

アメリカにおける転換証券の利用と法規制

—転換価額下方修正条項の濫用問題を中心として—

川島 いづみ

一 はじめに

平成17年に成立し、平成18年5月1日から施行された会社法（平成17年法律第86号）の下では、株式および種類株式についてさらに規制の柔軟化が進み、従来にも増して、種類株式の様々な利用の可能性が広がっている。とりわけ注目される点の一つは、いわゆる転換株式や償還株式を、会社による株式の取得と、株式取得の引き換えに当該株主に対して交付される対価、という形で整理し、かつ、対価の種類についての制限をなくしたことである。会社法は、株主が株式会社に対して当該株式の取得を請求できる株式を、取得請求権付株式（会社法2条18号）、また、株式会社が一定の事由が生じたことを条件として当該株式を取得することができるものを、取得条項付株式（会社法2条19号）と定義し、かつ、会社が株式を取得すると引き換えに当該株主に対して交付できるものを、株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債、株式等（株式、社債および新株予約権）以外の財産とすることで（会社法107条2項2号3号・108条2項5号6号）、これを明らかにしている。同様の処理は、新株予約権についても行われている（会社法236条1項7号）。これによって、会社が株式等を取得して他の種類の有価証券や金銭を株主に交付することを核とした、様々なタイプの有価証券を新たに生み出すことが可能になる。しかしながら、このような種類株式等の多様化の進展に対して、これを受け止める体制が、関連する法制度において十分に整備されているかといえは、はなはだ疑問なしとしないところがある。

たとえば、下方修正条項付転換社債（MSCB）¹⁾について、これにどう対処すべきか、いまだに明確ではない状況にある。下方修正条項付転換社債は、2005年2月に、ライブドアが企業買収資金等に充当する目的で発行して800億円を調達し、この資金がニッポン放

1) 下方修正条項付転換社債については、たとえば、富永康仁「MPOの仕組みと留意点」経理情報1072号（2005年）8頁以下、児玉雄一「MPOにおける発行証券の評価方法」経理情報1072号（2005年）20頁以下、山中真人「ライブドア／リーマンの資金調達スキーム『下方修正条項付転換社債』」ビジネス法務2005年5月号（2005年）10頁以下。

送の買収に用いられたことで話題になった。しかしながら、これが有利発行に当たるか否かについて議論がある²⁾ ことに加えて、証券取引法上どのような問題を生じさせているかについても、見解が確立されるには至っていないようである。2006年4月には、金融庁監督局長の私的研究会である「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」において、一部の転換価格修正条項付き転換社債（MSCB）が株価の希薄化を招くなど投資家の利益を損ないかねないと判断し、証券会社の引受審査基準に関し規制を強化すべきであるとの意見で大筋一致し、近く日本証券業協会にルール整備を求める方針であると報道されている³⁾。

本稿は、アメリカの転換証券に関する法制研究の一環として、転換価格下方修正条項付転換証券に焦点を当てて、アメリカにおける転換証券の利用とその法的問題を、連邦証券諸法を中心に検討するものである。まず、二において、転換証券の意義と特徴を概観し、次に、三において、転換証券の近年における利用状況を取り上げるが、ここでは、ハイブリッド証券と呼ばれる転換証券を若干取り上げるとともに、転換価格下方修正条項付転換証券について、アメリカにおいて現れた背景、その構造、連邦証券諸法の適用関係等について、若干詳しく検証することとする。四においては、転換価格下方修正条項付転換証券の濫用例について、裁判例の検討を行う。

二 転換証券の意義と特徴

1 転換証券の意義

転換証券（convertible securities）とは、通例は社債または優先株式であって、当該有価証券発行会社の別の種類の有価証券、典型的には、当該会社の普通株式に転換できる有価証券の総称として、アメリカにおいて用いられる表現である。典型は、いわゆる転換社債（convertible bond: CB）と、転換優先株式（convertible preferred stock）である。ほとんどの場合、証券保有者が転換の決定権を有しているが、発行会社に転換の決定権が留保されているものもある。わが国の会社法によれば、転換社債型の新株予約権付社債（または社債と新株予約権の同時発行）と、取得請求権付優先株式または取得条項付優先株式であって対価が普通株式であるもの（従来の転換予約権付株式と強制転換条項付株式）に、それぞれ対応する。

これに対して、他社株転換可能債（いわゆるEB債）のように、転換によって交付される有価証券が、当該証券発行会社が保有する別の会社の有価証券であるものは、厳密には

2) 新家寛「MPOをめぐる法的問題—有利発行か否か」経理情報1072号14頁以下、弥永真生「MSCBと新株発行規制」銀行法務21 647号（2005年）36頁以下。

3) 2006年4月11日付日本経済新聞。2006年6月30日には同懇談会の「論点整理」が公表されている。

転換証券とは呼ばれないようである。これには、convertible securities ではなく、exchangeable securities という用語が用いられる⁴⁾。

転換証券は、アメリカにおいても様々な事業上の目的から利用されているが、普通株式および社債の発行や金融機関からの借入など、オーソドックスな資金調達手段によっては資金を調達することができない会社において、比較的容易に資金を調達する手段として、転換証券が利用されることもある。また、伝統的な転換証券においては、たとえば社債から普通株式への転換価額は固定されており、ただ、普通株式の稀釈化を防止するための措置が盛り込まれているだけに過ぎない。

ところが、転換証券を使った伝統的ではない資金調達手法には、転換によって発行される普通株式の数を定める転換比率が、普通株式の市場価格を基礎として、変動するものがある。このような転換条項は、転換証券の保有者を保護するものであるが、そのために会社および既存の普通株主が一定の危険に曝されることになる場合もある。とりわけ、いわゆる転換価額下方修正条項付きの転換証券については、アメリカにおいてもその濫用が問題とされている。転換証券について、合衆国証券取引委員会（以下、SEC）のホーム・ページをみると、転換価額下方修正条項の付いた転換証券はデス・スパイラル転換証券、あるいは、下限なし転換証券（floorless convertible）、有毒転換証券（toxic convertible）等と呼ばれているとして、投資家および発行会社に対して、その危険性についての注意喚起が行われている⁵⁾。

