

「良いMSCB」の推進を図るための 法制度のあるべき姿

The Idea Which Should Have the Legal System for Aiming at Promotion of
"Good MSCB"

小林 一郎*

要約

本稿の論旨は、MSCB に関するわが国の法制度は、はたして、最適な資本調達を推進し、日本企業の活動の適法性と収益性を確保することができているか—を検討するものである。

従前より、MSCB の利用については、既存株主の利益を害する資金調達手段であるとして規制、もしくはそれ自体を禁止しようとする主張がなされることが少なくない。

もっとも、資金調達の最適化という観点からは、「良い MSCB」も存在するにも関わらず、多くの事例の中で一部の極端なケースに目を囚われるあまり否定的な意見が跋扈してしまう中、実はその要因は、MSCB を有効に活用するための法制度が十分に整備されないままに置かれているからではないか、というのが筆者の仮説である。

わが国の現状における会社法では、企業のエクイティファイナンスに対しての、価格の妥当性（有利発行規制）と支配権略奪の許容性（不公正発行）という 2 つの考え方が反映されている。元来は、MSCB は、発行体・引受会社・市場での当該関係者間における情報の非対称性が大きく、株価が企業価値を過大評価ないし過小評価している状況があり、時価で公募増資を発行できないという現実的問題に対処すべく開発されたものであり、このようなファイナンス手法に対して従前通りの有利発行規制を及ぼすことには過剰規制の疑いがあるといってもよい。他方、「企業経営者が必ずしも既存株主の利益につながらないエクイティファイナンスを履行する可能性がある」という経営者の規律意識の欠落について、法が及ぼしている不公正発行規制についてはいまだ不十分である。こうした法規制の不足に対応するためには、発行体の合理的な経営計画の策定、引受会社の節度ある行動の喚起、自主規制機関による自主規制を整備し、それらの具体化として法規制を位置づけるべきであることを主な論旨とした。

わが国のファイナンス手法においてエクイティ調達が過度に重視されてきたことに鑑みれば、デット調達の対象となる社債市場の充実が図られるとともに、MSCB のような複合的な社債（正確には、商品設計上、後に自己資本拡充のための株式での償還可能という意味でのデット）であっても、必要な情報が十分に開示された安全な金融商品だという制度設計及びアナウンスメントが必要不可欠である。株式発行よりも手続きの簡便性が高い MSCB を再考し、再活用するための法制度を検討する、という本稿のチャレンジをその契機に資するものにした。

【目次】

第 1 章 仮説

第 2 章 MSCB の現状

- 1 従来型の MSCB
- 2 「新しい MSCB」

* 本学法学部・大学院法学研究科特任教授。

- (1) 公募増資の変形としての「新しい MSCB」
- (2) 従来型にはない特徴

第3章 現行法制度

1 会社法

- (1) 新株予約権付社債の発行手続
- (2) 有利発行規制との関係
 - ア 新株予約権の払込金額がゼロと定められる点について
 - イ 日本証券業協会の 90%ルールを援用する点について
 - ウ 各種条項がスキームに組み込まれている点について
 - エ 修正された中間説からの帰結

2 金融商品取引法

- (1) 新株予約権付社債についての開示規制
- (2) MSCB 特有の規制
- (3) 転売段階における投資者保護
- (4) 不公正取引の規制

3 証券業界の自主規制

第4章 仮説の再検討

- 1 あらためての筆者論旨の確認
- 2 発行体：合理的な経営計画

- (1) 実証研究
 - ア 増資による株価への負の影響を緩和する手段としての転換社債・MSCB
 - イ MSCB 発行の動機
- (2) 過剰債務解消のケース
 - ア ジー・テイスト
 - イ 長谷工コーポレーション
- (3) 過剰債務解消ではないケース
 - ア いすゞ自動車
 - イ ライブドア
 - ウ メッセージ

3 引受会社：節度ある行動

第5章 解決の方向

- 1 具体的検討の確認
- 2 発行体：合理的な経営計画
 - (1) 修正された中間説からの有利発行該当性の帰結
 - (2) 2012 年要綱案
- 3 引受会社：節度ある行動
 - (1) 金融商品取引法における公募規制との関係
 - (2) 不公正取引の規制
 - ア アメリカの規制方法
 - イ 金商法 157 条の活用
- 4 社債市場の充実

第6章 提言 —結語に代えて—

第1章 仮説

本稿の論旨は、MSCBに関するわが国の法制度は、はたして、最適な資本調達を推進し、日本企業の活動の適法性と収益性を確保することができているか—を検討するものである。その際には、近時の当該分野における議論や欧米の当該ケースの動きを踏まえる。

従前より、MSCBの利用については、既存株主の利益を害する資金調達手段であるとして規制、もしくはそれ自体を禁止しようとする主張がなされることが少なくない。

もっとも、資金調達の最適化という観点からは、「良いMSCB」も存在するにも関わらず、多くの事例の中で一部の極端なケースに目を囚われるあまり否定的な意見が跋扈してしまう中、実はその要因は、MSCBを有効に活用するための法制度が十分に整備されないままに置かれているからではないか、というのが筆者の仮説である。

わが国の現状における会社法では、企業のエクイティファイナンスに対しての、価格の妥当性（有利発行規制）と支配権略奪の許容性（不公正発行）という2つの考え方が反映されている。元来は、MSCBは、発行体・引受会社・市場での当該関係者間における情報の非対称性が大きく、株価が企業価値を過大評価ないし過小評価している状況があり、時価で公募増資を発行できないという現実的問題に対処すべく開発されたものであり、このようなファイナンス手法に対して従前通りの有利発行規制を及ぼすことには過剰規制の疑いがあるといってもよい。他方、「企業経営者が必ずしも既存株主の利益につながらないエクイティファイナンスを履行する可能性がある」という経営者の規律意識の欠乏、欠落について、法が及ぼしている不公正発行規制についてはいまだ不十分である。こうした法規制の不足に対応するためには、発行体の合理的な経営計画の策定、引受会社の節度ある行動の喚起、自主規制機関による自主規制を整備し、それらの具体化として法規制を位置づけるべきであることを主な論旨としたい。

ということで、本稿では、発行体が合理的な経営計画を立て、引受会社が節度ある行動をとり、社債市場が充実するよう、当該3方面に対する適切な法規制を考えることで、「良いMSCB」の推進を図る法制度のあるべき姿を検討する。

第2章 MSCBの現状

1 従来型のMSCB

MSCBとは、修正条項付転換社債型新株予約権付社債（Moving Strike Convertible Bonds）の略称で、権利行使価額を株価の上下に従い上下に修正し、かつ当該修正を頻繁に行うタイプの転換社債型新株予約権付社債をいう¹⁾。転換価格が修正されること及び修正される転換価格は、時価を10%程度下回ることから、行使価額が一定額で定められて

1) 江頭憲治郎『株式会社法 第4版』（有斐閣、2011年）725頁注2。

いる通常の転換社債型新株予約権に比べ、転換権が行使される可能性はるかに高い²⁾。

1990年代後半に、複数の邦銀がBIS自己資本対策の一環として、米国市場において下方修正条項付優先出資証券を発行した際に、普通株価が暴落したり³⁾、2000年から2001年にかけて、資金不足にあえぐ複数の企業が下限転換価格を設定しないMSCBを発行した直後から普通株価が暴落し、これが信用不安を煽って更なる株価下落を招き結局破綻してしまったり⁴⁾という事例が発生したことから、MSCBは、一般的に、財務的に瑕疵を負った企業が資金調達のため繰り出す最後の一手というイメージを持たれがちで、発行体にとってある種リスクな金融商品であると認識されてきた⁵⁾。

アメリカでは、デス・スパイラル (death-spiral) 転換社債またはトキシック (toxic) 転換社債と呼ばれ、商品コンセプトとしては革新的でありながら、資本市場での活用の結果として失敗に終わった金融商品云々と称されることもある⁶⁾。日本でも、カカコムが、MSCBの発行を取締役会決議事項から株主総会決議事項に加重する定款変更を行う⁷⁾、といったように、企業自らMSCBの発行を制限する動きがみられた。

MSCBを発行した企業の普通株価が下落する要因として、①MSCBに限らずエクイティ・ファイナンス一般においては、希薄化分を織り込んで普通株式が売られることがあるから、もしくは、エクイティ・ファイナンスとしてのMSCBの発行を、株価が割高であるとのアナウンスメントと捉えた市場関係者が普通株式を売るから、というファイナンス理論に基づくもの、②、MSCBを保有する投資家による普通株式の空売りを誘発するから、というMSCBの商品性質に基づくものがそれぞれ主張される。①については、ある企業がエクイティ・ファイナンスを行う場合、そのファイナンスによって得られた資金の用途が、希薄化を補って余りある企業価値向上に資すると市場参加者が納得できなければ、公募増資であろうとMSCBであろうと、普通株式が売られることとなる⁸⁾。また、企業経営者がエクイティ・ファイナンスを実施したいと思うタイミングは、往々にしてその企業の株価が過大評価され割高であると考えている時であることから、市場参加者は、当該エクイティ・ファイナンスの実施を株価が割高であるとのアナウンスメントと捉え、普通株式を捉えるという解釈も成り立つ⁹⁾。もっとも、現実には普通株価が短中期的に下落するのは、②の要因が大きいとされる。すなわち、MSCBは、転換価額が将来の普通株式の株価に連動するため、この商品の保有者は株価が下落することにより、転換した時入手

2) 梅本剛正「MSCBと不公正な証券取引」民商法雑誌134巻6号(2006年)881頁(882頁)。

3) 奥総一郎「事業再生企業を対象にした下方修正条項付転換社債(MSCB)」銀行法務21 656号(2006年)42頁。

4) 同上。

5) 同上。

6) リチャード＝ブリーリー・スチュワート＝マイヤーズ・フランクリン・アレン『コーポレート・ファイナンス(下) 第8版』(日経BP社、2007年)196-197頁。

7) <http://pdf.irpocket.com/C2371/XWWG/wYw1.pdf>

8) 奥・前掲注3) 43頁。

9) 同上。

する株式が増加することとなるため、この商品の保有者は、株価を引き下げる行為を行う誘因にさらされることとなる¹⁰⁾。そして、大株主により割当先に対して貸株がなされることで、意図的に株価を引き下げる空売りが行われ、転換価額と連動する株価が下がり切ったところで転換権を行使して貸株の現物渡しを行うことで、マージンを極大化させつつ収益を確定させる、といった方法が可能となる¹¹⁾。また、このような鞘抜きを狙わずとも、MSCBの保有者は、普通株式をヘッジ売りして収益性を確保する取引を行うのが一般的であり¹²⁾、現物株式が売りポジションになることで、一定程度の株価下落を必然的に招くこととなるとされる¹³⁾。

2 「新しいMSCB」

(1) 公募増資の変形としての「新しいMSCB」

以上のように、必ずしも“安全でない”金融商品としての側面を持つMSCBだが、事業再生対象企業のエグジット手段のみならず、2003年12月の野村證券によるいすゞの案件をはじめとして、自己資本の円滑な拡充を目指す経営が堅調な企業においても、多様化する資金調達手段の1つとして有効利用される事例が見られるようになった¹⁴⁾。実際に、証券会社及びそのグループ会社が買い受けたMSCBの発行規模は、2005年上期には発行件数61件、発行金額5079億円、2005年度下期には発行件数73件、発行金額5426億円になり、MSCBがエクイティ・ファイナンス全体に占める割合は、2005年度上期には57%にまで達した¹⁵⁾。

事業再生対象企業がMSCBを利用するようになった理由としては、公募増資の変形として、資本市場からのファイナンスを実現する手法として活用することができる、という点が挙げられる¹⁶⁾。2003年以降、世界的にマーケット環境が好転する中で、当時、日本の低位株に対する国内外投資家の関心が高まり、事業資金調達を実現し、早期エグジットを図ろうとする動きが生まれたが¹⁷⁾、事業再生の対象企業においては、公募増資を行う場合、①受給悪化による株価低下リスク、②証券会社への多額の引受手数料というデメリットがあった。①については、仮に資本調達によって期待できる企業価値向上が、増資額に十分

10) 野田博「MSCBに関する法と実務対応」徳岡卓樹・野田博編『企業金融手法の多様化と法』（日本評論社、2008年）124頁（128頁）。

11) 奥・前掲注3）43頁。

12) 同上。

13) 藤岡智男「転換社債型新株予約権付社債」証券取引法研究会編『新会社法の検討—ファイナンス関係の改正』別冊商事法務298号（2006年）114頁（118頁）。

