

最近の転換社債市場について

内 田 ふ じ 子

転換社債相場は八月中旬に大きく下げ、九月には新発転換社債の初値平均も額面割れとなった。

発行増加による供給過剰に加えて、相変わらず株価が低迷していることや今年になって長期金利が上昇に転じたこと、円高による景気先行不透明感が要因とみられる。最近の転換社債市場の状況を過去との関連において概観し、問題点を探ってみた。

一、最近の転換社債相場

転換社債市場の代表的なマクロ指標としてQUICK平均（Q平均）がある。Q平均は、長期間にわたる転換社債の相場水準の比較ができるように、単純平均価格における新規上場や上場廃止等による価格変動分を、一九七五年一月四日を起点に修正した価格指数である。最近のQ平均の推移をみると、転換社債相場は、九二年半ばから上昇傾向となっており、本年六月までは景気回復

最近の転換社債市場について

図1 QUICK平均(1994年、日別)

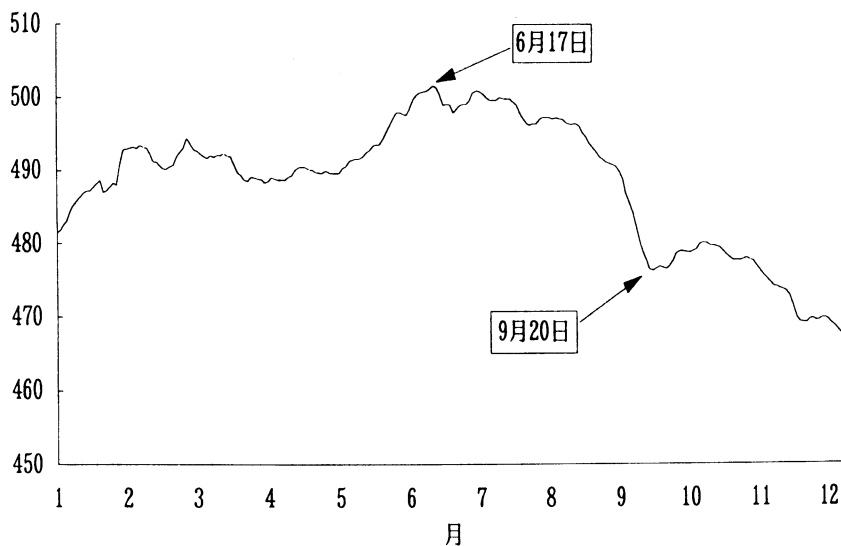
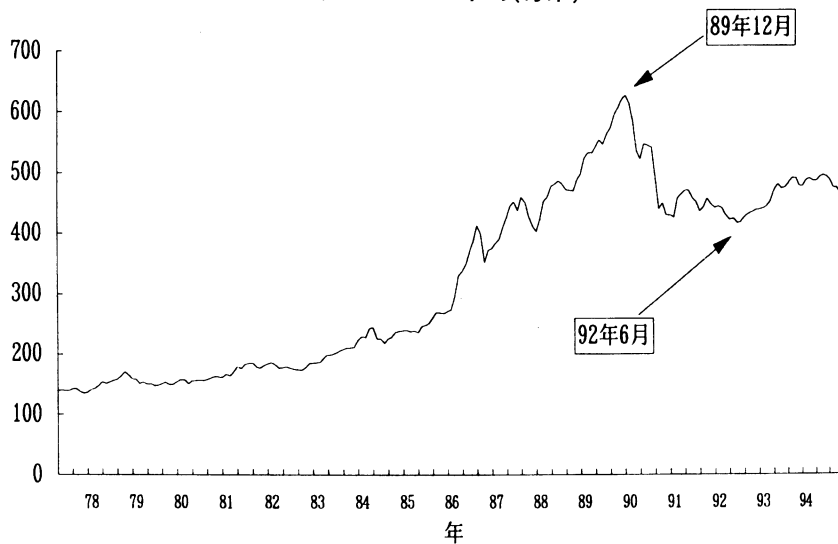