2 上位証券への転換

伝統的には、ほとんどの転換証券において、転換は下位証券、すなわち、発行会社に対して劣後的な地位を有する有価証券への転換（downstream conversion）であって、優先株式の保有者は、その株式を、たとえば普通株式のような、それより劣後する下位のランクの証券に転換する。しかしながら、いくつかの州では、上位証券への転換（upstream conversion）を認めており、その場合には、下位（junior）の優先株式の保有者が、その保有株式を上位（senior）の優先株式や社債など、優先的な地位を表章する証券に転換することができる。近年まで、ほとんどの州会社法において、下位証券への転換のみが認められていたようである⁶⁾。つまり、社債は株式に転換できるが、株式を社債に転換することはできなかった。

他方、模範事業会社法（MBCA）6.01条(c)項(2)号は、上位証券への転換も認めてい

4) しかしながら、金融雑誌などでは、この2つの用語は、両者代替可能であるように使われているとのことである。C. J. Johnson & J. McLaughlin, *Corporate Finance and the Securities Laws*, 3rd ed. (2004), at p. 881.

5) <http://www.sec.gov/answers/convertibles.htm>

6) Stephen M. Bainbridge, *Corporation and Economics* (2002), at p. 71.

る。これに対して、上位証券への転換に批判的な見解によれば、上位証券への転換は、会社が債務超過 (insolvency) に近い状態で経営されているときには、経営方針 (as a policy matter) として、問題があるとされる。なぜなら、それは、上位証券への転換条項付証券の保有者が、会社に対してより優先的な地位を有する証券の保有者の犠牲において、償還の順序を逆転することを可能とするからである⁷⁾。

しかし、模範事業会社法の公式コメントによれば、上位証券への転換が認められるのは、株主の選択により金銭で償還される償還株式が認められる以上、株主の選択で償還または上位の優先権の付いた他の株式への転換を認めるべきであると認識されたためである。会社債権者や上位の優先的取扱を受ける証券保有者は、株式の社債への転換または劣後的優先株式の優先的優先株式への転換によって、模範事業会社法6.40条の制限に服することを条件に同法が認めている金銭による株式の償還の場合と比べて、より深刻な影響を受けることはないとされるのである。また、6.01条(c)項(2)号の(ii)に定める株式の社債による償還も、社債への転換権と同様の効果をもつ⁸⁾。

実務的には、上位証券への転換を利用する会社はほとんど現れていない、との指摘がなされている⁹⁾。しかし他方では、優先株式契約において、会社に既存の優先株式を負債性証券(典型的には、debentures)と交換する権利(強制転換権)を与える例を紹介する文献もある。社債を対価とする転換条項付優先株式である。会社が強制転換権(exchange rights)を行使すると、転換条項付優先株式の保有者は、社債(exchange debentures)を受け取ることになる。この社債の元本額(principal amount)は、転換の時に保有者が有していた優先株式の株価総額に等しく定められる。ただし、会社は、典型的には、累積的優先株式の優先配当に未払いがある状態では、転換を強制しない。転換後の社債の利子率には、優先株式の配当率が反映される。優先株主のその他の交渉による権利は、当該社債の信託証書(契約書)において定められる。

このような転換証券が利用される理由については、優先株式の配当と異なり、負債性証券に支払う利子を、課税上控除できる点が挙げられている。もっとも、優先株式の配当は、とりわけアメリカ会社法においては、取締役会の判断で支払うことができるのと異なり、利子は、会社の業績等の如何に関わらず必ず支払わなければならないため、会社の業績が好調であって税額控除を利用できるメリットがない限り、強制転換は行われないうとされる¹⁰⁾。

7) Jeffrey J. Hass, *Corporate Finance in a Nutshell* (2004), at p. 299.

8) ABA, *Model Business Corporation Act Revised through 1994* (1994), at 6-10.

9) Bainbridge, *supra* note 6, at p. 71.

10) Hass, *supra* note 7, at p. 299.

3 転換価額・転換条件

転換価額や転換条件は、転換社債については、通例、発行会社と受託者として行為する銀行との間で、信託証書またはその添付書類 (an indenture or supplement to an indenture) において定められる。転換優先株式については、優先株式契約 (a certificate of designation) において定められ、契約書は附属定款文書として届け出られる。

転換の比率は、典型的には、転換によって発行される株式数の転換割合ではなく、転換価額によって定められる。たとえば、転換によって交付されるのが発行会社の普通株式である場合、転換価額は、当該転換証券発行時における発行会社の普通株式の市場価格に、通例20～30%を加えた価額で設定されるといわれている¹¹⁾。伝統的には、転換価額は、転換証券が期限満了によって償還されるまで変更されることはなく一定であり、ただ、反稀釈化条項 (転換価格修正条項) に基づき、会社により株式分割等の一定の行為が行われた場合に、転換によって交付される株式等の稀釈化を防止するため、所定の修正が加えられるだけである。このような転換証券では、証券保有者は、転換によって交付される株式の市場価格が、転換価額を超えた場合にはその差額に相当する利益を得るのに対して、市場価格が転換価額を下回る場合には、転換権を行使するメリットを失い、社債または優先株式のまま保有し続けることになる。

