

Ⅲ レポート

転換社債・ワラント債の大量発行の残した問題点

金融研究部研究員 樋口 修平

はじめに

1990年初からの株価の下落によって、1980年代後半に大量に発行された転換社債・ワラント債の多くが、転換・行使されずに償還を迎える可能性が高まってきている。このため、償還に伴う資金需要の発生とその影響が懸念されている。

本稿では、転換社債・ワラント債の大量発行についての現状と、この償還問題について検討する。

1. 転換社債・ワラント債の発行

1980年代後半から、景気拡大にともなう旺盛な資金需要によって、転換社債・ワラント債による資金調達額は、急速に増加してきた（表-1、図-1）。

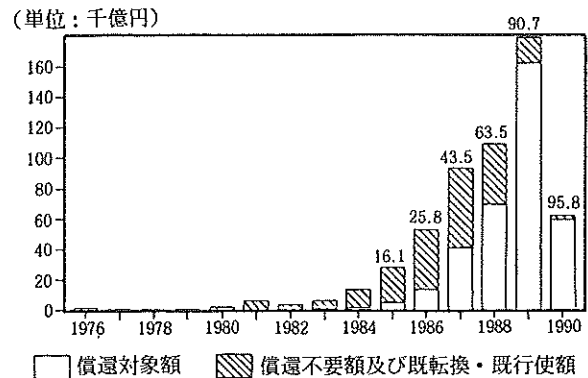
表-1 転換社債・ワラント債の発行

(単位:千億円)

	転換社債			ワラント債			株式市場 時価総額
	国内	海外	計	国内	海外	計	
1980	1.0	5.1	6.1	0.0	0.0	0.0	800
1981	5.3	10.2	15.5	0.2	0.4	0.6	949
1982	4.2	6.3	10.4	0.5	0.7	1.1	1,012
1983	8.6	11.9	20.5	0.2	3.2	3.4	1,312
1984	16.1	12.3	28.4	0.0	4.3	4.4	1,675
1985	15.9	9.5	25.3	0.6	8.7	9.2	1,962
1986	34.7	4.9	39.5	1.0	19.9	21.0	2,930
1987	50.6	10.5	61.1	0.0	34.4	34.4	3,456
1988	69.9	10.7	80.6	0.0	49.8	49.8	4,881
1989	76.4	17.4	93.8	9.2	82.7	91.8	6,301
1990	8.2	4.9	13.1	4.0	19.8	23.8	3,936

(注) 年度ベース (1990は4~12月)、時価総額は12月末
(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等より作成

図-1 転換社債・ワラント債の発行



(注) 数字は総調達額に占める償還対象額の割合(%)

歴年ベース、株価・為替は1990年12月末、転換・行使率は1990年10年末

(資料) ニッセイ基礎研究所作成

株価がピークをつけた1989年は、転換社債・ワラント債の発行額も大きく膨らみ、約18兆円に達した。この金額は株式市場の時価総額（1989年末で約630兆円）の約3%に相当する。

転換・行使されないで存在する転換社債・ワラント債は、発行企業にとって2つの側面から問題を生じさせる。一つは株価が上昇しない場合に償還を迫られることであり、いま一つは株価が上昇した場合に株数の増加をもたらすことである（注1）。

これら、残存している転換社債・ワラント債の潜在株の状況を表-2に示す。

潜在株式数は、転換社債・ワラント債の発行によって、年を追って増加している。しかも、図-1で見たように、その多くが高株価水準で設定されたものであり、いわば償還候補である（注2）ことに注意する必要がある。なお、1990年末時点で、転換・行使されずに存在している転換社債・ワラント債は、約35兆円になっている。

また、企業毎の潜在株式比率の分布を、表-3に示す。表-2、及び表-3の転換社債・ワラント債発行企業数の増加からわかるように、1社あたりの潜在株式数の増

表-2 潜在株式数の推移 (単位: 億株、%)

	CB・WBの 潜在株式数 ①	CB・WB 発行企業の 発行済株式数 ②	全 国 上場株式数 ③	①/②	①/③	②/③
1985/1末	125.4	1,388	2,594	9.0	4.8	53.5
1988/1末	161.1	2,040	2,912	7.9	5.5	70.1
1989/1末	188.6	2,415	3,070	7.8	6.1	78.7
1990/1末	232.8	2,759	3,258	8.4	7.1	84.7
1990/10末	260.4	2,923	3,371	8.9	7.7	86.7

