

九〇年代の轉換社債

— 適債基準等の撤廃および商品多様化 —

内 田 ふじ子

はじめに

わが国の轉換社債は東証・大証で上場取引が開
始されて今年で三〇年になる。まだ完全無担保債
も流通していなかった七〇年代、株価上昇を背景
に企業の資金調達手段としてまた投資家の資金運
用手段として著しい成長を遂げた八〇年代、を経
て、バブル崩壊とともにじまった九〇年代は、
発行・流通市場ともに萎縮した。しかし、九六年
には適債基準の撤廃および財務制限条項（現在は

財務上の特約と名称が変更されている）の設定の
自由化という画期的な改革が行われ、格付けの低
い企業でも発行できるようになった。また、轉換
社債の魅力を高めるために商品性の改善が図られ
た結果、バラエティに富んだ多様な轉換社債が誕
生している。バブル最盛期に発行された銘柄がほ
ぼ償還・消却されたこれからの轉換社債市場は、
株式の収益性と社債の確実性・安定性を併せ持つ
という本来の商品性を發揮できる状況になったと
いえよう。

適債基準等の撤廃後

過去三〇年の転換社債市場のもっとも大きなトピックスは、九六年一月から実施された適債基準の撤廃と財務制限条項の設定自由化である。適債基準や財務制限条項は、七九年に無担保債の発行解禁に当たって投資家保護の観点から導入されたものである。その後資本市場の成熟化、国際化の流れの中で徐々に緩和され、九〇年にB B格以上の複数格付けを得ている企業であれば発行可能となり、また無担保債はB B B格以上で純資産額が二百億円以上であれば発行できるところまで緩和されていた(九三年に百億円以上まで緩和された)。適債基準の撤廃に伴い、格付けに応じて設定が義務づけられていた財務制限条項も、財務上の特約と名称を変え、設定の有無やその内容を自

由に決定できることになった。

適債基準撤廃後本年三月までに東証上場企業が発行し、東証に上場された転換社債は一七八銘柄ある。B B格の銘柄はまだないが、B B B格レベル(B B Bプラス、B B BおよびB B Bマイナス)の銘柄は約四割(六六銘柄)を占め、そのうち新顔債は二二銘柄である。かつては転換社債の発行体は大企業が多かったが、東証上場企業の中でも中小型企業が資金調達手段として転換社債を利用しはじめたといえるだろう。

財務上の特約の設定状況を見ると、上場債ではすべての銘柄が何らかの特約条項を設定している。とくに担保提供制限条項は格付けに関わりなくすべての銘柄で設定されており、担保切換条項もA格とA A格の七銘柄を除いて設定されている。担保提供制限条項と担保切換条項は、ともに他の債務者への劣後性回避を図る条項であり、デ

フォルト時の償還原資の保全が重要視されていることが伺われる。デフォルトに対する警告機能が期待されている利益維持条項と純資産維持条項はB B B格レベルのすべての銘柄がそのいずれかを設定している。(ちなみに、同様の効果を持つとされる配当制限条項を設定している銘柄はない。)

九七年に発生したヤオハンジャパンや山一證券の経営破綻は、転換社債の信用リスクの存在を広く認識させることとなった。適債基準等の撤廃後、自己責任で信用リスクを管理せねばならなくなった投資家のために、企業のリスク情報開示の充実や格付けの信頼性向上がこれまで以上に重要となっている。

商品多様化の方向

転換社債の主要な発行条件は転換期間、転換価額とクーパーメントである。転換期間は転換のチャンスをとっている投資家にとっては、長いほど有利ということになる。七八年に六年ものが初めて発行されるまでは一〇年債が一般的であったが、以後一〇年未満の範囲で多様化してきた⁽¹⁾。他の金融商品との関係で短期化に歯止めがかかってきたが、九六年三月に大蔵省が発表した「証券分野の規制緩和」で償還期限が四年未満の転換社債については自由に発行できる(規制の不存在の確認)と明示された。

転換価額は発行時点における発行企業の株価を上回る価格で決められるが、その上回る程度(アップ率)が小さいほど(発行時の株価に近い

ほど) 転換によって入手できる株数が多くなるので投資家にとってはメリットが大きいといえる。アップ率に自主規制があった時もあったが、九三年からアップ率を高くする代わりにクーポンレートも高くしたり、アップ率ゼロでクーポンレートを低くするなど弾力的になっている。また、転換価額はかつては発行後は原則として変更されることはなかったが、近年では後述するように上方ないし下方へ修正されることもある。

