

MSCB 発行会社の破綻回避率

佐々木浩二

目 次

1. MSCB の特徴	1
2. MSCB 利用の背景	2
3. データ	5
4. 破綻回避率	9
結 語	15

三菱 UFJ フィナンシャル・グループによる Morgan Stanley への出資¹に見られるように、Private Investments in Public Equity (PIPEs：上場会社による私募増資²)は、今日よく採用される資金調達的手法である。本稿では Moving Strike Convertible Bond (MSCB：転換価額修正条項付き転換社債型新株予約権付社債)発行による私募増資に注目し、この手法を用いた東京証券取引所上場会社の破綻回避率について分析する。

1. MSCB の特徴

MSCB とはどのような証券なのであろうか。安部・須藤 (2008), 荒井・大村 (2007), 太田 (2007), 中嶋・野口・棟田 (2006), 松尾 (2007) を参照し、他の私募増資の手法と比較して特徴付ける。

1) 普通株式の第三者割当

普通株式を発行し、応募者に割り当てることである。有利発行でなければ、上場会社は取締役会で第三者割当増資を決議することができる。出資金は払込期日または払込日に資本金および資本準備金に組み入れられ、既存の普通株式が希薄化する。

2) 優先株式

普通株式に優先して配当等を受け取る権利が付与された種類株式である。優先株式を発行するためには、あらかじめ優先株式の内容を株主総会で特別決議し、定款に定めておく必要がある。出資金は、払込期日または払込日に資本金および資本準備金に組み入れられる。普通株式への転換条項が付与された優先株式については、普通株式へ転換されるときに既存普通株式が希薄化する。

3) 新株予約権証券

あらかじめ定められた価格で株式を購入する権利が付与された証券である。有利発行でなければ、上場会社は取締役会で発行を決議することができる。予約権が行使された時点で新株予約権の簿価と払込金額の合計が資本金および資本準備金に組み入れられ、既存の普通株式が希薄化する。

4) 転換価額の修正条項が付与されない転換社債型新株予約権付社債 (CB)

新株予約権を社債から分離することのできない新株予約権付社債である。満期までに株式へ転換さ

1 株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループ2008年10月13日ニュースリリース。

2 U. S. Securities and Exchange Commission, Frequently Asked Questions about PIPEs, 金融商品取引法 2 条 3 項 2 号, 金融商品取引法施行令 1 条の 5 の 2。

れば、その時点で社債と社債発行謝金の未消却部分は資本金および資本準備金に組み入れられ、既存普通株式が希薄化する。満期までに株式へ転換されなければ、通常の債券と同様に扱われる。

5) 転換価額修正条項付き転換社債型新株予約権付社債 (MSCB)

日本証券業協会 (2007, p.17) は、MSCB を「取締役会決議 (委員会設置会社では委任された執行役の決定を含む。以下同じ。) のみにより第三者割当形式で発行される転換価額修正条項 (半年に一度超の頻度で修正が行われるもの (可能性のあるものを含む。以下同じ。) に限る。) 付きの CB の他、同様に転換 (行使) 価額の修正が行われる新株予約権及び取得請求権付種類株式」と定義している。本稿では、転換価額修正条項付き CB のみを MSCB と呼ぶこととする。MSCB の満期までに株式へ転換されれば、その時点で社債と社債発行謝金の未消却部分が資本金および資本準備金に組み入れられ、既存普通株式は希薄化する。

下表は上記手法の特徴をまとめたものである。

表1 PIPEs 手法の比較

手法	第三者割当	優先株式	新株予約権	CB	MSCB
資金の流入	発行時	発行時	権利行使時	発行時	発行時
既存普通株式の希薄化	発行時	転換時	権利行使時	転換時	転換時
投資家が受け取る Cash Flow	配当	転換前 優先配当 転換後 配当	権利行使後 配当	権利行使前 利子 権利行使後 配当	権利行使前 利子 権利行使後 配当

表1と上記説明から、MSCBは、第三者割当増資より希薄化が緩やかに進み、優先株式に比べて発行手続きが容易であり、新株予約権よりも早く資金を手にすることができ、転換価額修正条項が付与されていないCBより確実に普通株式への転換が進むという特徴を持つ証券であることが分かる。

2. MSCB 利用の背景

近年多くの上場会社がMSCB発行による私募増資を行った。その理由を経済の動向と制度の変遷から探ることとしたい。

内閣府経済社会総合研究所が定める景気基準日付によると、いわゆるIT景気は2000年11月に山をつけた後、後退期に入った。これに伴い東証株価指数 (TOPIX) と二部総合指数の終値は、図1が示すように2000年2月7日の1754.78から2003年3月11日の770.62へ、2000年2月29日の3070.73から2002年12月24日の1408.69へ、それぞれ下落した。こうした株価下落局面においては、転換価額が発

