

# 証券市場における 時価転換社債の問題点

桑 田 勇 三

## 目 次

- 第1 わが国の資本構成のひずみ
  - (a) 間接金融偏重の是正—(b) 直接金融重視の必要性—(c) 公社債市場の正常化
- 第2 株式時価発行の反省期
  - (a) 発行会社の過信—(b) 定着論者の誤り
- 第3 時価転換社債の発行を見るまで
  - (a) 転換社債の種類—(b) 普通社債との区別
- 第4 発行市場の問題点
  - (a) 英米の転換社債の発行状況—(b) 西独の発行状況—(c) わが国の発行事情
- 第5 流通市場の問題点
  - (a) 市場性—(b) 売買の必要性—(c) 売買投資の採算—(d) 転換の事務的問題
- 第6 時価転換社債の長所と短所
  - (a) 企業側の長短—(b) 投資者側の長短
- 第7 時価転換社債に対する今後の対策
  - (a) 転換社債に対するPRの必要—(b) 発行会社と株主優遇策—(c) 米国企業経営者の心構え(株主優先)—(d) 証券取引所の立場—(e) 大株主である生保の時価発行に対する要望
- 第8 む す び

## <第1> わが国の資本構成のひずみ

### (a) 間接金融偏重の是正

戦前は、企業の資本について自己資本60%、他人資本40%であったのが、最近では負債83%、自己資本17%である。その自己資本17%は資本金(株式による資本)8.7%、資本剰余金0.9%、利益剰余金7.4%の割合で、株式による資本は僅かに8.7%に過ぎない。今、我国企業の負債、資本のうち株式、社債の占め

る比率をみると次のようである。

わが国法人企業の負債、資本内訳 (億円単位)

(銀行、損保を除き資本金200万円以上32万社)

負債、資本 1,275,852億円 (45.6 末現在)  
(1,329,694) (45.9 " )

内訳	負債 1,050,062 (1,090,903) (83%)	流動負債 748,025 うち (776,944)	買掛金 381,304 (支払手形を含む) (399,810)
			金融機関借入金 200,225 (209,736)
	固定負債 302,036 うち (313,958)	金融機関借入金 197,000 (205,157)	
		社債 26,767 (2.1%) (27,820)	
資本 225,790 (238,791) (17%)	資本金 (株式) 101,053 (8.7%) (104,455)	その他 124,737 (134,336)	その他

(註) 大蔵省証券局企業財務第一課「法人企業統計季報」

それから、負債83%のうち、長短金融機関借入金は31.3%、社債は2.1% (社債発行の率が戦前よりはるかに低い) であって、社債による企業資本の率は、米国の社債第一主義に比較してみても極めて低率である。

これは、わが国の企業経営者が証券による株式、社債を軽視し、金融機関からの借入金を重視したもので、結局、企業資金に対する支配権を金融債権者に掌握されても止むをえないこととなるのである。

(b) 直接金融重視の必要性

そこで、狭義の資本市場 (発行市場中心) を振興し、直接金融の比重の増大をはからねばならない。他方、個人金融資産を増大し、公社債投資、株式投資による貯蓄の構造化をはからねばならないのである。

個人金融資産構成 (昭42年末)	預貯金	(米国) 46%	(日本) 65% (24兆円)	株式 14%
		証券 54%	35% (18.2兆円)	

## 債券の発行条件と利回り

(46. 1 実施)

種 類	条件と 利回り	発行価額 額面 100 円につき	利 率 (年)	期 限	最終利回り
					年 利
電 力 債		98円	7分6厘	7年	8.046%
一般事業債	A	98円	7分6厘	7年	8.046%
	A'	97.50円	7分6厘	7年	8.161
	B	97.25	7分6厘	7年	8.218
	C	97.50	7分8厘	7年	8.366
	D	97.00	7分8厘	7年	8.483
政府保証債		98円 (20銭戻し)	7分	7年	7.478
		98円 (40銭戻し)	7分	7年	7.523
地 方 債		98.50円	7分5厘	7年	7.831
長 期 国 債		97.60	6分5厘	7年	7.011
短 期 国 債		99.1164	割引歩合 5.375%	2ヵ月	5.515
金 融 債	割引	94.61円	割引歩合 年5.83%	1年	5.697
	利付	99.50円	7分5厘	5年	7.638
加入者引 受電信電 話債券	割引	50円	年複利 7分3厘8毛	9年 9ヵ月	年複利 7.38
	利付	100円	7分4厘	10年	7.4

(註) 割引金融債の発行価額は償還差益の8%を加えたもの(税込)

## (c) 公社債市場の正常化

公社債市場の正常化が叫ばれて久しい。しかも政府は、社債などの発行条件に規制を加えている。そのため、新規発行債(額面100円のもの98円発行)と、既

発債（時価97円など）との間に二重価格制が現存しているのである。また、証券会社もこの社債の引受会社として、割安な既発債をさしおいて、割高な新規発行債を売らねばならないのである。

これは、確定利付証券の発行条件に対する統制が、金融緩和されても、そのまま据置かれているためである。

そもそも、長期金利は、短期金利より高率であるべきである。それが戦後の企業資金の在り方は、成長経済に伴う民間設備拡大資金また急を要する運転資金の増大のため、借入れが短期資金の需要を増し金利が貸し手、借り手の需給関係からして call rate の月越物8%の高率を示しているのである（最需要期には10%以上となる）。

これに対し、長期金利例えば銀行1カ年半の定期預金が6%（1カ年もの5.75%）、普通社債A級で7.6%の低率である。この長短金利のアンバランスが是正されない限り、金利の矛盾は正常化されない。

これからも、銀行からの借金経営は、利子の返済だけでも10%位かかる。高度成長といっても、それを維持して、日本経済の成長に負けず取り残されぬよう高利を出しても倒産しないように努力している企業の現状である。

いうならば、これは異状経済で、経済は歪み、経済構造の変革とみるべきであろう。

## <第2> 株式時価発行の反省期

### (a) 発行会社の過信

わが国の株式の時価発行については、昭和43年から今年で第4年目をむかえた。

その間、小型資本の優良成長会社に、やや中型会社を加え30余社に及ぶ会社が、株式の不完全時価発行を原則（完全時価発行は少数会社で何れも成功していない）として株式の時価発行を行なった（城西経済学会誌第4巻2号、第6巻1号拙論時価発行論参照）。

これを見て、時価発行定着論者は、いかにも、米国式の完全時価発行が、わ

が国で定着したものとして論じてきた。

それが、昭和45年4月からの世界的株式の暴落と証券市場を楽観し過ぎた反動が、わが国の株価へ大暴落をもたらしたのである。

その間、株式の時価発行のタイミングのズレたものの時価発行は、発行株数の大量であったことも加わり、発行会社自らを過信して時価発行したために、かえって大失墜を演じた会社の実現した。