クーポンレートは、転換権という甘味剤が付与されている分、普通社債より低めに設定されるのが一般的である。九〇年に基準金利制度が廃止されるまでは基準金利と格付けでほぼ画一的に決められていたが、九二年にブックビルディング方式が導入されて以来発行条件の決定に市場実勢が反映されるようになった。企業の利払い負担が大きくなるのを避けるために、さまざまな特約条項を

う条件付きのものなど、九二年以降五銘柄発行されている。

株式への転換の機会がないまま満期に至った場合に、その代償として割増金付きで償還することを約束するのが満期割増償還金付きである。株式転換の機会があったのに転換が進まなかった場合には割増金を負担しなくて済むように、株価が転換価額を上回った場合は同条項を解除する(額面で償還される)という条件が付けられているものもあり、一四銘柄が発行されている。

コールオプション(繰上償還)条項付きは、株価が転換価額を一定期間大きく上回ると、発行企業に額面で繰上償還する権利が生じるもので、株価が上昇しても転換が進まない時に繰上償還を示唆することで転換を促進する効果を狙ったものである。繰上償還は投資家に与える影響が大きいため当初発行が見送られていたが、九六年八月に東

付けてクーポンレートを低めに抑える傾向がある。

百銘柄以上発行された特殊条件付き転換社債など

本年三月までに東証に上場された転換社債の多様化状況を整理してみた。

(1) 償還期間に関する多様化

転換社債の多様化の口火を切ったのは、七〇年代後半から八〇年代前半に非上場債四銘柄が発行した期中割増償還請求権付きのものである。発行後の株価が転換価額を下回る場合に割増金付きで期限前償還を請求できる権利が付いたものであり、無条件で償還権を行使できるものや発行後の一定時期の株価が転換価額を上回らない場合とい

証が「コールオプション条項付転換社債の売買取引制度について」を発表、日本証券業協会も「コールオプション条項付転換社債の投資勧誘等に当たっての商品性の周知方について」を関係方面に通知することで、同月に日商岩井が初めて発行した。六銘柄が発行されている。

(2) 転換価額に関する多様化

転換価額通増型(ステップアップ方式)は、発行後一定期間ごとに転換価額を上方修正するようになったものである。投資家は転換価額が上昇する前に転換しようとするので転換促進効果を狙っているが、転換社債発行後に株価が低下傾向となった場合には必ずしも転換が促進されるとは限らないこともあって、八〇年に積水化学工業の発行例があるだけである。

転換価額下方修正条項付きは、発行後一定期間

経過した時点で株価が当初決めた転換価額を下回っている場合に、転換価額を引き下げるものである。転換促進効果が期待でき、海外での起債では一般的であったが、国内では九六年三月に大蔵省が発表した「証券分野の規制緩和」で解禁された。同年三井金属鉱業が初めて発行して以来、東証上場銘柄の七〇以上がこの特約条項付きである。

転換価額ステップダウン型は、株価の動きに関係なく発行後のある時期に転換価額が自動的に引き下げられるタイプである。九七年九月発行の京成電鉄債がこれまでの唯一の発行例だが、商法上の有利発行に当たる恐れがあるため、株価が二〇日以上転換価額の二二〇%以上となった場合はステップダウンが行われまいという解除条項が付いている⁽³⁾。

株価が転換価額を上回るか下回るかによって、

転換価額を上方ないし下方に修正する条項の付いたものも二銘柄発行されている。

(3) ゼロクーポンやハイクーポンの転換社債

クーポンを付けない代わりに、額面を下回る価格で発行され、額面で償還される割引発行型は、九二年から九三年前半まで六銘柄発行された。九六年の証券分野の規制緩和でゼロクーポンでの発行が認められてから、転換価額下方修正条項など特殊条件付きで六銘柄発行されている。発行企業にとって毎期クーポンを支払う手間が省けるなど会計処理の自由さがメリットとなっている。

ハイクーポン・ハイプレミアム債（ハイアップ債）と呼ばれるものは、転換価額が普通型より高めに設定される一方、その分クーポンレートが高く、普通社債に近い水準にしたタイプである。投資家にとっては株式への転換期待が薄く、貯蓄性