14) 奥・前掲注3）42頁。野田・前掲注10）125頁。

15) 会員における引受審査のあり方等に関するワーキング「会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について—会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告」（2007年2月22日）16頁。http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105_kabushiki/files/hikiuke4.pdf

16) 奥・前掲注3）44頁。

17) 同上。

見合うものであったとしても、事業再生対象企業の普通株式は、通常、低迷過程で出来高も減少して流動性が低くなっているケースが多い。このような状況で一度に大量の普通株式が市場に放出されると、短期的に市場がこれを吸収しきれず、受給悪化による株価下落を招きやすい。そうなれば、基盤が脆弱な事業再生対象企業にとっては、信用不安再燃による負のスパイラルを引き起こすリスクが高まってしまうことになる¹⁸⁾。②については、証券会社としては、事業再生対象企業の普通株式を引き受けるリスクに見合った手数料を要求しつつも、発効額面の5～10%にも登る手数料支払いにより事業再生対象企業の損益へ大きなインパクトを与えないよう、発行を数回に分けて1回あたりの発行額を減らすストラクチャーを考案した¹⁹⁾。しかし、当該ストラクチャーによる発行だと、市場参加者にその株式が市場に出てくるタイミングがわかってしまい、その時期が近づくとマーケットが事実上その需給バランスの悪化を織り込んで株式を売却することになり、かえって株価が下がるという結果を招いてしまった²⁰⁾。MSCBは、公募増資における①②のデメリットを解消するスキームとなっている。①については、MSCBの標準的ストラクチャーは、普通株式への転換権に一定の上限価格と下限価格の範囲内で月次ベースでの転換価格修正を許容するものであり、証券会社はそのまま投資家に販売するのではなく、普通株式に転換した後に投資家に販売することとなっているため、証券会社は公募増資と異なり、販売先が固まった段階で順次普通株式に転換した後、売却することが可能となる²¹⁾。したがって、需給バランスの悪化による株価下落リスクについては、大幅に軽減することができる。②について、証券会社は、株価の下落局面においても、投資家に売却する際には、その下がった時価を基準とした転換価格に修正された後に普通株式に転換すればよいため、普通株式の価格変動リスクをほぼとらなくてすみ、引受手数料を収受する必要がなくなる²²⁾。このように、事業再生対象企業は、ゼロコストでの資金調達が可能となる。

(2) 従来型にはない特徴

「新しいMSCB」のスキームにおいては、①償還まで普通株式に転換されないリスク、及び、②普通株式の空売りによる株価下落リスク、といった従来型のMSCBが有していたリスクができる限り排除される。

①について、MSCBの発行企業においては、普通株式に転換されない限り、負債として残るため、当該企業の信用力改善に寄与しない上、償還時のリファイナンスリスクを負うことになる²³⁾。そこで、「新しいMSCB」においては、転換価額が随時時価に近い水準に修正されることで、償還まで株式に転換されないリスクが取り除かれ、転換が促進され

18) 同上。

19) 同上。

20) 同上。

21) 同上、45頁。

22) 同上。

23) 同上。

る²⁴⁾。すなわち、転換価格の5～10%のディスカウントは、投資家にディスカウントで購入する機会を与えつつ、当初手数料を得られない証券会社にも普通株式に転換してから投資家に販売すれば収益を得られる、という発行会社と同じ目線のインセンティブを与えるという点で、投資家へのディスカウントのみならず、販売手数料的な意味合いも含むこととなる²⁵⁾。

②について、「新しい MSCB」においては、普通株式の空売りによる株価下落を未然に防ぐため、(a) 譲渡制限条項及び (b) コール条項、すなわち発行会社がいつでも社債を償還できる繰上償還条項が付けられている。まず、(a) 譲渡制限条項は、証券会社が MSCB のまま投資家に売却することなく、株式に転換してから投資家に販売することを担保する目的を有する²⁶⁾。証券会社が、転換が思わぬように進まなかった場合などに、普通株式に転換してから売却するという本来のシナリオに反して、MSCB のまま転売することが許されると、普通株式の空売りをして株価の低落による利益の獲得を目指す投資家に転売されるおそれが生じるからである²⁷⁾。次に、(b) コール条項が定められる目的は、発行後に株価が大きく下落して株式の希薄化が当初の想定よりも進展するおそれがある場合に、発行会社が早期償還することでそれ以上の株式の希薄化を防止し、さらなる株価下落を回避するためである²⁸⁾。なお、実務においては、コールをかけたいタイミングで即座にキャッシュを用意できなければ、コール・オプションが牽制機能としての意味を実質的に持たなくなってしまうため、発行後は、権利行使状況を注視して、少なくとも投資家へのスムーズな販売が進んでいるとの見極めがつくまでは、発行代わり金をプールしておく等して、いつでもコール行使が可能な体制が維持される²⁹⁾。

以上のように、従来型の MSCB が有していたリスクが排され、かつ、発行会社には、小刻みに株式の公募増資を行うことに類似した経済効果が生み出されることから、本来公募増資をすべき健全企業においても、「新しい MSCB」を行うインセンティブが生まれることとなる³⁰⁾。

第3章 現行法制度

1 会社法

(1) 新株予約権付社債の発行手続

MSCB は、新株予約権付社債の一種であることから、新株予約権付社債の発行手続に

24) 野田・前掲注 10) 131 頁。

25) 奥・前掲注 3) 45 頁。

26) 同上、46 頁。

27) 野田・前掲注 10) 132 頁。

28) 奥・前掲注 3) 46 頁。

29) 同上。

30) 野田・前掲注 10) 133 頁。

つき、以下みていく。

会社法において、新株予約権付社債は、「新株予約権を付した社債」と定義付けられている（会社法 2 条 22 号）。

平成 17 年改正前商法では、新株予約権付社債の発行については、社債に関する項目（改正前商法第 2 編第 4 章第 5 節第 3 款）の中に規定されていた（平成 17 年改正前商法 341 条の 3）が、会社法では、新株予約権付社債の発行については、社債の募集に関する規定は適用されず（会社法 248 条）、新株予約権の募集事項の決定手続（会社法 238 条）に従うこととなる。そして、新株予約権付社債の者足部分についての募集事項の決定は、社債に関する条文（会社法 676 条）と同様の決定事項が定められる形となっている（会社法 238 条 1 項 6 号）。このように、会社法における新株予約権付社債の発行手続は、新株予約権を単独で発行する場合と同じ条文が適用され³¹⁾、募集株式の発行等と平行な手続になる³²⁾点が特徴的である。

具体的には、公開会社（会社法 2 条 5 号）においては、まず、募集事項の決定は、原則として、取締役会決議（会社法 240 条 1 項・238 条 2 項）で足り、有利発行にあたる場合には、株主総会決議による決定（会社法 238 条 3 項・2 項）及び取締役が株主総会において、有利な条件又は金額で募集を行うことが必要な理由を説明すること（会社法 238 条 3 項）が必要となる。

次に、新株予約権付社債の募集の際、株式会社の決定機関は、会社法 238 条 1 項・676 条及び会社法施行令 162 条に規定された新株予約権の募集事項及び社債の募集事項を定めることが必要となる。なお、これらの募集事項は、募集ごとに均等に定める必要がある（会社法 238 条 5 項）。

また、公開会社において取締役会で募集事項を決定した場合、原則として、割当日の 2 週間前までに、株主に対して募集事項を通知（会社法 240 条 2 項）又は公告（同条 3 項）しなければならない。これは、株主に新株予約権付社債の発行の差止め請求の機会を与えるためとされる³³⁾。例外として、割当日の 2 週間前までに金商法 4 条 1 項又は 2 項に基づく届出が行われている場合その他の株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合には、これらの通知・公告は不要となる（会社法 240 条 4 項）。「株主の保護に欠けるおそれがないものとして法務省令で定める場合」とは、①有価証券届出書（金商法）、②発行登録書（金商法 23 上の 3 第 1 項）及び発行登録追補書類（金商法 23 条の 8 第 1 項）、③有価証券報告書（金商法 24 条 1 項）、④四半期報告書（金商法 24 条の 4 の 7 第 1 項）、⑤半期報告書（金商法 24 条の 5 第 1 項）、⑥臨時報告書（金商法 24 条の 5 第 4 項）といった書類が、割当日の 2 週間までに届出又は提出（金商法上の電磁的方法による提供も含む）されている場合である（会社法施行令 53 条）。

31) 太田洋・山本憲光・豊田祐子『新株予約権ハンドブック 第 2 版』（商事法務、2012 年）434 頁。

32) 野田・前掲注 10) 134 頁。

33) 太田・山本・豊田・前掲注 51) 445 頁。

なお、平成17年改正前商法では、転換社債型新株予約権付社債に付された新株予約権の算定理由（発行価額を無償とするときはその理由）を公告・通知する必要があったが（平成17年改正前商法341条の15第3項、280条の23）、会社法では算定理由の開示は要求されていない。この点につき、算定理由が開示されない限り、既存株主としては、取締役会が具体的にどのような根拠に基づいて有利発行に該当しないと判断したのか知ることが困難になり、株主の発行差止請求権の機能も弱められてしまうとの指摘もあったが³⁴⁾、平成17年改正前商法の規律の下でも、「ブラック＝ショールズ・モデルにより算出した」といった記載のみがなされることがあり、算定理由の開示が形骸化していた³⁵⁾ことから、現行会社法の処置は妥当である。

(2) 有利発行規制との関係

ア 新株予約権の払込金額がゼロと定められる点について

第三者に対する有利発行の場合の手続についても、募集株式の発行等の場合と基本的には平行だが、転換社債型新株予約権付社債については、払込みを要しない発行がありうる点が異なる。すなわち、新株予約権付社債の新株予約権分について、有利発行規制が及ぶ場合とは、払込金額が新株予約権を引き受ける者に「特に有利な金額」である場合（会社法238条3項2号）のみならず、金銭の払込みを要せずに発行し、それが新株予約権を引き受ける者に「特に有利な条件」である場合（会社法238条3項2号）も含まれる。

そして、転換社債型新株予約権付社債の発行実務においては、それに付される新株予約権の払込金額をゼロと定めるのが通例になっている³⁶⁾。この実務については、新株予約権部分について、1994年4月以降、会計処理基準につき区分法が適用されることになった、という会計原則実務が背景となっている³⁷⁾。すなわち、区分法では、社債部分対価と額面金額の差額は、社債発行差金として償還期間にわたって均等償却され損金処理され、行使期間中に行使が生じなかった当該差額部分は、行使期間満了時戻入益となる。したがって、新株予約権の存在期間中、均等に費用処理をする必要があり、期中利益減少要因になることをおそれた証券業界が、新株予約権の払込金額をゼロと定めて発行するようになったという背景があるとされる³⁸⁾。

新株予約権の払込金額をゼロと定める実務慣行に対しては、有利発行に該当し本来株主総会による特別決議が必要であるにもかかわらず、取締役会の決議のみで発行さ

34) 久保田安彦「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」季刊企業と法創造2巻1号（2005年）71頁（71、72頁）。

35) 龍田節『会社法大要』（有斐閣、2007年）312頁注23。

36) 野田・前掲注10）136頁。

37) 山一証券経済研究所「増資白書」商事法務1393号（1995年）91頁。

38) 松本啓二『クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンスーその実務と資本市場の黒子達』（金融財政事情研究会、2006年）17頁。

れているのではないか、という懸念が指摘されてきた³⁹⁾。

しかし、新株予約権付社債の有利発行該当性については、①会社法において、新株予約権付社債についてまとまった規定が置かれることがなく、新株予約権付社債の有利発行については、新株予約権に関する会社法 240 条 1 項及び 238 条 3 項が適用されること、②新株予約権付社債の社債部分の発行価額が新株予約権行使時の払込金額と同額となるべき旨の改正前商法 341 条の 3 第 2 項が廃止され、新株予約権部分を有償と定めることの障害が法文上存在しないこと、及び、③会社法 238 条 3 項 1 号が、特別決議が必要な場合につき、募集新株予約権部分の対価を無償とする場合、無償とすることが引受者に「特に有利な条件」であるとき、と定めているように、法文上、新株予約権の発行価額を無償とすることのみをもって有利発行になるとはされていないこと、を理由として、新株予約権の公正価値を基準にしつつ、新株予約権付社債のその他の発行条件をも加味した上で判断するという見解（以下「中間説」という。）が通説とされる⁴⁰⁾。