会社の経営者たるものは、株主や証券市場のことなどは、二の次で、しかと考えず、自由奔放に、自社のプレミアム獲得に浮身をやつした感があった。

そこで、毎日新聞の如きは、早くから「時価発行を顧みて」のテーマで、これが評論家に意見を求めて連続紙上に発表した。これによると、時価発行価額を割る自社の株価に対する会社の責任と発行価額を西独式に変更すべし、などの意見がのべられていた。また、生命保険協会は、生保の持株の立場から、米国式の完全時価発行の乱発は、株主の利益を害し、資本市場の健全な発展を損うものとして、時価発行に対して、しばしば反対している。

#### (b) 定着論者の誤り

とにかく、この株式の時価発行定着論者は、この際、猛反省をなして、根本的にこの問題について研究を新らたになすべきである。米国が50年の歴史を経過し、この株式の完全時価発行を漸く定着させたのに対し、わが国が、一時的に株価の上昇期に便乗して、しかも不完全時価発行を行なっても、その結果は、失敗に終わっている。わが国では、一時的に解決できる問題でないことは、これまで論じてきた通りである。これからも何回となく試行錯誤によって、時間をかけ一步一步地固めをなすべきである。すなわち、株式の額面増資から不完全時価発行の過程をパスして、完全時価発行へと円滑な移行と着実な推進が望まれねばならないのである。

いずれ、これら株式の時価発行の対策は、次回にゆずることとし、今回は、この株式の時価発行の欠を補う意味もあり、株価の値下りのため、株式の時価発行ができない事情のこともあり、時価転換社債がにわかに発行される好機に面し、「時価転人気」の言葉も生れ「値上りする社債」、「利息のつく株式」な

どの合言葉が使われている。

以下、時価転換社債の発行の推移、転換社債の長、短、海外と国内の事情ならびにこれが今後如何に成長し、また株式の時価発行と普通社債との関係のべ、転換社債に対する、一般の参考に資したい。

### <第3> 時価転換社債の発行をみるまで

#### (a) 転換社債の種類

一般に、社債の種類は、発行方法によって、普通社債と転換社債に分けられる。普通社債は、現在東証上場会社のうち上場社債銘柄24種（一社一銘柄に限られる）に及んでいる。

次に、わが国の転換社債は、昭和13年商法を改正し、第341条の2以下の条文によって、その発行が規定付けられ、転換社債の発行については、株主総会の特別決議によらねばならない。この転換社債は、国内、国外において発行されたが、次の如く転換価額によって区別されている。

転換社債	}	パー転換（国内これまで15社）
		時価転換
		{ 私 募
		{ 公 募（一般公募、株主優先募入、株主優先募入と公募の3種）

そこで、パー転換（額面転換）は、わが国では、これまで高島屋はじめ、15社によって発行された。

それから、時価転換社債については、米貨建のものが国内の発行に先だって発行され、欧州ものがこれについて発行された（米貨建昭45.7現在10社、欧州は14社）。

#### (b) 普通社債との区別

普通社債と転換社債の発行、転換の条件を比較してみると、次の通りである。

これら、海外ものの時価転換発行は、直接国内ものに影響はないと思われ、また、これを発行会社からみれば、国内ではこれまで転換社債というもののあり方が一般に衆知されていないので、その発行時期が未だしと思われていた。

しかし、この転換社債の発行を外貨債で体験してみると、株式の増資によるよりも、発行資金についてコスト安となり、且つ自社の海外へのPRによる一石二鳥のメリットとなった。他面、資本の自由化に伴ない、欧米の投資者は、日本経済の成長を、株式に投資する前に、この社債に投資する。これがまた日本株式への関心を高め、引いては、国内投資者に好影響を与えた。

#### 社債の発行並に転換の条件

条 件	種 類	普 通 社 債	時 価 転 換 社 債
銘 柄		東京電力第224回社債	東レ第1回転換社債
発行, 払込, 年月日		昭和45. 7. 20	昭和45. 7. 21
発 行 額		59億円	100億円
利 率		7.6%	7.9%
発 行 額		額面100円につき 98円	額面100円につき 100円
期 限		7 ヶ年	10 ヶ年
償 還 期 日		昭和52. 7. 29	昭和55. 7. 21
利 息 支 払		年2回払(1月, 7月の25日)	年2回払(3月, 9月の末日)
申 込 単 位		10万円単位	10万円単位
転 換 価 額			1株 138円
転 換 請 求 期 間			昭45.10 から 55. 7.19まで

#### <第4> 発行市場の問題点

##### (a) 米・英の転換社債発行状況

今や転換社債の発行は、世界的な趨勢であり、これが証券市場における地位も高まってくると思われる。

米国の場合をみるに、その転換社債の起源は、1843年エリイ (Erie) 鉄道会社の発行に端を発している。その間、130年の時間を経過しているが、その普及は1900年代になってからである。

今日、米の転換社債は、券面1,000ドルが普通で(まれに Baby bonds といって、500ドル, 100ドル, 50ドルの小額のものもある) 上場、店頭で600銘柄が売買されている。そこで、株式で富をなしたものがあると同様、転換社債の売買をなして巨万の富をつくりつつある現状である。

米では、株式に転換することは、比較的少なく、この転換社債を持ち続ける

うちに売却して利益をうる値幅があり、(以下説明するわが国の場合参照)株式に転換し、株式を売却して利を得るのは少ないようである。

とにかく、米では、一流会社が発行しているのだから、発行していない会社は二流とみられても致し方ないといわれる程一般化している。

次に、英国の場合は、証券による資本調達として、普通株、優先株、転換社債の発行によっている。優先株：転換社債＝7：1の比率であったものが、1968年から優先株の発行は影をひそめ、転換社債の発行が普通株の発行に比較して増加してきた(米は優先株1：転換社債7、普通株1：転換社債2の割合)。なお発行価格は額面金額に対し100%で、額面金額は、額面1,000ドルが普通である。

その他の証券による全資金調達に対する発行の割合をみると、

米(1969年) 普通社債 53.7%(減)、転換社債 14%(増)、株式 32%(別表参照)

英(1969年) 転換社債が19%から39%へ増加。

また紐育株式取引所の転換社債の上場銘柄数は、1970.2.1 現在で 186 銘柄(68社)であって、市場集中の売買が行なわれている。

#### (b) 西独の発行状況

第2次大戦までは一般に時価転換社債が発行の機運に至らなかった。それは株式の額面発行制が支配的であって、転換社債も par 転換では転換による merit が少いためであった。

従って、西独の場合でも、この転換社債の法制的なものは、1937年の株式法によってである。

その後、1951～53の間に私企業債の発行額3.33億マルクのうち時価転換社債が1.15億マルク、55年～59の間に24億マルク、64年 4,275億マルクと増加してきたのである。