しかしながら、近年では、投資家 (転換証券保有者) に対して、上述の市場価格が転換価額を下回る場合にも、追加的な株式の交付または転換価額の修正を提供することによって、一定の保証を与えようとする投資商品が現れてきた。たとえば、1996年12月、マイクロソフト (Microsoft Corporation) は、当時普通株式に配当を支払っていなかったのであるが、2-3/4% Convertible Exchangeable Principal-Protected Preferred Shares という名称の転換優先株式を公募で発行した¹²⁾。この転換優先株式は、これを取得する投資家に対して、配当の支払いに加えて、優先株式の発行日における普通株式の価値を下回らない価値を有する普通株式または金銭を受け取ることを保証するものであった。ただし、普通株式の市場価格が上昇する場合についても、転換権の行使によって利益が得られる上限は、転換価額+28%までに設定されていた。市場価格下落時における証券保有者への保護は、より直截には、後述の転換価格下方修正条項によって与えられることになる。

ほとんどの場合、転換の決定権は証券保有者の側にあるが、発行会社が決定権を留保するものもあるとされる。わが国の会社法における取得請求権付株式と取得条項付種類株式に対応する。発行会社が強制償還権 (繰上償還権) をもつ場合にも、転換の決定権を留保するのと同様の効果を享受することができる¹³⁾。普通株式の市場価額が転換証券の保有者

11) Hass, *ibid.*, at p. 298.

12) Johnson & McLaughlin, *supra* note 4, at p. 871.

13) Hass, *supra* note 7, at p. 298.

側に有利な状況が進行しても、発行会社が繰上償還をすることができて迅速にこれを行うなら、普通株式の稀釈化、つまり著しい有利発行に相当する条件での普通株式の交付は回避されることになる。

4 反稀釈化条項

反稀釈化条項または稀釈化防止条項 (antidilution provisions) とは、転換権の行使あるいはワラント (新株予約権) の行使によって受け取るべき普通株式が、会社の一定の行為によって稀釈化することを防止し、証券保有者を保護するために設けられる条項である。対象とされる会社の行為には、株式分割 (stock splits)、株式配当 (stock dividends)、株式併合 (reverse stock splits) などがある。もっとも、株式併合の場合には、証券保有者よりむしろ会社を保護することになる。

典型的な反稀釈化条項においては、転換価額を調整して、当該会社行為の前後を通じて、同じ割合の普通株式を受け取ることができるように調整が行われる。

反稀釈化条項は、普通株式が市場価格と比較して安い価額で発行される場合、すなわち、普通株式の有利発行 (cheap stock) の場合も対象とする。ただし、従業員ストック・オプションや既発行証券の転換については、例外として除外される。普通株式が有利発行されると、既存の普通株式の価値に稀釈化が生じるので、転換証券保有者が転換により交付される株式の数を増加させることでその影響が調整され、保護が図られることになる¹⁴⁾。通例は次のような公式によって、転換価額の調整が行われる¹⁵⁾。

$$ACP = CP \times \frac{OCS + \frac{(NCS \times OP)}{CMP}}{OSC + NCS}$$

ACP = 修正後の転換価額

CP = 従来の転換価額

OCS = 既発行の普通株式の数

NCS = 新たに有利な価格で発行される普通株式の数

OP = 新株の発行価額 (引受金額)

CMP = 普通株式の現在の市場価額 (典型的には30日間の平均)

14) Hass, *ibid.*, at p. 314.

15) Hass, *ibid.*, at p. 315. 稀釈化防止条項については、M. Kahan, *Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities*, 2 *Stanford J. L. Business & Finance* (1996), at p. 147.

三 近年における転換証券の利用状況

1 ハイブリッド証券の開発

永年、転換権付き優先株式は、創業間もないベンチャー企業が、ベンチャー・キャピタルから資金を調達するための支配的な手段であった。ベンチャー企業が株式公開の暁には、通常ベンチャー・キャピタルは保有する優先株式を普通株式に転換する。ベンチャー企業の株式公開では、普通株式の公開市場（流通市場）を作ることが典型的だからである¹⁶⁾。また、転換社債（転換社債型新株予約権付社債）は、会社が社債による資金調達よりも普通株式による調達を望んでいても、株式の市場価格が割安であって、市場環境からして普通株式の追加発行は難しい、といった場合に、普通株式の代わりに利用されるものである。転換社債を発行するのであれば、転換請求権を甘味剤として社債の利率を引き下げることができるし、転換権の付いていない社債（nonconvertible bonds）と比較すれば、社債契約が拘束的ではない点で、発行会社にとって有利であるからであった。

ところが、1980年代および1990年代を通じて、アメリカでは、いわゆる金融工学が進展し、投資銀行間の競争激化を背景として、複雑な投資商品、いわゆるハイブリッド証券が生み出されるようになった。転換証券を組み込んだ投資商品も開発された。投資銀行は、新たな投資商品に、頭文字をとった魅力的な名称を付けて販売した。たとえば、メリル・リンチの投資商品、Treasury Investment Growth Receiptsは、頭文字をとったTIGRsという名称で知られている。転換証券を組み込んだ投資商品にも、たとえば、次にみるLYONsやSTRYPESなどがある¹⁷⁾。

(1) LYONs（ゼロ・クーポン転換社債）

LYONs（Liquid Yield Option Notes）は、メリル・リンチが開発した投資商品で、1985年の初頭に、初めて投資家に販売された¹⁸⁾¹⁹⁾。メリル・リンチは、スタンダードな転換社債を次の2つの重要な点について作り直した。第1に、社債を、券面額に対して高い割引価額で投資家に提供されるゼロ・クーポン債に変更したことであり、第2に、投資家に、LYONsの当初の提供価額に利息を加えたのと等しい価額で、将来の一定の日に行使しうるプット・オプション（繰上償還請求権）を付与したことである。以下、若干の説明を加える。

16) Jerry W. Markham & Thomas L. Hazen, *Corporate Finance Cases and Materials* (2004), at p. 223.

17) Johnson & McLaughlin, *supra* note 4, at p. 826.