が強調される。発行企業にはクーポンのコストは大きいものの転換が進みやすく、転換されても発行株数が少ないため配当負担を考慮すると必ずしもコストは大きくない。九三年に発行されたコスモ石油債のクーポンレートは三・四%、転換価額（七五・一円）のアップ率は二一・九%であったが、当時はクーポンレートは二%台、アップ率は二・五%前後が一般的であった。九六年に一〇銘柄余りが発行されている。

(4) 劣後特約付き転換社債

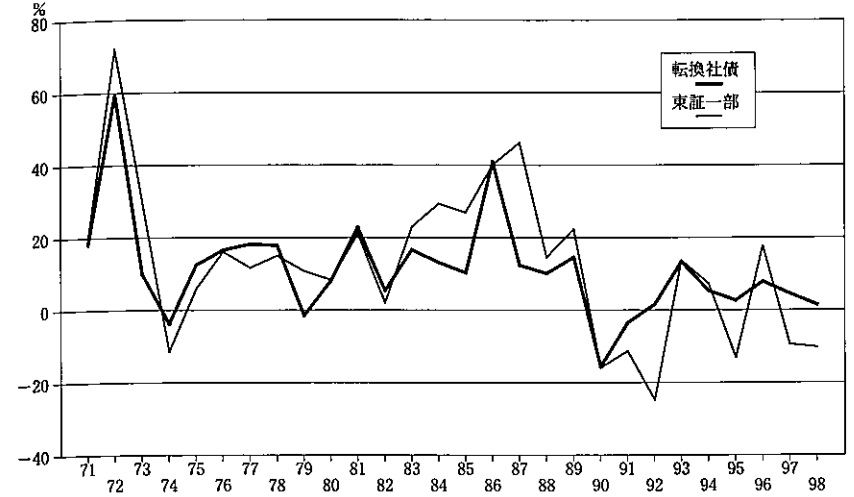
破産宣告または会社更生手続開始の決定などがあった場合に発生するとした劣後特約条項が付いたものが、九七年以降銀行債で四銘柄発行されている。国際決済銀行（BIS）の自己資本規制を考慮した資金調達である⁽⁴⁾。

安定した収益をあげていた

九〇年代の転換社債

当研究所が計測している転換社債の投資収益率は⁽⁵⁾、転換社債投資の利回りである。転換社債の取引所取引が開始されてから九八年まで転換社債だけで運用した場合、年平均収益率は一〇・四%である。この三〇年足らずで資産は一四・四倍になったことを意味している。同じ期間、株式の投資収益率は一〇・七%、資産倍率は一五・四倍であったから、ほとんど変わらない。年ごとに見れば、五九・五三%（七二年）からマイナス一五・五九%までばらつきがあるが、株式の七二・一%からマイナス二四・八%と比べればレンジは小さく、マイナスになったのは株式の七回に対して、七四、七九、九〇、九一年の四回のみである。

図1 転換社債の収益率と株式投資収益率
1971~1998年



出所 「転換社債収益率98」

図2 CB-Q平均と日経平均
1977年4月~2000年9月



90年代の転換社債

(図1) クーポンが下支えとなっているため、転換社債は株式よりもリスクが小さいことが実証されている。とくに、九二年以降はそれが顕著であり、株価の低迷期にあっても、収益率は高いとはいえないがプラスであり、安定していることがわかる。

九〇年代の転換社債市場は、バブル最盛期に発行された転換価額の高い銘柄で占められ、転換社債が本来の商品性を十分に発揮できずにもっぱら社債としての側面がクローズアップされていた。現在はそれらがほぼ償還・消却され、転換価額修正条項付きなど投資魅力を高めたタイプも普及しつつある。今後は安全志向の強い個人投資家や運用収益の安定性と安全性が至上命令の年金基金の運用対象として注目されることとなろう。転換社債の代表的な価格指標であるCB-Q平均は、九八年後半から上昇傾向となっている。(図2)

- (注)
- (1) 一五年債や二二年債も発行されている。
 - (2) 株式配当や株主割当増資など転換権の希薄化を招くような証券発行が行われた場合は引き下げられる。
 - (3) 「日経公社債情報」九七年九月一日号による。
 - (4) 〃
 - (5) 紺谷典子監修「転換社債収益率98」「株式投資収益率98」参照。

(つちだ ふじこ・当研究所主任研究員)