次に、発行方法でわが国と異なる点は、完全公募でなく、株主に転換社債を割当てる。また社債権者に対し株式への転換権を与える。その他、発行条件として、利率は6.5%から最近5.5%、償還期は15カ年を普通としまれに10カ年、また転換価格は額面の例えば12%、あるいは15%を追加支払いする制度(事実上プレミアム発行)である。



米国の株式と社債の発行額

(単位 100万ドル, %)

	転換社債	一般社債	株 式	計
1963年	357 ( 2.9)	10,199 (81.6)	1,948 (15.6)	12,504 (100.0)
64	425 ( 2.9)	10,290 (71.1)	3,748 (25.9)	14,463 (100.0)
65	1,264 ( 7.9)	11,483 (72.1)	3,205 (20.1)	15,952 (100.0)
66	1,872 ( 9.5)	13,757 (69.5)	4,169 (21.1)	19,798 (100.0)
67	4,475 (17.2)	16,824 (64.8)	4,664 (18.0)	25,963 (100.0)
68	3,281 (12.9)	16,100 (63.3)	6,057 (23.8)	25,438 (100.0)
69	4,041 (14.0)	15,482 (53.7)	9,318 (32.3)	28,841 (100.0)

資料 NYSE Fact Book ( )は構成比  
株式は普通株と優先株(30%)の合計

転換社債の時価(米国)

株価が転換価格に近い7銘柄

会 社 名	転換価格	株 価	転換社債の時 価	転換社債の理論価格
Eckerd (Jack) Corp.	ドル 24.96	ドル 24 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	103.00	99.16
El Paso Natural Gas	17.86	17	104.25	95.16
Georgia-Pacific Corp.	57.50	52 <sup>1</sup> / <sub>8</sub>	111.00	90.65
Heublein Inc.	42.25	39	102.25	92.31
Houston lighting and Pwr	44.00	41 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>	104.00	94.32
MGIC Investment	61.00	52	100.50	85.25
Rheingold Corp.	30.00	27	100.00	90.00

(注) 資料 Standard & Poor's Bond Guide, 1970年8月.

(註) 別表米国転換社債の時価のうち理論価格の算出の例を2番目の El paso Natural gas によれば,

$$\text{理論価格} = \frac{\text{転換社債額面}}{\text{転換価格}} \times \text{株価} = \text{転換比率} \times \text{株価} = \frac{100\text{ドル(額面)}}{17.86(\text{転換価格})} \times 17(\text{株価})$$

$$= 5.599 \times 17 = 95.16\text{ドル}$$

理論価格とは、額面100ドルの社債を株式に転換して得られる金額をいう。

何れにせよ、わが国の昨年、本年の発行額には及ばないが、1964年以後一応時価転換社債の発行については定着したものとみられる。

(c) わが国の発行情形

外国の例にならい、国内の時価転換社債の発行は、昭和41年8月、日通が魁

別表1. 国内公募転

	発行会社	発行年月日	発行額 (A)	発行条件			転換条件	
				表面 利率	発行 価格	期限 (償還年月日)	据置期間	転換期間
額 面 転 換 社 債	土佐電気鉄道	昭和 24. 4. 5	百万円 25	% 12	円 100	3 年 (27. 4. 4)	3 ヵ月	24. 7. 6 ~25. 7. 5
	高島屋	24. 4. 15	30	10	100	3 (27. 4. 15)	1 5 ヵ月	25. 10. 1 ~27. 3. 1
	武田薬品工業	24. 7. 1	50	10	100	3 (27. 7. 1)	1 年	25. 7. 1 ~27. 3. 31
	土佐電気鉄道	24. 2. 20	25	12	100	3 (27. 12. 20)	6 ヵ月	25. 6. 21 ~27. 6. 20
	十合	27. 7. 15	100	10	100	3 (30. 8. 31)	2 10 ヵ月半	30. 6. 1 ~30. 8. 1
	田辺製薬	27. 9. 20	150	10	100	3 (30. 9. 20)	1 ヵ月	28. 9. 20 ~30. 4. 30
	徳永硝子	27. 1. 20	150	10	100	3 (30. 11. 19)	1 1 ヵ月半	29. 1. 5 ~30. 4. 30
	石原産業	28. 3. 25	550	10	100	3 (31. 3. 25)	1 2 ヵ月	29. 5. 25 ~30. 9. 25
	津上製作所	28. 3. 31	250	10	100	3 (31. 3. 31)	1 2 ヵ月	29. 6. 1 ~30. 9. 30
	大阪機工	28. 5. 15	150	10	100	3 (31. 5. 15)	1 2 ヵ月半	29. 8. 1 ~30. 11. 30
	大丸	29. 8. 31	275	10	100	3 (32. 8. 31)	1 9 ヵ月	31. 5. 1 ~32. 2. 28
	日本スピンドル製造	35. 1. 26	180	9	100	3 (38. 1. 26)	4 ヵ月強	35. 6. 1 ~36. 5. 31
	安立電気	36. 7. 31	180	8.5	100	3 (39. 7. 31)	1 2 ヵ月	37. 10. 1 ~38. 3. 31
	小糸製作所	38. 4. 1	757.5	8.0	100	3 (41. 3. 31)	1 ヵ月	39. 4. 1 ~40. 3. 31

けであった。しかし、これは、日通自体の特別の事情と転換発行の時期も熟さなかつたので現在の時価転換社債の発行を特に促したものではない。むしろ外貨建の時価発行の増発と今回の株式の時価発行が、アレルギー状態に追いこまれたこと、且つさきの小型優良成長株だけの株式の時価発行を横目でみた大中会社（事実時価発行を希望しても実行できない会社）は、苦肉の策として、金融引締めのため企業の経理を窮迫させたので、この時価転換社債の発行へ強行した会社もでてきたのである。また、そこには証券会社の勧誘による刺激もあった。いずれにせよ、私経済的に普通社債よりも、種々の長所が見出されるので、社

## 換 社 債 一 覧 表

件	転換済額 45.5月末 現在 (B)	転換率 (B/A)	募入率	受託会社	幹事引受会社	募集方法 (優先募入率)
円株 転換比率	百万円 (B)	%	%			
2,500—50	23	92.1	...	興銀	山一	株主優先募入 100株:2,500円
5,000—100	29	96.6	...	住友信 興銀	野村	" (総額引受)
5,000—100	48	96.0	...	住友, 興銀	野村	" (総額引受)
2,500—50	24	97.4	...	興銀	山一	" 100:2,500
5,000—100	98	98.0	...	大和	野村	" 3:100
500—10	148	98.6	...	三和, 東海	野村	" 10:500
500—10	0	0	...	大和	野村	" 20:500
500—10	535	97.2	...	大和	野村	" 20:500
50—1	0	0	...	大和	野村	" 10:250
500—10	0.3	0.2	...	大和	野村	" 20:500
500—100円株 5株	272	98.9	93.0	住友信 三菱	野村	" 10:500
50—1	180	100.0	96.7	住友信	大和	" 1:50(1:1)
50—1	179	99.7	...	住友信	大和	" 2:50
500—10	701	92.5	...	三菱, 住友 富士	日興	" 30:500