行時株価よりも高く設定されるCBの株式転換は進まない。東証上場会社による国内CBの発行件数・資金調達額は、2000年の23件・3411億円から、2003年の10件・569億円へと減少した³。

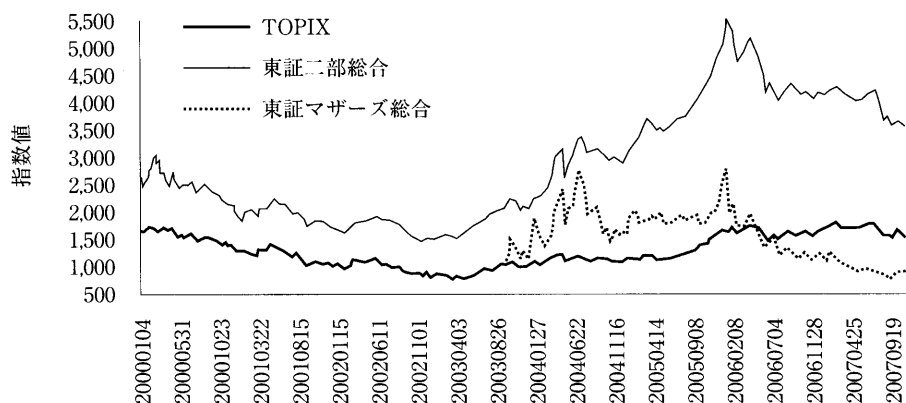


図1 東証株価指数の推移⁴

CB発行による増資に代わってこの時期増えたのは、普通株式の第三者割当や優先株式発行による増資であった。東証上場会社による第三者割当増資の件数・資金調達額は、2000年の46件・9228億円から2003年の84件・2232億円へと変化し、私募による優先株式の発行件数・資金調達額は2000年の4件・1073億円から2003年の74件・2兆5322億円へと増加した⁵。

これらの手法を用いる際に問題となるのは「公正な」割当価格、普通株式への「公正な」転換価額の算定である。例えば証券市場において1株100円で取引されている株式を、1株50円で特定の第三者に割り当てるのは、不公正であると考えられる。では公正な割当価格、転換価額はどのように算出されるべきか。この点について日本証券業協会は、2003年に策定した『第三者割当増資の取り扱いに関する指針』の中で、「行使価額は、当該増資に係る取締役会決議の直前日の価額（直前日における売買がない場合は、当該直前日からさかのぼった直近日の価額）に0.9を乗じた額以上の価額であること」とした。翌年この指針に沿う東京地方裁判所の判決⁶が出たことから、割当価格、転換価額を直近株価の0.9倍以上に設定する私募増資は有利発行にあたらぬとの認識が広がった。有利発行でなければ、株主総会ではなく取締役会で発行を決議することができるので、私募増資を機動的に行うことができる。

3 東京証券取引所，上場会社資金調達額。

4 科学研究費補助金（若手研究（B）, 課題番号19730226）にて，東京証券取引所よりヒストリカルデータを購入し作成。マザーズ総合指数については2003年9月16日以降を収録している。

5 東京証券取引所，上場会社資金調達額。

6 事件番号平成16年（ヨ）第20028号，事件名新株発行差止仮処分申立事件。

図2は東京証券取引所『決算短信集計結果』「市場第一部・二部・マザーズ合計」の長期統計から純資産と総資産のデータを取得し、2000年度の値を100として算出した指数値を示したものである。これを見ると、2003年度から純資産が増加していることが分かる。私募増資のルール明確化が、この増加に貢献したと思われる。

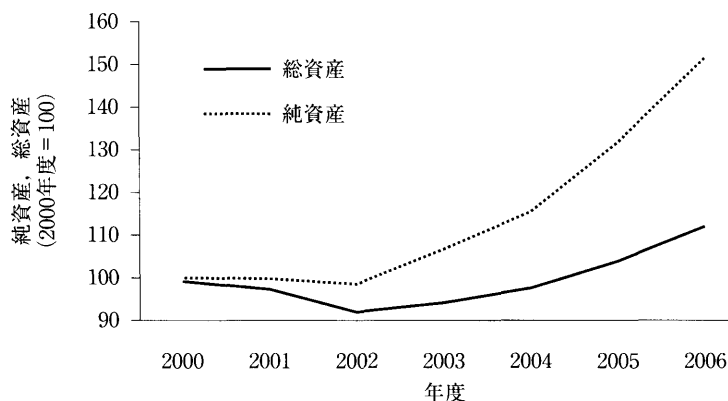


図2 東証上場会社の純資産と総資産

MSCBも2003年以降よく発行されるようになった。日本証券業協会によると、発行件数・資金調達額は、2003年度下期の9件・470億円から2005年度下期の73件・5426億円へと増加した⁷。この時期のMSCB発行による資金調達の事例のうち、広く知られているものの一つは、2004年9月に双日株式会社が『新事業計画に基づく株主資本の充実について』と題して発表した資金調達である⁸。これは、4種の優先株発行によって3600億円を、MSCB発行によって100億円を調達するという資本増強計画であった。もう一つの広く知られている事例は、2005年2月に株式会社ライブドアが発表した株式会社ニッポン放送買収のための資金調達である⁹。総額800億円という調達額の大きさ、割当先となった外資系証券会社、新興企業による老舗企業の敵対的買収計画などが話題となった。