また、新株予約権付社債の有利発行該当性が争われた裁判例は、オートボックスセブン事件⁴¹⁾及び丸八証券事件⁴²⁾があるが、いずれも新株予約権の有利発行該当性につき、オプション評価理論により算定された公正価値を基準にしつつ、実際に発行会社がオプション評価理論に基づく算定に用いた各種要素ないしその算定結果の修正の妥当性について、個々の事案における具体的な事実関係に基づいて検討を行っている、という特徴があり、通説の立場と親和的といえる⁴³⁾。

したがって、通説・裁判例からは、新株予約権の払込金額がゼロと定められる実務につき、その点のみをもって有利発行に該当するとはいえない。

イ 日本証券業協会の 90%ルールを援用する点について

「新しい MSCB」においては、社債に付された新株予約権につき 1 株当たり権利行使価額が常にその時点の株価の約 10%になるよう設計されている⁴⁴⁾。これは、「新しい MSCB」が普通株式の第三者割当増資を分割して行うことに類似していることから、日本証券業協会による第三者割当増資における自主ルールを参照にしたものとされる⁴⁵⁾。日本証券業協会は、「第三者割当増資の取扱いに関する指針」の中で、「発行価額は当該増資に取締役会決議の直前日あるいは直前日からさかのぼった適当な期間（最長 6 ヶ月）の平均に株価を 0.9 乗じた額以上の価格であること」という自主ルー

39) 太田・山本・豊田・前掲注 51) 458 頁。

40) 同上、464-466 頁。

41) 東京地裁平成 19 年 11 月 12 日金融・商事判例 1281 号 52 頁。

42) 名古屋地裁平成 20 年 11 月 19 日金融・商事判例 1309 号 20 頁。

43) 太田・山本・豊田・前掲注 51) 464-466 頁。

44) 奥・前掲注 3) 45 頁。

45) 同上、47 頁。

ルを定めており⁴⁶⁾、このルールにつき一応の合理性を認めることができるとする裁判例もある⁴⁷⁾ことから、MSCBの新株予約権のディスカウント率が10%の範囲内であれば、有利発行にはあたらない、というのが設計者側の主張である⁴⁸⁾。

この一定期間の終値の平均（加重平均）に10%程度のディスカウントを付し転換価格を修正することで、有利発行とならない範囲で、株式転換を促進しつつ、不正な空売りを防止する効果が期待できる。つまり、株価を適正に調整することで、引受会社等がデルタヘッジ（市場感応度を利用してオプションの価格変動リスクを回避する方法）によるボラティリティ取引で株価変動させることを抑制できる。

また、実質的にも、転換権が行使され、毎月時価の90%程度相当額で対象株式がディスカウント発行される場合と、上場会社が証券会社に対して公募引受等を依頼して行う場合とを比較すると、発行会社・既存株主の負担という観点から、10%のディスカウントが特に大きいとはいえないこと、及び証券会社にとって、転売までの期間の価格変動リスクや資金コストを考慮した場合においても、10%のディスカウントは特に大きいとは断じ切れない、ということが正当化の理由として挙げられる⁴⁹⁾。

もっとも、普通株式の第三者割当増資のルールを援用することについては、1時点の株価の0.9と値下がりリスクがないものの0.9とは意味が違う、と指摘される⁵⁰⁾。具体的には、新株の発行価額について10%のディスカウントが認められるのは、第三者割当増資の場合には発行決議日から新株の効力発生日までの間、引受人が株価下落リスクにさらされることや、それに伴う発行予定新株の消化可能性といった事情が考慮されているためであるのに対して、MSCBの保有者である証券会社は、転換請求から株券受理までのわずかの期間しか株価下落リスクにさらされることがない上、転換権行使の時期を自由に選択できるためリスク・コントロールを柔軟に行うことができる点において、実は両者においては大きく事情が異なる⁵¹⁾。

ウ 各種条項がスキームに組み込まれている点について

このように、MSCBは一般に、転換価額が新株予約権行使時点の時価の10%ディスカウント価額に下方修正されるといった条件を有し、株価動向のいかにかわらず経済的損失を被るリスクが少ないため、MSCBは、通常の転換社債型新株予約権付社債に比べ、オプションとしての経済的価値が相当程度高いとされる⁵²⁾。したがって、通説・裁判例を前提にした上で、新株予約権部分を無償とし、10%のディスカウ

46) 日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」（平成22年4月1日）。<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/c0301.pdf>

47) 東京地決平成16年6月1日判時1873号159頁。

48) 野田・前掲注10)143頁。

49) 同上、143頁。

50) 江頭・前掲注1)726頁注2。

51) 久保田・前掲注34)79頁。

52) 太田・山本・豊田・前掲注51)482-483頁。

ントを設定してもなお、有利発行に該当しないといえるためには、通常の金利情勢においては、社債部分が低利・無利息であることでは足りず、何らかの経済的代償が加えて必要である⁵³⁾。

もっとも、発行会社が株価の動向に応じて自らの判断で MSCB を取得・消却できるとする取得条項の存在は、有利発行該当性を否定する経済的代償としては不十分であるとされる。すなわち、一般に、取得条項の行使は、MSCB の発行会社にとっては、新株予約権付社債の繰上償還を意味するところ、当該発行会社にとっては、資金繰りへの悪影響から、余剰資金が十分にない限り取得条項を行使するインセンティブがないこと⁵⁴⁾、及び一旦株価が下落し、下方修正条項の存在より発行される株式数が増大し、それにより株式価値の希薄化が進みさらに株価が下がるというデフレ・スパイラルが生じた場合、財務状態が良くない場合が多いと考えられることから、取得条項の行使の蓋然性は低く⁵⁵⁾、新株予約権部分のオプション価値に影響を与える程度が限定的であるからである⁵⁶⁾。

また、譲渡制限条項といった取得条項以外の要素についても、これらの要素は従来のオプション評価理論において考慮に入れられてこなかったにもかかわらず、MSCB オプションとしての経済的価値は通常の転換社債型新株予約権付社債に比べ相当程度高いという事情を鑑みれば、新株予約権部分のオプション価値の算定につき個別具体的事実を総合して判断する通説・裁判例の立場からは、有利発行該当性を否定する定量的な経済的代償としては不十分である⁵⁷⁾。

エ 修正された中間説からの帰結

もっとも、近時、有利発行の議論において、MSCB の発行会社にとっての資金調達の便宜等まで総合考慮の要素に入れて、有利発行該当性を判断すべきとの見解（以下「修正された中間説」という。）が有力に主張されている。

この修正された中間説からは、新株予約権部分が無償かつ 10% のディスカウント率が定められている場合においても、個別具体的事情の下では、資金調達の便宜の観点から、MSCB が有利発行に該当しない場合があることとなる。

2 金融商品取引法

(1) 新株予約権付社債についての開示規制

MSCB は、新株予約権付社債の一種であることから、上記の会社法の場合と同様、新株予約権付社債についての開示規制につき、以下みていく。

53) 同上、483 頁。

54) 同上、485 頁。

55) 弥永真生「MSCB と有利発行規制—問題の所在と望まれる開示の充実」旬刊経理情報 1126 号（2006 年）38 頁（41 頁）。

56) 太田・山本・豊田・前掲注 51) 485 頁。

57) 同上。

新株予約権付社債は、金商法上の有価証券（金商法2条1項5号、開令1条6号）であるから、新株予約権付社債の発行会社は、以下の場合に、金商法が規定する有価証券届出書又は臨時報告書を提出し、情報開示が必要となる。

すなわち、まず、発行総額が1億円以上の新株予約権付社債を国内で募集する場合、その発行会社は、有価証券届出書の提出が必要となる（金商法4条1項・5項1項）。また、届出の効力が生じるまでは、募集により新株予約権付社債を取得させることはできない（金商法15条1項）。1億円以上か否かは、当該新株予約権付社債券の発行価額の総額で判断する（開示府令ガイドライン4-5）。

有価証券届出書は、発行会社が内国会社である場合、原則、証券情報、企業情報その他の記載事項を記載する必要がある（開示府令第2号様式。金商法5条1項、開示府令8条1項）。もっとも、①すでに、1年以上継続して有価証券報告書を提出している発行会社は、上記の企業情報に代えて、直近の有価証券報告書及びその添付書類ならびにその提出以後に提出される半期報告書ならびにこれらの訂正報告書の写しをとじ込み、かつ、当該有価証券報告書提出後に生じた事実で内閣府令で定めるものを記載することにより、企業情報の有価証券届出書への別途の記載作業が軽減される（いわゆる組込方式⁵⁸⁾。開示府令第2号の2様式。金商法5条3項、開示府令9条の3、開示府令ガイドライン5-26）。また、②すでに、1年以上継続して有価証券報告書を提出しており、かつ、企業情報がすでに公衆に広範に提供されているものとして、すでに発行している有価証券の取引状況等が一定の基準に該当している発行会社は、上記の企業情報の記載に代えて、直近の有価証券報告書及びその添付書類ならびにその提出以後に提出される半期報告書及び臨時報告書ならびにこれらの訂正報告書を参照すべき旨を記載すればよい（いわゆる参照方式⁵⁹⁾。開示府令第2号の3様式。金商法5条4項、開示府令9条の4）。単に「一定の書類を参照すべき」との記載をすれば足りるため、組込方式よりも届出書の作成作業はさらに軽減される⁶⁰⁾。これらの組込方式または参照方式を利用した場合は、有価証券届出書の提出から届出の効力発生までの期間が、通常の場合（中15日）に比べて通常中7日に短縮される（開示府令ガイドライン8-2）。

次に、金商法上の有価証券報告書の提出義務を有する会社（金商法24条1項参照）は、①発行価額又は売価額の総額が1億円以上の新株予約権付社債について、海外で募集（50名の者を相手方とする場合は除く）が開始される場合（開示府令19条2項1号、開示府令ガイドライン24の5-9、4-5）、または②海外で50名未満の者を相手方とする募集により取得される有価証券で、発行価額の総額が1億円以上であるものにつき、取締役会の決議などもしくは株主総会の決議または主務大臣の認可があった場合（開示府令19条2項2号）、遅滞なく臨時報告書を提出する必要がある（金商法24条の5第4項）。

58) 太田・山本・豊田・前掲注51) 453頁。

59) 同上。

60) 同上。

(2) MSCB 特有の規制

金商法上、「行使価額修正条項付新株予約権付社債券等」（開示府令 19 条 8 項）と定義されている MSCB を発行する場合、①当該 MSCB の特質、② MSCB の発行等により資金を調達しようとする理由、③ MSCB と密接に関連するデリバティブ取引その他の取引があればその内容、④ MSCB に表示された権利の行使に関する事項についての取得者と発行会社の取決めの内容（ない場合はその旨）、⑤発行会社の株券の売買に関する事項についての取得者と発行会社との間の取決めの内容（ない場合はその旨）、⑥発行会社の株券の賃借に関する時効についての取得者と発行会社の特別利害関係者等との間の取決めがあることを知っている場合には、その内容、⑦その他投資者の保護を図るために必要な事項、といった事項の開示が必要となる（開示府令第 2 号様式、開示府令 19 条 2 項 1 号リ・2 号イ）。

加えて、MSCB は第三者割当（開示府令 19 条 2 項 1 号ヲ）により発行されることが多い⁶¹⁾ため、その場合には、第三者割当特有の開示項目の遵守（開示府令第 2 号様式ほか記載上の注意、開示府令 19 条 2 項 1 号ヲ・2 号ホ）が必要となる。

(3) 転売段階における投資者保護

上場会社の第三者割当増資は私募に該当せず、常に有価証券届出書の提出が必要である。

MSCB の第三者割当においても、発行段階では有価証券届出書による開示が行われるが、転換後の売却は、流通市場における既発行証券の売買であるため、特別の開示は行われていない。

上場会社の第三者割当増資を少数私募としない趣旨が、転売段階での投資者保護という点にあることからすれば、MSCB においては、発行時期と転売時期がずれるため、転売時点における発行者や当該証券に関する情報開示も必要となると考えられる⁶²⁾。もっとも、実務では、「売出し」に該当しないような方法で転売が行われ、仮に短期間に多数の者（50 名以上の者）に売却する場合であっても、平成 21 年金商法改正前は、「売出し」の定義には、均一の条件で売却することが含まれており、市場を通じた売却は「均一の条件」にあたらないと解されていたことから、転換後の市場売却は「売出し」に該当しないとされていた⁶³⁾。平成 21 年金商法改正により、「売出し」の定義から「均一の条件」の要件が削除されたが、投資情報の的確な提供を確保しつつ、過度の開示規制により有価証券取引制度の円滑な運用が損なわれることがないようにするとの観点から、あわせて「売出し」概念からの除外が拡大され、取引所金融商品市場・店頭売買有価市場における有価証券の売買が除外された（平成 21 年金融商品取引法施行令の一部を改正する政令 1 条の 7 の 3）ため、転換後の市場売却が「売出し」に該当しないことが明文化された。