債の投資者がこれに親しみさえすれば、その発行、消化も容易となるのである。

以上のような時価転換社債発行の原因を醸してきたので、私募 (Private Placement) による転換社債も相当あるが、公募 (Public offering) したものをみるに昭和44年8月、日立金属 (無償交付つき) の発行から最近までの間に42銘柄 (46.7.10現在) にも及び、これに発行予定のものまで加えると、その発行総額は45年度で1,000億円 (別表参照) に近く、46年度は更に業種としては、金融、電力、陸運など公共性あるものが増加し、1,600億円に及ぼんとしている

銘柄	発行年月日	発行額	発行条件			応募者 利回	転 据置期間
			表面利率	発行 価格	償還 年限		
<米国市場>	昭和	万ドル	%	%	年	%	
日立製作所 (1次)	37. 9. 12	1,650	6.5	100	15	6.500	~
三菱重工業	37. 9. 25	1,000	6.5	100	15	6.500	62. 9. 12~62. 11. 30
東 芝	37. 12. 15	2,000	6.375	100	15	6.375	62. 12. 15~63. 5. 31
三井物産	38. 5. 1	1,000	6.375	100	15	6.375	63. 5. 1~63. 5. 31
日本通運	38. 6. 12	1,500	6.5	100	15	6.500	63. 6. 12~63. 11. 30
東洋運搬機	38. 6. 14	200	6.125	100	15	6.125	~
三菱電機	38. 6. 19	1,350	6.5	100	15	6.500	63. 6. 19~63. 9. 30
大日本印刷	38. 6. 27	500	6.375	100	15	6.375	63. 6. 27~63. 7. 31
小松製作所 (2次)	42. 12. 19	5,500	7.25	100	15	7.250	~
キャノン	44. 5. 26	900	6.50	100	15	6.500	69. 5. 26~69. 6. 30
伊藤忠	44. 12. 16	1,500	6.5	100	20	6.50	69. 12. 16~70. 3. 31
<欧州市場>							
武田薬品	38. 12. 10	1,500	6.0	100	20	6.000	63. 12. 10~64. 5. 31
キャノン	38. 12. 10	500	6.25	100	15	6.250	63. 12. 16~64. 6. 30
帝 人	39. 3. 9	1,000	6.25	100	20	6.250	64. 3. 9~64. 5. 31
伊藤忠	39. 3. 26	1,250	6.25	100	20	6.250	64. 3. 26~64. 9. 30
東洋レーヨン	39. 6. 9	1,500	6.25	100	15	6.250	64. 6. 9~64. 11. 30
日立製作所 (2次)	39. 7. 15	1,000	6.25	100	15	6.250	64. 7. 16~64. 11. 30
小松製作所	39. 10. 7	1,000 万DM	6.5	100	20	6.200	64. 10. 7~65. 2. 28
富士電機	40. 1. 4	4,000	6.25	100	15	6.250	65. 1. 4~65. 5. 31
三井物産	44. 1. 8	1,500	6.50	100	15	6.500	69. 1. 8~69. 6. 30
旭化成	44. 3. 15	1,500	6.25	100	15	6.250	69. 3. 15~69. 6. 30
小松製作所 (3次)	44. 6. 17	2,000	6.25	100	15	6.250	69. 6. 17~69. 8. 31
久保田鉄工	44. 9. 30	1,500	6.50	100	15	6.500	69. 9. 30~69. 12. 31
日立製作所 (3次)	44. 10. 29	3,000	6.25	100	15	6.250	69. 10. 29~69. 12. 31
東 芝	45. 2. 25	2,500	6.5	100	15	6.50	70. 2. 25~70. 4. 30
三菱電気	45. 3. 15	1,500	7.0	100	15	7.00	70. 3. 15~70. 5. 31

換 条 件		幹事引受会社または募集代理人	募集方法
転 換 期 間	転 換 価 格		
	円		
62. 9. 12~77. 9. 30	81.40	デイロン・リード	私募
62. 12. 1~77. 9. 29	84.00	F・ボストン, 野村	公募
63. 6. 1~78. 3. 30	97.00	スミス・バーニー, 野村	"
63. 6. 1~78. 3. 30	300.00	スミス・バーニー, 野村	"
63. 12. 1~78. 9. 29	222.00	メリル・リンチ, 日興	私募
63. 6. 14~78. 9. 29	契約後3年間 325.20 4年目から 339.90 6年目から 354.70	クラーク・イクウィブメントの全額買収	"
63. 10. 1~78. 9. 29	100.10	キダー・ピーボディ	"
63. 8. 1~78. 5. 30	460.50	デイロン・リード	"
67. 12. 19~82. 12. 31	134.20	メリル・リンチ, 野村	公募
69. 7. 1~84. 6. 33	380.00	ロープ・ローデス, ヒル・サミュエル 山一	"
70. 4. 1~89. 3. 30	133.00	レーマン・ブラザーズ	日興
64. 6. 1~84. 2. 10	224.60	モルガン・ギャランティ, 日興	公募
64. 7. 1~78. 12. 30	185.20	M・サミュエル, 山一等	"
64. 6. 1~84. 2. 28	155.30	バンク・ランベール, プライス, 日興	"
64. 10. 1~84. 3. 31	112.50	バーナム, 日興等	"
64. 12. 1~79. 3. 29	207.00	S・G・ウォーバーク, 野村等	"
64. 12. 1~79. 6. 30	104.00	ロスチャイルド, D・リード, 山一	"
65. 3. 1~84. 6. 28	130.90	シュローダー・ワグ, メリル・リンチ, 野村	"
65. 6. 1~80. 3. 15	67.50	ドイチェ・バンクの全額買収	私募
69. 7. 1~83. 9. 29	189.00	スミス・バーニー, シュローダー・ワグ, 野村	公募
69. 7. 1~84. 2. 27	137.00	デイロン・リード, 日興	"
69. 9. 1~84. 6. 29	329.00	ヘンリー・シュローダー, メリル・リンチ, 野村	"
70. 1. 1~84. 8. 15	242.00	スミス・バーニー, 日興	"
70. 1. 1~84. 8. 31	220.00	デイロン・リード, 山一, 野村	"
70. 5. 1~85. 2. 28	112.00	スミス・バーニー, 野村, クレディスト・スイス(バーナム), ドイツ銀行	"
70. 6. 1~85. 2. 28	98.00	ギダー・ピーボデー, 大和	"