しかし2006年1月にライブドアが強制捜査を受けると、MSCBの乱用に対する規制強化の声が上がった。2007年2月に日本証券業協会が発表した、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¹⁰を受け、東京証券取引所は2007年6月に『MSCB等の発行及び開示ならびに第三者割当増資等の開示に関する要請について』を提示した。この要請文の中で東証は、株式希薄

7 日本証券業協会、2007、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－別紙2、p.1参照。

8 双日株式会社2004年9月29日ニュースリリース。

9 株式会社ライブドア2005年2月8日IRニュース。

10 日本証券業協会、2007、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－。

化に対する配慮と発行時の情報開示とを、MSCB 発行会社に求めた。

下表はこの間の出来事をまとめたものである。

表2 MSCBに関連する出来事

年月日	出来事
2003年3月11日	日本証券業協会「第三者割当増資の取扱いに関する指針」策定
2004年6月1日	東京地裁判決（平成16年（ヨ）第20028号）
2004年9月29日	双日がUBS AG London Branch を割当先に100億円のMSCBを発行
2005年2月8日	ライブドアがLehman Brothers を割当先に800億円のMSCBを発行
2006年1月16日	ライブドア強制捜査
2007年2月22日	日本証券業協会「会員における引受審査のあり方・MSCBの取り扱いのあり方等について」策定
2007年6月25日	東京証券取引所「MSCB等の発行及び開示ならびに第三者割当増資等の開示に関する要請について」発表

3. データ

本稿では、『NEEDS 企業ファイナンス関連データ』収録の「G 320 転換社債」から、以下の条件すべてを満たすデータをMSCB 発行事例として抽出する¹¹。

- ・ 項番17「募集の方法」の、「2」：私募」のフラグを持つ事例
- ・ 項番23「下方修正条項つき」の、「1」：修正条項あり」のフラグを持つ事例
- ・ 項番150「取締役会決議日」の日付が、2003年1月1日以降2007年12月31日までの事例
- ・ 項番151「所報フラグ」の、「T」：東京証券取引所」のフラグを持つ事例

抽出の結果、「2003年から2007年まで」の5年間に「東京証券取引所一部・二部・マザーズ上場会社」が「下方修正条項つき」の転換社債型新株予約権付社債を「私募」で発行すると取締役会で決議したのは274件、191社であることが分かった。内訳は表3の通りである。

11 科学研究費補助金（若手研究（B）, 課題番号19730226）にて、日経メディアマーケティング株式会社より購入。当該データには、MSCB 発行会社の証券コード、上場市場、発行決議日、発行通貨、発行地域、募集の方法、転換価額の下方向修正条項等、174項目の情報が記録されている。

表3 発行決議件数・発行決議会社数

	上場維持	上場廃止	中止	計
件数	238	25	11	274
社数	171	18	2	191

表中「上場維持」の列はMSCB発行後2008年末まで上場を維持し続けた事例を、「上場廃止」の列はMSCB発行後2008年末までに上場廃止となった事例を、「中止」の列は発行決議後に発行を取り止めた事例を表す。決議件数と決議会社数が異なるのは、複数回発行を決議した会社があるためである。図3は、MSCB発行を決議した191社のうち中止せず発行した189社を、決議回数別に集計したものである。図中、棒グラフはMSCBを発行し2008年末まで上場を維持した会社数を、*印はMSCBを発行し、2008年末までに上場廃止となった会社数を表す。上場維持会社について見ると、1度だけ発行したのは127社、複数回発行したのは44社であることが分かる。一方上場廃止となった会社については、一度だけ発行したのは14社、複数回発行したのは4社であることが読み取れる。なお決議後に発行を取り止めた2社については、1社が1回発行を決議し、1社が10回発行を決議した。