(資料) 東証「証券統計年報」他より作成

表-3 潜在株式比率の分布 (単位: %)

(%)	1985/1末	1988/1末	1989/1末	1990/1末	1990/10末
0~	28	25	25	32	39
5~	26	27	29	28	23
10~	20	20	20	20	18
15~	13	15	14	11	10
20~	6	6	6	5	6
25~	3	3	2	2	2
30~	4	3	3	1	1
企業数	480社	780社	905社	971社	1,148社

(注) 潜在株式比率 = $\frac{\text{潜在株式数}}{\text{発行済株式数}}$

(資料) ニッセイ基礎研究所 作成

(注1) 本稿では、おもに前者の償還とそれに伴う問題について考察する。これは、株価が上昇した場合には具体化しない問題である。しかし、転換社債・ワラント債に関しては、株価が上昇した場合にも、後者のような問題が発生することに注意することが必要である。

(注2) 株価が転換価格を下回っているものが償還されると考えた。償還額は、転換社債においては残存額、ワラント債においては全額（現地通貨ベースの発行額）とした。これは、ワラント債では分離型・代用払込不可のものが大多数だからである。残存率は'90年10月末、為替・株価は12月末で算出した。株価が転換価格を上回っている場合、プットオプション（後述）は行使されると考えた。

加というよりも、発行企業数の増加によって市場全体の潜在株式数が増加しているといえる。

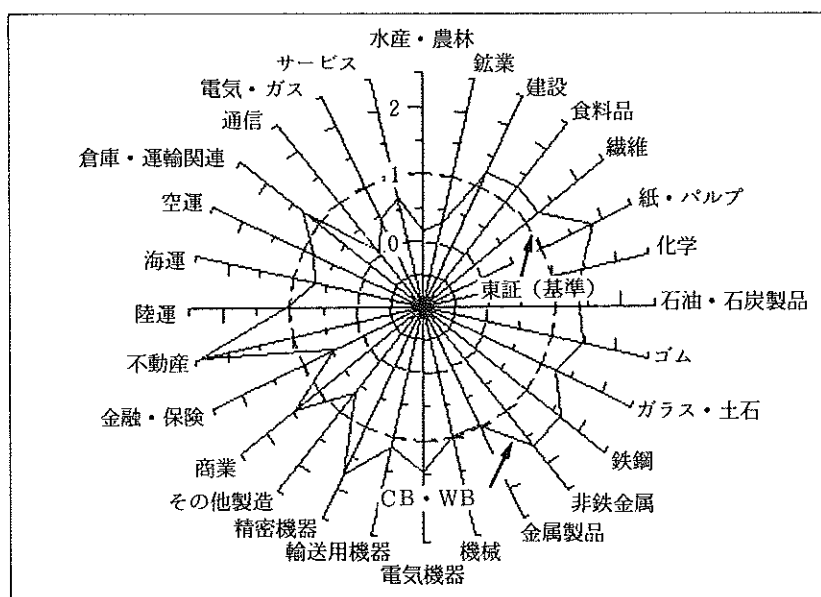
2. 業種別の傾向

次に、転換社債・ワラント債の発行と、残存の状況について、業種別の傾向を見る。

転換社債・ワラント債を大量に発行したのは、どのような業種であったのだろうか。図-2は、1990年末までの転換社債・ワラント債（転換・行使期限が既に到来したものは除く）の発行額の業種分布と、東証の業種別時価総額の分布とを比較したものである（両者が等しい場合に1とする）（注3）。

株式の時価に対して、特に多くの転換社債・ワラント債の資金調達を行った業種としては、不動産、精密機器、鉄鋼、非鉄金属、紙・パルプなどがあげられる。なお、既に償還を迎えた転換社債・ワラント債を含む累計発行額の業種分布も、図-2と概ね同様の傾向がみられた。