18) 以下の記述は、Markham & Hazen, *supra* note 16, at p. 178 以下による。

19) なお、森順子「他社株転換可能債の法的検討—海外発行事例との比較—」商事法務1395号（1995年）23頁以下には、米国のウォルト・ディズニー社が発行したLYONsについての若干の解説がある。

LYONsはゼロ・クーポン債である。つまり、額面額より安い価額で販売（割引発行）され、定期的な利子の支払は行われぬ。ゼロ・クーポンという表現は、クーポンの利子が支払われぬことを意味する。古典的な社債では、クーポンが社債券に貼付され、社債権者はクーポンを切り離して発行会社に呈示し、定期的な利子の支払を請求した。ゼロ・クーポン債には、クーポンが付されていないが、その代わりに、利子は、証券に対して支払う価額と満期に償還されるべき金額との間の差額として計算される。メリル・リンチがLYONsを開発した主たる目的は、証券の価格下落時のリスクを軽減することと、同時に、伝統的な転換社債のもつエクイティーの特徴を保持し続けることであったとされている。

1989年初頭までは、LYONsは、合衆国の会社が発行する転換社債全体の中で、市場価額でみて5ないし6%を占めていたにすぎなかったが、その後その数値は著しく増加し、1992年には、合衆国発行会社による主要なドル建て転換社債の市場価値総額460億ドルに対して29%を占めるに至っている。メリル・リンチがLYONsを開発して以来、他の会社も、LYONsと類似の構造をもつ転換社債を、2003年末時点で全部で12本提供しており、そのうち10本の売却から得られた総額は、29億ドルに達するとのことである。メリル・リンチは、Index LYONsなど、若干異なる特徴を加えたものも含めて、44の異なるLYONsを引き受けているとのことである。このようにLYONsが転換証券市場において高い割合のシェアを獲得できたのは、他の点では変わらないのに、早期の償還（redemption）の可能性が、伝統的な転換社債と比べて少ないからであるとされている。

メリル・リンチは、2002年3月にも、自社の保有する株式への転換権の付いた30年もののLYONsを、20億ドル販売している²⁰⁾。これは、初めての変動利率の転換社債であり、LIBORを2%ポイント下回る利率に、ただしゼロから5.5%の範囲内で、四半期毎に見直される。

課税との関係では、ゼロ・クーポン債には、つぎのようなデメリットもあると指摘されている。内国歳入庁（Internal Revenue Service）は、債券保有者に対して、当初発行割引額（original issue discount）と呼ばれる金額で、表面上毎年利子の支払を受けているように課税する。そのため、納税者（証券保有者）は、社債の期限が到来して利子が支払われたのと同じ効果を受けるまで、所得を得ていないにもかかわらず、実現していない所得について、税金を支払わなければならないことになる。それでもゼロ・クーポン債は、退職勘定のような税制優遇があり、課税の繰延措置がある場合には、魅力的な投資商品とされている²¹⁾。

20) Johnson & McLaughlin, *supra* note 4, at p. 868.

21) Markham & Hazen, *supra* note 16, at p. 179.

(2) STRYPES

STRYPES (Structured Yield Product Exchangeable for Stock) は、やはりメリル・リンチが開発した商品であり、基本になるのはメリル・リンチの3年ないし5年ものの負債性証券である²²⁾。利子は固定利率で4半期毎に支払われる。転換が行われると、この負債性証券の保有者に対して、他の会社の株式(転換対象証券)、または、証券保有者が選択すれば金銭が交付される。転換によって交付される株式の数または金銭の額は、転換によって取得される株式の市場価格(償還期限前の特定された取引日を通じた期間における当該証券の市場価格平均)に基づいて、所定の公式によって算出される。転換の決定権は発行会社が留保しており(強制転換型)、証券保有者には、別会社の株式または金銭を受け取る以外の選択肢はない。STRYPESは、いわば他社株転換可能債であるが、いわゆるEB債とは異なるものである。EB債は、償還日までの特定の日等に対象銘柄(転換対象株式)が一定の価格以上であれば額面をそのまま金銭で償還し、逆に一定価格未満であれば、対象銘柄を一定の株式数で償還する社債とされる。

転換によって交付されることになる他の会社株式を保有する者にとって、STRYPESにはいくつかのメリットがある。まず、当該株式を契約時点の価額で売却することができる上に、転換証券の保有者が金銭の交付を選択すれば、株式を保有し続けることも可能である。しかも、当該株式についての議決権、配当受領権を株式の交付まで保持し続けることができ、租税の支払はあとに回すことができる。

STRYPES発行者には、他の会社の株式または金銭を交付する義務があり、当該他の会社株式を保有する者との間で先渡契約(a forward purchase contract)を締結することによって、この義務の履行が担保される²³⁾。この先渡契約は、前払い方式(株式保有者が事前に支払を受領する方式)か、または、STRYPESの期限満了時に決済する方式のいずれかによって履行される。他会社株式を保有する者の信用状態により、契約において、当該株式の交付義務の履行を担保するために当該株式の預託が要求され、または、期限満了時における決済の方式がとられる。契約において、反稀釈化条項も定められている。

連邦証券諸法に基づく開示の点をみると、STRYPESの発行者は、通常、フォームS-3により登録を行う。転換対象証券の保有者が転換対象証券の発行を支配していないことが不明な場合、または、転換対象証券がルール144の意味における制限証券(restricted securities)である場合には、転換対象証券を取引開始時までに登録することも必要である。この場合には、STRYPESの発行者と転換対象証券の発行者の双方が、それぞれに登録届出書を提出するか、事前登録制度を利用することになる。STRYPESに関する目論見書には、転換対象証券に関する目論見書を添付しなければならない。

22) 以下の記述は、Johnson & McLaughlin, supra note 4, at p. 894以下による。

23) Ibid., at p. 895.