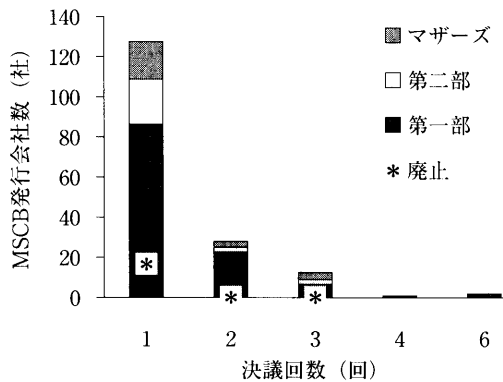


図3 発行回数

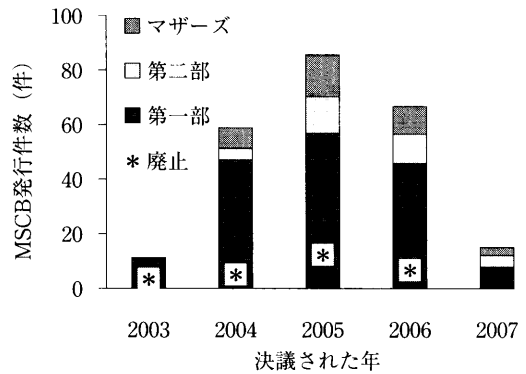


図4 発行決議件数

図4は、発行が決議された年別に発行決議件数を集計したグラフである。上場維持会社による決議件数は2003年の11件から、2004年の59件、2005年の86件と増加した後、2006年の67件、2007年の15件へと減少した。2003年に私募増資ルールが明確化されたことを契機に決議件数が増え、規制強化の流れを受けて2006年に降件数が減少したと思われる。上場廃止会社による決議件数も上場維持会社と同時期に増減した。

図5は、MSCB発行による資金調達額を、100億円以下は20億円刻みで、100億円超は100億円刻みで集計したものである。上場維持会社について見ると、20億円以下の資金調達が91件と最も多く、20

億円超40億円以下の56件、40億円超60億円以下の30件と続く。多額の資金調達を行った事例も散見され、調達額の最高値は1500億円であった。一方、上場廃止会社による資金調達額は20億円以下が最も多く14件であり、その他の金額帯については4件以下である。上場廃止会社による資金調達額の最大値は800億円であった。

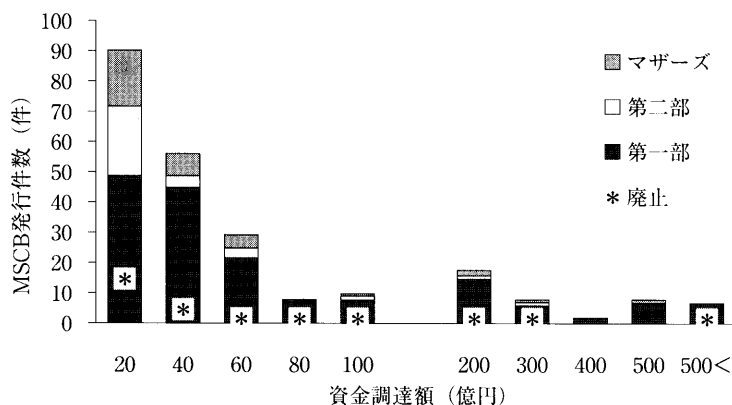


図5 資金調達額

表4はMSCBの応募者利回りを集計したものである。上場維持会社について見ると、0%が226件と多数を占めた。利回りが0%であるのは利率0%で額面発行された事例である。応募者利回りが正である事例・負である事例は6件ずつあり、利回りの最高・最低値はそれぞれ3.5%、-0.8129%であった。利回りが正である6件のうち4件は利子が付与され額面発行された事例であり、2件は利子が付与されアンダー・パー発行された事例である。一方利回りが負である6件は利子が付与されずオーバー・パー発行された事例である。上場廃止会社については、1件を除き応募者利回りは0%であった。

表4 応募者利回り

	上場維持			上場廃止
	第一部	第二部	マザーズ	
0	160	31	35	24
+	4	2	0	0
-	5	0	1	1

続いてアップ率というMSCBの商品性について見る。アップ率は当該データにおいて

$$\text{アップ率} = \left(\frac{\text{転換価額}}{\text{参照株価}} - 1 \right) \times 100$$

と定義されている¹²。この値が0%であるとき転換価額は参照株価（転換価額決定日直前の終値等）と同水準に設定され、正であるとき転換価額は参照株価を上回る水準に設定される。図6はアップ率を集計したものである。

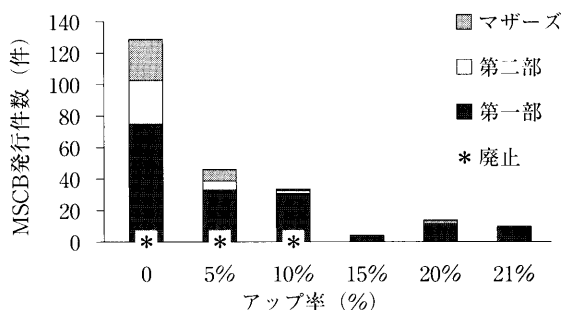


図6 アップ率

図中「0」「5%」「10%」等は、それぞれアップ率が0%、0%超5%以下、5%超10%以下である発行事例を意味する。上場維持会社が発行したMSCBのうち、アップ率が0%である事例は128件、0%超5%以下であるのは46件、5%超10%以下であるのは34件であった。アップ率が20%を超える事例も11件見られ、アップ率の最高値は50%であった。一方、上場廃止会社が発行したMSCBのうち、アップ率が0%である事例は21件であった。上場廃止会社の事例のうち、アップ率の最高値は7.5%であった。なお、上場維持会社・上場廃止会社いずれについてもアップ率が負の事例は観察されなかった。

