/26, p. 14)。

さらに翌週7月29日(火)の『日経金融新聞』は、銘柄診断で「さく

ら銀行」を取り上げ、さくら銀行株の暴落について、優先株の下方修正条項が観測を呼んだことを次のように報じた。「前週末からメリルリンチなど外国証券経由の売りが目立つ。94年に発行した第1回優先株の普通株への転換期限を10月に控えている。転換価格を500円まで下方修正できる条項付きで28日から9月5日までの終値の平均が転換価額となるため、『できるだけ安く普通株を入手しようと、外国人投資家が売りを仕掛けている』との観測がある。この日[7月28日]の終値で計算すると普通株は約1.3億株増加し需給悪化を懸念する声もある。(以下略)」(『日経金融新聞』1997/7/29, p. 20) これは、優先株の保有者が売りを仕掛けていることを示唆しており、下方修正条項に絡む投資家の行動の指摘として早い事例といえる。

ちなみに、さくら銀行の株価は6月26日に975円で引けたものが、7月28日には729円まで下げた。なお9月5日の終値は731円であり、さくらの株価は夏の間は均衡を保っていた。

ところがこのあと、さくらの株価は再び急落する。94年4月発行の第1回優先株(1,000億円)が10月1日に普通株に強制転換され、市場に売りとしてでることが予想されたことに加え、96年9月発行の第2回優先株(発行価額2,000円, 1,500億円, 海外PC経由, 当初転換価額1,122円, 毎年10月1日以降30営業日の終値の平均を新しい転換価額とする下方修正条項付き, 転換価額の下限500円, 転換請求期間1997/10-2001/9)の転換価額下方修正条項に従った計算開始が10月1日と重なっていた。そして今回は10月に入っても下落は続き10月13日には500円を割って488円まで下げたのである(『日本経済新聞』1997/10/14夕刊, p. 9)。

この「さくら」の第2回優先株の下方修正条項は「発行後、転換価額を1年ごとに見直す」ものだった。この下方修正条項はつぎのように評価された。これはもともと「普通株が下げても、優先株などの投資家が転換で損失を被らないようにする苦肉の仕組み」である。しかしその仕組みは、

潜在株数の予想外の増加をもたらす。「銀行経営者の予想を越えた株価急落の結果、転換価格の大幅な下方修正が相次いでいる。潜在的株数が急速に増え、1株当たり価値の希薄化の恐れが高まっている。」「安易な優先株の引き受けは既存株主の利益侵害になりかねない。」(『日経金融新聞』1997/12/19, p. 19)。この記事は下方修正条項が、潜在株数の増加を引き起こすことを示唆した初期の事例といえる。

2-2. 公的資金投入と転換社債型優先株 Injection of Public Funds and Responsibility of Management

銀行への公的資金の導入について、1998年と1999年の二つのケースではまったく異なる点がある(表3)。最初の1998年3月のケースでは、永久劣後債、永久劣後ローンの引受が公的資金の投入の中心で、公的資金18,150億円の投入を受けた21行のうち、優先株を発行したのは、第一勧業銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行、中央信託銀行の4行、計3,210億円(17.7%)にとどまった(『日経金融新聞』1998/3/18, p. 3)。

背景としては、優先株発行が株価下落をさらに進めてしまうという矛盾が大きかったと考えられる。たとえば1998年1月21日の『日本経済新聞』のコラム「大磯小磯」は、銀行の自己資本比率規制対策として、強制転換条項付きや下方修正条項付きの優先株発行に安易に頼ることは、既存株主の利益に反する潜在株比率の急増を招くとして批判し、どうしても対策が必要なら株式市場への悪影響が少ないという点から永久劣後債が望ましいとしていた(『日本経済新聞』1998/1/21, p. 20)。

しかし1999年3月には事情は様変わりする。大手15行に対する74,592億円の公的資金投入に対して、15行すべてが計55,592億円(74.5%)の優先株を発行した(『日経金融新聞』1999/3/2, p. 3; 1999/3/14, p. 3)。すでに見たような優先株への批判があった中で、さくら銀行の株価暴落を経験しながら、なぜ優先株が公的資金投入の主役になったかは興味深い。

実は1998年の資金投入の際、公的資金の投入を受けることについて銀行の経営者の責任を問う声があった。また公的資金の申請額と投入額が横並びになったことは、経営実態の把握の不備を伺わせ、不良債権処理をかえって遅らせることになると批判された。これに対して、1999年の資金投入で優先株を主体にしたことは、国が銀行の潜在的株主となることで、国による経営監視を強めるとともに、経営者の責任を追及する体制を整えたものと言えた。そしてこの経営責任の議論は、その後、企業金融に、優先株を使う手法が導入される上で、重要な前提となった。経営責任を追及する上で優先株を通じた資金提供は、実効性があると考えられてゆくのである。またこの過程で優先株についての中心の論点が、潜在株式として株価に不利に影響するということから、経営監視の実効力を増すという方向に移動したのであった。しかも、これまでの議論とは違って肯定的に議論されるようになったことが大きな変化である。

表3 公的資金注入と優先株—都市銀行の場合
Injection of Public Funds in Return for Preferred Stock

	1998/3		1999/3
東京三菱	永久劣後債	1,000	
第一勧業銀行	優先株	990	優先株2本 4,000 劣後ローン 5,000
さくら	永久劣後債	1,000	優先株 8,000
住友	永久劣後債	1,000	優先株 5,010
富士銀行	永久劣後債	1,000	優先株2本 5,000 劣後債 5,000
三和銀行	期限付劣後債	1,000	優先株 6,000 劣後債 1,000
東海銀行	永久劣後ローン	1,000	優先株2本 6,000
あさひ銀行	永久劣後ローン	1,000	優先株 4,000 劣後ローン 1,000
大和銀行	永久劣後ローン	1,000	優先株 4,080

資料：『日経金融新聞』1998/3/18, p. 3；1999/3/14, p. 3。単位：億円

この変化は、公的資金を出す側の議論が行われたことで、これまで語られなかった投資する側の視点が表面化して、優先株の議論が深まり議論のバランスが取れてきたと評価できよう。配当負担の軽減の仕掛けと議論されていた普通株への転換について、優先株主の側に普通株への転換をいつ行うかの判断権を与えて、経営側に規律（緊張）を与えるものとの解釈が台頭するようになった。ただしその結果としての支配権の希薄化については、株主が企業統治を怠ったツケだという、企業統治に関わりようがない小株主にやや酷な理解さえ見られるようになった。

このように優先株が経営への規律付けの手段として肯定的に理解されるようになったため、株価と優先株の下方修正条項との否定的関係は、最近まで正面から議論されない状況があった。しかしこの論点は伏在していただけで2004年に三菱自動車株をめぐる、この点が再び注目されるに至った。またその間、転換社債の下方修正条項は業界内では注目的だった。