STRYPESの発行者および転換対象証券の発行者は、ルール424(b)に基づいてSECに対し、それぞれ目論見書を提出する。SECとの協議の結果、転換対象証券の発行者が、STRYPESの満了までの期間を通じて、1934年法の下で登録された種類証券を有している限り、STRYPESの満了の時点では転換対象証券に関する目論見書の交付義務はない、ということになっているようである²⁴⁾。

2 転換価額下方修正条項付転換証券

普通株式への転換権付き優先株式には、転換条項における転換価額が、固定されておらず、普通株式の市場価格を基礎として変動するものがある。たとえば、転換時点の市場価格を基準に一定の割合で転換価額が割り引かれているものがあり、これにより、常に、優先株式を転換時点の市場価格より所定の割引率で割り引いた転換価額で、普通株式に転換する転換権が付与される。そのため、転換時点における普通株式の市場価格が低ければ低いほど、優先株式の転換によってより多くの普通株式を受け取ることが可能になる。この種の転換証券は、株式価格の劇的な下落を導く場合があり、それに伴って発行会社と発行会社の既存株主双方にネガティブな影響を与える。そのため、下限なし転換証券 (floorless convertible)、有毒転換証券 (toxic convertible)、デス・スパイラル転換証券 (death spiral convertible)、あるいは、歯車付転換証券 (ratchet convertible) 等と呼ばれており、濫用されやすいことが指摘されている²⁵⁾。前述のように、SECは、そのホーム・ページにおいて、かかる転換証券の危険性に注意を喚起している。SECは空売り規制導入の提案においても、規制を要する根拠としてこのような実務を紹介している²⁶⁾。

このような転換証券がアメリカにおいて現れた背景には、2000年のITバブルの崩壊があったと指摘されている²⁷⁾。すなわち、2000年にナスダックのハイテク・バブル (ITバブル) が崩壊した後、多くのハイテク企業の株式は、株式公開時の価額と比べて、市場価格が凋落した状態にあった。これらの会社や創業間もない会社では、公開市場を通じて流入する資金が枯渇し、社債市場からも、また伝統的な金融手法によっても、資金の調達ができない状況にあった。そのような中で、これらの会社に残されたのは、新たな資金調達の手法の開発であり、そのような手法の一つが、PIPEs (private issues of public equity) と呼ばれるものであった。PIPEsにおいて、これらの会社は、ハイ・リスクをとるプライベート・ファンド (privately managed funds) に、しばしば市場価格より割り引いた安い価

24) Ibid., at p. 897.

25) Markham & Hazen, *supra* note 16, at p. 222.

26) SEC, Release No. 3448709 (Oct. 2003). なお、SECの空売り規制の動向については、たとえば、関雄太「空売り価格規制の広範な緩和を視野に入れるSEC」資本市場クォーターリー 2005年冬号53頁以下。

27) William J. Carney, *Corporate Finance Principles and Practice* (2005), at p. 643; D. Nayini, *The Toxic Convertible: Establishing Manipulation in the Wake of Short Sales*, 54 *Emory L. J.* (2005), at p. 721.

額で株式を売却（発行）したが、多くの事案では、株式の発行は間接的な方法を通じて行われ、プライベート・ファンドは当該会社の転換社債や転換優先株式を取得したのである²⁸⁾。

いくつかの事案では、転換に関する稀釈化防止条項が、新株発行による稀釈化の危険からばかりでなく、株式発行のため市場価格がさらに下落する危険からも、買主を保護していた。典型的には、社債または優先株式が確定した転換価格で転換されるのではなく、権利行使時の市場価格に対して10ないし15%のディスカウントで転換された。このことのために、社債権者が普通株式に伴うマーケットリスクに曝されないという点で、転換権付きの社債等は、むしろ転換権のついていない伝統的な社債と類似のものになっていたともいわれている。通常、転換権は、転換権を有する者にこの種のリスクを負担させる。しかし、このような修正条項の付いた転換証券では、マーケットリスクのすべては、既存株主へとシフトさせることができる。いくつかの係争中の訴訟事件では、資金提供者による空売りが転換請求に先立って行われ、空売りをカバーするために株式が提供されたと主張されていた。もし空売りの規模が十分大規模で、市場に流動性がないとすれば、そうした売却は、厚みのない市場において株価を急激に引き下げ、転換に基づいて発行される普通株式の数を著しく引き上げることになる。いくつかの事案では、空売りによって株価が90%以上下落し、最終的な転換は、発行会社の支配権を資金提供者に与えるに足る株式数に達した、と主張されている。これらの会社の多くは、その株式がナスダックのOTCブリテンボード（over the counter Bulletin Board: OTCBB）²⁹⁾で取引されており、トレーダーが空売りによって明らかに株価に影響を与えることができるほど、株式の取引量が少なかったといわれている。

これらをみると、わが国で近時普及したいわゆるMSCBが、アメリカにおいて2000年頃から利用され、問題を引き起こしていた転換証券であったことがわかる。なお、アメリカの実務では、四において検討する裁判例にも見られるように、転換価額下方修正条項付転換証券を使って、会社が資金調達を行う場合には、当該転換証券の引受先等の資金提供者との間において、転換対象証券である普通株式の転売禁止特約を締結することが一般的なようである。これによって、デス・スパイラル状態の発生を防ごうとするものようである。この点では、わが国の実務と相違が見られる。

1933年証券法の下では、適用除外に該当しない限り、株式の販売前に、すべての株式について同法5条に基づく登録を行わなければならない。習熟投資家³⁰⁾（a sophisticated

28) Carney, *ibid.*, at p. 643.