## 国内時価転換社債の発行状況

(46. 4. 20現在)

会社名	発行額	発行年月	利率	転換価額	転換請求期間	募集方法
日本通運	100	41. 9	7.5	88	42. 4. 1~51. 3.31	一般公募 (株主優先募入)
日立金属	30	44. 8	7.7	258.50	44.10. 1~54. 3.31	"
日本瓦斯化学工業	15	44. 9	7.7	98	45. 4. 1~54. 3. 1	"
味の素	40	45. 2	7.7	255	45. 4. 1~55. 1.31	"
古河電気工業	40	45. 3	8.0	85	45.10. 1~55. 2.28	"
ブリヂストンタイヤ	60	45. 5	7.9	325	45. 7. 1~55. 4.30	一般公募
三越	60	45. 6	7.9	320	45. 9. 1~55. 5.31	"
東レ	100	45. 7	7.9	138	45.10. 1~償還期日の前日	"
沖電気工業	40	45. 7	7.9	227	45.10. 1~55. 7.30	一般公募 (株主優先募入)
三菱地所	100	45. 8	7.9	175	45.10. 1~55. 7.31	"
本州製紙	25	45. 8	"	138	45.11. 1~償還期日の前日	一般公募
旭化成工業	70	45. 8	"	128	45.11. 2~55. 8.12	一般公募 (株主優先募入)
王子製紙	35	45. 9	"	123	46. 4. 1~55. 8.31	"
関西ペイント	15	45.10	"	136	46. 1. 1~償還期日の前日	一般公募
日産自動車	120	45.10	"	158	46. 4. 1~55. 9.30	一般公募 (株主優先募入)
島津製作所	20	45.11	"	104	46. 4. 1~55. 9.30	"
住友金属鉱山	35	45.10	7.9	90	46. 4. 1~55. 9.30	"
光洋精工	30	45.12	"	125	46. 3. 1~償還期日の前日	一般公募
石川島播磨重工業	60	45. 9	8.0	85	46. 4. 1~55. 8.31	"
住友重機械工業	35	45. 9	7.9	119	46. 4. 1~55. 9.10	一般公募 (株主優先募入)
日本精工	40	45.10	"	168.60	46. 1. 1~償還期日の前日	一般公募
日立金属第2回 46年	30	45.12	"	255	46. 3. 1~55.12.10	"
日本軽金属	45.52	46. 2	7.9	128	46.10. 9~56. 2. 9	(株主優先募入)
日立製作所	120	46. 2	7.8	110	46. 5. 1~56. 1.24	株主優先と公募
三菱製紙	25	46. 2	7.9	111	46. 4. 1~56. 1.31	一般公募
日本ゼオン	25	46. 3	7.9	108	46. 6. 1~56. 3. 2	一般公募
シャープ	50	46. 3	7.8	283	46. 6. 1~56. 3. 2	一般公募

日本電気	100	46. 4	7. 8	238	46. 10. 1~56. 3. 31	一般公募 (株主優先募入)
日産ディーゼル	20	46. 5	7. 8	150	46. 10. 1~56. 3. 31	一般公募 (株主優先募入)
久保田鉄工	80	46. 5	7. 7	170	41. 8. 2~56. 4. 15	一般公募
日本電装	30	46. 5	7. 8	495	46. 7. 1~56. 4. 28	一般公募
グンゼ	25	46. 6	7. 7	100	46. 12. 1~56. 6. 3	一般公募
松坂屋	30	46. 6	7. 7	217	46. 9. 1~56. 6. 26	一般公募
大丸	40	46. 8			46. 11. 1~56. 8. 31	一般公募
安川電機	20	46. 8			46. 11. 1~56. 7. 31	一般公募
日本航空	140	46. 8			46. 10. 1~56. 7. 30	一般公募

(註) 転換価額は発行時のものでその後増資(無償株配なども)額面変更などあれば、その価額は変更される。

#### 最近国内株式と社債、転換社債の発行額(億円)

	転換社債	社債	株式
41年	100	4,527	4,265
42年	0	5,443	4,063
43年	0	5,126	5,606
44年	45	5,218	8,101
45年	955	6,713	11,173
46年	1,600(予想)	8,500	9,000

(前年度60%増)。

それに、ここしばらく企業の収益が減少することが予想されるので、増資も手控えられ、46年度増資払込額は9,000億円程度に減ずるであろう。

そこで、企業側は株式による増資より、時価転換社債の発行を歓迎する。しかし普通社債の月間発行額が調整されている現在から、また生保20社などの株式、転換社債の時価発行を忌避しつつある現状からして、この時価転換の発行についても、やがて調整されるであろう(発行状況参照のこと)。

なお、この転換社債の発行額は、その会社の授權資本の枠内の金額とみられ、社債から株式に転換した金額はその月末に毎月増資の登記を行なうことになっている。

## <第5> 流通市場の問題点

### (a) 市場性

まず、時価転換社債が払込日以後社債券が発行されれば、その市場性は証券会社間でつけられる。すなわち店頭売買から始まる。

しかし、店頭では、顧客の売買注文による値段が、証券会社によって区々である。市場性があるといっても、それでは公正を欠いた値段である。そこで、普通社債券の上場にならって、上場問題が必要となってくるのである。

ここで、普通社債券の上場審査基準の条件と転換社債券の場合とを比較してみると、普通社債の発行会社(約250社)は、その株券が上場されており、資本金300億円以上、その会社の発行した債券全銘柄の未償還額面総額が70億円以上であることを条件としている。

次に、時価転換社債の場合は、申請社債銘柄が、未償還総額10億円以上、本券の券面総額が当該証券の未償還額面総額の10%以上、不特定の法人、個人による消化が良好であること、当該債券発行後の経過年数が3カ年以内であることなど上場の基準は簡単である。

以上は、東京証券取引所の基準の要点であるが、実際問題として引受幹事証券会社では、その会社の資本金40億円以上、社債B格以上のものから選び申請する由である。

そこで、上場審査基準に適合するものから上場され、上場されれば株式の新規公開と同様な意義が生じ、売買は店頭売買の如く幹事会社へ片寄ることもなく、公正な価格が形成されるのである。

右のように転換社債の場合は条件が簡単であるが、証券取引所は、一応この銘柄の店頭売買の状況を3カ月くらいみた上で、発行会社からの上場申請を受け入れることとしている。

次に東証市場の売買高であるが、債券の上場は電話債を除き、国債15銘柄、一般公社債32銘柄、その売買高1日5,000万円程度であるのに比し、次の表の如く上場転換社債の売買高は増加する一途であり、株価の上昇につれ、転換社