表5は担保提供制限条項¹³の有無を集計したものである。担保提供制限条項とは、MSCBの発行者が後日発行する他の債券に担保を付与するとき、MSCBが劣後債としての特徴を持たないようにするための財務上の特約である。上場維持会社によるMSCB発行事例のうち、この特約が付与されているのは172件、付与されていないものは66件であった。一方、上場廃止会社のうち、特約が付与されているのは19件、付与されていないものは6件であった。

表5 財務制限条項（担保提供制限条項）

	上場維持			上場廃止
	第一部	第二部	マザーズ	
なし	51	7	8	6
あり	118	26	28	19

¹² 日本経済新聞デジタルメディア、2008、NEEDS企業ファイナンス関連データ、データ説明書、G320転換社債の項番51「転換条件 アップ率」参照。

¹³ 項番30「財務制限条項フラグ」の「(1):担保提供制限条項」。

最後にMSCB発行会社の資金用途について見る。当該データの項番33「資金用途」は、MSCB発行によって調達した資金の使い道を「A：設備投資」「B：運転資金」「C：借入金返済」「D：その他（子会社融資等）」の4種に分類している。MSCB発行会社はこれらのうち、複数を選択することができる。図7は、資金用途を集計したものである。

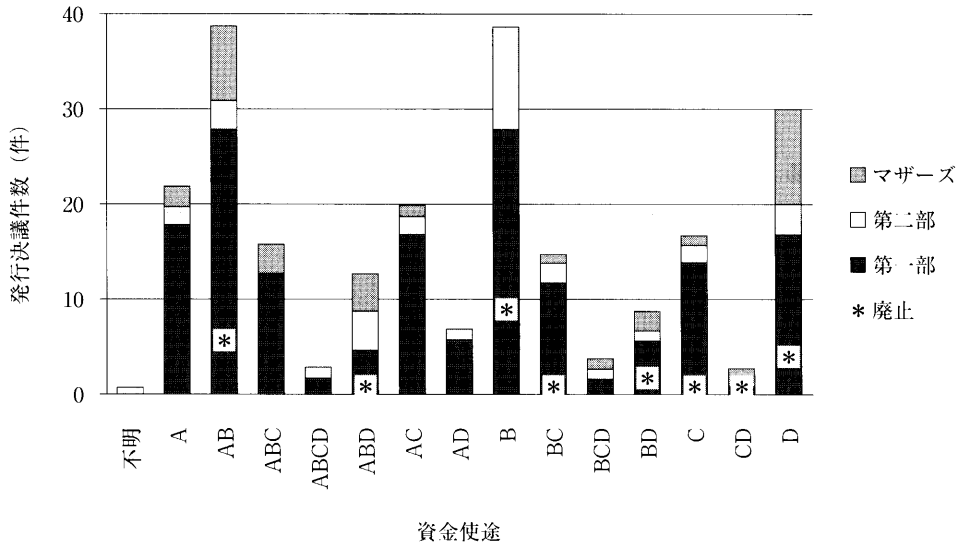


図7 資金用途

上場維持会社について見ると、AB（設備投資および運転資金）とB（運転資金）を理由とするものがそれぞれ39件、D（その他（子会社融資等））を理由とするものが30件と多いことが分かる。上場廃止会社についても、Bが9件、ABが6件、Dが4件とこれらの理由が上位を占めている。

4. 破綻回避率

前項で示したMSCB発行会社のうち、2008年末まで破綻せず上場を維持し続けた会社の割合はどれくらいであろうか。また破綻回避と関係がある要因は何であろうか。

まず前項の表3に示したように、MSCBを発行した会社のうち、2008年末まで上場を維持したのは171社、2008年末までに上場廃止となったのは18社である。ここで注意すべきは、18社の上場廃止の理由が破綻に限定されないということである。

図8は東京証券取引所『上場廃止銘柄一覧』に記されている18社の上場廃止理由を、「1. 破産、民事再生法、会社更生法、監査意見不表明、虚偽記載」「2. 完全子会社化」「3. 全株取得、株式80%以上取得」「4. 合併、新設合併、会社分割」の4種に分類して示したものである。