29) ナスダックの取引システムの一つであり、OTCBBに登録する企業は、SECに対する財務諸表の登録義務がある。参照、日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場2005年版』138頁（日本証券経済研究所、2005年）。

30) 証券取引法における適格機関投資家に相当するが、より広い概念である。

investor) への販売は、典型的には、証券法4条2項の“私募”免除に基づき登録を免除されるが、他方、投資家の大きな集団への販売には、典型的には、4条2項の下でのセーフ・ハーバーである、レギュレーションDのルール506に基づく免除が適用される。これは典型的には、投資家集団が、富裕な個人か、特定の法人投資家のいずれかである、適格投資家³¹⁾ (accredited investors) を含む場合に利用される。いずれの場合においても、これらの投資家は、分売のためではなく、投資のために株式を取得している旨の表明 (investment representations) を行わなければならない、証券上にその趣旨の記載をしなければならない。これらの適用除外を利用する場合、公開会社の投資家は、一般に、転売まで1年間は、株式を保有し続けなければならない。さらにこうした転売については、3ヶ月ごとに量的上限があり、週の取引平均量を超えてはならず、または、発行済み当該種類株式の1%を超えてはならないとされる。これらの制限のために、転換後に空売りをカバーするために株式を分売しようとする資金提供者等は、借り主から、転換対象となる普通株式を登録する旨の確約を取り付けておく必要がある。借り主はこの確約を遵守して、多数の普通株式を発行しうる余地を確保するため、事実上、未発行の授權枠のすべてを登録しなければならないことになる。

また、連邦証券諸法においては、有価証券報告書提出会社の株式のかなりの量を取得する権利を持つ者は、一定の開示規則の対象となる。たとえば、改正ウィリアムズ法の下では、社外種類株式の5%を超えて保有する受益的保有者は、フォーム13Dを提出しなければならない (いわゆる5%ルール)、ルール13d-3(d) によれば、60日以内に株式を取得できる権利を有する者も、証券の受益的保有者とみなされる。したがって、空売りによって転換権保有者の取得できる株式数が増加すれば、この開示義務が発動することになる。同様に、16条の短期売買差益に関する規定が、種類株式の10%を超えて有する受益的保有者に適用され、ルール16b-1により、適用対象となる受益的保有者の定義は、5%ルールの場合と同様とされる。

四 転換価額下方修正条項付き転換証券の濫用例

近年、転換価額下方修正条項付転換証券を利用し、転換対象証券である普通株式の空売りによって株価を操作することで、発行会社および一般投資家に損害を与えたとして争われる事案が数多く発生している³²⁾。ここでは、転換価額下方修正条項付転換証券が濫用された事案をいくつか取り上げてみる。主たる争点の1つは、融資資金の提供者による空売

31) 適格投資家概念および関連する連邦証券法の規制については、川島いづみ「ベンチャー企業の資金調達と証券取引法」ジュリスト1254号(2003年)171頁。

32) Nayini, *supra* note 27, at p. 721.

りが、1934年取引所法10条(b)項およびルール10b-5の下で、詐欺または相場操縦に該当するか否かである³³⁾。

1 Log On America, Inc. v. Promethean Asset Management LLC.³⁴⁾

この事案では、裁判所は原告の主張を認めなかったものの、判決文において、転換価額下方修正条項に言及している。

〔当事者〕

原告であるLog On America, Inc.は、デラウェア州の会社であって、電話サービス、高速インターネット・アクセス、および、ケーブル番組配信業者である。原告は、転換権付き優先株式とワラントの発行会社(売り主)である。被告は、ニューヨーク州で組織された、事業活動を行うLLCであって、本件転換証券の買い主である。

〔事案の概要〕

2000年2月23日、原告は、次のような内容を含む融資契約を被告らと締結した。(1)証券取得契約、(2)登録権契約(registration right agreement)、ならびに、(3)原告会社のA種転換優先株式の発行、優先権およびその他の権利の証書、である。この取引契約に基づいて、被告らは、原告に1500万ドルを支払い、原告会社の転換権付きA種優先株式1万5000株、および、普通株式を取得することのできるワラント594,204個を取得した。原告の主張によれば、被告らは、大量かつ不法な空売りによって、売り手の普通株式の市場価格を人為的に操作して、連邦証券法等に違反したとされる。

〔裁判所の判断〕

裁判所は原告の請求を認めなかったが、判決の中で、下方修正条項について次のように言及している。すなわち「被告は、その有する優先株式を転換時点の市場価格より所定の割引率で割引かれた価額で、普通株式に転換する転換権を付与されていた。原告の主張によれば、この種の優先株式は、転換割合が変動する(based on a “floating” conversion ratio)ため、下限なし転換証券、有毒の転換証券、あるいは、デス・スパイラル転換証券として知られている。原告によれば、転換時点における普通株式の市場価格が低ければ低いほど、被告は優先株式の転換によって、より多くの普通株式を受け取ることになる。」³⁵⁾

33) 問題となる市場が、もっぱら店頭市場等であるため、取引所法9条(a)項ではなく、10条(b)項およびルール10b-5の適用となる。なお、アメリカの相場操縦規制については、今川嘉文『相場操縦規制の法理』(信山社、2001年)。

34) 223 F. Supp. 2d. 435 (S. D. N. Y. 2001).

35) Ibid., at p. 440.

2 Internet Law Library, Inc. v. Southridge Capital Management, LLC ³⁶⁾³⁷⁾

〔当事者〕

原告であるITISは、デラウェア州の会社であり、同社の株式はナスダックの OTCブリテンボードで取引されている。原告は、当初Internet Law Library, Inc.として法的調査と訴訟支援サービスのためのインターネット・サイト運営会社を営んでいたが、現在はITISとなり、Internet Law Library, Inc.を子会社としている。原告は、ITISの他、そのCEOおよび同社の複数の株主である。被告は、Southridge Capital Management LLCの他、複数の個人（Stephen Hicks, Daniel Pickett, Christy Constable, Mark Valentine...）、Thomson Kernaghan & Co. Ltd.、TK Holdings, Inc. およびCootes Drive LLCである。

〔事案の概要〕

2000年3月、ITISは、事業プラン実行のための資金調達過程にあり、同社のCEOであるCarrは、被告Southridge Capital Management LLC（以下、Southridge）を紹介され、ITISの代表者として、Southridgeの代表者である個人被告らと、同年4月にかけて交渉を行った。