## 東証における転換社債と事業債の売買高比較 (万円単位)

年 月	転 換 社 債		事 業 債	
	銘 柄 数	売 買 高	銘 柄 数	売 買 高
45年5月	3	10,350	24	65,900
6	3	10,210	24	70,000
7	3	14,730	24	69,600
8	3	44,550	24	67,300
9	3	23,020	24	71,200
10	8	92,920	24	70,400
11	10	102,220	24	80,000
12	16	124,590	24	83,300
8カ月 合 計		422,590		577,700
46年1月	18	151,780	24	60,000
2	20	481,860	24	60,700
6	28	1,140,000	25	67,500

債の一日の売買高が40億円以上に達した。

とにかく、これら社債券を発行する会社が増加するであろうから、上場銘柄数も多くなるものと思われる(昭46.7.10現在31銘柄)。

## (b) 売買の必要性

(イ) 所有している転換社債券そのものの値段が、投資価額(現在は券面100円のものパー発行である)より高くなれば、その社債券を売却して、利益がえられる。

(ロ) その会社の上場株式の時価が株券に転換する値段より低いとき、両方の価格が殆んど同じ位ときは、株式に転換する問題は生じない。

(ハ) 例えば、 $\text{Parity price} = \frac{\text{株価}}{\text{転換価格}} \times 100 \text{円 (券面額)}$  が転換社債の時価より高ければ、既発行の転換社債が割安であるから既発行ものを買って、株式に転換してもよい。

その株式の時価が、転換価格より高くなれば、高い程度に応じて転換が生じ、また、その株価の高騰に伴って転換社債の値段が騰る関連性が生じ、値段が高くなるに従って、その売買高も増加している傾向が伺われる。東京市場

## 昭和45年中東証株価と転換社債の値動き

銘柄	株 価	転換社債値段	転換社債 価 格	転換社債 上場月日	最近転換社債 の 時 価
	高 安	高 安	円	45年 月 日	46. 4. 17
味の素	398(8.28)~ 235(2.3)	152.10(8.28)~ 100.60(5.20)	255	5.11	130.10
東レ	167(3.31)~ 107(10.21)	100.60(10.1)~ 96.50(11.27)	138	10.1	105.50
旭化成	137(1.29)~ 105(4.30) □130(7.10)~ 100(10.15)	99.00(11.6)~ 96.20(11.28)	128	11.2	104.10
王子紙	158(1.6)~ 100(4.30) □134(9.12)~ 102(12.10)	100.50(12.1)~ 99.00(12.5)	123	12.1	104.10
本州紙	153(6.8)~ 80(12.8)	98.00(12.21)~ 96.50(12.25)	138	12.21	103.00
ガス化	130(9.5)~ 75(5.15)	128.50(9.5)~ 97.80(6.30)	98	5.11	102.50
関西ペ	169(7.7)~ 140(4.30) □168(11.10)~ 125(12.26)	103.00(12.21)~ 100.00(12.23)	136	12.21	119.00
ブリヂストン	327(3.30)~ 248(12.25)	102.50(10.1)~ 98.00(12.12)	325	10.1	105.00
日立金属	369(3.19)~ 281(2.4) □346(4.16)~ 206(5.20) □252(9.26)~ 205(12.18)	116.00(8.28)~ 100.00(5.15)	258.50	5.11	111.00
住友金属鉱山	128(3.7)~ 68(1.5) □90(9.9)~ 72(8.14)	100.10(12.25)~ 99.00(12.22)	90	12.21	107.10
古河電工	94(9.10)~ 62(5.27)	100.70(10.9)~ 97.00(12.17)	85	10.1	105.00
	142(1.6)~ 130(1.9)				

住友重機械	□130(3.20)~ 90(4.30) □119(9.1)~ 100(12.25)	101.50(12.1)~ 99.00(12.25)	119	12.1	104.00
沖電気	290(1.5)~ 160(4.30) □276(9.9)~ 189(6.13)	134.00(11.4)~ 116.50(10.5)	227	10.1	127.90
石川島	94(11.6)~ 68(4.30)	102.50(12.14)~ 100.00(12.8)	85	12.1	109.50
三越	362(8.24)~ 251(1.12)	112.50(11.2)~ 103.00(10.1)	320	10.1	120.00
三菱地所	227(1.5)~ 150(5.26) □195(11.5)~ 161(6.18)	114.40(11.6)~ 107.00(12.7)	175	11.2	125.00

の上場は、昭和45年5月11日から先ず3銘柄、次いで16銘柄、46年7月から31銘柄に及んでいる。また、45年10月1日から時価転換社債の立会時間が、前後場とも2時間延長されて、株式の立会時間と同じ時間となった。昨年上場月からの月別売買高を示せば、次の通りであるが、最近とくに、その売買高が増加している(46.6は1ヵ月最多の114億円)

#### 東京市場における時価転換社債の出来高(昭45年)

銘柄	5.11-30	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	8ヵ月合計
味の素	万円 5,600	万円 7,800	万円 8,070	万円 27,530	万円 11,130	万円 6,790	万円 8,460	万円 2,140	万円 77,520
瓦斯化	640	860	5,790	15,360	10,360	2,370	1,690	2,150	39,220
日立金属	4,110	1,530	870	1,660	1,530	1,010	1,170	550	12,430
小計	10,350	10,210	14,730	44,550	23,020	10,170	11,320	4,840	129,170

#### (c) 売買、投資の採算

株式に転換することであるが、時価転換社債は、原則的に社債という確定利付証券として、スタートするものであるから、株式のように値動きの巾があるとはいえなくても、最近の味の素、三越、関西ペイント、日立製作、日本電装、日産自、三菱地所などの転換社債は、株価と関連性をもって社債そのものにも

値幅が生じ、株式に転換する投資の妙味が生れてくるのである。

○時価転換社債の応募と売却（転換による）の一例

日産自動車の場合

転換社債 10万円応募

応募価格 @100円 株式への転換価額 158円

$$\frac{\text{応募価額}}{\text{転換価額}} = \frac{100\text{円}}{158\text{円}} = 0.6328\text{株}$$

$$0.6328\text{株} \times \frac{100,000}{100} = 632.8\text{株}$$

$$200\text{円}(\text{一株時価 } 46.4.14) \times 632.8\text{株} = 126,560\text{円}$$

$$126,560\text{円}(\text{売却値}) - 100,000\text{円}(\text{投資額})$$

$$= 26,560\text{円}(\text{手数料取引税は控除してない}) (\text{利益})$$

(d) 転換の事務的問題

転換社債を株式への転換請求は、証券会社を経由して、その発行会社へする。10日間位でその株券の交付を受けることができる。また証券代行会社（その銘柄の名義など取扱う信託銀行）へ行けば、株券の交付が直接受けられる。

実際問題として、株式への転換請求中に株価の変動が予想されるので、転換請求の折、信用取引で売繋いでおく。それを渡株として鞘取りを行なえば、価格の変動による損は受けない。