61) 同上、457 頁。

62) 黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論 江頭憲治郎先生還暦記念（下）』（商事法務、2007 年）597 頁（620 頁）。

63) 同上。

(4) 不公正取引の規制

MSCB 発行後の売り崩し行為に対しては、金商法の市場取引規制として、①相場操縦規定（金商法 159 条 2 項 1 号）、②作為的相場形成取引の禁止規制（金商法 38 条 7 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 117 条 1 項 19 号、20 号）、③空売り規制（金商法 162 条 1 項 1 号、同施行令 26 条の 3・26 条の 4）、④不公正取引規制（金商法 157 条）による対応が考えられる⁶⁴⁾。

しかし、①については、(a)「有価証券売買等のうちいずれかの取引を誘引する目的をもって」、(b)「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、又は取引所金融商品市場における上場金融商品等若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動すべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をする事」が禁止される。そして、MSCB 保有者の売り崩し行為は、(b)の変動取引要件をみたすにしても、終値等を引き下げることが目的とすることから、必ずしも他の投資家を取引に引きこむとは限らず、(a)の要件をみたさないように売り崩されると、規制が簡単に及ばなくなる。

②については、(a)「取引所金融商品市場における上場金融商品等もしくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場もしくは相場・取引高に基づいて算出した数値を変動させ、もしくはくぎ付け・固定・安定させ、または取引高を増加させる目的をもって、当該上場金融商品等・当該店頭売買有価証券にかかる買付け・売付けもしくはデリバティブ取引またはこれらの申込み・委託等をする行為」、および (b)「当該変動させ、もしくは当該くぎ付け・固定・安定させ、または取引高を増加させることにより実勢を反映しない作為的なものとなることを知りながら、当該上場金融商品等・当該店頭売買有価証券にかかる買付け・売付けまたはデリバティブ取引の受託等をする行為」が禁止されており、159 条 2 項 1 号と異なり、誘引目的が不要かつ (b) で一般投資家による注文を受託することを禁じている。もっとも、投資家が複数の証券会社に分散して注文を出せば、個々の証券会社が作為的相場形成取引に当たるか否かを判断することは困難となり、一般投資家による規制の潜脱が容易となる⁶⁵⁾。

③については、「直近公表価格（マーケットメイクによる場合には直近公表最良買い気配価格）」以下の価格による空売りを禁止する価格規制が定められており（金商法施行令 26 の 4、取引規制府令 12 条、13 条）、直近公表価格を上回る価格でなければならないので、アップティック・ルールと呼ばれる。しかし、禁止される空売りは、取引所金融商品市場において自己の計算による空売りもしくは受託をした空売りを行おうとする金融商品取引所の姦淫等によるものにとどまり（金商法施行令 26 条の 4 第 1 項）、MSCB の引受けに伴って投資家が行う空売りに対しては、アップティック・ルールは適用されないため⁶⁶⁾、

64) 梅本・前掲注 2) 900-902 頁。

65) 同上、900-901 頁。

66) 同上、901 頁。

規制が及ばない。

④については、金商法 157 条が、アメリカの連邦証券諸法における一般的な詐欺禁止規定である 1933 年証券法 17 条 a 項ならびに 1934 年証券取引法 10 条 (b) 項及び SEC 規則 10b-5 を参考にして設けられたにもかかわらず、日本では、アメリカと対照的に、一般的・包括的な不正行為禁止規定たる本条が、ほとんど適用されていないという問題がある⁶⁷⁾。その理由としては、犯罪構成要件（金商法 197 条 1 項 5 号）としては抽象的であり、罪刑法定主義の下、法令適用の形式的明確性が重視される傾向にある日本の法文化においては、その適用に慎重にならざるを得ない点が挙げられる⁶⁸⁾。また、アメリカの SEC 規則 10b-5 の射程範囲が判例の積み重ねを通じて拡大されてきたのは、1933 年以前から発展していた民事上の「詐欺 (fraud)」の概念が基礎とされたものである一方、日本ではそのような基礎が存在しなかったことから、金商法 157 条の適用には、その類型化が必要であるとの点も挙げられている⁶⁹⁾。

4 証券業界の自主規制

日本証券業協会は、2007 年 5 月 29 日付の自主規制会議において、「会員における MSCB 等の取扱いについて」理事会決議（以下「本規則」という。）の制定に決議を行い、同年 7 月 1 日から施行することとした。理事会決議は、日本証券業協会の規則を構成し、ガイドラインと並ぶ細則的位置づけとなるソフト・ローである⁷⁰⁾。

本規則は、証券取引所による自主規制と同様、法令に基づいたソフト・ローとして存在している。すなわち、政府機関が適切な規制を行うには、コストその他の点で限度がある場合、自主規制機関による規制が行われ、証券市場は当該規制手法が活用される典型的場合に属する⁷¹⁾。そして、本規則についても、金融庁から MSCB 等の買受け時の留意事項の明確化等に向けた諸施策について検討を要請されたことを受けている。具体的には、金融庁設置の「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」の論点整理（平成 18 年 6 月 30 日）において、その発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮としてあげられた項目の中に、「特に、第三者割当増資やいわゆる私募 CB（MSCB（注）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、他のファンド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

67) 松尾直彦『金融商品取引法 第 2 版』（商事法務、2013 年）504 頁。

68) 同上。

69) 同上。

70) 岩倉友明「証券会社をめぐるソフトロー—自主規制ルールを中心に」ソフトロー研究 5 号（2006 年）119 頁（119 頁、122 頁）。

71) 神田秀樹＝資本市場研究会編『投資サービス法への構想』（財経詳報社、2005 年）97 頁、99 頁。

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⁷²⁾と述べられ、「懇談会として、上記を踏まえて、証券業協会に対して、第三者割当増資、いわゆる私募CB等の引受け・買受け時の留意事項の明確化を検討することを要請することとする。懇談会においては、証券会社の市場仲介者としての役割の公共性を踏まえると、検討に当たっては、後述の市場プレイヤーとしての自己規律よりも明確な形での規範形成が求められるとの意見が出された⁷³⁾とされていた。この要請を受けて、日本証券業協会エクイティ市場委員会の下部に設置した、市場関係者を中心とするワーキング・グループにおいて、証券会社におけるMSCB等の取扱いのあり方について具体的検討が行われ、2009年2月、ワーキング・グループでの検討結果を報告書「会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について」として取りまとめられた⁷⁴⁾。そして、当該報告書での提言を実現するため制定されたのが、本規則である⁷⁵⁾。

本規則の目的は、証券会社が行うMSCB等の買受け時の確認、観察期間における空売り時の確認、観察期間における空売り及び市場売却ならびに新株予約権または取得請求権（以下「新株予約権等」という。）の行使制限等に関し必要な事項を定めることにより、MSCB等の買受け、MSCB等に係る流通市場における取引及び新株予約権等の行使を公正かつ適正ならしめ、もって資本市場の健全な発展に資することである（本規則1条）。

本規則2条は、定義規定であるが、本規則において「買受け」とは、MSCB等の発行に際して、当該MSCB等を第三者に取得させることを目的とせず、その全部または一部を取得すること、としている（本規則2条2号）。当該「取得」にはセカンダリーの売買を含まないので、たとえ転売（第三者への売付け）目的をもってMSCB等を取得した場合であっても、本規則が適用されることとなる⁷⁶⁾。

本規則3条から5条は、証券会社が買い受けたMSCB等に係る対象株券等を市場で売却、あるいは投資家に販売する可能性、また、既存株主への影響等もふまえ、証券会社が買受け時に確認すべき項目を策定するとともに、発行会社に対する適切な開示の要請等について規則化したものである⁷⁷⁾。具体的には、①証券会社は、発行会社に対してMSCB等の発行を提案する場合には、発行会社がMSCB等の商品性等を十分に理解し、既存株主に与える影響等を考慮した上でMSCBの発行を選択するよう、十分な商品説明を行う（本

72) 金融庁 証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会「論点整理」（2006年6月30日）12頁。

http://www.jsda.or.jp/katsudou/j-iriss/files/060630_seiri.pdf

73) 同上、12-13頁。

74) 横田裕「MSCB等の取扱いに関する理事会決議の概要」商事法務1805号（2007年7月15日）4頁。

75) 同上。

76) 同上、5頁。

77) 同上。

規則 3 条)。②証券会社は、MSCB 等（その発行に当たって株主総会の特別決議を行っていないものに限る）の買受けを行うに当たっては、少なくとも、財政状態及び経営成績、調達する資金の使途、株価等の動向、市場及び既存株主への影響、企業内容等の適切な開示事項等について確認し、総合的な判断及び責任のもとに当該買受けを行わなければならない（本規則 4 条）。当該確認の手法については、証券会社による自己投資という側面を持つ中で、証券会社として意図せざる法人関係情報の取得等を回避するため、原則、発行会社の公開情報に基づいて検討を行い、必要に応じてマネジメントインタビュー等により確認を行うことが想定される⁷⁸⁾。③証券会社は、MSCB 等の買受けを行うにあたっては、発行会社に対し、調達する資金の使途、MSCB 等を発行する理由、割当先の選定理由、発行条件の合理性、発行会社の役員、主要株主等関係者における株券貸借取引の予定、発行後の新株予約権等の行使状況等の事項について適切な開示を行うよう要請することとしている（本規則 5 条）。①から③の規則により、MSCB 等の発行条件を含めた発行の合理性、すなわち、調達資金を用いて企業価値を向上させるためのビジネスプランが存在し、さらには、発行会社自身が当該ビジネスプランに基づく企業価値の向上について対外的に十分な説明を行うことが要請される⁷⁹⁾。この要請は、既存株主の利益への影響について、伝統的な有利発行規制が考慮する発行条件等よりも幅広い要素を考慮しようとする新しい中間説と、親和的である。

本規則 6 条から 8 条は、市場プレイヤーとしての証券会社の積極的な自己規律維持の観点から、観察期間（行使価額の設定または修正を行うための株価参照期間（発行会社が MSCB 等の発行に係る重要事実の公表を行った以降に限る））中における MSCB 等に係る株式の空売り及び市場売却に関し、一定の制限を設けるものである。具体的には、① MSCB 等を保有する証券会社は、MSCB 等の観察期間中に自己が保有している MSCB 等に係るヘッジのための空売りを行おうとする場合には、証券取引所の直近公表価格以下の価格において当該空売りを行ってはならない。ただし、証券取引所の公表価格が上昇局面にある場合に当該直近公表価格において行う当該空売りについては、この限りでない（本規則 6 条）。これは、有価証券の空売りに関する内閣府令 3 条 5 号において、CB のヘッジ売りについて、権利行使により取得することとなる株券の数量の範囲内において、価格制限（いわゆるアップティック・ルール）の対象外とされていることをふまえた措置である⁸⁰⁾。② MSCB 等を保有する証券会社は、MSCB 等の行使価額が終値を参照するものである場合には、原則、当該 MSCB 等の観察期間中の各営業日の終了前 15 分間において、自己の計算による対象株券等の市場売却に係る発注（売買立会の終了前 15 分間の前に発注した売り注文の変更および引条件付注文を含む）を行ってはならない（本規則 7 条 1 項）。③ MSCB 等を保有する証券会社は、MSCB 等の行使価額が終日の売買高加重平均価格

78) 同上、5-6 頁。

79) 同上、6 頁。

80) 同上、10 頁注 8。

(VWAP)を参照するものである場合には、原則、当該MSCB等の観察期間中に、各営業日の前10営業日の対象株券等の平均売買数量の25%の数量（当該数量が一売買単位に満たない場合は一売買単位）を超える数量の自己の計算による対象株券等の市場売却を行ってはならない（本規則7条3項）。これは、上場等株券の発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令2条4号において、作為的相場形成などの疑念を持たれないための自社株買いに係る発注数量として、直前4週間の1日当たり平均売買高の25%を超えない旨の制限が置かれていることを参考として定められた⁸¹⁾。④①から③の規則を適用しない場合として、MSCB等の発行条件に、新株予約権等の行使価額が、発行決議日の対象株券等の終値を下回る修正が行われ得る旨の条項が付されていない場合等を定める（本規則8条）。同様に、MSCB等に係る全ての新株予約権等が行使されている場合においても、①から③の規定は適用されないとされる⁸²⁾。