図2 QUICK平均(月末)



基調に乗り、株式市場とともに好調だった。しかし、六月一七日をピークに十一月末までで七%近く下落した。急激な円高の進行により株式市場の下げも大きく、国債等債券の利回りもアメリカの金利上昇傾向や公共債の増発による需給悪化懸念から年初来急上昇している。このように、相場悪化は転換社債市場だけではないのだが、転換社債市場に固有の要因もある。表面利率が一%前後と他の債券に比べて低いため、発行額が増加していることである。今年九、一〇月には連続して四〇〇億円を超える資金が国内公募転換社債で調達されるなど、四、一〇月の合計ですでに昨年度の年間発行額近くの水準となっている。転換権が付与されているために他の債券より表面利率が低く設定されること、株式への転換が徐々に行われるため発行当初には配当負担が少なくて済むこと等発行コストが小さいうえに、時価公募増資に厳し

い制約があることや長期金利の上昇傾向等から、九月は海外も含めた証券形態での全調達額の半分以上が国内公募転換社債によるものとなった。九月には新発債の初値平均が額面を下回ったため、新発債の表面利率が引き上げられ、大半が一%以上になった。しかし、それでも表面利率は依然として低水準であり、市況悪化から発行を延期したり中止した企業もあるが、今後も大量の発行が予定されている。転換社債の発行増加は転換社債市況のみならず、潜在株式の増加として株式市況の悪化要因ともなろう。株高期に発行された銘柄は徐々に償還されつつあり、現在の市場は転換価額を決めるアップ率が二・五%程度の銘柄が大半を占めている。東証一部の利回りが〇・七%くらいであるから、表面利率一%、アップ率二・五%の転換社債は限りなく株式に近い状態である。転換社債相場の回復には、表面利率の大幅な引き上げ

とともに株価の上昇が必要である。

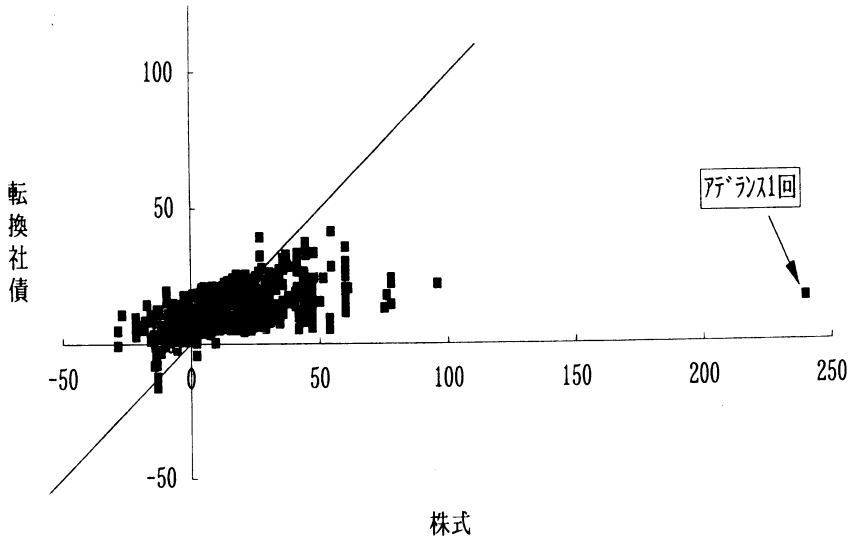
轉換社債の価格は、株価上昇期には株価に連動して上昇するが、株価下落期には社債価値が下支えとなつて株価ほど大きく下げないという傾向がある。八〇年代後半からのいわゆるバブル形成期と崩壊期についてみると、Q平均は、八九年一二月をピークに急落、九一年一月に下げ止まり、九二年六月から緩やかではあるが上昇傾向となつてゐた。株式市場をTOPIXでみると、ピークは同じく八九年一二月であるが下げ止まったのは九二年八月になってからである。八五年末から八九年末のTOPIX上昇率二・七倍に対し、Q平均上昇率は二・三倍、一方、下落率は八九年末から九二年六月までがTOPIX五七・一％に対し、Q平均は三三・五％となっている。債券相場は九〇年後半から上昇基調となつてゐることから、轉換社債相場は九〇年中は株式に連動して下げてい