図-2 転換社債・ワラント債による調達資金の業種分布
（東証業種分布=1とする）



(注) 1990年末で満期の到来していない転換社債(CB)・ワラント債(WB)

(資料) 東洋経済新報社のデータ等より作成

表-4は、これらの転換社債・ワラント債について、1990年10月末の残存の状況をまとめたものである。残存率が高い業種は、①空運、②電気・ガス、③鉄鋼、④石油・石炭、⑤非鉄金属である。これらの業種では、1988年から1990年初の高株価の時期に

(注3) これは、業種別に企業の価値に対する転換社債・ワラント債の発行額の相対的な大きさを見るためである。企業価値を表すのに株式の時価総額をとるべきかについては議論があろう。しかし今回の分析では、あくまで業種間の相対的な差異を見るのが目的であることから、時価総額を用いた。

大型の起債が行われており、株価がこれらの転換社債・ワラント債の転換・行使価格を下回ったままになっていることが原因となっている。

また、同じ表-4では、転換社債・ワラント債の残存額が株式時価総額に占める割合を示している。この割合は高い順に①不動産、②鉄鋼、③非鉄金属、④紙・パルプ、⑤精密機器となっている。これらの業種をはじめ、近年転換社債・ワラント債で大量の資金を調達した企業は以下のような問題を内包しているといえよう。

表-4 残存の状況

(単位：%)

業 種	残 存 率	潜在額の比率
水産・農林	2.5	0.1
鉱業	56.8	2.3
建設	52.8	9.3
食料品	67.9	12.8
繊維	67.8	12.1
紙・パルプ	56.4	15.0④
化学	69.4	14.4
石油・石炭製品	73.1④	14.3
ゴム	48.4	10.4
ガラス・土石	65.0	11.5
鉄鋼	82.5③	19.5②
非鉄金属	73.1⑤	17.5③
金属製品	50.9	7.1
機械	50.6	7.2
電気機器	62.8	13.2
輸送用機器	58.1	9.5
精密機器	57.3	14.6⑤
その他製造	56.1	5.0
商業	58.2	12.4
金融・保険	62.7	4.4
不動産	57.5	19.9①
陸運	52.7	8.0
海運	67.1	6.4
空運	90.8①	10.6
倉庫・運輸関連	67.0	12.4
通信	68.3	0.7
電気・ガス	86.5②	5.8
サービス	55.5	5.5
合計	63.1	9.0

(注) 業種は東証業種分類による。

残存率…… $\frac{\text{残存額}}{\text{調達額}}$ (%)、潜在額の比率…… $\frac{\text{残存額}}{\text{時価総額}}$ (%)

(資料) 東洋経済新報社のデータ等に基きニッセイ基礎研究所が作成

第1は、株価が低迷を続けた場合、償還に際してかなり大きな資金が必要になることである。時価総額に対して20%近い水準の金額を償還するというのは、非常に大きな負担であると考えられる。この償還に関する問題については、後述する。

第2は、株価が転換・行使価格を上回ってきた場合でも、転換の進行によって急速に株式の希薄化がおこり、株価上昇の頭を抑えるように働く可能性があることである。

第3は、転換・行使の結果生じる浮動株の増加にともなう安定化コストの問題である。従来の安定化比率を維持する場合には、持ち合いなどの対策をとる必要が生じる。しかし、BIS規制をにらんで動きにくい銀行、あるいは、低利回りの株式を長期保有することを再検討している生保等の今後の投資行動の変化を考慮すれば、配当率を上昇させねばならないことなど、安定株主づくりのためのコストが高つく環境となっている。

以下では、

- ①多額の調達資金が、大量の調達を行った企業のバランスシートに対しどのように影響したか、
 - ②今後の償還は企業にとってどのようなインパクトを持つか、
- の2点について調べる。

3. 調達した資金の行方

転換社債・ワラント債で大量に調達された資金が企業の中で最終的にどのように使われてきたかを、潜在株式比率の高い企業のバランスシートの変化を通して検討する（注4）。

潜在株式比率の高い（20%以上）企業グループについて、転換社債・ワラント債の発行がまだ少なかった1985年と、直近の1990年のバランスシートの構成比を比較したものが表-5である。表には、この間に増加した総資産の各項目の配分比も示している。これによれば、