本規則9条は、買受人による新株予約権等の行使に一定の制限を加えることにより、発行会社のファイナンスの自由度をある程度確保するとともに、株価への影響を極力抑えながら平準化された発行金額による自己資本の円滑な拡充が促進されるというMSCB等本来の利点を残しつつ、市場への公正性確保および既存株主への影響に対しても一定の効果を期待するものである⁸³⁾。具体的には、①証券会社は、MSCB等の買受けを行うに当たっては、その買取契約において、新株予約権等の暦月の累積行使数量が、当該MSCB等の発行の払込日時点における上場株式数の10%を超えることとなる場合の新株予約権等の行使（以下「制限超過行使」という。）を行うことができない旨の必要な内容として、新株予約権等の行使に当たっては、あらかじめ、発行会社に対し、当該新株予約権等の行使が制限超過行使に該当しないかについて確認を行うこと等を定め、これを遵守しなければならない（本規則9条1項・5項）。なお、MSCB等の行使請求受付場所である信託銀行等から発行会社に対し、新株予約権等の実際の行使状況が伝達されるまでには数営業日のタイムラグがあるため、実務においては、新株予約権等の行使を行おうとする証券会社が、発行会社に対して制限超過行使に該当するか否かの確認を行う場面では、基本的にはその時点までに発行会社が把握する暦月の行使数量の累積等にもとづいて判断がなされる⁸⁴⁾。②①の規定は、業務提携または資本提携のためにMSCB等を発行する場合であって、発行会社と当該証券会社との間で対象株券について取得後6ヶ月以上の保有（株券貸借取引及び有価証券店頭デリバティブ取引が行われずに、実質的に保有している場合に限る）が約され、その旨が公表される場合には適用しない（本規則9条2項）。③①の「行使数量」とは、MSCB等を複数者で保有している場合には、当該複数者の新株予約権等の行使数量を合算することとし、かつ、当該MSCB等以外に別回号MSCB（別のMSCB等で

81) 同上、10頁注9。

82) 同上、6頁。

83) 同上、7頁。

84) 同上。

新株予約権等を行行使することができる期間が重複するもの)がある場合には、それぞれの新株予約権等の行使数量を合算する。MSCB等を複数者で保有する場合には、MSCB等の発行時にあらかじめ発行会社および買受人間で協議を行い、各買受人が買い受けたMSCB等の数量に応じて暦月に行使可能な数量を按分するなど、事前の適切な取決めがなされ则认为⁸⁵⁾。④①の「上場株式数」とは、発行会社がMSCB等を発行する際に、すでに別回号MSCB等がある場合には、当該別回号MSCB等に適用された上場株式数とし、かつ、当該発行の払込日後において株式の分割、併合または無償割当てが行われた場合には、当該上場株式数に公正かつ合理的な調整を行う(本規則9条4項)。これは、MSCB等(別回号MSCBを含む)に係る新株予約権等の行使に伴う株式数の増加や、MSCB等の発行後に行われたファイナンス、あるいはプレーンなCBの転換等に伴う株式数の増加に合わせて、本規則9条1項の行使制限を緩めることはしないものであり、株式の分割、併合、無償割当てといった、原則として全ての株主が平等に取り扱われ、必要最低限とされるケースのみを定めたものである⁸⁶⁾。⑤①の「買取契約」には、「対象株券等が上場廃止となる合併等が行われることが公表された時から、当該合併等がなされないことが公表された時までの間」や、「新株予約権等の行使価額が発行決議日の取引所有価証券市場の売買立会における対象株券等の終値以上の場合」など、一定の期間または場合においては制限超過行使を行うことができる旨を定めることができる(本規則9条6項)。⑥証券会社は、制限超過行使に該当することを知りながら、新株予約権等の行使を行ってはならない(本規則9条7項)。この条項は、証券会社がプライマリーで買い受けたMSCB等だけでなく、セカンダリー(相対取引)で買い付けたMSCB等についても適用される⁸⁷⁾。

本規則10条および11条は、証券会社以外の者がMSCB等を買う場合の取扱いについて規則化している。本規則は、直接的には証券会社に適用されるが、証券会社の関連会社やファンドといった証券会社以外がMSCB等を買う際に、まったく当該ルール趣旨が尊重されなかった場合、市場仲介者としての厳格な自己規律の下に行動する証券会社ではなく、これらの者による買受けに安易に流れてしまうことにもなり、その結果、規制本来の目的が達成できないだけでなく、かえって既存株主への影響を含む投資者保護上の問題をも惹起する懸念があるため、これらを払拭しようとするものである⁸⁸⁾。具体的には、①証券会社は、当該証券会社の関係会社によるMSCB等の買受けを斡旋する場合には、当該関係会社に対し、本規則3条から9条に定めるところによるよう要請するものとする。なお、第4条に掲げる事項については、必要に応じて当該会員が代行して適切な確認を行うものとする(本規則10条1項)。②証券会社は、証券会社以外の者(当該証券会

85) 同上。

86) 同上。

87) 同上、8頁。

88) 同上。

社の関係会社を除く。)によるMSCB等の買受けを斡旋する場合には、当該MSCB等の発行会社に対し、本規則3条から5条及び9条に掲げる事項について、規則の趣旨を尊重するよう要請するものとする(本規則10条2項)。⁸⁹⁾③証券会社は、当該証券会社の関係会社がMSCB等を保有していることを知りながら、当該関係会社による本規則6条に反する空売りを受託してはならない。「保有していることを知りながら」とは、基本的には関係会社がプライマリーで買い受けたMSCB等が想定される⁸⁹⁾。また、「本規則6条に反する空売り」については、本規則6条が、証券会社が自己の計算において行うMSCB等に係る空売りを対象としているため、本条文についても、関係会社による自己の計算によるMSCB等に係る空売りが対象となると解される⁹⁰⁾。

本規則12条は、MSCB等を取り扱う証券会社に対して、適切な社内体制を整備するため以下の対応をしなければならないと規定している。①MSCB等の買受けを行う証券会社は、MSCB等の買受けを推進する業務からの影響を受けずに本規則4条に掲げる事項の確認を行うために、必要な社内体制を整備しなければならない。②MSCB等を保有している証券会社は、本規則6条及び7条の規定の遵守状況についてのモニタリングを実施するものとする。③MSCB等の保有を行う又は買受けの斡旋を行う証券会社は、この理事会決議に規定する内容の具体的な取扱いについて社内規則をあらかじめ制定し、これを役職員に遵守させる体制を整備しなければならない。

上記の規制内容は、基本的には、法が規制目的とするMSCB等の発行条件および利用方法次第で生じ得る希薄化に基づく既存株主の損害防止や、市場でなされるおそれのある不公正取引の防止・市場の公正性確保を、実態に即して明確化、具現化し、規制の実効性を確保するものであり、ハード・ローによる法規制を補完するタイプのソフト・ローといえる⁹¹⁾。

以上の自主規制ルールのエンフォースメントについては、金融商品取引法67条の8第1項10号、68条の2を根拠として、証券業協会の定款に基づき、違反した証券会社に対して、譴責、過怠金の賦課、会員権の停止もしくは制限または除名の処分を行うことができ(定款28条)、勧告を行うこともできる(定款29条)⁹²⁾。

なお、日本証券業協会は、本規則の内容のうち、投資者保護上、特に重要と考えられる以下の項目については、発行会社自身によって本規則の趣旨が尊重されるよう、証券取引所に対し、証券取引所から上場会社へ要請または必要な範囲で義務化されるよう、検討要請を行っている⁹³⁾。すなわち、①上場会社がMSCB等を発行する場合には、当該会社自身

89) 同上。

90) 同上。

91) 野田・前掲注3) 150頁。

92) 本証券業協会 定款。 http://www.jsda.or.jp/katsudou/kisoku/files/20120701_teikan.pdf

93) 横田・前掲注74) 8頁。

においても、本規則4条に掲げる事項について、既存株主への影響等に配慮し十分に確認・検討を行うこと、②上場会社がMSCB等を発行する場合における調達した資金の用途、MSCB等を発行する理由、割当先の選定理由、発行条件の合理性および発行会社の役員等会社関係者における株券貸借の予定ならびにMSCB等の新株予約権の行使状況等に係る開示を充実させること、③上場会社がMSCB等を発行する場合には、当該MSCB等の発行時の買取契約を通じて、株価が発行決議日の終値以上の場合等一定の場合を除き、月間に払込日時点の上場株式数の10%を超える制限超過行使を行えない旨の制限を付すこと、が検討要請されている。

第4章 仮説の再検証

1 あらためての筆者論旨の確認

述べてきたように、MSCBは、その利用の際は、その商品特性上、株式の有利発行の有無、株式の希釈化懸念、破綻リスク、流通性投資にあたってはコンプライアンス上の問題をヘッジしておく基礎条件を有する。違法ではなくとも、今までのケースを鑑みれば、コンプライアンス的にクリアできているとは必ずしも言えず、一流と称される企業がこの調達手段を選択することは難しい。ここでは、発行体、引受会社、社債市場という3つの観点のうち、発行体及び引受会社について扱う。具体的には、発行体の合理的な経営計画とMSCBとの発行との間にはたしてどのような関係があるか、実証研究による一般論を扱った後、個々のケースにおいてMSCBがどのように発行されてきたか、検討する。

2 発行体：合理的な経営計画

(1) 実証研究

ア 増資による株価への負の影響を緩和する手段としての転換社債・MSCB

一般に、時価発行増資実施の決議が、株価に対して負の影響を及ぼす、ということはアメリカの実証研究では定着した見方である⁹⁴⁾。株価の負の影響が及ぶことへの代表的解釈は、株価割高説である。すなわち、投資資金調達時には、投資家は増資実施企業それぞれの収益性を正確に評価できないために逆淘汰の問題が生じることから、株価への市場評価が割高である企業ほど時価発行増資を実施する動機が強くある。そのため、時価発行増資を実施することは、市場に株価が割高であると受け止められ、投資家は事前の公表価格からディスカウントされた価格でしか新株を購入しようとはしない、という考えである⁹⁵⁾。日本の実証研究においても、バブル崩壊後は、時価発

94) 広瀬純夫・大木良子「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情—増資決議時の株式市場の反応とMSCB発行動機に関する実証分析—」商事法務1874号（2009年8月25日）23頁。

95) 同上。

行増資実施の決議が株価に負の影響が観察されるようになった⁹⁶⁾。

時価発行増資の決議が株価に負の影響を及ぼす問題に対して、投資資金調達時の発行企業側と投資家との間での情報の非対称性を緩和する手段として、転換社債を通じたエクイティ・ファイナンスの実施が主張される。すなわち、倒産時の倒産費用が十分に高い場合、転換社債の株式転換行使が進まなければ、さらに負債負担が増してより高い倒産リスクにさらされることとなる。そして、経営者が現在の株価を割高だと判断していれば、株価の上昇を前提とする転換社債を発行しようとはしないため、転換社債の発行は、転換がなされるほど十分に株価が上昇するという、経営陣の将来に対する自信を示すシグナルと考えることができ、株価割高のおそれから生じる増資決議時の株価への負の影響を回避できる可能性があるからである⁹⁷⁾。

通常の転換社債と MSCB とで、株価への影響が異なるかという点について、わが国の実証研究において、通常の転換社債と MSCB とともに、発行決議時の株価への影響は、統計的に有意に負となっている。具体的には、通常の転換社債の場合、取締役会決議日その翌日の2日間の株価変化で評価した場合、累積超過収益率はマイナス1.809%となり、統計的には1%水準で、負で有意である⁹⁸⁾。一方、MSCBの場合、同じく取締役会決議日およびその翌日の2日間の株価変化で評価した場合、累積超過収益率はマイナス2.526%で、やはり統計的に1%水準で、負で有意である⁹⁹⁾。さらに、同じサンプル期間の時価発行増資の場合、同じく取締役会決議日およびその翌日の2日間の株価変化で評価した場合、累積超過集積率はマイナス4.425%で、やはり統計的に1%水準で、負で有意である¹⁰⁰⁾。

また、株価への負の影響の度合いについて差異があるか、という点につき、通常の転換社債と MSCB との間で、累積超過収益率の間に有意な差は確認できず、株価への負のインパクトは、通常の転換社債と MSCB との間で統計的な有意な差を確認できない¹⁰¹⁾。一方、時価発行増資と比較した場合、通常の転換社債、MSCB とともに超過収益率は時価発行増資よりも有意に小さい、すなわち、株価への負の影響が小さいとの結果が得られた¹⁰²⁾。