たが、九一年になつてから債券価値の評価が下支えとなつて下げ止まつたことを示している。株式と轉換社債の投資収益率を比較すると、七〇年代の後半に例外はあるものの、轉換社債は上昇期の上昇率も小さい代わりに下落期の下落率も小さい。

銘柄ごとの轉換社債と株式の収益率を九三年についてみたのが図三である。同図は、九三年の轉換社債収益率とその発行企業の株式収益率を対比させてプロットしたものである。図から両収益率の關係がわずかに右上がりとなつてゐることから、傾向として株式の収益率が高い(低い)銘柄は轉換社債の収益率も高い(低い)と言えよう。

株式はマイナスが一六・一銘柄あり、しかも最高二四〇％から最低マイナス二八・四％まで大きな差がある。一方、轉換社債はマイナスはわずか一一銘柄であり、最高でも四一・四％にしかならな

図3 転換社債と株式の投資収益率('93年、%)



ったが最低もマイナス一六・二%と株式よりロスが小さくなっている。⁽³⁾ 九三年は、転換社債のほうが収益率が大きかった銘柄が過半数を占めた(全九八四銘柄のうちの五六四銘柄)。それらは、図三で斜めに引かれた直線より上に位置している銘柄群であり、株式の収益率が低いものに多いことがわかる。つまり銘柄別にみても、株価が大きく上昇した会社の転換社債収益率は株式ほど大きくないが、一方株価があまり大きく上昇しなかった(ないし下落した)会社の転換社債収益率は株式より大きい、ないし株式ほどは下げないことがある。

(注)

(1) 対象になっているのは、九二年一月初めから九三年一二月末までの全期間上場されていた転換社債九八四銘柄である。

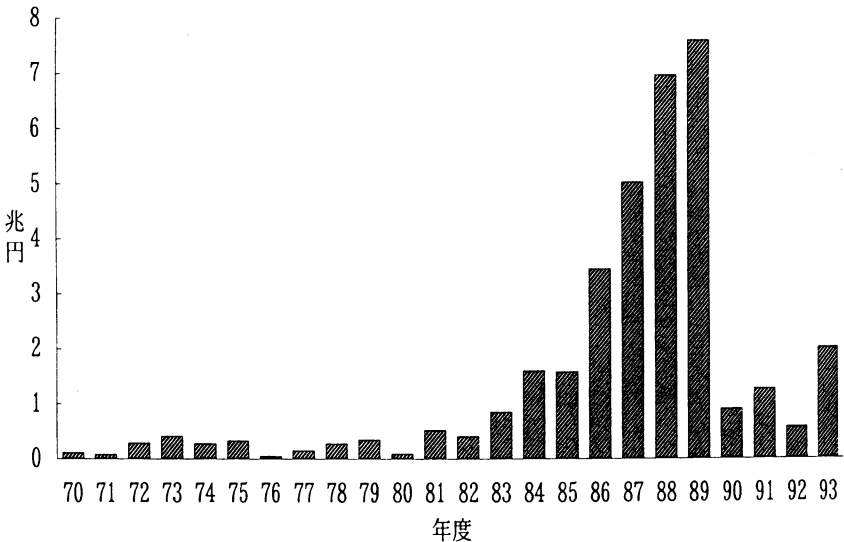
(2) 株式の収益率が突出していたアデランス一回を除いた相関係数は〇・五一である。

(3) 株式収益率については、転換社債を発行していない会社も含めると、最高二四〇・〇%、最低マイナス七・七%と格差はさらに拡大し、全一六三〇銘柄のうちマイナスは四九〇銘柄である。