3. 海外私募転換社債

Overseas Privately Placement Convertible Bonds

3-1. 海外私募 CB 問題の概要 Outline of the Problem

すでに述べたように1件百億円以上という規模の特殊条件付き転換社債発行が1996年頃から開始されていたが、他方で、金額でみて10億円前後からせいぜい50億円以下の規模での特殊条件付き私募転換社債の発行が海外市場で1997年頃から見られるようになる。

この種の海外私募CBの最初は森電機が1997年1月に発行したドル建て債だとされている。一般に海外私募CB債の特徴として、円建てで為替リスクがないことや、転換価格が直近の株価に比べて低いこと、将来株価が下がった場合に転換価格を下方に修正してゆく下方修正条項が付いていることなどが指摘されるが、最初の事例はドル建てだったことになる。1998年から1999年にかけての初期の発行事例(表4)を以下に掲げる。

表 4 海外私募 CB—初期の発行事例

Overseas Privately Placement Convertible Bonds : Initial Examples

発行日	転換開始日	企業名		転換価格	下方修正条項
1997/1/10	1997/2/1	森電機	ドル建 15M\$	416(416)	あり
1998/3/26	1998/4/10	エフアール	円建 20 億円	131(181)	あり
1998/12/14	1998/12/21	ヒューネット	円建 16.5 億円	179(221)	なし
1998/12/21	1998/12/21	シルバー精工	円建 10 億円	96(92)	あり
1999/3/15	1999/3/19	ヒューネット	円建 20 億円	200(236)	なし
1999/3/22	1999/3/23	日本コンベア	円建 6 億円	142(139)	あり
1999/3/26	1999/4/10	エフアール	円建 11 億円	100(148)	なし

資料：『金融ビジネス』1999/12, p. 41 転換価格の括弧内は決議日の終値。

海外私募 CB の特徴には、海外発行で引き受け手がタックス・ヘイブ
ンに本社を置くファンドだという点もある。この結果、引き受け手の内容
についての実態把握は特別な情報開示がなければ困難になっている。しか
しこれらのファンドの資金の出所は日本で、このようなファンドを介して、
資金は日本に還流しているとの指摘もある。他方でこのファンドの資金源
がすべて日本のものではなく、純粋に海外の機関投資家やヘッジ・ファン
ドの投資が主体との指摘もある。このように引き受けの実態はたまたま情
報が漏れるケースを除くと未解明の点が多い。

海外私募 CB の特徴に転換価格の決め方が挙げられる。当時までの国
内 CB の常識では転換価格は、転換権行使による株主権の希薄化を、時
間をかけて吸収するために、まず発行日と転換請求日との間に 1 ヶ月程度
の据置期間を置いた上で、直前の時価（決議日前日の終値）より数%のア
ップ率分、上値とするのが普通であった。

しかしここで登場してきた海外私募 CB は、据置期間が極端な場合に
は全くなく、「(1)当初転換価格は発行決議日から半年前までの平均株価か、
発行決議日前日の株価、(2)下方修正条項は転換請求前日の終値の九割け」
というパターンが多かった（『金融ビジネス』2000/11, p. 94）。このことが、
引き受け手が「海外ファンド」でその資金源が開示されないこととあいま

って、内容不明の特定投資家がたった1日でかつノーリスクで1割儲かることになっているとの批判のもとになった。このような内容が外から分からない投資家に利益を与える行為が公開企業においてなぜ許されるのか、これは市場を不透明にするものだという批判が高まった。

法律の手続きの問題としては、このような株主割当に拠らない方法での「有利価額」での株式あるいは転換社債の発行は、株主総会での決議（2002年4月以降は特別決議）を要するという問題がある（商法第280条ノ2 第341条ノ2）。仮に決議をしていなければ、商法違反を問われる可能性がある。

もう一つの問題は、このファイナンスは短期間に株式数の急激な増加を生むということである。というのも据置期間も短く、転換価格が投資家に有利に定めてあるので、転換によりすぐ利益を出せるから転換が早く進みやすい。これはCBが発行されたあと、既存株主や経営者の会社支配が、突然あやうくなることを意味している。

このような社会的批判の影響からか1990年代末に発行が増えた海外私募CBは、2000年1月から3月にかけて一時、発行がストップした。そしてその後、2000年4月以降、下方修正条項の内容を見直した上で発行が再開された。当時、金融機関の融資姿勢が厳格化する中で、経営不振企業としては、経営権をあやうくするリスクは分かっているが、私募CBに頼らざるを得なかったのであろう。また一度このようなファイナンスをした企業は、投資家側が大株主になるために、投資家側がファイナンスで得た資金を利用しようとして、ファイナンスを指示した時、企業側は抵抗しにくいのではないか。

2000年春の下方修正条項見直しには複数のパターンがあった。一つは、当初転換価格を下限といえる額面にまで下げて、下方修正条項は付けないものであった。また今一つは、転換価格の見直し計算をする際の株価を、転換請求前日の終値ではなく見直し日直前の数日の株価平均とするなど基準の株価について平均値に切り替えるというものである。

平均値を取るという修正は、下方修正の仕方としては極端な転換価格を排除する上で望ましい修正だった。しかし見直されたといっても、時価より低い当初転換価格や、下方修正条項により転換価格を絶えず下方に見直す問題は、多くの場合、残った。

ところで注目されてよいのは、下方修正条項の仕組みのもとで、投資家が株価を下げることに利害を持つようになる点である。繰り返し指摘したいことは、下方修正条項を利用して、一端は株価を吊り上げ、次に空売りをして今度は株価を下げて大きな儲けを出し、最後に下方修正で下がった転換価格で株を入手して借株を返済して手仕舞うことで利益を得られることである（『日本経済新聞』2001/8/3, p. 18『週刊ダイヤモンド』2001/9/15, pp. 14-16）。

私募 CB 銘柄の相場が、乱高下を繰り返した末に株価が下がるのは、一部の投資家がこのように下方修正条項を利用して株価をもてあそんでいることが原因だろう。

3-2. ヘッジ・ファンドの売買手法 Operations of Hedge Funds

このような相場の乱高下に絡んで、海外 CB の投資家の主体ともいわれるヘッジ・ファンドの売買手法を検討したい。

ヘッジ・ファンドなど欧米機関投資家が、どの程度、日本の転換社債や優先株に投資をしているかは、正確には分からない。またファンドの資金源も分からない。一般的に、海外で発行される場合は主として引き受けているのはヘッジ・ファンドであるという言い方がよく見られるので、小稿でもその言い方を前提にしているに過ぎない。またその運用資金の一部は日本からのものだけということもかねて知られている。

ここでは、そのヘッジ・ファンドの典型的な売買手法を整理しておく。

伝えられるところでは、ヘッジ・ファンドの売買手法は、まず価格変動に中立的ポジションを作って、そこから価格変動からの利益を追求すると

表5 転換社債についてのオペレーション例
Typical Operation with Convertible Bonds

	割安なコール・オプション分を保有	株価変動に中立的な（ニュートラルな）ポジションを作るにはデルタに合わせ現物の空売りを変化させる。	利益を上げるには
株価上昇	価格（プレミアム）があがり利益が出る。	損失が出る。空売りする量（デルタ）は増加。	買いを仕掛け空売りは減らす。
株価下落	権利放棄。	利益が出る。空売りする量（デルタ）は減少。空売りしたものを買い戻す。	空売りを増やす。

資料：『金融財政事情』2004/3/22, pp. 6-7.