イ MSCB 発行の動機

以上のケースから見てとれるように、MSCB は、通常の転換社債よりも既存株主

96) 同上、Cheng, Wei, Visaltanachoti, Nuttawat, Kesayana and Puspakaran(2005)“A Stock Market Reaction Flowing Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan,” International Journal of Business, Vol. 10, No.4、鈴木一功・小山剛・奈良崎虎史「時価発行増資と第三者割当増資：その株価効果に関する考察」日本ファイナンス学会第15回大会報告論文（2007年）。

97) 広瀬・大木・前掲注94) 25頁。

98) 同上。

99) 同上。

100) 同上。

101) 同上。

102) 同上。

にとって不利な条件を有しがちであるにもかかわらず、通常の転換社債と MSCB とでは、株価への負の影響の緩和という点では決定的な差異がみられないため、そもそも、あえて MSCB を発行しようとする動機は何か、という点が問題となる。

考えうる可能性としては、①将来業績に関するシグナリングの可能性、②財務内容改善（負債比率低下）による倒産リスク軽減が挙げられる。

①について、MSCB として発行することは、近い将来の業績見通しに関する経営者の私的情報を間接的に開示しシグナリングしているとも考えられる。例としては、経営者が既存株主の利益を尊重している上、将来の業績見通しについて自信があり、既存株主の利益を損なうような低い行使価格で転換されるおそれはないと確信しており、市場もそのことを認識しているとすれば、時価発行増資の場合ほど株価は低下せず、通常の転換社債並のインパクトにとどまっているとも考えられる、というわけである¹⁰³⁾。もっとも、実証研究においては、発行決議があった期の業績パフォーマンスは、通常の転換社債、MSCB、時価発行増資いずれについても有意な業績変化が確認されず、発行決議について、近い将来の業績に関するシグナルとなっている可能性が確認されなかった¹⁰⁴⁾。この結果は、アメリカの MSCB 発行の場合、業績パフォーマンスの悪化が確認され¹⁰⁵⁾、デス・スパイラル転換社債と呼ばれている状況と異なる。

そこで、②について、発行から決算期において3期後までに調達資金相当の負債返済を行ったかどうかといった、調達資金の使途に関する分析および調達資金の支出動向に関する分析が行われた結果、MSCB による調達を行った企業が、通常の転換社債もしくは時価発行増資による調達の企業と異なり、負債削減ニーズが強く、負債削減を目的とした資金調達を行っている可能性が高いと解釈できる¹⁰⁶⁾。そして、この使途の違いが、発行決議への株式市場への反応にも影響していると思われる。すなわち、MSCB を発行することで、負債削減が可能になると考えた既存株主が、この調達により過剰債務状態を改善することができたと好意的に受け止め、MSCB の転換による株式希釈という株価への負の影響を一部相殺するような正の影響をもたらしたと考えることができる¹⁰⁷⁾。

このようなことから、調達した資金で借入を返済し負債比率の改善をしたいという

103) 同上、26 頁。

104) 同上。

105) Hillion, Pierre and Theo Vermaelen (2004) "Death spiral Convertibles," Journal of Financial Economics, Vol.71, pp. 381-415 Brophy, David J. ,Paige Parker Ouimet and Clemens Sialm (2006) "Hedge Funds as Investors of Last Resort?," Review of Financial Studies, Forthcoming Available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=782791

Chaplinsky, Susan J. and David Haushalter (2006) " Financing Under Extreme Uncertainty: Contract Terms and Returns to Private Investments in Public Equity," Available at SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=907676

106) 広瀬・大木・前掲注 94) 28 頁。

107) 同上。

ニーズのある企業が、他の調達手段でなく、MSCBを選択する理由は、以下のよう
に整理することができよう。すなわち、高い負債比率に悩んでおり、早期に負債比率
を改善したいという企業群を市場が認識しており、さらにこれらの企業が適当なエク
イティ・ファイナンスを実行できれば株価にとって正の影響となることは、経営者だ
けでなく市場も認識しているため、その企業群の中でも、自社が将来著しい株価低下
のおそれはない企業であることを、MSCBを通じた調達とすることでシグナルして
いると捉えられる¹⁰⁸⁾。そして、その結果、MSCBを選択した企業の発行決議への株式
市場の反応は、通常の転換社債よりも既存株主にとって不利な条件を有しているにも
かわらず、通常の転換社債と同程度にとどまることができた、という解釈が可能で
ある。

具体的には、まず、負債比率改善ニーズの高い企業は、通常の転換社債よりも
MSCBによって調達する方が、転換価格を下方に修正できるというその仕組み上、
投資金額を回収できる可能性が高いため、MSCBの購入者たる投資家に受け入れら
れやすい¹⁰⁹⁾。また、負債比率の高い企業は、その改善が急務となっている可能性が高
く、発行時よりも高い株価が実現するより前、より早い段階で株式へ転換するため、
通常の転換社債ではなく、下方修正条項を盛り込んだMSCBによって調達している
と思われる¹¹⁰⁾。一方、時価発行増資ではなくMSCBを選択する理由としては、将来
的に著しく株価が下がることはない、ということ、経営者がMSCBを選択するこ
とで市場に対してははっきりと表明しているためであろう¹¹¹⁾。

さらに、もし株価が転換条件を超えて著しく低下し、転換権が行使されなければ、
MSCBが社債としてバランスシートに残ることとなる。この場合、過剰債務解消と
いう発行企業の目的は達成されず、デフォルト・リスクは一層高まるため、将来の見
通しに悲観的で、転換が行使されない程度に株価が下がるおそれがあると危惧する企
業は、MSCBを発行せず、増資による直接の新株発行で自己資本充実を図るはずで
ある¹¹²⁾。時価発行増資を行うのは過大評価されている企業である、というペッキン
グ・オーダー理論が成立していると仮定すれば、MSCBを発行することで、経営者は、
自社の将来の株価への自信、少なくとも、株式への転換が無意味になる水準にまで株
価が低下するおそれのある企業よりは良い業績見通しを持っていることを株式市場に
示すことができ、過大評価企業と区別させる結果、発行時の株価への負の影響を緩和
することができる¹¹³⁾。このような解釈は、株価のイベント・スタディによって、
MSCB発行企業の方が、時価発行増資企業よりも有意に株価の低下度合いが小さかつ

108) 同上、30頁。

109) 同上。

110) 同上。

111) 同上。

112) 同上。

113) 同上。

たことから支持される¹¹⁴⁾。

(2) 過剰債務解消のケース

ア ジー・テイスト

株式会社ジー・テイスト（以下「ジー・テイスト」という。）は、2010年3月期の決算において、負債比率（負債合計／総資産）が、51,34%と高くなっていた¹¹⁵⁾。そして、2010年10月4日に、財務体質改善のため、2年の償還期間で2億円、3年の償還期間で7000万円、4年の償還期間で1億円と、計3億7000万円を調達するMSCB発行を発表した¹¹⁶⁾。

転換価額は70円、上限は140円、下限は35円と設定され¹¹⁷⁾、2010年10月4日に76円だった株価は急落し、発行期日である同年10月21日には53円、同年10月29日には44円の終値をつけたが、東日本大震災が起こった2011年3月11日には54円まで回復し¹¹⁸⁾、2011年3月期における長短借入金の返済による支出は28億7600万円となった¹¹⁹⁾。東北地方を活動の中心とするジー・テイストは、東日本大震災後、株価が低迷するが、2013年10月時点では、70円前後で推移している¹²⁰⁾。

このように、ジー・テイストのケースは、MSCBを発行することで、負債削減が可能になると考えた既存株主が、この調達により過剰債務状態を改善することができたと好意的に受け止め、MSCBの転換による株式希釈という株価への負の影響を一部相殺するような正の影響をもたらした、という実証研究の結果からの推論に沿うものである。

イ 長谷工コーポレーション

株式会社長谷工コーポレーション（以下「長谷工コーポレーション」という。）は、2009年3月期の決算において、負債比率が、85,34%と高くなっていた¹²¹⁾。そして、2009年9月10日に、財務体質改善のため、3年の償還期間で150億円を調達するMSCB発行を発表した¹²²⁾。

114) 同上。

115) ジー・テイスト「2010年3月期決算短信（非連結）」（2010年5月12日付）http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694_20100512.pdf

116) ジー・テイスト「第三者割当により発行される第2回新株予約権、第3回及び第4回並びに第5回無担保転換社債型新株予約権付社債の募集に関するお知らせ」（2010年10月4日付）http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694_20101004.pdf

117) 同上。

118) <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=2694.T&sy=2010&sm=10&sd=4&ey=2011&em=3&ed=11&tm=d>

119) ジー・テイスト「2011年3月期決算短信（非連結）」（2011年6月29日付）

http://www.g-taste.co.jp/ir/pdf/2694_20110629_2.pdf

120) <http://stocks.finance.yahoo.co.jp/stocks/history/?code=2694.T>

121) 長谷工コーポレーション「2009年3月期決算短信」（2009年5月14日付）<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=708092>

122) 長谷工コーポレーション「第三者割当による第2回無担保転換社債型新株予約権付社債（転換価額修正条項付）の募集に関するお知らせ」（2009年9月10日付）

転換価額は121円、下限は60.5円と設定され¹²³⁾、2009年9月10日に121円だった株価は下がり、発行期日である同年9月28日には85円、同年11月27日には58円の終値をつけたが、2010年4月14日には100円まで回復し¹²⁴⁾、2010年3月期における長期借入金の増減による収支が160億円増加となった¹²⁵⁾。その後、2013年9月26日に5株につき1株の割合で併合する株式併合がなされる¹²⁶⁾までは、株価は120円から140円のBOX相場の中で推移していた¹²⁷⁾。

このように、長谷工コーポレーションのケースも、実証研究の結果からの推論に沿うものである。

(3) 過剰債務解消ではないケース

ア いすゞ自動車

いすゞ自動車株式会社（以下「いすゞ自動車」という。）は、2003年3月期の決算において、負債比率が1%を切っていたが¹²⁸⁾、2002年10月に「新3カ年計画」という2003年3月期から2005年3月期までの3年間にわたる中期経営計画を立てた¹²⁹⁾。

そして、その計画の一環として、2003年12月22日に第1回目のMSCB発行の決議¹³⁰⁾、2004年8月5日に第2回目の発行決議を発表した¹³¹⁾。第1回目は300億円¹³²⁾、第2回目は、1000億円¹³³⁾と、巨額の資金調達を行おうとするものであったが、2003年12月22日時点で205円だった株価はそれ以上上がることなく¹³⁴⁾、2004年8月5日に275円だった株価は、その後一時下がるものの、同年9月7日には281円まで回復し、その後300円前後を推移した¹³⁵⁾。

このように、いすゞ自動車のケースは、過剰債務超過を動機としないMSCB発行においても、合理的な経営計画の元に発行される場合には、株価の低下を招かないと

123) 同上。

124) <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=1808.T&sy=2009&sm=9&sd=10&ey=2010&em=4&ed=14&tm=d>

125) 長谷工コーポレーション「2010年3月期決算短信」（2010年5月13日付）<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=798066>

126) 長谷工コーポレーション「単元株式数の変更および株式併合に関するお知らせ」（2013年5月9日付）<http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=tdnet&sid=1057360>

127) <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=1808.T&sy=2013&sm=1&ey=2013&em=10&tm=m>

128) いすゞ自動車「2003年3月期決算短信（連結）」（2003年5月23日）<http://www.isuzu.co.jp/investor/kessan/pdf/con1503.pdf>

129) いすゞ自動車「新3カ年計画」<http://www.isuzu.co.jp/investor/3years/>

130) いすゞ自動車「第1回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行に関するお知らせ」（2003年12月22日付）<http://www.isuzu.co.jp/investor/information/031222.html>

131) いすゞ自動車「第2回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行に関するお知らせ」（2004年8月5日付）<http://www.isuzu.co.jp/investor/information/040805.html>

132) いすゞ自動車・前掲注130)。

133) いすゞ自動車・前掲注131)。

134) <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=7202.T&sy=2003&sm=12&sd=22&ey=2004&em=8&ed=15&tm=d>

135) <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=7202.T&sy=2004&sm=8&sd=5&ey=2005&em=3&ed=31&tm=d&p=3>