また、転換社債券を所有したままで、信用取引で売繋ぎしたものを買戻すこともできる。ただ転換した株式を整数で売渡しした際、通常端株が残株として手持ちになり勝ちであるから、その端株は、そのまま所有するか、高くなって端数のままで売却するか、整数株数まで買増し単位数で売することもできる。いずれにせよ、転換については、端株問題が生じてくるから、これは別に研究せねばならない問題である。

## <第6> 時価転換社債の長所と短所

(a) 企業側の長短

一般社債や株式と比較して、時価転換社債の長、短を検討してみると、

## 企業側の長所

(イ) 一般社債より有利な条件（時価転換の発行価格100円が普通社債の98円より高いため、発行者利廻りが普通社債より有利）で発行され、かつ資金コストも低いこと。

(ロ) 転換社債のうち、株式の配当金より低利の利子払いですみ、これによって調達した資金が設備投資となり、収益が増加するに伴って、株式への転換が除々にあれば、転換分だけに株式として配当すればよい。つまり社債利子率よりも高率の配当金は収益増加につれて行えばよいこと。

(ハ) 普通社債の償還金よりも、転換に伴う償還額の負担が軽いこと。

(ニ) 普通社債が金融市場の資金調達に制約があるため、発行量も統制的、割当配分的であり、引受シェアも固定化しているのに比し、転換社債の場合は、規制、割当配分などの固定した慣習にとらわれず、新しい資金調達的手段として簡易であり、それがまた他人資本から自己資本充実策ともなること。

(ホ) 普通社債よりも、応募者、投資者の拡大をはかることができる（公募、株主優先募入によるため）。すなわち、個人消化の比率が次の如く、転換社債の方が普通社債より多くなっている（別表の味の素、ブリヂストンの普通社債比率の低いのは最近発行されていないため）。

個人消化比率

銘柄	普通社債	転換社債
	%	%
東レ	48.4	69.0
味の素	14.5	64.4
ブリヂストン	7.3	71.0
三越	58.8	62.8

(注) 日経新聞 45.7.30

(ヘ) 一銘柄当り平均起債単位をみても、普通社債の9.4億円に対し、時価転換の場合は、50億円に対し、その発行高の多いこと（前掲転換社債各銘柄発行額表参照）。

## 企業側の短所

(イ) 転換による増加株、増加資本に見合う収益が伴わない限り、一株当りの利益も増加しないこと。

(ロ) 転換期間中、株券の発行が増加し、株式の需給が悪化し、株価の圧迫材料となる。とくに、端株が増加するため、その整理が繁雑となること。

(ハ) わが国の時価転換社債発行の動機が応々にして、株式時価発行のできな

い会社が、この社債発行を濫発することとなるので、これは、株式による増資、普通社債の発行と均衡を保つべき資金調達の見地からも考慮せねばならないこと。

(二) (イ)の場合の傾向には、証券会社の引受過当競争による弊と社債発行の不適格発行会社の濫発の恐れが生じること。

(ホ) 好況で株価の上昇過程のときは、この社債の発行に好都合であるが、不況になり株価が安く値幅のないときには、これが発行と消化に困難を生じること。

(b) 投資者側の長短

投資者側からみた長所

(イ) 利率そのものは、普通社債より高率で、途中転換もきくので、満期まで社債として手持ちするもよし、途中売却による利益（売却までの利子も加え）もえられるなど、自由選択のできる確定利付証券であること。

(ロ) 最近、転換社債の発行時から株式への転換据置期間が6ヵ月から3ヵ月へと短期間になりつつあることは、投資者にとっては有利となること。

(ハ) 転換社債券の売買市場における値上り、転換による株式の売却、翰取り、信用取引繋ぎの利用など、転換権の運用によって、流動市場の多様化の投資、投機化の方法が採れること。

(ニ) 普通社債と株式の中間の投資証券として、インフレにもデフレにも強い投資物であること。

(ホ) 投資単位が一口10万円の少額で、薄資投資者側に好都合であること。

(ヘ) 発行会社が、もし破産、解散などの不詳事の場合にも社債権者の優先弁済が受けられ、株式よりも安全性があること。

投資者側からみた短所

(イ) 転換社債を発行する会社の株価が不当に低かったり、株価の変動の甚しいものの発行は、転換の妙味を失うことが多い。また資本金が大きい会社の場合に、これらの欠点が多くみられること。

(ロ) 一般投資者の応募は、公募による新聞広告による場合（株主にはそれ以

前に応募案内状を受けうる) 満額になる場合が多く、応募の機会が乏しいこと。

(ハ) 生保側の意見によると、これまでの例をみても、転換価額が高く、普通社債より発行額が多いため、転換の際に株式の需給圧迫の原因となる。

(ニ) 転換社債を採用する会社については、これまで、わが国で慣習となっていた増資の場合の株主への額面割当方式慣習である株主の期待権をこの社債の発行によって侵害されることとなる。すなわち、株主の増資期待権を裏切り、現在の経営者の株主軽視の態度からみると、株式に転換してプレミアムを期待することはできないであろう。

(ホ) この転換社債は、当面、日銀の適格担保銘柄となることは、無理であるから、この点からすれば、普通社債（全部適格銘柄ではないが）ほど金融機関への消化を円滑に期待することは困難であること。

(ヘ) 今後、転換社債銘柄の選定に、増発される各社の成長優良会社とこの債券の発行が願わしくない発行会社との玉石混合の選別が一般投資者にはむずかしくなりつつあること。

(ト) 企業収益向上の見込みの少ない会社は、株価の上昇期待が少なく、また転換社債にも期待の持てない会社が、株式の時価発行に代り、この社債発行ブームに乗じ濫発の恐れが生じること。

(チ) 転換社債の発行のため、従来の株主の利益分配権が相当侵害されること。

### <第7> 時価転換社債に対する今後の対策

前述のとおり、わが国における時価転換社債の発行については、一般に親しみが少なく、投資者としても、どの程度の投資運用の妙味のあるものかは、疑わしいものがある。

しかし、実際問題として、いわゆる株式の時価発行のできない会社で、自己資本比率の低い会社は、自己資本充実の名目でこれが発行を行なうであろう。

とくに商事会社、鉄鋼会社など大型会社についても、その発行が考えられるし、すでに100億円以上発行済の日産自動車、日立製作所、日本電気、三菱地

所、東レ、三菱重工、日本航空などの安定大型会社の今後の動向がこれからの時価転換の定着問題に及ぼす影響は大きいであろう。

そこで、わが国ではこの転換社債の発行がスタートしたばかりであるから、株式の時価発行の如く、アレルギーにならないためには、次のような対策を、企業側、引受証券会社、投資者代表の生保協会、発行会社である上場会社に関係ある証券取引所などにおいて講ずべきである。