というのが典型的なパターンである。そこから理解されるのは、ヘッジ・ファンドは売りあるいは買いいずれかにこだわる理由をもっていないが、株価変動を利用して儲けを出そうとしていることである。

たとえば転換社債について、ヘッジ・ファンドはデルタ・ヘッジ・オペレーション（表5）を行っているによく指摘される（『日経金融新聞』2003/10/15, p. 1；2003/10/16, p. 1『日本経済新聞』2004/2/27, p. 19『金融財政事情』2004/3/22, pp. 6-7）。

これは転換社債をまずコール・オプションと普通社債とに分解して、コール・オプション部分のみを保有するとともに、株価の変動に伴いコール・オプション部分に生ずる損益を相殺するだけ現物の空売りを行う操作を指す。このとき空売りする量を決めるのがデルタ、すなわち株価変動に伴うオプション価値の変動率である。ヘッジ・ファンドはこのオペレーションによって、まず株価変動リスクに中立的なポジションを構築し、つぎに株価変動から利益を取り出すことに専念する。

転換社債型優先株についても、基本は同じである（表6）。まず株価変動リスクに中立的なポジションを作り、その上で株価変動から生ずる利益を

表6 優先株についてのオペレーション例
Typical Operation with Preferred Stocks

	割安な転換社債型優先株保有	転換価格下限を行使価格とするプットオプション購入して損失を回避する	利益を上げるには
株価上昇	値上がり益が出る。	権利放棄。	買いを仕掛けて値上がり益を出す。
株価下落	転換権の価値は下がる。転換強制時には値下がり損が出る。	値下がり損をカバー	空売りを仕掛けて値を下げ買い戻して利益を確保する

資料：『日経金融新聞』2003/4/7, p. 20 ; 2004/7/16, p. 20

取り出す方向に向かうのである（『日経金融新聞』2003/4/7, p. 20）。

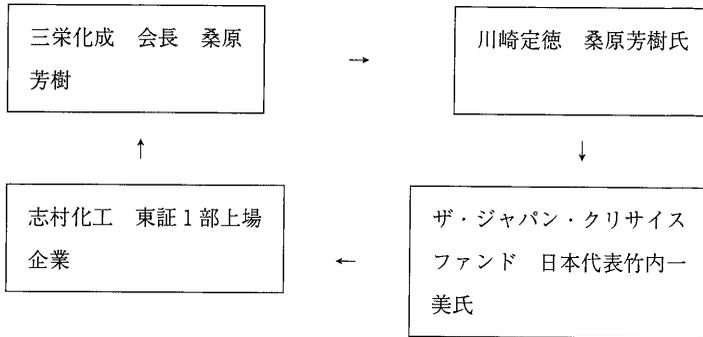
このようにヘッジ・ファンドは、株価変動の波に乗ることでその利益を拡大する存在だとすると、下方修正条項によって下値を探し始めた市場で、さらに空売りを仕掛ける可能性は十分あるといえよう。下方修正条項によって、株価を下げる売りが出てくる問題は、ヘッジ・ファンドの投資手法によって拡大していることが考えられよう。

3-3. 黒い目をした「海外ファンド」 Foreign Funds with Black Eyes

3-3-1. ケース1 志村化工 Shimura Chemical Industry

いわゆる海外ファンドが、実は日本のその企業関係者がお金を出したファンド（黒い目をしたファンド）だったというケースは仕手株銘柄として話題になったものを中心に複数知られている。なかでも志村化工事件は、2001年1月に行われた志村化工株をめぐる株価操作に関するものだが、海外ファンドについて一つの事例を提供している。株価操作事件の1年前に行われた志村化工の第三者割当て、登場する海外ファンドがその事例である（図1）。

図1 志村化工による2000年3月の第三者割当をめぐる資金の流れ
Cash Flow Chart in the case of Shimura Chemical Industries



資料：『選択』2002/4；『財界展望』2002/4ほか

そもそも志村化工はニッケルの加工が本業の東証1部上場企業であるが、2000年3月に三栄化成という会社から時代の先端といえるナノテク（原子の大きさのような超微細な素材を測定あるいは加工する技術）に絡んだ特許の実施権を取得したとして、2,700万株55億3,500万円の第三者割当を実施し、株価は一気に高騰した。

このとき第三者割当を引き受けたのは、英領バージン諸島に本社登記するオフショア・ファンドの「ザ・ジャパン・クリサイス・ファンド」。複数の報道は、このファンドの資金源は旧川崎財閥の資金管理会社を出自とする「川崎定徳」であり、川崎定徳は三栄化成の親会社であると指摘した。つまりこれは黒い目をした海外ファンドだったわけである。

ここで川崎側は志村に55億円余りを出したように見えるが、三栄化成の特許権実施権の名目で41億円余りを川崎側が迂回的に回収していることは志村側を含む関係者の打合せを疑わせるし、55億という増資が見せかけであることを疑わせる。いずれにせよ関係者の出資関係を前提に資金の流れを見ると、この増資を契機に川崎側が志村側の経営内容に口出しできる状況を作り、その上で志村化工株をもてあそんだのではないか。

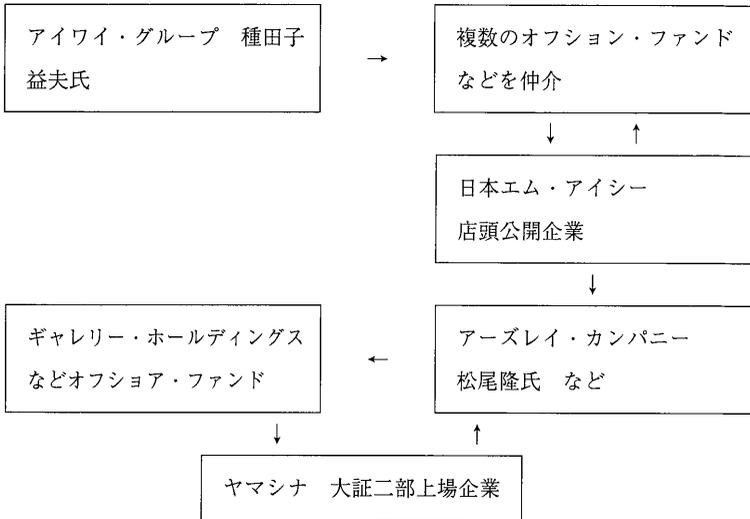
なお2001年1月の株価操作事件で主犯とされたのは、桑原氏ではなくコンサルタント会社ファー・イースト・インベストメントの西義輝氏である。西氏は川崎の桑原氏、クリサイス・ファンドの竹内氏と共謀して、小刻みに売買値を上げる手法で株価を吊り上げて、売り抜けを図ったとして東京地裁で2003年7月末に有罪判決を受けた。西氏は、クリサイス・ファンドの竹内氏と近い存在だったことから、クリサイス・ファンドの所有株の相当部分を引き継ぎ、この事件に関わったと推測される。西氏がこの事件で摘発された行為に至った理由については、西氏がオーナーになっている、店頭企業のジャパン・オークション・システムズ(旧宝林)の私募CB(転換社債)発行に関連して株価操作で巨利を得て味をしめたことが背景と指摘されている。

3-3-2. ケース2 ヤマシナ Yamashina Co.