いうことを示唆している。

イ ライブドア

株式会社ライブドア（以下「ライブドア」という。）は、2005年2月8日、800億円のMSCB発行を発表した。発行条件や株価の急落については「第4章 仮説の再検討 3 引受会社：節度ある行動」で後述し、ここでは、ニッポン放送株の過半数取得という資金調達目的の達成可能性に絞って検討する。すなわち、仮にニッポン放送株を過半数以上取得していた場合に買収のシナジーが生じていたか、といった買収後の経営計画の合理性の有無を総合的に判断することは控え、その前段階として、MSCBを発行することでそもそもニッポン放送株を過半数取得する可能性があったのか、という点に絞り、MSCBの発行の合理性を検討する。

ライブドアは、2005年2月8日、時間外取引のトストネット1を使い、29.6%に相当する約972万株を取得し、それまでの持ち分と合わせ約35%のニッポン放送株を保有することとなった¹³⁶⁾。ライブドアは、ニッポン放送株を約18%保有していた村上ファンドを頼りにしており、村上ファンドの当時代表であった村上世彰氏も、当初はライブドアに売ると言っていたとされるが¹³⁷⁾、ニッポン放送株が高騰する中で村上ファンドが売り抜けたため、リーマン・ブラザーズとの契約によってその後の調達に制限があったとされることもあり¹³⁸⁾、ライブドアは支配権をとるための資金調達を行うことができなかった。その後、ニッポン放送が買収防衛策として2005年2月23日に発表した第三者割当による新株予約権の発行につき、不公正発行（会社法247条2号参照）にあたるという決定が、2005年3月23日、東京高裁で出された¹³⁹⁾ため、ライブドアとフジテレビは、①ニッポン放送をフジテレビの完全子会社にし、フジテレビがニッポン放送株を持つライブドアの子会社であるライブドア・パートナーズを買収するほか、ライブドア本体が保有する株を含めて全株を1株6300円で買い取る、②フジテレビがライブドアの第三者割当増資を引き受けて440億円の出資を行い、12.75%を保有する株主となる、③放送とネットの融合を目指して業務提携推進委員会を共同で設置する、という合意を行い¹⁴⁰⁾、事態は収束した。

ライブドアと村上ファンドとの上記密約は、当時、一般投資家にはわからないものであったが、村上ファンドが2003年6月以降ニッポン放送株を買い進め¹⁴¹⁾、2005年1月5日には約18%を保有するようになったことが知られていた¹⁴²⁾上、2005年2月8日のライブドアの株式取得発表後、ニッポン放送株は、フジテレビのTOB価格

136) 日本経済新聞 2005年2月8日夕刊。

137) 宮内亮治『虚構…堀江と私とライブドア』（講談社、2007年）90頁。

138) 同上、91頁。

139) 東京高裁平成17年3月23日決定判時1899号56頁。

140) 日本経済新聞 2005年4月19日朝刊。

141) 日本経済新聞 2003年7月17日朝刊。

142) 毎日新聞 2005年2月17日朝刊。

5950 円をはるかに上回る価格で取引され、同月 10 日にはニッポン放送株が 8800 円に高騰した¹⁴³⁾ことから、ニッポン放送株の過半数取得が決して非現実的なものとは思われていなかったといえる。したがって、ライブドアの MSCB 発行は、ニッポン放送株の時間外取得といった方法が世間の耳目を集め、かつ批判的な議論を呼んだものの、必ずしも非合理的なものとはいえない。

ウ メッセージ

株式会社メッセージ（以下「メッセージ」という。）は、2013 年 3 月 8 日、野村証券を割当先とする第三者割当方式で、MSCB を発行すると発表した¹⁴⁴⁾。社債総額は 40 億円で、行使価額は 279900 円、上限は 419850 円、下限は 139950 円とされ、調達資金は、サービス付き高齢者向け住宅の建設資金や介護付き有料老人ホームの買収などに充てられる予定だったが¹⁴⁵⁾、2013 年 3 月 8 日 279900 円だった株価は急落し、同月 13 日には 204000 円まで下落した¹⁴⁶⁾。そこで、メッセージは、同年 3 月 25 日、企業価値の維持向上の観点から、発行の中止を発表した¹⁴⁷⁾。

中止発表に際し、調達資金に充てられる予定だった事業計画は継続し、MSCB 以外の資金調達方法を模索する、と発表したところ¹⁴⁸⁾、翌日 3 月 26 日には株価は 254800 円に急上昇し、同年 4 月 25 日には 284200 円まで復活した¹⁴⁹⁾ため、株価の低下は、資金調達目的の内容ではなく、MSCB を発行したこと自体に対する反応と考えられる。

事実、メッセージは、2013 年 3 月 26 日のフィスコ紙上に拠れば、「MSCB 利用の資金調達は、今後の中長期的な視点での発展、企業価値の維持向上の観点に鑑みると、必ずしも望ましくない」と、今後計画されるサービス付き高齢者向け住宅建設資金などに充当する予定のための調達を断念した理由としている。このように、メッセージのケースは、メッセージが中止発表で述べたように、MSCB が合理的な資金調達方法であったにもかかわらず、MSCB に対する誤解とそれに基づく風評の悪さが、株価の低下を招いた例といえる。

143) 日本経済新聞 2005 年 2 月 11 日朝刊。

144) メッセージ「第三者割当による第 1 回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行に関するお知らせ（転換価額修正条項付新株予約権付社債の発行）」（2013 年 3 月 8 日付）http://www.amille.jp/sites/default/files/%E3%80%90friend%E3%80%91%E3%83%97%E3%83%AC%E3%82%B9%E3%83%AA%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%82%B9_130308_final.pdf

145) 同上。

146) <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=2400.T&sy=2013&sm=3&sd=8&ey=2013&em=3&ed=25&tm=d>

147) メッセージ「第三者割当による第 1 回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行の中止および有価証券届出書の取り下げに関するお知らせ」（2013 年 3 月 25 日付）http://www.amille.jp/sites/default/files/newsrelease_20130325.pdf

148) 同上。

149) <http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=2400.T&sy=2013&sm=3&sd=25&ey=2013&em=4&ed=25&tm=d>

2 引受会社：節度ある行動

ここでは、ライブドアがニッポン放送株取得の資金として MSCB を発行したケースを、引受会社の観点から見る。

2005 年 2 月 8 日、ライブドアは、リーマン・ブラザーズが 800 億円の MSCB を引き受けるという発表をした¹⁵⁰⁾。スキームの内容として、転換社債の譲渡制限条項の存否は開示されなかったものの、堀江氏は当該条項が存在すると記者会見で発言した¹⁵¹⁾ ため、デルタヘッジにより株価を変動させるインセンティブは低かったと考えられるし、ライブドアのコール・オプション条項も存在した¹⁵²⁾。しかし、リーマン・ブラザーズは、ライブドアの当時の代表取締役堀江貴文氏から、発行済み株式の 7.26% に相当する 4672 万株を借り¹⁵³⁾、2005 年 2 月 10 日に、発行済み株式の 1.38% に相当する 890 万株を市場で売却した¹⁵⁴⁾。そして、2005 年 2 月 8 日に 455 円だった株価は¹⁵⁵⁾ 急落し、同年 2 月 24 日には 330 円まで下がり¹⁵⁶⁾、その後同年 6 月 3 日まで 300 円から 320 円前後で推移した¹⁵⁷⁾。

転換価額の修正条項において、平均単価算定日数が 3 取引営業日と短く、転換価額修正頻度も毎週と頻繁に行われ、下限価格も当初転換価額 450 円の 35% 弱である 157 円という低価額に設定されていた¹⁵⁸⁾ こともあり、リーマン・ブラザーズは多額の利益を得、その利益は、当時ライブドアの最高財務責任者であった宮内亮治氏によれば、200 億円にも及んだとされる¹⁵⁹⁾。

このように、ライブドアのケースにおいて引受会社であるリーマン・ブラザーズは、MSCB の転換価額の修正条項につき有利な条件で引き受けた上で、貸株と空売りを組み合わせることで、既存株主の利益を犠牲にして自身の利益を確定したといえることができる。

なお、ライブドアのファイナンス部門は、このケースでリーマン・ブラザーズが多額の利益を得たことを教訓として¹⁶⁰⁾、アドテックス、YOZAN、ジャック・ホールディングス、セシール、シルバー精工、トランスジェニック、ダイナシティ、ドリームテクノロジーズといった業績不振とされる企業に対し、当該企業の買収といった M&A の事業拡張と組み合わせつつ、MSCB を引き受けることで、MSCB の引受先証券会社として、UBS、メリルリンチ日本、野村、当時の大和 SMBC に次ぐ国内シェア第 5 位の地位を築くことと

150) 日本経済新聞 2005 年 2 月 8 日夕刊。

151) <http://www.tez.com/blog/archives/000360.html> http://shinta.tea-nifty.com/nikki/2005/02/hori_kaiken.html

152) <http://www.tez.com/blog/archives/000348.html>

153) 日本経済新聞 2005 年 2 月 18 日朝刊。

154) 同上。

155) 日本経済新聞 2005 年 2 月 9 日朝刊。

156) 日本経済新聞 2005 年 2 月 24 日朝刊。

157) 日本経済新聞 2005 年 6 月 4 日朝刊。

158) <http://www.tez.com/blog/archives/000348.html>

159) 宮内・前掲注 157) 145 頁。

160) 同上。

なり¹⁶¹⁾、MSCBはライブドアの成長を支えるファイナンス手法となった。

第5章 解決の方向

1 具体的検討の確認

ここでは、発行体が合理的な経営計画を立て、引受会社が節度ある行動をとり、社債市場が充実するため、当該3方面に対する適切な法規制がどのようなであるべきか、具体的に検討する。

2 発行体：合理的な経営計画

(1) 修正された中間説からの有利発行該当性の帰結

修正された中間説は、発行会社が、表面上10%のディスカウントを負担するとしても、通常、公募増資ではできない規模の資金調達が可能である、または証券会社がすぐには市場に売却するわけではないから市場の需給関係を崩さない、といったメリットをも考慮した上で、MSCBの発行を選択している¹⁶²⁾という実務と整合的である。また、前述の日本証券業協会の自主規制ルールである本規則3条から5条が、MSCB等の発行条件を含めた発行の合理性及びその合理性について対外的に十分な説明を行うことを要請していることも、既存株主の利益への影響について、伝統的な有利発行規制が考慮する発行条件等よりも幅広い要素を考慮しようとする修正された中間説と、親和的である。

オプション評価モデルを活用して価格の相当性を判断するだけでなく、修正された中間説のように、資金調達の便宜の考慮要素の1つとして、他の資金調達方法との比較、発行会社の取締役会の意思決定の過程の適切さ等を判断材料に加えた場合、有利発行と不公正発行の問題は近接する。確かに、資金調達の便宜といった要素は、有利発行の問題を、希薄化の問題として捉え、発行時の時価との比較で検討してきた伝統的議論においては考慮されなかった。しかし、近時の裁判例は、有利発行該当性について、「旧株主の利益と会社が有利な資本調達を実現するという利益との調和」の観点から、諸事情を総合考慮して判断している¹⁶³⁾上、有利発行規制は、比較法的には特殊であることから¹⁶⁴⁾、資金調達の便宜という要素を考慮し、不公正発行の問題と近接するものとして、新株発行差止め等の救済と近似させて考えることは、自然な方向だと筆者は考える。

(2) 2012年要綱案

2012年8月に会社法制部会によって決定された会社法制の見直しに関する要綱案（以下、

161) 大鹿靖明『ヒルズ黙示録 検証・ライブドア』（朝日新聞社、2006年）21頁。

162) 証券取引法研究会編「新会社法の検討―ファイナンス関係の改正」別冊商事法務298号（2006年）129頁。

163) 東京地決平成22年5月10日金判1343号21頁、東京地決平成16年6月1日判時1873号159頁。

164) 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第43巻第7号（2005年7月）28頁（35頁）。

「2012年要綱案」という。)は、きわめて不透明な大規模第三者割当増資・MSCBが取締役会決議のみによって行われ、既存株主の利益が損なわれ、わが国の資本市場に対する内外の投資家からの批判が集中したことに、端を発している¹⁶⁵⁾。

そこで、2012年要綱案は、公開会社において、支配株主の移動を伴う募集株式の発行等・募集新株予約権の割当て等につき、原則、株主総会の普通決議を必要とするものとした。これは、会社の支配権の決定は、経営者でなく株主が行うべきであって、会社支配権の移転を生じるような大規模な第三者割当て等による新株・新株予約権付社債発行は、合併や株式交換に準じるような会社の基礎的変更というべき行為として、株主総会による承認を必要とするものである¹⁶⁶⁾。