上場廃止となった18社のうち、2, 3, 4の分類に属する会社は子会社になる等、何らかの形で存続

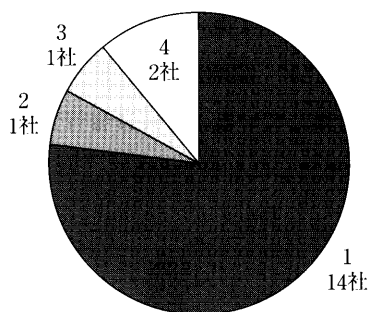


図8 上場廃止の理由

していると考えられる。そこで「破産、民事再生法、会社更生法、監査意見不表明、虚偽記載による廃止」に該当する14社を、本稿では破綻したMSCB発行会社と考え、破綻回避率を以下の式から算出する。

$$\text{破綻回避率} = \frac{x+y}{x+y+z}$$

ここで、 x はMSCBを発行し2008年末まで上場を維持した会社の数、 y はMSCBを発行し2008年末までに上場廃止となったものの破綻しなかった会社の数、 z はMSCBを発行し2008年末までに上場廃止となり破綻した会社の数を表す。本稿のデータでは $x=171$ 、 $y=4$ 、 $z=14$ であるから、破綻回避率は92.6%と算出される。

以下、MSCB発行会社の特徴及び発行されたMSCBの商品特性のうち、何が破綻回避率と関係しているのか探ることとする。

1) 所属部

MSCB発行会社の破綻回避率は所属部と関係があるであろうか。ここでは全上場廃止会社に占めるMSCB発行会社の割合と、MSCB発行会社に占める上場廃止会社の割合の二側面から検証する。

2003年1月から2008年12月までに東京証券取引所を上場廃止となった367社¹⁴のうち、49社が「破産、民事再生法、会社更生法、監査意見不表明、虚偽記載」を理由としている。49社をMSCB発行の有無と所属部で分類した表6をみると、破綻会社のうちMSCB発行会社の占める割合が最も高いのは東証マザーズであることが分かる。

では東証マザーズとその他の所属部との差は統計学上有意であろうか。「破綻会社に占めるMSCB発行会社の割合は、所属部と関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、第一部とマザーズ、第二部とマザーズの比較においては有意水準1%で棄却され、第一部と第二部の比較においては

14 東京証券取引所ウェブサイト、上場廃止銘柄一覧よりデータを取得。

表6 破綻会社数に占めるMSCB発行会社数の割合

	MSCB 不発行	MSCB 発行	MSCB発行 会社の割合
第一部	16	5	0.24
第二部	17	1	0.06
マザーズ	2	8	0.80

有意水準5%では棄却されず10%で棄却された¹⁵。よって破綻会社に占めるMSCB発行会社の割合は所属部によって異なり、マザーズ上場会社は他所属部の上場会社に比べて高いと考えられる。

続いてMSCB発行会社に占める上場廃止会社の割合に注目する。2008年末時点のMSCB発行会社の様子を所属部別に集計した表7を見ると、マザーズ上場会社の破綻回避率は76%であり、第一部96%、第二部97%と差があることが分かる。この差は計学的に有意であろうか。「MSCB発行会社の破綻回避率は所属部と関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、第一部とマザーズ、第二部とマザーズの比較においては有意水準1%で棄却されたが、第一部と第二部の比較においては有意水準10%で棄却されなかった¹⁶。よって、マザーズ上場会社の破綻回避率は、他所属部の上場会社に比べて低いと考えられる。

表7 所属部別破綻回避率 (MSCB発行会社)

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
第一部	119	0	5	0.96
第二部	27	3	1	0.97
マザーズ	25	1	8	0.76

2) 発行回数

続いてMSCBの発行回数が破綻回避率に影響を与えているか調べる。表8をみると、複数回発行した会社の破綻回避率は94%であり、1度だけMSCBを発行した会社の破綻回避率92%よりも高い。この差が統計上有意であるか検定したところ、「破綻回避率はMSCBの発行回数と関係がない」という帰無仮説は有意水準10%で棄却されなかった¹⁷。この結果は、MSCBを繰り返し発行しても破綻回避率に変化はないことを示唆する。

15 第一部とマザーズの比較における統計量Zは2.96であり、第二部とマザーズの比較における統計量Zは4.04である。第一部と第二部の比較における統計量Zは1.58である。

16 第一部とマザーズとの比較における統計量Zは3.74、第二部とマザーズとの比較における統計量Zは2.44、第一部と第二部との比較における統計量は0.26である。

17 統計量Zは0.45である。

表 8 発行回数別破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
1 回	127	3	11	0.92
複数回	44	1	3	0.94

3) 発行市場

表 9 は MSCB の発行市場と破綻会社数との関係を示している¹⁸。上場維持の列にある「アジア地域：8.5」「欧州圏：31.5」の小数点以下の数値は、同一企業がアジアと欧州で一度ずつ MSCB を発行したことを意味する。破綻回避率を見ると欧州圏で MSCB を発行した会社は一家も破綻していないことが分かる。確認のため「MSCB 発行会社の破綻回避率は発行地域と関係がない」との帰無仮説を検定したところ、欧州圏とアジア地域との差については仮説が有意水準 1% で棄却され、欧州圏と日本との差については仮説が有意水準 5% で棄却された。一方日本とアジア地域の差については、有意水準 10% で棄却されなかった¹⁹。欧州圏で MSCB を発行した会社は、他地域で発行した会社に比べて破綻回避率が高いと考えられる。