ヤマシナはネジ製作では大手の大証二部上場企業である。1971年に乗っ取り屋の異名をもつ横井英樹氏により事実上買収され、以後、横井一族に支配されていた。しかし横井英樹氏の死後、経営権を巡り混乱が生じ、2000年1月に一度は英樹氏の長男・邦彦氏が社長に就任したものの、社内の反発もあり、同年4月、東芝系の間藤利弘氏を社長に迎えた。そのような混乱の最中の2月に、英領バージン諸島に本社登記するオフショア・ファンド「ギャラリー・ホールディングス・リミテッド」などのファンドが引き受ける形で、第三者引き受け増資21億6,000万円が行われた。

このギャラリー・ホールディングスであるが、アーズレイ・カンパニーから日本エム・アイ・シーを介してその資金源を辿ると、東京商銀信用組合の不正融資の相手方であったアイワイ・グループの種子田益夫氏に行き着くとの複数の報道がある。いずれにせよ、志村化工の事件と同様、第三者引き受けを契機に、アーズレイ・カンパニーの松尾隆氏など出資側は、ヤマシナへの発言権を確保しヤマシナ株をもてあそんだ疑いがある。

図2 ヤマシナの2000年2月の第三者割当増資・2000年6月の第1回私募CBをめぐる資金の流れ Cash Flow Chart in the case of Yamashina



資料：『東洋経済』2001/7/28；『金融ビジネス』2002/1；『財界展望』2003/11ほか

ヤマシナの2000年3月期決算によれば、同社の概況は売上高55億円4,000万円に対して経常損失は5億3,000万円、有利子負債は21億円であった。2000年5月1日に有利子負債の解消、積極的なIT投資を軸にした再建5ヶ年計画を発表。市場がこれに好感する間の6月14日に、第1回私募CBで24億円を調達した。引き受けたのは再びギャラリー・ホールディングスであった。

しかしこのとき調達した45億6,000万円のうち11億7,000万は、このスキームをアレンジした、松尾隆氏の周辺に、株の買い支えなどのために貸し付けられたと指摘されている。ここでも先ほどの疑いを傍証するかのように調達資金の相当部分が回収されているので、46億円弱という大きさには見せかけの面がある。つまり2つのファイナンスは46億円弱の調達に見えるが、かなりの金額が松尾氏側に還流し、ヤマシナの実際の調達

額は34億円ほどにとどまったことからすると、その残った資金使途についてさえヤマシナ側が自由でなく、資金を出した側の意向に従った疑いもある。

ヤマシナがこの34億円を最終的にどのように使ったかの詳細は判明していないが、損失補填のほか、一部は、OTS トラベルサービス（本社ニューヨーク）の子会社化による格安航空券販売事業への進出など M&A を絡めた新規事業進出に費消された。結果として再建5ヶ年計画は実現せず、その後もヤマシナは私募 CB での資金繰りを繰り返している（2001年2月に10億円。2002年10月-11月に計6億9,000万円）。ヤマシナの2003年3月期決算によると、売上高は53億円、経常損失は2億5,000万円で、同社の業績は多年にわたる多額の市場資金調達にも関わらず、根本的な改善はなく低迷を続けている。

3-4. 経営不振企業の資金調達規制の是非

Fund Raising of Companies in Slump

私募 CB については、これが経営不振企業の資金調達行為であること（表7）をどう考えるべきかということがある。経営不振企業は資本市場から資金調達をしてはいけないのか。もしいいのだとすればこのような企業の株価は相場下落リスクが高く、デフォルト・リスクも大きい。投資家のリスクを相当に軽減するように発行条件を調整して始めて、市場からの資金調達が可能になる。下方調整条項を含め海外私募 CB の様々な特徴はこのような調整の現れに過ぎないという弁明は可能である。ただ集めた資金を単なる資金繰りやマネー・ゲームに散財するような企業が現れてくると、資本市場での資金調達を認める合理性は失われてゆく。市場の自由を尊重して、調達は認めて自然淘汰に任せるべきなのか、あるいは規制を加えるべきなのかが極めて悩ましいのである。

しかしもう一つの問題は、これらの企業が公開市場に存在するという立

表7 2000年度私募CB発行企業の事例(単位:億円)

Examples of Financial Condition: Companies Issued Privately Placement CB

	発行総額	株主資本(連)	欠損金(連)	最終損益(連)
中外鉱業(2)	100	147	146	173
明治機械(2)	50	55	14	-2
ヒューネット(店)	38	160(単)	-	4(単)
シントム(1)	30	-135	363	-83
昭和ゴム(2)	30	41	9	-2
日本MIC(店)	38	57	55	-2
IBダイワ(店)	24	-8(単)	37	-2(単)

(1)は東証1部,(2)は東証2部,(店)は店頭公開企業。株主資本と欠損金は2000/9中間決算実績,最終損益は2001/3見通し。連は連結,単は単独。

資料:『日本経済新聞』2001/2/3,p.17;『選択』2002/4,p.128。

場を利用してエクイティ・ファイナンスを展開している点にある。理屈では成長力を失ったこのような企業は公開市場から速やかに退場するべきである。公開市場に企業が存在する意味は、できれば公募により成長のための資金を資本市場から調達する点にあるからである。財務状態が悪化して、資金繰りを私募でしか資金調達できなくなった企業が、公開市場に残ることはおかしい。私募なら非公開企業でもできるからである。債務超過の回避や時価総額水準の維持など上場基準を満たすための、資本市場からのファイナンスも本来は論外だろう。ただファイナンスが可能になることで企業の再建余地があるために、ファイナンスを頭から否定はできない。資金の出し手の自由な判断も尊重されなければならない。

こうした悩ましいケースの典型として、大証ヘラクレス上場のシステム開発会社プライムシステムの問題がある。

プライムシステムは、2003年9月決算で2期連続赤字、期末で売上高の半分の債務超過だが、上場廃止を免れていると話題になった。私募CBを連発して資金繰りをつけ、また上場廃止基準にある時価総額基準をクリアしてきたものの、過大なファイナンスもあり、株価は低迷し2004年1月26日には遂に1円になり、2月以降はほぼ1円に張り付く異常事態と