- ①貸方では、社債・転換社債・ワラント債が構成比率を9.9ポイント上昇させているほか、資本が5.4ポイント増加し、流動負債、長期借入金の占率は低下（合わせて16.1ポイント）している。なお、東証全体の資本の構成比の上昇は、同期間において、3.7ポイントにとどまっている。
- ②借方では、現預金、有価証券（流動資産中）、投資有価証券の3項目が最も増加しており（合計で7.9ポイント）、いわゆる財テクや持ち合いに向けられた資金が多かったことが推測される。なお、これらの項目の上昇ポイントは、いずれも東証全体の上昇ポイントを上回っている。
- ③2時点のバランスシートを比較すると、この5年間で総資産の増加は約20兆円であった。この内訳を見ると、調達サイドでは社債（転換社債・ワラント債を含む）の増加、および転換社債・ワラント債の転換・行使や時価発行増資等による資本の増加によるものが56%を占めた。対する運用は、有形固定資産に振り向けた比率は17%にとどまっており、これに②の3項目、現預金・有価証券（流動資産中）・投資有価証券を加えると56%と、ちょうどエクイティファイナンスによる調達額に見合う。そして長短借入金は実額では減少しておらず、むしろ若干の増加を示している。つまり、これらのグループでは、エクイティがらみで調達した資金の3割程度しか投資資金に回らず、残り7割は広い意味での財テク資金として運

（注4）1990年末の潜在株式比率の高い（20%以上）企業を取り上げ、これら企業全体の財務諸表を合計して検討する。

明らかにこれらグループと東証全体とは、業種はもちろん、その他の要素においても相似な集合ではない（例えばこれらグループには建設、紙・パルプなどのウェイトが高い一方、空運、通信などの企業はない）。このため両者を対等に比較することはできず、あくまで2グループの傾向の比較にとどまるものであることに留意する必要がある。

用されていたことがうかがえる。

表-5 潜在株式比率の高いグループのバランスシートの変化

	構 成 比			1985~1990
	1985年 (%)	1990年 (%)	差 (ポイント)	増加分占率 (%)
資産合計	100.0	100.0	0.0	100.0
流動資産	76.2	71.3	-5.0	64.2
当座資産	61.2	57.6	-3.6	52.5
現・預金	11.7	14.6	2.8	18.6
受取手形・売掛金	46.2	37.4	-8.8	24.9
有価証券	3.3	5.7	2.4	9.1
棚卸資産	10.7	8.6	-2.1	5.6
その他の流動資産	4.8	5.4	0.6	6.2
短期貸付金	1.4	2.9	1.5	5.0
その他の流動資産	3.4	2.5	-0.9	1.3
貸倒引当金	0.6	0.4	-0.2	0.2
固定資産	23.7	28.7	4.9	35.7
有形固定資産	14.5	15.3	0.9	16.6
償却対象資産	10.7	10.2	-0.5	9.5
建物・建築物	4.5	4.1	-0.5	3.4
機械・装置	4.7	4.2	-0.5	3.4
その他	1.5	2.0	0.5	2.7
土地その他	2.9	3.8	0.8	5.0
建設仮勘定	0.8	1.3	0.5	2.1
無形固定資産	0.3	0.3	0.0	0.3
投資その他の資産	9.0	13.0	4.0	18.7
投資有価証券	4.7	7.4	2.7	11.3
長期貸付金	1.7	2.5	0.8	3.7
その他投資等	2.0	3.1	1.2	4.8
貸倒引当金	0.4	0.3	-0.0	0.3
繰延資産	0.1	0.1	0.0	0.1
(借方合計)	100.0	100.0	0.0	100.0
負債合計	85.7	80.3	-5.4	72.6
流動負債	67.1	55.6	-11.5	39.1
支払手形・買掛金	31.9	26.8	-5.1	19.5
短期・期近借入金等	25.6	17.8	-7.8	6.6
未払・前受金等	3.9	4.7	0.7	5.7
その他の流動負債	5.6	6.3	0.7	7.3
固定負債	18.6	24.8	6.1	33.5
社債・CB・WB	4.4	14.3	9.9	28.5
長期借入金	12.0	7.5	-4.6	0.9
その他の固定負債	2.2	3.0	0.8	4.1
資本合計	14.3	19.7	5.4	27.4
(貸方合計)	100.0	100.0	0.0	100.0