表 9 発行市場別破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
アジア地域	8.5	1	2	0.83
日本	131	2	12	0.92
欧州圏	31.5	1	0	1.00

4) アップ率

表 10 はアップ率と破綻回避率との関係を示したものである。アップ率が正である発行会社の破綻回避率は 90% であり、0% である発行会社の破綻回避率は 96% である。これについて「MSCB 発行会社の破綻回避率はアップ率と関係がない」という帰無仮説の検定を行ったところ、仮説は有意水準 5% では棄却されず、10% の水準で棄却された²⁰。アップ率とは参照株価に対する当初転換価額の割合であるから、MSCB の投資家が割高な転換価額を受け入れる場合に破綻回避率が高くなる傾向が

18 米国を発行市場とする事例はこの期間観察されなかった。

19 欧州圏と日本の比較における統計量 Z は 1.67、欧州圏とアジア地域との比較における統計量 Z は 2.40、日本とアジア地域の比較における統計量 Z は 1.04 である。

20 統計量 Z は 1.55 である。

あるのではないかとと思われる。

表10 アップ率と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
0	95.33	3	11	0.90
+	75.67	1	3	0.96

5) 担保提供制限条項

表11は担保提供制限条項と破綻回避率との関係を表している。担保制限条項を付与せずMSCBを発行した会社の破綻回避率は96%であり、付与してMSCBを発行した会社の破綻回避率は91%であった。これについて「MSCB発行会社の破綻回避率は担保提供制限条項の有無とは関係がない」という帰無仮説の検定をしたところ、仮説は有意水準10%で棄却されなかった²¹。破綻回避率は、担保の有無や弁済順位に強い影響を受けないようである。

表11 担保提供制限条項と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
なし	44.67	2	2	0.96
あり	126.33	2	12	0.91

6) 償還請求権

償還請求権とは、債券の償還期日前に元本を返済する権利のことである。当該データも項番148「償還請求権フラグ」は、権利をコーラブル、コール・オプション、プット・オプションの3種類に分類している。コーラブルとは「特定期日、または特定期日以降」に発行体が償還する権利のことであり、コール・オプションとは「マーケットの株価と転換価額とが特定の条件を満たしたとき」発行体が償還する権利のことであり、プット・オプションとは、償還日の前に「社債権者が社債の償還を請求」することのできる権利である²²。

表12は償還請求権と破綻回避率との関係を表している。「MSCB発行会社の破綻回避率は、償還請

21 統計量Zは1.13である。

22 これらの定義は、日経メディアマーケティング宮武久子氏よりご教示いただいた。

求権の有無と関係がない」との帰無仮説は有意水準10%で棄却されなかった²³。償還請求権の有無と破綻回避率との間に強い関係はないと考えられる。

表12 償還請求権と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
なし	11	1	0	1
コーラブル	42.5	1	3	0.94
コール・オプション	111.33	2	11	0.91
プット・オプション	6.17	0	0	1

7) 資金使途

表13は MSCB 発行によって資金調達をした会社の資金使途を、「B」：運転資金」が含まれるものと含まれないものに分類してまとめたものである。理由 B を基準に分類したのは、破綻した14社のうち10社が「B」：運転資金」を資金使途に挙げていたからである²⁴。表を見ると理由 B を挙げて MSCB を発行した会社の破綻回避率は92%であり、B を挙げずに発行した会社の破綻回避率は94%であった。この差が統計学的に有意であるか、「MSCB 発行会社の破綻回避率と、資金使途に運転資金を挙げているか」ということは関係がない」との帰無仮説を検定したところ、10%の有意水準で棄却されなかった²⁵。調達した資金を運転資金に使うかどうかは、破綻回避率と強い関係がないようである。

表13 資金使途と破綻回避率

	上場維持 (x)	上場廃止 破綻回避 (y)	破綻 (z)	破綻回避率
B を含む	99	4	9.33	0.92
B を含まない	72	0	4.67	0.94

23 統計量 Z を全ての組合せについて算出したところ、最も高いもので償還請求権なしとコール・オプションの1.08であった。その他の組合せについては統計量 Z の値は1未満であった。

24 10社のうち9社は MSCB を発行した全ての回の資金使途に「B」：運転資金」を挙げ、1社は3回 MSCB を発行したうち1回の資金使途に「B」：運転資金」を挙げている。