なった。1円の値動きでも大きな投機的利益が可能であることから個人投資家などの売買注文を集め、マネー・ゲームの対象になっていると指摘された。同社のファイナンスは2004年6月までの1年間で18本約120億円に及んだ。大証は対策として8月から、「債務超過で、かつ最近1ヶ月間の平均株価が10円未満（売買単位が1,000株の場合）の企業」を上場廃止にするとして「株価」を上場廃止基準に加えたが、第三者増資などで債務超過を免れる余地があると考えられるため、新たな上場廃止基準の導入でもこの問題の解消には至らないとされている（『日経金融新聞』2004/1/27, p. 20。『日本経済新聞』2004/6/16, p. 16。『週刊東洋経済』2004/7/10, p. 19。）。

このケースが明らかにしているように、ファイナンスは当事者の問題であり、外部から規制することはむづかしい。この問題で規制をかける余地は、市場（取引所）の側がこのようなマネー・ゲームの対象に過ぎない企業の公開企業として存続を認めるかどうかという点にあるといえるのではないか。

3-5. 海外私募 CB の応用：第三者割当 CB

Development of Privately Placement Convertible Bonds

中堅中小企業や再建途上企業の資金調達方法として国内第三者割当 CB が急速に増加している。マルチプル・プライベート・オファリング（MPO）とも呼ばれる。

もともとリーマン・ブラザーズが2000年のユニデン以来進めてきたビジネスに2003年12月に野村証券が参入、市場が急拡大したという。「企業が発行する転換社債型予約権付き社債全額を」証券会社が「直接購入した後、株価が転換価格を上まわった段階で普通株式に転換し、投資家に販売する仕組み」（『日本経済新聞』2003/12/23, p. 13）。

ここでは、転換価額の株価動向に合わせた頻繁な修正など、海外私募 CB でおなじみの投資家のリスクを減らす仕組みを、間に入る証券会社が

表8 第三者割当 CB の事例 Examples of Multiple Private Offering

会社名	発行日	発行額	割当先	潜在株式比率
いすゞ自動車 宇部興産	2004/1/7	300 億円	野村証券	18.6%
	2004/6/2	100	野村, UFJ つば さ, みずほ	7.3
兼松 オリエンコーポ	2004/6/14	100	三菱証券	15.7
	2004/7/20	200	野村証券	8.2

資料：『週刊東洋経済』2004/7/31, p. 21 発行額 100 億円以上のものに絞った。

享受することになる。どのような企業であれば再建のための資金調達が可能か、ここでは証券会社の審査機能の腕前が問われている。

格付けの低い会社とすれば公募よりもコストが低くなる。ヘッジ・ファンドが購入する場合より株価の乱高下の懸念が小さい。投資家も時価より安く証券会社から株を購入できる。などのメリットが指摘される反面、株数が増加することによる希薄化など株価への悪影響を懸念する意見もある。

この取引で私が懸念するのは、転換社債投資についてヘッジ・ファンドが取っているのと同様の行動を証券会社は取ることになること、つまりリスク・ヘッジのために相当量の現物株の空売りを出して、かつての株式転換可能債での場合と同様に、証券会社の社会的イメージを損なうことである。証券会社は、私募 CB を自分たちが引き受ける場合と、ほかの投資家が引き受ける場合とで、どのような有意な差が生じるかを示す責任を負ったともいえる。事例の銘柄の株価に注目したい由縁である。

3-6. 優良企業の好条件海外 CB

Overseas Convertible Bonds of Blue Chip Companies

もともと転換社債は、普通社債とコール・オプション（株式を買う権利）が組み合わされたものと言われている。このオプション価値が評価されて、利率ゼロ、額面超過の発行価格、高い転換価格といった、好条件での海外 CB 発行を行う日本企業も増えている。つまり海外転換社債の世界では、

片方で財務内容の悪化した企業が、低い転換価格を競っている。ところが他方では、優良企業により破格の好条件での発行が行われている。同じ海外 CB だが、その内容は二極化していることを最後に指摘したい。

一般に海外 CB 発行が多くなる理由として、このようなオプションの価値評価を行える投資家が国内に少ないこと、とくに個人投資家は利率ゼロを受け入れないことが指摘され、また国内では転換社債の発行を金融庁に届け出てから7日間経過しなければ販売活動に入れないが、ユーロ市場であれば、日本の株式市場が午後3時に閉まってから発行決議を行い、翌日東京市場が開くまでに条件を確定することもできるなど、迅速な対応が可能だとされる（『金融財政事情』2004/3/22, pp. 6-7）。

好条件 CB は転換が相当期間行使されない可能性が高いから、社債としての性格が強いので、ここまでの議論とは区別する必要がある。社債として金利がゼロだということとどまらず利回りはマイナス（発行価額が額面を上まわる場合、償還価額は額面で行われるから）のもの（おおむね発行コストがゼロになるように設計されている）もある。希薄化という懸念材料は残るが、転換価額を高く設定することで、希薄化の程度は小さくされている。

このように発行者に圧倒的に有利な CB に対して、欧米の投資家が買意を入れる理由は、日本株の先高期待があることや、かつて発行された CB の償還が進む中で日本銘柄 CB に品薄感があるからだという（『日経金融新聞』2003/10/15, p. 1）。2003年後半あたりからは、この好条件での海外 CB 発行の動きは一部の大企業の間には伝播し、発行額1,000億円以上の巨額 CB 発行が続いている。

なおこれらの好条件 CB は、理屈の上では転換がおこりにくく、市場での株式売り圧力につながらないように見える。その意味で、小稿で問題にしてきた、経営不振企業などの CB 発行とは区別できよう。潜在的株式としても小さな評価ですむはずだからである。しかし実際には購入したヘッジ・ファンドが現物株を売り建ててヘッジをかけるために、市場には

相当規模の売り圧力がかかるといわれている（『日経金融新聞』2003/10/16, p. 1 ; 2004/3/12, p. 1 『日本経済新聞』2004/2/27, p. 19）。

表9 2003年の海外CBの事例 Examples of Overseas Convertible Bonds

会社名	条件決定日	発行額	アップ率	表面利率
武富士	2003/5/30	380億円	45.01%	0.00%
アルプス	2003/5/22	304.5	47.07	0.00
CSK	2003/8/18	230	73.36	0.00
日本電産	2003/9/30	309	50.00	0.00

資料：『日経金融新聞』2003/10/15, p. 1 発行額200億円以上のものに絞った。

小括一優先株と下方修正条項—三菱自動車

Mitsubishi Motors Co. Spotlighted Preferred Stock Again

リコール問題で動揺を続けた三菱自動車の株価は、2004年4月末には250円前後だったが、その後じりじりと下げ続け、7月16日には103円まで下げたが、7月27日には一時100円割れ。28日には終値が98円と初めての100円割れ。さらに7月29日には一時90円まで下がった。このような中で注目されたのは、JPモルガンが1,260億円分を7月15日に払い込んだ三菱自動車のB種優先株だった。