また、2012年要綱案は、公開会社において、支配株主の移動を伴う募集株式の発行等・新株予約権無償割当てに関して、株主及びその登録株式質権者に対する割当通知を義務付けた。これは、今まで金商法でのみ定められていた募集株式の発行等における情報開示を会社法でも規定することで、情報の偏在化を解消し、不公正発行に対応するという意義がある。

もっとも、これらの改正は、支配株主の移動を伴うMSCBの発行にかかる規制であり、支配株主の移動を伴わないMSCBにおいて、相場操縦的な取引により既存株主の利益が害される場合に対する措置は何ら行われなかった。

3 引受会社：節度ある行動

(1) 金融商品取引法における公募規制との関係

MSCBの発行は、私募形式でかつ証券会社が一括購入することになるので、証券会社は形式的に引受審査を行わないが、これは金融商品取引法の公募規制の潜脱ではないかという疑念も呈されている¹⁶⁷⁾。すなわち、アメリカの1933年証券法によれば、公衆に分売する目的を持って発行者から証券を購入する者(2条a項11号)は、開示書類の作成・提出の義務を負う引受人に該当する(4条1号)から、日本法の下でも、MSCBのスキームには公募規制が及びうる、というものである¹⁶⁸⁾。

公募規制が情報開示等の面で投資家保護に役立っており、これの潜脱が投資家利益に反すると考えるならば、アメリカ法のように公募概念を広げることも検討に値する。もっとも、証券会社は、引受審査という形式でなくとも、その商品を全額購入するという投資の意思決定を行っているのであるから、引受審査と同じかそれ以上の厳しいスクリーニング

165) 岩原伸作『『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説』別冊商事法務372号(2012年)1頁(15頁)。

166) 同上。

167) 大杉・前掲注164)35頁。

168) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法(第2版)』(弘文堂、2004年)30頁、John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, *Securities Regulation*, 9th ed. at 529-532 (2003)。

をかけているはずであり¹⁶⁹⁾、この潜脱により実際に投資家利益が害されているとはいえない。また、当該場面での投資家利益の保護については、後述のソフト・ローによる対応が望ましいため、日本法の下では公募概念の拡張は不要と筆者は考える。

(2) 不公正取引の規制

ア アメリカの規制方法

アメリカでは、MSCBの発行そのものを規制すべきだという議論よりも、相場操縦等の不公正取引を行った者に対する責任追及に議論の焦点が当てられている¹⁷⁰⁾。MSCBの保有者が、相場操縦的な行為を行ったとして法的に争われたものとしては、民事訴訟により責任追及がなされる場合と、SEC（証券取引委員会、Securities and Exchange Commission）が当該行為を行った者に対して民事罰を課す場合とがある。

MSCBの民事訴訟においては、一般投資家ではなく、発行企業がMSCBの保有者またはそれに加えてブローカーやマーケットメイカーを相手取って訴訟提起するのが一般的である¹⁷¹⁾。発行企業は、MSCB保有者が大量の空売りを行ったことを、相場操縦であると主張することが多いが¹⁷²⁾、単に大量の空売りを行ったというだけでは、証券取引所法9条の相場操縦にあらず、誘引目的が必要である。誘引目的があることを、責任を追及する側が証明することは困難である上、MSCBにおいて証券保有者が不正取引を行う動機は、転換価格を有利にするために市場で低い株価がつくようにするものであり、必ずしも他の投資家を引き込む取引を行うとは限らないため、MSCBの事例では誘引目的が認められない可能性が高い¹⁷³⁾。そこで、一般的には、わが国の金融商品取引法157条に相当し、誘引目的が要件とされない証券取引所法10条(b)項および規則10b-5に基づいて、MSCB保有者の不実表示あるいは不公正な取引に基づく責任が追及されるが、当該責任が認められたものはない。裁判例においては、MSCB保有者が大量の空売りを行っただけで、他に詐欺的な取引を行っていたという証拠が示されていないとして、請求が棄却されたものもある¹⁷⁴⁾。

SECが民事罰を課した事例としては、Sedona社のMSCBを引き受けた顧客のために相場操縦的な取引を行った投資顧問会社Rhinoについてのものがある¹⁷⁵⁾。Rhinoは事実関係について否定も肯定もしなかったが、SECとRhinoは、SECによる訴訟提起後に和解し、差し止め命令や民事罰を受け入れた¹⁷⁶⁾。

イ 金商法157条の活用

169) 奥・前掲注3) 47頁。

170) 梅本・前掲注2) 891頁。

171) 同上、891-892頁。

172) 同上、892頁。

173) 同上。

174) GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt, 272 F. 3d 189 (3d Cir. 2001).

175) SEC, Litigation Release No. 18003 (Feb. 27, 2003) Sec v. Rhino Advisors, Inc. and Thomas Badian, Civ. Action. No. 03 civ 1310 (RO)(Sothorn District of New York).

176) 梅本・前掲注2) 892頁。

「第3章 現行法制度 2 金融商品取引法 (4) 不公正取引の規制」で述べた以外に、包括的規定である金商法 157 条の適用が消極的である理由としては、他の不公正取引の禁止規定の適用によって、おおむね不公正取引の摘発に対応することができる、という点が挙げられることがある¹⁷⁷⁾。しかし、この点については、他の不公正取引禁止規定の適用では、その全体像を的確に捉えた訴追とならない事件もあり、こうした事件には金商法 157 条が適用されるべきとの指摘がある¹⁷⁸⁾。とすれば、包括的要件に基づき、刑事罰により詐欺的取引を禁ずる金商法 157 条の適用にあたっては、罪刑法定主義の明確性の原則との抵触が最も大きな障害になると考えられる。

そこで、現行法では、アメリカと異なり、金商法 157 条に課徴金は適用されていないが、課徴金を適用するよう法改正することにより、刑事罰ほど制裁的色彩が強くない行政罰を通じて、違反行為を抑止するという方向が考えられる。行政処分や取消訴訟の事例が蓄積していく中で、典型的に金商法 157 条で禁じられる行為が析出されていき、そのような形で要件が明確化されていけば、悪質な違反行為に対して刑事罰を科すことになっても、罪刑法定主義に抵触するとの懸念も払拭されると考えられる¹⁷⁹⁾。

この法改正により、事実上規制逃れが可能であった不公正取引を早期に抑止できるとともに、事案の累積により、将来的に刑事罰を発動するための明確性を確保することも期待できる¹⁸⁰⁾。もっとも、要件の明確化について、事例の積み重ねだけに依存すると、行政罰を受けるという萎縮効果により事例がなかなか積み重ならず、当初の目的の達成が困難となりうる。したがって、上記の法改正とともに、金融庁によって設置された研究会やワーキング・グループによる研究発表といった、ソフト・ローによる一定の類型化を行うことが必須であると筆者は考える。

4 社債市場の充実

2009 年 7 月、わが国の社債市場の活性化を図ることで、金融・資本市場の機能強化・安定化、企業の中長期の資金調達手段及び投資家の運用手段の多様化に資するため、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」(社債懇)が設置され¹⁸¹⁾、社債懇は、2012 年 7 月 30 日に、「社債市場の活性化に向けた取組み」という報告書(以下「2012 年社債懇報告書」という。)を発表した。

その内容の詳細は、筆者の論文「わが国企業の収益性の通減の原因と法制度の整備の必要性」の「第 6 章 解決の方向 4 『社債市場の活性化に向けた取組み』」を参照してほ

177) 松尾・前掲注 67) 504 頁。

178) 同上。

179) 梅本・前掲注 2) 902 頁。

180) 同上、903 頁。

181) 日本証券業協会 社債懇事務局「『社債市場の活性化に向けた取組み』」について—社債懇報告書(平成 24 年 7 月 30 日)と今後の取組み」有斐閣ジュリスト 1452 号(2013 年 4 月) 71 頁。

しいが、社債権者への情報伝達および意思結集のためのインフラ整備、アメリカのトラスティ制度を参照した「社債管理人（仮称）」制度の導入、コベナンツモデルの普及及びコベナンツの情報開示制度の厳格化、価格情報の報告・公表等といった市場の透明性確保、社債レポ市場の整備・銘柄統合・取引単位の引下げといった流通市場活性化が主張されている。

第6章 提言 — 結語に代えて —

「新しい MSCB」においても、発行会社と証券会社が一体となって、市場を歪め、「良い MSCB」とならない可能性は残されている。そして、証券会社は市場において、相互に激しい競争をしているため、高い自己規律を保とうとする証券会社ほど、市場競争上不利になってしまうという現実も存する¹⁸²⁾。そこで、全証券会社が会員として加入している日本証券業協会が、会員に対して等しく適用される本規則のような自主規制ルールの制定は、上記のような状況を解消する面があり、一定程度有用といえる。

もっとも、自主規制ルールのエンフォースメントは、譴責、過怠金の賦課、会員権の停止もしくは制限または除名の処分、勧告であるが、業界全体の利益が優先され、エンフォースメントが不十分になる可能性も残る。そこで、「第5章 2 引受会社：節度ある行動 (2) 不公正取引の規制 イ 金商法 157 条の活用」で述べたように、金商法 157 条の法改正により、不公正取引に対して行政罰を課すことができるようするとともに、金融庁によって設置された研究会やワーキング・グループによる研究発表により、MSCB における不公正取引について、ソフト・ローによる一定の類型化を行い、刑事罰も課すことができる程度の要件の明確化が必須であると筆者は考える。

また、引受審査の開示規制・転売時の開示規制の欠如についても、ハード・ローを改正して公募概念を拡大することなく、引受審査に準ずる開示規制・転売時の開示規制をソフト・ローで行い、投資家・既存株主保護を図るべきと筆者は主張したい。ハード・ローの改正は定義規定という根本的規定の変更を伴うため、日本証券業協会のような私的団体が規範を定め、そのエンフォースメントを担っていく方が、社会的コストが低いと考えられるからである¹⁸³⁾。

さらには、ライブドアやメッセージのケースの検討から、わが国においては、一部の極端なケースによって、MSCB は既存株主の利益を犠牲に引受会社が独自の軋拔きを行い、株価の下落を伴う危険な金融商品である、という社会的な認識が形成され、この認識が個々人に内面化され、中長期的に当該関係者の選好、意思決定にバイアスを掛けている可

182) 野田・前掲注 10) 148 頁。

183) 神田秀樹「企業と社会規範 日本経団連企業行動憲章や OECD 多国籍企業行動指針を例として」ソフトロー研究第 1 号（2005 年）3 頁（10 頁参照）。

能性が考えられる¹⁸⁴⁾。そこで、情報の非対称性を解消し、財務体質改善や企業買収(M&A)、新たな事業計画における資金調達を行うための「良い MSCB」が存在することを、ソフト・ローの形でアナウンスしていくべきであると考え。具体的には、社債市場の拡大におけるコベナントモデルの普及とあわせて、「良い MSCB」のモデルの策定・普及を行うべきである。実証研究において、MSCB の各条項と株価変動の関係はまだ発展途上とされるため¹⁸⁵⁾、今後の研究成果が「良い MSCB」のモデル策定において活かされることを期待したい。

拙論『わが国企業の収益性の逡減の原因と法制度の整備の必要性』でも述べたが、企業が適正なガバナンスを指向するうえにおいて、借入相手の金融機関も重要なステークホルダー（利害関係者）としての存在である以上、企業価値は、調達についてエクイティだけでなくデットまで入れた概念である ROA（総資産に対する当期純利益の割合＝総資産利益率≪ Return on Asset）。以下、「ROA」という。）という指標で考えることが非常に重要である。とすれば、借入金やコマーシャルペーパー（CP）と並ぶデットの構成要素である社債ぬきに資本調達の最適化を考えることはできない。ROE が企業価値を示す最重要な指標として用いられ、わが国のファイナンス手法においてエクイティ調達が過度に重視されてきたことに鑑みれば、デット調達の対象となる社債市場の充実が図られるとともに、MSCB のような複合的な社債（正確には、商品設計上、後に自己資本拡充のための株式での償還可能という意味でのデット）であっても、必要な情報が十分に開示された安全な金融商品だという制度設計及びアナウンスメントが必要不可欠である。上述してきたように株式発行よりも手続きの簡便性が高い MSCB を再考し、再活用するための法制度を検討する、という本稿のチャレンジがその契機となるならば、筆者にとって無二の喜びである。

184) 中里実「自律的ルール的重要性」ソフトロー研究第1号（2005年）135頁（145頁参照）。

185) 大木良子『転換社債の経済分析』（三菱経済研究所、2012年）109頁。