25 統計量 Z は0.52である。

結 語

本稿では、私募増資の代表的な手法の一つである MSCB の発行と、破綻回避率との関係を探った。分析結果は以下の通りである。

- ・所属部：MSCB 発行会社のうち、マザーズ上場会社は、東京証券取引所第一部・第二部上場会社に比べて破綻回避率が低い。(有意水準 1%)
- ・発行回数：一度だけ MSCB を発行した会社の破綻回避率と、複数回 MSCB を発行した会社の破綻回避率に統計学上有意な差はない。
- ・発行市場：欧州圏の市場で MSCB を発行した会社は、日本やアジア地域で MSCB を発行した会社に比べて破綻回避率が高い。(有意水準 5%)
- ・アップ率：アップ率が正である MSCB を発行した会社は、アップ率が 0% である MSCB を発行した会社に比べて破綻回避比率が高い。(有意水準 10%)
- ・担保提供制限条項：担保提供制限条項を付した MSCB を発行した会社の破綻回避率と、条項を付していない MSCB を発行した会社の破綻回避率に統計学上有意な差はない。
- ・償還請求権：MSCB 発行会社の破綻回避率と、償還請求権の有無および償還請求権の種類（コーラブル、コール・オプション、プット・オプション）との間に統計学上有意な関係はない。
- ・資金使途：運転資金の調達を理由に MSCB を発行した会社の破綻回避率は、運転資金の調達を理由とせずに MSCB を発行した会社の破綻回避率と統計学上有意な差はない。

これらの結果を、MSCB の商品性、発行体の行動、所属部の三側面からまとめる。まず MSCB の商品性（アップ率、担保提供制限条項、償還請求権）について見ると、有意な差が観察されたのはアップ率のみであった。アップ率が正であるとき、MSCB の投資家は、市場より高い価格で株式に転換しなければならない。このような不利な商品性を投資家が受け入れるのは、割高な転換価額を上回る利益が企業再生の結果見込める場合である。言い換えればアップ率の高さは投資家が推定した企業再生の可能性を表すシグナルであると解釈される。投資家の推定が正しければ、高いアップ率は高い破綻回避率を示唆する。

続いて発行体の行動（発行回数、資金使途）は、破綻回避率と強い関係がないとの結果を得た。欧米では、経営が立ち行かなくなった会社が MSCB を乱発した後破綻する事例が相次いだことから MSCB に対する批判が根強い²⁶が、本稿の分析結果を見る限り日本ではそのような事態は引き起こらなかった。日本における MSCB の発行体は、欧米の教訓に学び MSCB を企業再生のために活用したのではないかと思われる。

最後にマザーズ上場会社の破綻回避率と東証第一部および第二部上場会社の破綻回避率とに差が見られる理由について考える。上場所属部は時価総額、売上高、事業継続年数、株主数等の企業特性を表す指標であると考え、会社が破綻を免れることができるかどうかを決める重要な要因は、会社の経営力であると解釈される。経営基盤が弱いマザーズ上場会社が窮余の一策として採用するMSCBと、確固たる経営基盤を持つ第一部上場会社が一時的に生じた資本不足を解消する手段として採用するMSCBとは意味が異なる。

今後は第三者割当増資等、類似の資金調達手法と破綻回避率との関係についても分析し、私募増資について理解を深めていきたい。

謝辞

本研究は文部科学省「科学研究費補助金 若手研究 (B) 課題番号19730226」から助成を受けて行った。またMSCB発行決議会社のデータは日経メディアマーケティングより購入した。その際、データの整理等で神田茂氏、宮武久子氏に大変お世話になった。ここに謝意を表したい。

参考文献

- 安部健介・須藤一郎, 2008, 新株予約権の法務・会計・税務, 税務研究会
荒井邦彦・大村健編, 2007, 新株予約権・種類株式の実務, 第一法規
太田達也, 2007, 「増資・減資の実務」完全解説 法律・会計・税務のすべて, 税務研究会出版局
中嶋克久・野口真人・棟田裕幸, 2006, 種類株式・新株予約権の活用法と会計・税務, 中央経済社
日本証券業協会, 2007, 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
松尾順介, 2007, エクイティ・ファイナンス手法の多様化, 日本証券経済研究所, 1643号, pp. 14-26.
Hillion, Pierre, and Theo Vermaelen, 2004, Death Spiral Convertibles, *Journal of Financial Economics*, 71, 2, 381-415.
Singh, Sudhir, 2005, Toxic Convertibles: Catalysts of Doom or Financing of Last Resort?, *SAM Advanced Management Journal*, 36-41.

26 米国でMSCBは、floating-priced convertible, toxic convertibles, death spiral convertibles, floorless convertibles, structured PIPES, discounted convertibles, lesser-of-convertibles, junk equity, corporate loan sharking, payday advances, pawnshops for dot coms 等と呼ばれ、敬遠されている。(参照: Hillion and Vermaelen 2004, p. 383, Singh 2005, p. 36)