この優先株は8月10日から普通株への転換が可能とされ（転換請求期間は2004年8月10日から2007年7月16日まで）、転換価格の下方修正条項付き（転換請求可能日前の5取引日における売買高加重平均価格の93%が、転換価格を下回る場合に、下方修正するもの）で転換価格の下限は30円とされている。B種優先株は3つに分けられ、当初転換価格は7月16日以降10取引日、11取引日以降の10取引日、21取引日以降の10取引日、の売買高加重平均価格の各平均値の3通りとされた。そこで市場ではモルガンやヘッジ・ファンドが空売りを仕掛ける環境が整ったとみて、投機的な売りが出るとの観測がもっぱらとなった。そうした中で三菱自動車株は下げ続けたのである（『日本経済新聞』2004/6/9, p. 28 ; 2004/6/30, pp. 32-33; 『日経金融新

聞』2004/7/16, p. 20)。

「JP モルガンに発行した優先株式をめくり思惑的な売りがかさんだ。」
「転換価格が下がれば JP モルガンが取得する株式の数量が増え、同社のメリットが大きいとの思惑から投機的な売りが出やすいという」(『日本経済新聞』2004/7/17, p. 9)

なおモルガンのほか7月15日にはフェニックス・ファンドが普通株に対し740億円、新日本石油がA種優先株に10億円の払込みを完了し、三菱グループ企業中心に6月末までにすでに払い込まれていた2,950億円(6月24日に三菱関連企業がA種優先株に1,650億円。また6月28日に東京三菱銀行と三菱信託銀行がこの両行への債務返済資金としてG種優先株に1,300億円)と合わせて、総額4,960億円の資金調達を三菱自動車は完了したが、この報道が三菱自動車の株式価値の希薄化を意識させた効果を問題だとする声もある(『日本経済新聞』2004/7/16, p. 11 ; 2004/7/17, p. 19. 事実経緯は三菱自動車HPを参照)。

以上のように三菱自動車株の下落では、下方修正条項付き転換社債型優先株が、売りを仕掛ける行為を誘うという問題が久しぶりに取り上げられた。それは、1997年のさくら銀行株の事件以来、7年ぶりだった。

なお小稿の立場は、下方修正条項など特殊条件を付けるなどという主張をする点にあるわけではない。すでに見たように、資金調達力の低下した企業はこのような特殊条件を付けることで、資金調達ができるようになるし、また投資家も投資リスクをこうした条項で軽減することができる。そのことには合理性があるので、それを否定するものではない。しかし、下方修正条項が売りを誘っているとの指摘が多数あることを認識する必要があるとの立場である。

小稿の作業は、こうした条項付きの優先株や転換社債が、株価の下げを誘っているという指摘を再確認するものである。このような指摘があるなか、株価が大きく変動した銘柄が実際にあるということが分かれば、小稿

の結論として、政策を提言する十分な証拠はそろったと言ってよい。

小稿は、この下方修正条項の問題が、もともとエクイティ・ファイナンスが株式価値の希薄化を進展させるという株主側からみた基本的矛盾に加え、付け加わった問題であることを指摘した。もちろんバブル破綻後の株価低迷については、小稿で取り上げていない「持合い解消」問題といった構造的問題の方が大きいという批判があるだろう。ただそのことは承知した上で私は、この時期に登場した様々な金融商品が、株価下落局面で売りを加速するなど株価の乱高下に関わる面があることを問題にしてきた。その作業の中で小稿ではとくに下方修正条項に焦点をあてた。

小稿は、下方修正条項を始めエクイティ債の特殊条件は投資家の利益に関わる株価変動に影響している可能性があり、その内容が投資家に継続的に開示されるべきだと考える。エクイティ債の特殊条件について現在は、投資家向けには債券発行時の限られた方法での情報開示にとどまっているが、これを継続的に開示する方向に改める必要がある。またこのような特殊条件がどのような思惑を招くかという知識や情報を普及させる責任が、私たち大学の研究者にはある。他方、発行企業側は、これらのファイナンス手段がいかにより有利にみえようとも、希薄化という基本矛盾に加えて、株価の乱高下というリスクも高くなることを熟知した上で、この種のファイナンスに臨むべきである。

参考文献（掲載日付順）

- 鎌田良信「水曜ゼミナール 特殊条件付き転換社債」『日経金融新聞』1997/3/19。
福光寛「外人投資と日本の株式市場」『立命館経済学』46-2, 1997/6。
木村貴「“公的資金”，銀行株選別促す—情報開示要請一段と高く」『日経金融新聞』1997/12/19。
前田昌孝「スクランブル 延命策 株価は冷淡」『日経金融新聞』1998/3/17。
吉次弘志「転換型優先株 発行条件，信用格差にじむ」『日経金融新聞』1999/3/

- 西尾洋一「プリンストン債も活用していたタックスヘイブンで急増する私募転換社債のなぜ」『エコノミスト』1999/10/19.
- 田村慎太郎「灰色の錬金術」私募債発行のウラに隠された危険度」『政界』1999/12.
- 私募 CB 問題取材班「株式市場を歪める灰色債券の裏側 私募 CB “究極の錬金術”」『金融ビジネス』1999/12.
- 長谷川俊明「第三者割当増資の公正価格 裁判では時価が目安に」『日本経済新聞』1999/12/27.
- 福光寛「プリンストン債事件について」『成城大学経済研究』No. 148, 2000/3.
- 私募 CB 問題取材班「不振企業の延命装置 “私募 CB” の復活」『金融ビジネス』2000/11.
- 滝口朋史「海外 CB 発行相次ぐ 額面の半額で転換も既存株主利益損ねる恐れ」『日本経済新聞』2001/2/3.
- 高橋篤史・長谷川高宏ほか「閣下経済取材班「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』2001/7/28.
- 山下真一「私募 CB の発行 銀行融資頼れず増加 一部の投資家優遇で“弊害”も」『日本経済新聞』2001/8/3.
- 阿部健太郎「私募 CB に漂う不透明さ ファンド、不振企業を侵食」『日経金融新聞』2001/8/28.
- 越中秀史「米企業の資金調達 社債シフト鮮明 転換社債発行額最高に」『日本経済新聞』2001/9/9.
- 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』2001/9/15.
- 越中秀史「米、社債発行額 36% 減 テロで起債環境悪化」『日本経済新聞』2001/10/6.
- 九十九蘭「宝船株乱高下とで 10 億円転換社債で囁かれる “ある思惑”」『財界展望』2001/11.
- 福光寛「顧客と金融機関の利害の対立」同著『金融排除論』同文館出版, 2001/11 所収。
- 伊藤博敏「東京商銀事件で判明した企業を食い物にする “海外ファンド”」の正体」『財界展望』2002/1.
- 剣持泰宏「成長性失った低位新興株」『日経金融新聞』2002/2/14.
- 証券マン「オフレコ」座談会「私募債を使った錬金術 当局がマークした 20 社」『VERDAD』2002/3.
- 大山巖「私募 CB 発行困難で倒産続発」『週刊東洋経済』2002/3/13.