原告の主張によれば、この交渉の中で、個人被告らは次の事柄を含む多くの偽り（misrepresentations）を述べていた。すなわち、(1) ITISが必要とする資本金2800万ドルは、300万ドルの転換権付き優先株式の取得、および、2500万ドルのエクイティー・ライン契約（equity line agreement）で構成されて、ITISに提供される、(2) 被告らは、ITISに長期的な利益を考えて投資するので、契約締結後1年間はITISの株式を売却しない、(3) 被告らは、株価を引き下げる意図で、ITISの株式価格を操作するようなことはない、(4) 被告らは、ITIS株式の空売りは行わない、(5) Southridgeは、適格機関投資家であって融資契約の要件を満たす、(6) ITISの株式は、投資目的で取得されるものであって、分売や転売目的ではない、等である。これに対して、被告の主張によれば、交渉の結果、空売り禁止期間は6カ月に引き下げられたとされる³⁸⁾。

前述のような偽りを信じて、2000年5月11日、原告会社は、Cootes Drive LLCとの間で、転換権付き優先株式の「取得契約」を締結した。Cootes Drive LLCは、Southridgeに代わって署名した者である。この株式取得契約に従い、ITISは、転換に当たり普通株式をCootes Drive LLCに発行できるように、SECに対して登録届出書を提出した。第2の登録書類が効力を発する前に、被告の1人、Thomson Kernaghan & Co. Ltd.（以下、Kernaghan社）が、原告の主張によれば、空売りはしない旨の約束に違反してITIS株式を

36) 223 F. Supp., 2d 474 (S. D. N. Y. 2002).

37) 本判決は、Markham & Hazen, *supra* note 16, at p. 222; Carney, *supra* note 27, at p. 645 以下において、比較的詳細に取り上げられている。

38) 223 F. Supp., 2d 474 (S. D. N. Y. 2002), at p. 478.

空売りし、株価を操作しようとした。Kernaghan社は、ITIS株式を、7月18日に1,500株、7月19日に5,000株、7月27日には1万株をそれぞれ空売りし、10月5日に19,306株の空売り株式を買い戻し (closed)、10月6日に29,306株の空売り株式を買い戻し、10月10日に61,806株の空売り株式を買い戻したと、主張されている。同様のパターンの空売りを繰り返して、Kernaghan社の空売りのポジションは、2001年1月19日までに150万株近くまで増大し、2001年2月2日までには、876,894株に減少していた³⁹⁾。

原告の主張によれば、一般的にあって、この空売り行為は、被告らが投資しているITIS社の株価を操作するために、繰り返し行ったより大きな戦略の一環であった。原告によれば、個人被告Hicks、PickettおよびValentineは、デス・スパイラル融資スキーム (“death spiral” funding scheme) に習熟した実務家であって、そのスキームにおいて、被告らは、標的公司に融資を提供し、空売りで株価が下落することを望んで、積極的に当該標的公司の株式を売り続けた。この株価下落は、“toxic convertible”として知られる契約のために、被告らがより多くの普通株式を受け取ることを可能にする。“toxic convertible”とは、優先株式が、転換の際の普通株式の市場価格と比較して、割引価額で普通株式に転換されることを認めるものである。被告らは、彼らの空売りのポジションをカバーするために転換によって追加的に取得した株式をつかって、株式が空売りされた価格と転換価額との差額から、ずる賢く利益を得ていた。さらに、被告らは、転換した株式を使ってさらに株価を押し下げたので、故にデス・スパイラルと特徴付けられる。原告は、訴状 (答弁書) において、被告らが仕掛けたtoxic convertibleまたはこれと同様の融資スキームによって犠牲になったとみられる会社を25社以上リストアップしていた⁴⁰⁾。

〔裁判所の判断〕

裁判所は、1934年取引所法10条(b)項およびルール10b-5違反の不実表示 (misrepresentation) および株価操縦、コモン・ロー上の詐欺、ならびに、ニューヨーク州法に基づく契約違反の主張について、被告による棄却請求の主張を斥けている。

判決において裁判所は、欺罔の意図 (scienter) の立証に関連して、次のように述べている。すなわち、「被告らは、転換権の行使により普通株式を追加的に安く取得して、空売りのショートポジションをカバーすることができるために、株価が下落する中でITIS株式を空売りすることによって、かなりの利益を得られる立場にいた。……加えて、被告らは、一旦株価が1ドル50セントを下回れば、2500万ドルの普通株式による融資義務を免除されるものとされていた。そのような経済状況は、被告らにITIS株式の株価操縦について、欺罔の意図を与えるものである」⁴¹⁾。

39) Ibid., at p. 479.

40) Ibid., at p. 479.

41) Ibid., at p. 484.

3 GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt⁴²⁾

本件は、第三巡回区控訴裁判所が、デス・スパイラル転換証券による融資スキームについて、相場操縦に該当するための要素をはじめて明示的に判決の中で示した事案である、と評価されている⁴³⁾。ただし、事件が起こったのは、1996年から1997年にかけてであり、ITバブルより以前の事案である。

[当事者]

本件では、原告であるGFL Advantage Fund, Ltd.が資金提供者であり、被告Douglas Colkittの側が、事業資金を求めて原告と契約を締結した。被告は、医師免許とMBAの学位を有し、EquiMed, Inc. (以下、EquiMed) およびNational Medical Financial Services Corp. (以下、National Medical) という2つの医療サービス事業会社の創業者であり、前者の発行済株式の73%および後者の発行済株式の38%をそれぞれ保有する大株主であった。

[事実の概要]

被告は、保有する様々なビジネス・ベンチャーのための資金を求めており、EquiMed およびNational Medicalの株式への転換権を付けて、原告から、それぞれ別個の契約で資金提供を受けた。いずれについても、転換権の転換価額は、株式の市場価格に対して一定の割引価額とされていた。被告の主張によれば、それぞれの貸付から2~3カ月以内に、原告は一連の空売りをを行い、かつ、空売りをカバーするために転換権を行使し始めた。そのため双方の株価は下落し、交付を請求する株式数も増大した。こうした空売りは連続的に行われたが、他の事件程大量のものではなかった。転換権の行使が度重なった時点で、被告が株式の交付を拒否したため、原告は本件訴訟を提起した。これに対して、被告は、原告による1934年取引所法10条(b)項およびルール10b-5違反(証券詐欺および相場操縦)を、反訴として主張した。なお、被告は、原告の株式交付請求を拒絶する代わりに、融資を受けた元本および利息を現金で返済する用意があることを通知していた。