(資料) 歴年ベース、ニッセイ基礎研究所で作成

転換社債・ワラント債で資金調達をする場合、資金使途として、「借入金返済」「設備投資」といった表現がなされる場合が多い。しかしながら、以上見たように、新規に調達した資金は、最終的にはむしろ、「財テク的資金」に用いられている傾向がうかがえる。

このように、転換社債・ワラント債の発行によって調達した資金を余資として運用することには、以下のような問題点がある。

- ①これらの転換社債・ワラント債への投資家が投資に際して行った、企業の成長性や財務安定性の検討の前提条件が覆され、さらに投資家が予期せぬリスクを背負い込むことになる。

転換社債・ワラント債によって調達した資金は、投資家の資金である。投資家の期待は、企業がその資金を設備投資や借り入れの返済に用いて、収益力の向上と企業体質の強化をはかることである。投資家が投資判断をする場合、こうした設備投資に不可避の事業リスクを勘案することはあっても、市場性資産に投資するリスクまでも対象とすることは、通常はない。

- ②また、一般に企業は、運用を専門にする機関ではない。そのため、運用技術の点で専門機関に劣る。最終的に資金運用を誰かに委託したいと考える投資家は、投資を専門に行う機関に資金を委託するのであって、これらの企業の発行した転換社債・ワラント債に投資することはまずありえない。

- ③あえて余資運用を行う場合は、運用の方針（投資対象、期間等）、手段（資産構成の詳細。特金運用やオフバランス取引等）、当初期待する収益およびリスク、さらには運用の成果について、投資家に対して開示を行うことが求められる。

転換社債・ワラント債への投資に際して投資家は、投資時点で調査・分析するだけでなく、その後の企業の行動（たとえばその資金をどのように用いているか等）についても、絶えず見守ることが必要である。そして企業にとっては、そのような投資家の判断に資するような情報の開示が一層求められているといえよう。

4. 今後の償還

1990年初からの下落によって、転換・行使価格を株価が上回っている転換社債・ワラント債が数多く発生している。株価が回復しない場合、これらは満期の到来とともに償還を迫られる。本章では、この償還の規模と影響、および償還にともなう損失の発生について検討する。

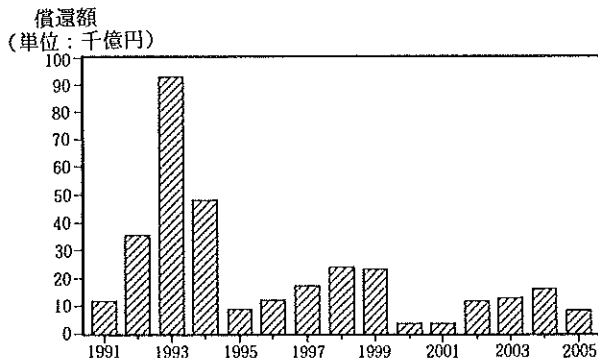
4-1 償還の規模

株価および為替レートが1990年12月末の水準で推移した場合の償還の状況を見ると、

1993年の約9兆円をピークに、前後3年でおよそ18兆円にのぼると推計される（図-3）。

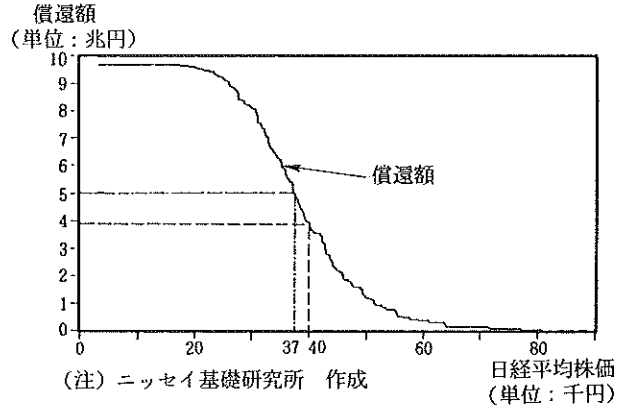
また、1993年の償還額の変動を、日経平均株価（注5）の動きと関連づけて示したのが図-4である。多くが1988,9年に発行されたこともあり、日経平均株価が3万円から4万円に上昇するのに伴い、償還額が急速に減少する。しかし、たとえ日経平均株価が4万円まで上昇しても、3.9兆円の償還資金が必要となる（注6）。