- 伊藤博敏「私募 CB を利用した株価操作疑惑を追及される“新興仕手”の断末魔」『財界展望』2002/4.
- 証券マン「オフレコ」座談会「“志村化工” 株価操作事件 意外な人脈の点と線」『VERDAD』2002/4.
- 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』2002/7/23.
- 福光寛「空売り規制の強化をめぐる」『証券経済研究』No. 20, 2002/12.
- 山下茂行「スクランブル 銀行株安 意外な犠牲者」『日経金融新聞』2003/4/7.
- モモピー「銀行ドン詰まり増資 昔どっかで見たような」『週刊東洋経済』2003/4/26.
- 岡憲策「金融自由化がもたらした弊害」『VERDAD』2003/6.
- 福光寛「空売り規制の強化」『ジュリスト』No. 1250, 2003/8/1.
- 福光寛「空売り規制と情報公開」『東証取引参加者協会レポート』Vol. 7 No. 3, 2003/8.
- 伊藤歩「不振企業の“最新”資金調達手段“新株予約権”が招く仕手筋の増長」『財界展望』2003/8.
- 東京地裁刑事第九部「志村化工株式の相場操縦事件判決」『商事法務』2003/9/5.
- 小平龍四郎「日本企業転換社債 海外発行再び活況」『日本経済新聞』2003/10/6 夕刊.
- 馬場完治・土居倫之「活況海外 CB 発行 見直される日本銘柄①②」『日経金融新聞』2003/10/15; 2003/10/16.
- 伊藤博敏「“ヤマシナ”の私募 CB 80 億円調達術とその行方」『財界展望』2003/11.
- 竹田孝洋「ソニー転換社債に応募殺到」『週刊東洋経済』2003/12/30.
- 阿部哲也「漂流するプライムシス株」『日経金融新聞』2004/1/27.
- 佐久間庄一・遠藤淳「検証エクイティファイナンス (上) 安易な調達にノー (下) “幹事奪取” 主役は外資」『日経金融新聞』2004/3/11; 2004/3/12.
- 田村淳士「転換社債 海外で 1 兆円超」『日本経済新聞』2004/3/26 夕刊.
- 阿部哲也「新興株式市場 問われる質」『日経金融新聞』2004/4/16.
- 田村淳士・山田周平「台湾・香港の企業 海外で資金調達急増 CB など発行 設備投資加速」『日本経済新聞』2004/4/25.
- 高橋篤史「大証と“不良企業”の戦争 株式市場の信認が危ない」『週刊東洋経済』2004/7/10.
- 山下茂行「スクランブル 三菱自, 急落の必然性」『日経金融新聞』2004/7/16.
- 水落隆博ほか「過熱するエクイティファイナンス 第三者割当 CB は毒か薬か」

エクイティ・ファイナンスをめぐる

『週刊東洋経済』2004/7/31.

前田昌孝「三菱自株、上場来安値 新型資金調達売り招く？」『日本経済新聞』
2004/8/9 夕刊.

酒井耕一ほか「三菱自巡りマネーゲーム加速 フェニックスが7億株を貸し出し
転売」『日経ビジネス』2004/8/30.

梅沢正邦「断崖の三菱自動車もう一つの“隠蔽”優先株の全トリック」『週刊東
洋経済』2004/9/25.

付表1 全国公開会社の形態別有償増資（国内発行分）の推移
Equity Financing by Japanese Corporations

暦年	株主割当 Right Offerings		第三者割当 Private Placements		公募 Public Offerings	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1993	10	502	21	1,626	12	397
1994	2	97	16	2,501	36	2,704
1995	13	968	21	2,073	35	2,032
1996	9	3,338	37	3,689	112	5,368
1997	10	735	30	4,304	42	880
1998	0	0	54	10,546	27	1,808
1999	0	0	146	95,321	96	6,567
2000	4	106	98	12,247	81	6,286
2001	3	396	107	8,392	37	7,488
2002	0	0	190	17,034	45	2,130
2003	4	22	247	28,044	63	4,132
2004前半	2	18	168	11,210	63	4,364

金額単位は億円 端数は四捨五入。払込日翌日ベース。

資料：日本証券業協会 Japan Securities Dealers Association

エクイティ・ファイナンスをめぐる

付表2 全国公開会社のエクイティ債発行の推移

暦年	国内転換社債 Domestic Convertible Bonds		海外転換社債 Overseas Convertible Bonds		海外新株予約権付社債 Overseas Bonds with Subscription Rights	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1993	116	16,895	58	5,327	157	18,202
1994	168	28,600	76	4,115	89	8,874
1995	58	7,375	39	4,186	53	4,927
1996	166	32,890	83	5,758	81	6,467
1997	30	2,705	44	5,475	14	629
1998	10	2,466	21	1,182	0	0
1999	33	5,925	55	4,072	3	2,169
2000	26	3,573	37	2,947	3	169
2001	28	3,006	47	5,580	3	21
2002	22	4,280	36	7,691	1	23
2003	20	723	72	9,961	0	0
2004前半	25	1,525	74	10,223	0	0

金額単位は億円 端数は四捨五入。国内は公募債のみ。海外は私募債含む。払込日ベース。
資料：日本証券業協会 JSDA

エクイティ・ファイナンスをめぐって

付表3 全国公開会社の公募増資などの推移

暦年	国内公募増資 Domestic Public Offerings		新規公開時公募 Initial Public Offerings		新株予約権証券 Subscription Rights	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1993	12	397	89	4,218	-	-
1994	36	2,704	151	7,609	-	-
1995	35	2,032	187	2,829	-	-
1996	112	5,368	166	6,091	-	-
1997	42	880	142	3,775	-	-
1998	27	1,808	84	14,166	-	-
1999	96	6,567	106	3,544	-	-
2000	81	6,286	203	9,413	-	-
2001	37	7,488	168	3,689	-	-
2002	45	2,130	123	1,472	423	5,617
2003	63	4,132	118	3,471	628	4,172
2004前半	63	4,364	70	876	222	2,102