[裁判所の判断]

原審の地方裁判所が、略式判決において原告の主張を認容したため、被告が控訴したが、控訴裁判所も、相場操縦等を示すに足る十分な立証がなされていないとして、原審の判断を支持し、被告の控訴を棄却している。

第三巡回区控訴裁判所は、10条(b)項およびルール10b-5違反の相場操縦を主張するためには、(1) 当該相場操縦が、有価証券の売買に関するものであること、(2) 相場操縦を行う者が、当該有価証券について市場に不実の情報を流したことまたはその需要と供給に

42) 272 F.3d 189 (3d Cir. 2001).

43) Nayini, *supra* note 27, at p. 737.

ついて不実の印象を作り出したこと、ならびに、(3) 当該有価証券の価格を人為的に下落させまたは騰貴させる目的で、当該行為に従事したことを、立証しなければならないとしている⁴⁴⁾。

4 SEC v. Rhino Advisors, Inc. and Thomas Badian, Civ. Action. No. 03 civ 1310 (RO)
(Southern District of New York)⁴⁵⁾

〔事案の概要〕

本件は、SECの提訴によるものである。SECによれば、被告ら(Y1・Y2)は、Sedona Corp. (以下、セドナ社)が被告Y1の顧客に発行した転換社債(convertible debenture)について、当該顧客に300万ドルの経済的利益を得させるために、セドナ社の普通株式について株価操作を行ったとされる。当該転換社債は、顧客に、転換の前5日間の市場価格に対する割引価額でセドナ社の普通株式への転換権を付与するものであった。この方式によれば、セドナ社の普通株式の市場価格が安ければ安いほど、顧客は多くの普通株式を取得することができる。

社債の売買契約は、明示的に、社債が発行されている間において、被告Y1の顧客がセドナ社株式の空売りをすることを禁止していたが、SECの主張によれば、この契約条項にもかかわらず、被告Y1は、顧客のために、転換権の行使前に集中的な空売りをを行い、これによりセドナ社の株式価格を押し下げた。これにより、顧客は空売りが行われない場合よりも多くの株式を取得した、とされている。

〔裁判の結果〕

被告Y1およびY2は、SECの主張を肯定することも否定することもせず、以下の点に同意している。第1に、連邦証券諸法の詐欺防止規定(とくに、1933年法17条(a)項、1934年法10条(b)項、およびルール10b-5)の違反について、差し止めに同意した。第2に、被告Y1およびY2は、100万ドルの民事制裁金(civil penalty)の支払いに同意し、第3に、被告Y1は、1934年法21条(a)項に基づくSECの命令に従い、SECの認める独立コンサルタントを雇用すること、コンプライアンスの方針と手続を見直すこと、独立コンサルタントの勧告を実施することに同意した。

なお、セドナ社については、別に、SEDONA Corp. v. Ladenburg Thalmann & Co., Inc.; Pershing, LLC; ... John Does 1 to 150 (US District Court, Southern District of NY) 事件においては、セドナ社が原告となって、やはり同社の転換価格下方修正条項付転換社債、G種転換優先株式等について、市場価格の下落による損害5億ドルと、契約上の任務懈怠に

44) 272 F.3d 189 (3d Cir. 2001), at p. 207.

45) SEC, Lit. Release, No. 18003/Feb. 27, 2003.

よる損害1億6000万ドルの賠償を求める訴えを提起している。

訴状の中には、ニューヨーク州南部地区裁判管轄において、同種の事件が他に少なくとも7件係争中である旨の記述がある。

五 むすびに代えて

わが国の転換価額下方修正条項付転換社債については、その発行が有利発行に当たるかに否かについて議論があり、当たらないとする見解も有力なようである。しかしながら、このような転換社債を保有する者が、転換対象証券である普通株式の価格変動リスクに全く曝されず、常に利益を得られる仕組みになっていることからすれば、有利発行に該当することは明らかであるように思われる⁴⁶⁾。

他方、証券取引法との関連では、議論は始まったばかりの状態にある。EB債については、平成13年1月から平成14年12月にかけて、証券取引等監視委員会の勧告に基づいて金融庁が処分を行った事例が9件存在しており⁴⁷⁾、2000年にEB債が一種のブームになっていたことを思うと対応が果敢であったといえることができる。転換価額下方修正条項付社債についても、本稿で取り上げたアメリカにおける判例法の動向などを参考に、係る転換社債に関連して転換対象証券の相場を押し下げのために空売りが行われている場合等には、規制当局によって適切な対処がなされることが望まれる。また、アメリカの判例に登場する資金提供者等に、著名な投資銀行等がみられないことからして、わが国の証券会社が転換価額下方修正条項付転換社債をはじめとする私募CB等を取り扱う場合について、仲介者としての責任を明確化し、規範形成につなげることが求められる⁴⁸⁾。

本稿においては、転換証券の中でも、転換価格下方修正条項付転換証券の濫用に検討の重点を置いたことから、転換証券が連邦証券法上どのように扱われるかをはじめとして、転換証券一般に関するアメリカ法の検討が充分には行われていない。この点については、別稿において検討を行いたいと考えている。

46) たとえば、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」企業と法創造5号（2005年）79頁。

47) 和仁亮裕＝山中真人＝熊谷貴之「証券会社の行為規制府令の実証的検討—EB債・特別の利益提供に関する金融庁処分事例の分析—」商事法務1657号（2003年）14頁以下。

48) 証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会「論点整理」12頁。