二、発行規模の推移

国内公募時価転換社債の発行は、六六年九月に始まり、七二、七三年の株式市場の活況を背景に定着した。七〇年代後半は発行条件の弾力化（発行基準の緩和、格付け基準の導入、発行限度拡大）、無担保化の進展、発行形態の多様化、各種指標の発表、などが行われたため、株価低迷から不振だったときもあるが、概ね活況に推移した。八〇年代になってからは発行が完全に軌道に乗り、八三年度には、国内公募普通社債の発行額だけでなく、増資による資金調達額をも上回った。しかし、七〇年代後半から八〇年代前半までは発行コ

図4 国内公募転換社債発行額



ストの低さや発行手続きの簡便さから海外での起債が国内の起債を上回る状態が続いていた。この状態が逆転するのは八四年度以降である。完全無担保転換社債の適債基準が大幅に緩和されるなど国内での発行環境が整備されたためと国内株価の上昇や低金利が背景となつて、八四年度以降国内発行が海外を大幅に上回るようになった。とくに、八〇年代の後半から九〇年二月までは株高を背景に大量発行され、ピーク時には月間発行額が一兆円を超えたこともあった（八九年度発行額七兆六三九五億円）。九〇〜九二年度は、株式市場の低迷の影響を受けてピークの八分の一弱に激減したが、九三年からは株式市況の回復基調を背景に増加傾向となった（九三年度発行額は前年度の三・五倍の二兆二八〇億円）。

三、発行形態

現在、国内発行市場で主流を占めているのは、償還年限三〜九年、完全無担保、表面利率一％台の固定利付債である。

償還年限は、当初十年物のみでスタートしたが、七八年から多様化が始まった。これまで二〜一〇、一二、一五年物が発行されている。ただし、九〇年代になってからは一〇年以上の長期債は発行されておらず、昨年から二、三年物が初めて発行されるようになるなど短期化傾向がみられる。

完全無担保転換社債は、七九年四月に国内債で初めて発行された。八五年七月の適債基準改定後は発行が激増し、主流を占めるようになった。八八年以降は金額みて九〇％以上が完全無担保債である。しかし、発行コストが低いことから隆盛

となった完全無担保債も、九二年以降、不況の長期化から財務制限条項に抵触し、担保付きへの切り替えを余儀なくされる銘柄も出ている。

表面利率は、わが国初の時価轉換社債が七・五%、七四、七五年には最高の九・一%、そして八〇年代後半からはほとんどが一%台となり、本年七月に国内轉換社債では史上最低の〇・五%のものが登場した。表面利率は、初期には普通社債にリンクして決められていたが、のちに轉換社債独自の基準金利を中心に画的に決められるようになり、それから格付け重視へと弾力化されてきた。しかし、証券業者間の引受競争から、市場実勢を無視して低めに決定されがちであると言われる。九二年四月には発行条件の決定にブック・ビルディングによるシ団引受方式が導入され、⁽⁴⁾本年九、十一月に表面利率の引き上げが図られたが、それでもまだ表面利率は他の債券に比べて低

水準であり、相場悪化の原因とされている。

決算期ごとに決まった金額の利子が支払われ、満期に額面が償還される典型的な轉換社債のほかに、国内ではこれまで以下のようなタイプが発行されている。①轉換価額変更型（ステップアップ方式）、②満期割増償還金付、③期中償還請求権付、④割引発行型、⑤条件付期中償還請求権型、⑥ハイクーポン・ハイプレミアム型。⁽⁵⁾それぞれまだ発行例は多くないが、これらの商品性の多様化は発行企業にとっても投資家にとっても、轉換社債の魅力向上につながるだろう。

(注)

(4) ブック・ビルディングとは、市場実勢を反映した表面利率を設定するため、利率を決定する前に引受証券会社が行う投資需要の調査である。同様の利率決定方式にディマンド・サーベイ方式がある。

(5) ①発行後のある時点で轉換価額が上方修正されるもの、②表面利率を低くする代わりに、満期償還金にプレミアムを付けるもの、③表面利率を低くする代わりに、轉換

期間中償還請求権が付与されるもの、④表面利率をゼロとする代わりに、額面を下回る価格で発行されるもの、⑤発行後の一定時期の株価があらかじめ定められた価格まで上昇しなかった場合、償還請求権が付与されるもの、⑥転換価額決定のアップ率（転換プレミアム）が高くなっている代わりに、表面利率が高くなっているもの。