図-3 今後の償還予定



(注) 株価・為替は1990年12月末、転換・行使率は1990年10月末東証上場企業分、ニッセイ基礎研究所作成。

図-4 日経平均株価と1993年の償還額



(注) ニッセイ基礎研究所 作成

日経平均株価
(単位: 千円)

表-6 企業の決算概要

(単位: 兆円)

	東証合計	潜在株比率の 高いグループ
売上高	399.33	69.38
売上原価	334.94	64.62
うち減価償却費	8.32	0.47
販売費・一般管理費	48.04	3.52
うち減価償却費	2.95	0.11
営業利益	16.50	1.25
経常利益	15.19	1.21
当期利益 (税引後)	7.35	0.57
配当・役員賞与	2.36	0.19
当期キャッシュフロー	4.99	0.37
同・減価償却費込み	16.25	0.95

(注) 1989年10月から1990年9月までの決算

(資料) ニッセイ基礎研究所 作成

この償還金額は、どれほどのインパクトを持つ金額なのであろうか。

東証上場企業（1・2部）の1990年の損益の概要を、表-6に示す。長期にわたる景気の持続で、過去最高の好決算の年であったことから、東証上場企業の税引き後の当期利益はおよそ7兆円に達した。これから、配当や役員賞与を引いた、企業のキャッシュフローの合計はほぼ5兆円であった。

(注5) 市場を代表する指数として日経平均株価を使うのは、指数の性格から必ずしも好ましくない。ただし、現状では日経平均株価は、株価水準を表す広く行き渡った指数であるので、本稿では株価水準の表現に、日経平均株価を使用した。

(注6) 計算の前提は、各銘柄について、

$$\text{転換価格} > \frac{1993\text{年の日経平均株価}}{1990\text{年12月末の日経平均株価}} \times 1990\text{年12月末の株価}$$

の場合に償還が生じるとした。日経平均株価が例えば4万円になっても償還が相当程度あるのは、日経平均株価の下落以上に大きく下落した銘柄があるためである。

1993年の償還額が企業のキャッシュフローの5兆円にまで圧縮されるには、図-4より、株価が、日経平均株価にしておよそ3万7千円強の水準まで上昇することが必要である。つまり、1993年まで日経平均株価がこの値を下回っている場合、市場に発生する償還額は、過去最高であった1990年の税引後利益（配当・役員賞与支払後）の総合計を上回る水準に達するのである。

さらに、潜在株式の多い企業については、償還に必要な金額は一般に、その企業のキャッシュフローより大きい金額になる。潜在株式比率の高いグループの企業でみた場合、1993年の償還額2.7億円に対して、1990年のキャッシュフローは3,700億円である。利用可能な内部資金という意味で減価償却費を加えても、9,500億円と、償還額の約1/3にとどまる。個々の企業では、資産を圧縮するか新たに資金を調達するなどして償還原資を手当することが必要であろう。

企業としては、償還に備えてあらかじめ資金を手当することを迫られようが、この場合、次のような問題が生じる。

- ①借入れや普通社債の発行によって資金を手当する場合、きわめて低利であった転換社債・ワラント債に効べると、相対的に金利水準は高く、企業にとって負担増となる。
- ②転換社債・ワラント債の発行、あるいは増資等による場合には、相当の投資魅力の付与が前提とされよう。今回の株価の下落によって、投資家は、株の安定的保有に対してより多くの対価を求めようになっているからである。また、現実に転換・行使価格割れを起こしている債券の償還原資として、改めて転換社債・ワラント債を発行するに際しては、高めの金利が提供されない限り、その消化は困難になるだろう。
- ③集中的な償還の発生は、個々の企業のみならず資本市場にも大きな影響を及ぼすことが予想される。①は、集中的な借り換え・現預金の圧縮によって資金需給の逼迫をもたらすし、②は、発行市場の攪乱と市場への新たな潜在株式の発生をもたらすからである。