(a) 転換社債に対するPRの必要

この時価転換社債の本来の意義について、発行会社は引受証券会社と協力してPRすべきである。理解し易い解説書も必要であろう。社債としての性格を社債的株式、潜在的株式の性格を強調しなければならない。なお、時価発行を行なうには、米国式の無額面制、株配、無償交付、配当金支払方法の一株何円(昭46.8から東証、大証円銭表示実施)などを商慣習の方向にもって行くべきであるから、ここ数年間はその発行につき慎重な対策が願わしい。

(b) 発行会社と株主優遇策

優良企業で、収益の向上する財務内容を有する会社でないものは、その発行を慎重に考慮せねばならない。

転換社債の発行に当っては、株式の時価発行と同様、株主優遇策として、増配、無償交付、株配など(プレミアムについて)表示すべきである。

また、一会社の一回の転換社債の発行限度額、転換後増資額となる金額は、資本金に対し、低い率で実行し、漸進主義をとることである。

転換社債の募入方法が公募はもちろん、株主優先募入にせよ(零細株主が抽せんにもれると株主権侵害となり、また単位数未満の端数に申込権利がない)既存の株主は従来の額面割当の期待権が侵害されるのである。

以上のような理由からして、時価による転換社債の発行は、プレミアム付の増資と同様であるからどこまでも企業経営者のプレミアム返還問題が検討されねばならない。すなわち、株主の利益と企業の利益との一致において、時価発行もプレミアムの還元も行なわれなくてはならないのである。

(c) 米国企業経営者の心構え(株主優先)



米国では、時価発行するには、まず企業の業績利益を上げ、配当を多くし、株主を優遇して、株価を上げる。すなわち株主の利益を第一義とし、経営者にも有利な時価発行を行なう（日本証券経済研究所証券研究 Vo. 30 江口行雄氏時価発行問題研究参照）。

そもそも、資本の所有と経営の分離を認めている現行商法では、経営者は株主を軽視し勝ちである。企業側の自己利益本位で時価発行も行なえる訳である。その間において、米国は、自己の企業を良くし、利益を株主に還元する現実主義を採用しているから株価は自然に上昇する。

#### (d) 証券取引所の立場

従来、会員組織の証券取引所は、かかる政策面に関することには、消極的立場であって、流通市場における市場の役割を果すことに専念した弊があった。

しかし、最近発行市場におけるこの時価発行の問題についても、種々検討した結果、株式の時価発行増資は新しい増資形態として、株式市場に定着化させる必要があるものとし、発行会社の利益分配政策の確立と引受証券会社の自覚を促している。

すなわち、企業側は、資本金ならびに時価発行による資本準備金を含めた払込み金額に対し、配当責任を持つところの利益分配政策をたて株主の信頼に応えるべきである。また引受証券会社には、発行会社、株主、投資者および流通市場を結ぶ市場仲立者としての自覚が要望されている。

#### (e) 大株主である生保の時価発行に対する要望

生命保険会社20社は、連名（同協会でなく）で、株式、転換社債を含めた時価発行について、東証各上場会社などに時価発行慎重論の意見を要望している。

大方の大要は、以上解説した点にみられるが、私見と同意すべき点をあげると次のようである。

(1) 株式の時価発行は、これまでの発行情形からして、時期尚早である。もし実施するならば、株主尊重の線を先ず確実に実行すること。

(2) 転換社債の発行は、株式の時価発行のできない非成長会社が時価発行による増資の変形として悪用する危険があるので留意すべきこと。

(3) 時価発行が定着するまでは、諸外国の例のみをならい時価発行の多様化に流れないこと。

(4) 転換社債の発行会社は、基幹産業である。大型会社の普通社債の発行と関連性に乏しいが、全起債市場として、普通社債など債券の発行に支障を及ぼす発行方法はよろしくないこと。

とにかく、生保会社の所有株式数は、重要企業について、そのウェイトが非常に大きいのである。この転換社債は、株式の公募発行と同様ややもすると安定株主層を少なくするものであるから、もし、生保会社がこれら発行証券を拒否することになると、会社の安定株主を失うこととなるので、企業側は、生保の意見要望について再検討して、善処すべきである。

## < 第 8 > む す び

以上、時価転換社債の発行が、株式の時価発行すなわち増資にも関連して、私経済的役割と国民経済的役割の立場において、これからの大方の御研究の参考資料としたい。

とかく、証券市場の問題は、国民経済的役割を果すには、私経済的役割を犠牲にしてよいものではない。この二つの役割を果しながら、これら発行が定着するまでには、数年間を要することと思われる。

これまで、わが国では、株式でも優先株、無額面株についての制度がありながら、その実行性が少く、商慣習とならないうちに、株式の時価発行に踏みきった。この社債の発行でも投資者に広く知られず、また株式の時価発行の未定着のうちに、一步飛躍して行われたものである。

ただ国民経済的役割としては、企業の自己資本充実をなし、他人資本とのバランスを一步改善して、資本構成の是正をなしうる。また企業金融上、企業体質の改善のため、従来間接金融の偏重から直接金融への橋渡しともなる。

しかし、他方この転換社債は、一種の増資であって、転換による増資を流動的に平準化すればよいが、なし崩し増資、過剰増資となって、株主から忌避されてはならないのである。発行されたものは、市場性、流通性が円滑に行われ、

また個人消化率の増加にも留意すべきである。

要は、この時価発行は、米国の輸入品でありながら、米国ほどに下準備ができていないのである。その形式だけを輸入することに終ってはならない。米国では、新株発行の大部分が公募による時価発行で優良上場会社を実施されているのである。企業側はじめ関係者がそれぞれの立場から、商業道徳を重んじ、この発行の健全な発達をはかるべきである。それまでは、投資者は、もっとも厳重な批判のもとにその投資に望むべきである。

〔参考資料〕

〔雑誌・新聞〕

証券業報 昭45.6第243号の転換社債の発行状況と取引所上場

週刊ダイヤモンド 昭45.8.1発行 時価発行転換社債の中間報告

大和ニュース 昭45.8.15

増資ハンドブック 野村証券引受部編

ダイヤモンド経済情報 昭45.11.1号

東証「証券」 昭45.11号 時価転換社債の流通市場の現況西独の転換社債 日本興業銀行 土屋貞雄氏

〔著書〕

時価転換社債関係資料集 (加田経済研究所編), 時価発行と転換社債 江口行雄著

証券研究 (Vo. 33, Jan. 1971 日本証券経済研究所) 時価発行問題研究の総まとめ 江口行雄氏

追記 この拙稿が組まれてから、時価転換社債の新規発行の増加と上場分の売買高の激増が目立って、文中補正すべき点が多々見出される。これらはいずれ別の稿で補完いたします。