四、流通市場

転換社債の売買は、市場集中制度がとられているため、ほとんどが取引所で行われる。東証での時価転換社債の上場取引は、七〇年五月一日に三銘柄で始まった。九四年一〇月末現在では一一三八銘柄が上場されている。現在は平均価格がピーク時のほぼ半分程度になっているため、上場総額（額面）ではすでにピークを上回ったが、時価総額ではまだ戻っていない。

売買高の推移を月別にみると、最も売買が頻繁

に行われたのは株価上昇が著しかった八六年八月である（ちなみに、日別にみると八六年九月五日が最高で八一六億円である）。九〇年以降は激減し、本年一〇月の売買高はピーク時の一割にも満たない。

流通市場でもっとも大きいシェアを占めているのは、つねに証券会社の自己売買である。委託者別では、七〇年代後半〜八〇年代半ばは事業法人、八〇年代後半〜九〇年は銀行（都銀、地銀、信託銀行、および長期信用銀行）、九一年以降は個人投資家が売買の主役となっている。とくに、最近における個人のシェア拡大ぶりは著しい。

五、個人投資家と転換社債

九〇年代になって個人投資家の消化比率が高まり、それまで五〇%台だったのが七〇%近くにな

っている。売買高でも、八〇年代後半から徐々にシェアを伸ばし、前述のように、九一年以降は委託者のなかでは個人のシェアが最大となっている。転換社債は、確定利付きの債券として安全・確実性を備えた商品であると同時に株式値上がり期待という投機性も享受できる商品である。それが個人の多様な資産選好のニーズにマッチし、もともと個人のウェイトは大きい、低金利時代の長期化や金利自由化の進展また中短期債の発行増加で金融資産の運用先としてますます注目されるようになったものと思われる。

本年五月に行われた、全国の普通世帯を対象とした面接調査によると、転換社債の保有率は二・五％である（証券広報センター「証券貯蓄の調査レポート平成六年度」）。公社債のなかでは国債（三・九％）のつぎに高いが（割引金融債や普通社債は各一・二、一・〇％）、株式の保有率二〇・五

％と比べるといかにも低い。購入理由のトップは「債券のまま値上がり期待可能」であり、次いで「利回りが有利」「株式を直接買うより安心」となっている。定期性、流動性、預貯金金利が自由化され、個人投資家の金利選好意識はさらに高まるものと思われ、普通社債市場では、九二年から個人投資家を意識した債券の発行が相次いでいる。転換社債についてもその商品性について積極的にIR活動を行えば、さらに多くの個人投資家を市場に誘引できるだろう。

六、規制緩和等今後の課題について

昨年四月に適債基準と財務制限条項が大幅に緩和され、格付けがトリプルB格でも純資産額百億円以上なら無担保転換社債が自由に発行できるよ

うになった。この緩和により、店頭登録会社の転換社債発行が急増し、九三年度公募転換社債発行額全体の七・一％を占めた。また、昨年一〇月には商法が改正され、社債発行限度規制が撤廃された。金融自由化、規制緩和の風潮の中で、資金調達手段としての転換社債の重要性はますます高まると思われるが、その一方で、繰上げ償還（テクニカルデフォルト）などにより投資家に損害を与えることのないように、投資家保護の観点から投資情報としての格付けの充実、企業内容ディスクロージャーの徹底が望まれる。また、発行条件の設定に関しても、投資家のニーズや格付けが十分反映されることが望まれる。

われわれはバブル崩壊期の経験から貴重な教訓を得た。それは市場の健全な発展のためには、適正な評価に基づく適当な発行が不可欠であるということである。最近の発行増加ぶりにはバブル期

の再来を思わせるものがある。バブルから得た教訓が十分活かされることが望まれる。

（うちだ ふじこ・当研究所主任研究員）