このように、今後株式市場の急速な回復がなく、多額の償還が発生した場合には、転換・行使されていない転換社債・ワラント債を多くかかえる企業にとって、償還原資の問題、低利の転換社債・ワラント債から借入金・借り換え債などに代わる際の調達コストの上昇という影響があるだけでなく、資本市場全体にも大きなインパクトを与えると考えられる。

4-2 為替差損と割り増し償還差損

転換社債・ワラント債について、発行企業の財務上重要なもう一つの点は、償還に際して損失が発生する場合があるということである。一つは外貨建て転換社債・ワラント債の為替差損であり、いま一つはプットオプションつき債のオプションの行使に伴う割り増し償還差損である。

1) 為替差損

外貨建て転換社債・ワラント債の償還に伴う為替差損・益は、東証全体で表-7のようになる。

表からわかるように、為替差損・益は、主として、

①ドル建て債（主としてワラント債）の為替差益、差損

②スイスフラン建て債（多くは転換社債）の為替差損

からなる。一般にワラント債の場合には、償還は、行使の有無にかかわらず起こるので、為替予約を付すことが一般的と考えられる。この場合には、為替差損・益は発生しない。そのため、主として考えるべきは転換社債であろう。ヘッジを前提としなければ、転換社債による為替差損は、およそ3,500億円に達するとみられる。

表-7 為替差損・益

(単位：億円)

	ド ル	スイス フラン	そ の 他	合 計
CB差益	164.4	84.1	0.0	248.5
CB差損	45.7	3,108.5	308.8	3,462.9
CB合計	118.7	-3,024.4	-308.8	-3,214.4
WB差益	5,229.9	18.6	10.2	5,328.7
WB差損	1,979.1	706.3	1,103.9	3,789.3
WB合計	3,320.8	-687.7	-1,093.7	1,539.4

(注) 株価・為替は1990年12月末、転換・行使率は1990年10月末
(資料) ニッセイ基礎研究所で試算

2) 割り増し償還差損

1986年頃以降に発行されたスイスフラン建ての転換社債には、プットオプションが付与されているものが多い。これは、転換期限の2年程度前、投資家が償還を請求できるというものである。この場合、額面100に対して、103から110円という、プレミアム付きの価格で償還が行われる。このプレミアム分は損失となる。この割り増し償還差損は、東証全体で1,030億円にのぼる(注7)。

(注7) 増資白書、公社債月報等のプットオプション情報に基づきニッセイ基礎研究所が試算。株価・為替は1990年12月末、転換・行使率は同年10月末。

おわりに

1980年代後半から、転換社債・ワラント債の発行をはじめとする、大量のエクイティファイナンスが実施されてきた。しかし、株価の持続的上昇によって、これらの大量のエクイティファイナンスも順調に消化されてきた。

ところが、1990年初来の大幅な株価の下落によって、転換社債・ワラント債のもつさまざまなリスクが突然クローズアップされてきた。

それは、転換社債・ワラント債には、通常の借り入れや増資にはないリスク（変動性）があるということである。通常の借り入れや増資であれば、資金のフローは、発生時期・規模ともに当初から確定している。ところが、転換社債・ワラント債においては、これらはいずれも不確定であって、大きなリスクをもっている。

このうち、発生時期（いつ転換・行使が行われるか）の不確定さは株価が継続的に上昇していてもあらわれるので、比較的意識されていると思われる。ところがより重要な、株価水準によって変化する、資金のフローの最終的な規模（金額）についてのリスクはそれほど意識されていなかったのではないだろうか。加えて、外貨建てで発行したり、プットオプションをつけるなどしたものは、一種の価格変動リスクという、また別のリスクをかかえていることになる。発行体は、これらのリスクを今まで以上に明確に認識した上で発行することが必要である。

投資家としても、転換社債・ワラント債の投資に際して、企業がこういったリスクを負っていることを認識することが一層強く求められる。また、資金の使途、特に余資運用については、正確に把握することが必要とされる。そして、そのために、発行企業には、一層の情報の提供が求められているといえよう。