金額単位は億円 端数は四捨五入。新株予約権証券は資金調達ベース。

資料：日本証券業協会 JSDA

付表4 転換社債の需給ギャップ（試算）

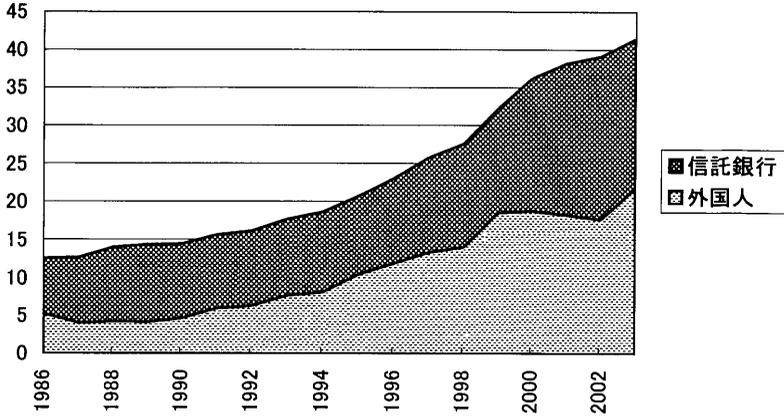
Supply-Demand Gap of Convertible Bonds (trial calculation)

	償還予定額（年度）(1)	内外発行額（暦年）(2)	需給ギャップ (1)-(2)
1999	8,563	9,997	-1,434
2000	14,971	6,547	8,424
2001	18,751	8,586	10,165
2002	19,961	11,971	7,990
2003	25,771	10,684	15,087
2004	18,003		

金額単位は億円 償還は公募分の数値 転換社債は7年物や15年物が多い。

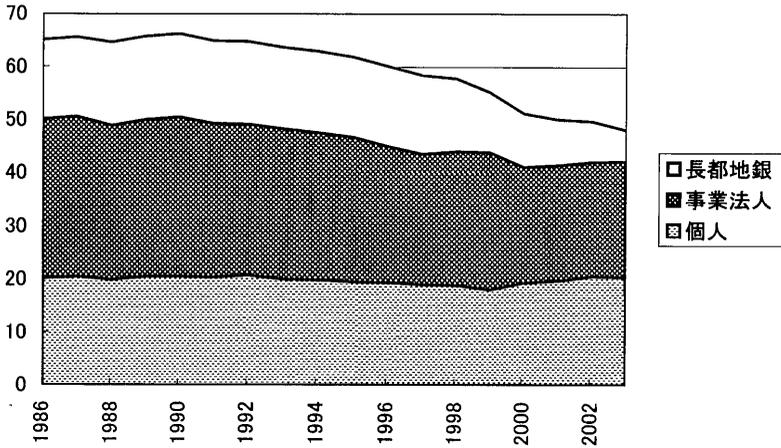
資料：日本証券業協会 JSDA

付表 5-1 投資部門別株式保有比率（信託銀行と外国人）
 Stock Holding Rates by Sectors (Trust Banks and Foreigners)



資料：全国証券取引所 年度 単位：%

付表 5-2 投資部門別株式保有比率（個人・事業法人・長都地銀）
 (Individuals, Corporations, Major Banks and Country Banks)

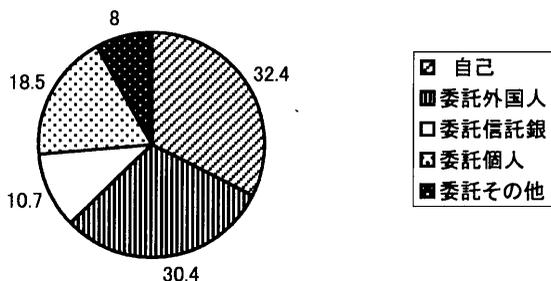


資料：全国証券取引所 年度 単位：%

エクイティ・ファイナンスをめぐって

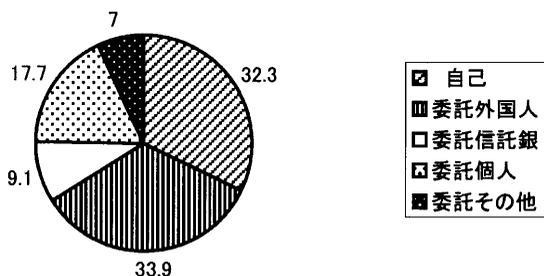
付表 6-1 2003 年投資部門別株式売買比率（東証 1 部 売り）

Trading Situation of Stocks by Sectors



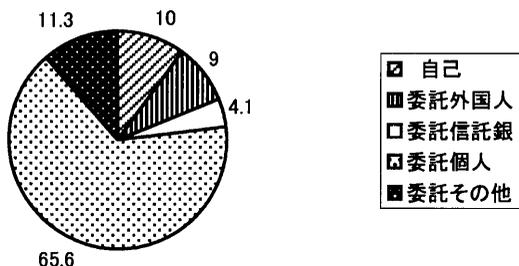
資料：東京証券取引所 年間の売りの総計 201 兆 118 億円 集計の対象は資本の金額が 30 億円以上の取引参加者。金額ベース 単位：% 以下同じ。

付表 6-2 2003 年投資部門別株式売買比率（東証 1 部 買い）



資料：東京証券取引所 年間の買いの総計 201 兆 7,922 億円

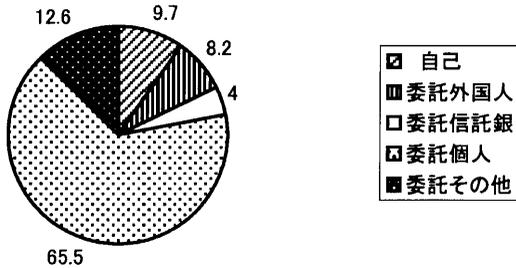
付表 6-3 2003 年投資部門別株式売買比率（東証 2 部 売り）



資料：東京証券取引所 年間の売りの総計 3 兆 7,930 億円

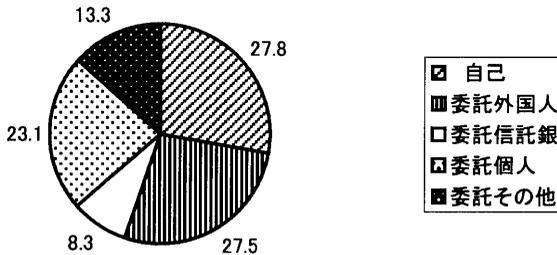
エタィティ・ファイナンスをめぐって

付表 6-4 2003 年投資部門別株式売買比率（東証 2 部 買い）



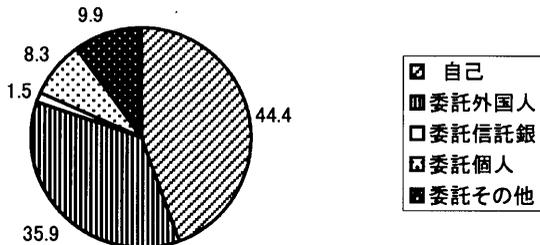
資料：東京証券取引所 年間の買いの総計 3 兆 7,901 億円

付表 7-1 2003 年投資部門別転換社債売買比率（東証 売り）
Trading Situation of Convertible Bonds by Sectors



資料：東京証券取引所 年間の売りの総計 1 兆 32 億円

付表 7-2 2003 年投資部門別転換社債売買比率（東証 買い）



資料：東京証券取引所 年間の買いの総計は 1 兆 28 億円