

# 解 説

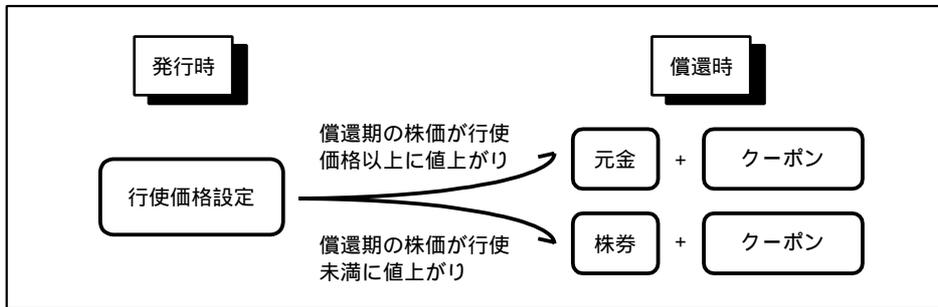
## 他社株転換可能債( EB )市場の概観

大 和 総 研  
投資調査部 壁 谷 洋 和

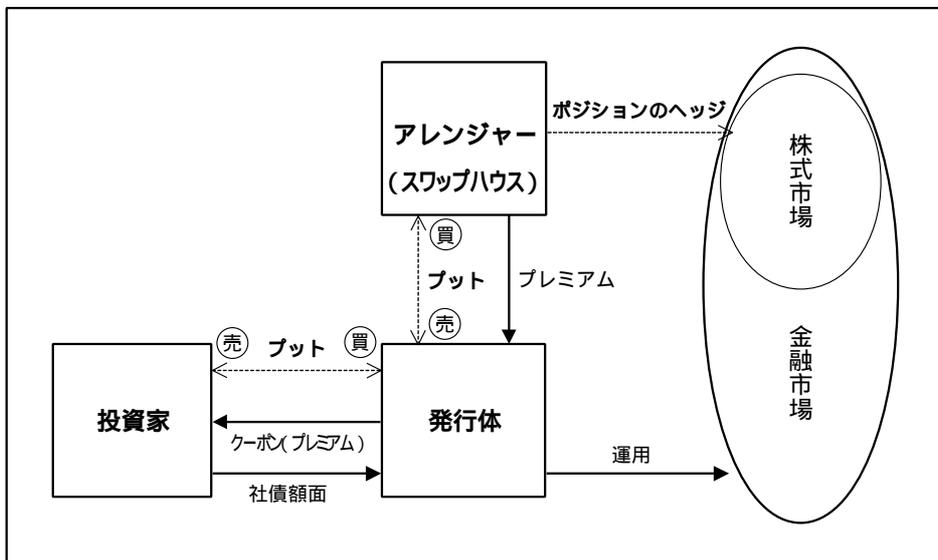
1998年12月の証券取引法改正による店頭エクイティ・デリバティブの解禁から2年が経過しようとしている。OTCの解禁によって多種多様な商品の開発が可能となったが、とりわけ仕組み債のマーケット拡大は目覚ましい。中でも株式市場に注目する投資家は、株価に連動してキャッシュ・フローが変化する他社株転換可能債( Exchangeable Bond, 以下EB )の発行急増を目の当たりにしていることだろう。本稿では、投資家層の広がり金融商品としての地位を確立しつつあるEBの動向を概観する。

まずEBの商品性をおさらいしておこう。EBとは一言で言えば償還の方法が現金による場合と株券による場合の2通り存在する債券である。そして、その償還方法の決定は償還時における受け渡し対象株式の価格によって決まる。プレーンなタイプのEBでは、発行時に予め定められた転換価格( 行使価格 )を、償還時( 通常は償還日の1~2週間前 )の対象株式の価格が上回れば現金で償還され、下回れば株券で償還される。ただ、いずれのケースにおいてもクーポンは付される仕組みになっている。投資家は最初に行使価格で当該株式1単位を購入したのと同等の金額を払い込むため、株券での償還はすなわち投資家のポジションが元本割れの状態にあることを意味する。また、元本割れのリスクが内在するために、EBのクーポンは当然、無リスク金利よりも高くなっている。こうしたEBの商品性を眺めていると見えてくるのは、EBを購入する投資家が対象株式のプット・オプションを売り建てていることに他ならないということであり、そこで店頭エクイティ・デリバティブが活用されている

図表1 EB の 償 還 方 法



図表2 EB の 仕 組 み



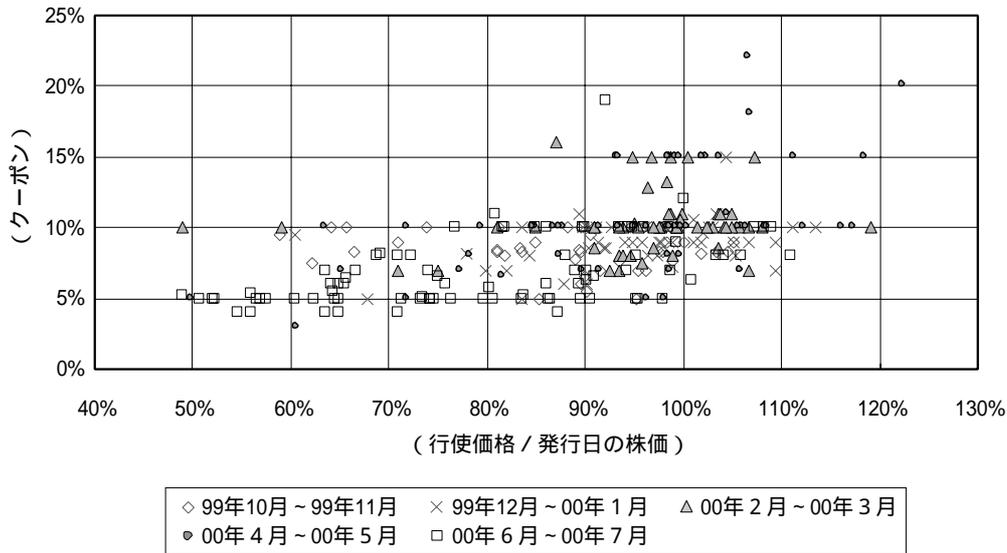


昨年度の上昇相場を先導したのは紛れもなく情報通信関連銘柄であった。それらの銘柄に対する投資家の値上がり期待は大きく、EBの対象株式の選定が、情報通信関連銘柄を中心に行われたことがEBの爆発的な売れ行きにつながったと言える。中でも情報通信関連銘柄の代表格であるソニー対象のEBは昨年後半以降、圧倒的な発行シェアを占め、今年4、5月には全体の半分を占めるまでに至った。しかし、その後はITバブル崩壊による株価低迷とともに発行額は減少に転じ、現在ではその存在はすっかり影を潜めつつある。同様のことはその他の情報通信関連銘柄を対象としたEBについても言える。足元ではグロース系銘柄に代わってバリュー系銘柄がEBの対象株式として台頭してくるとともに、対象株式は銘柄

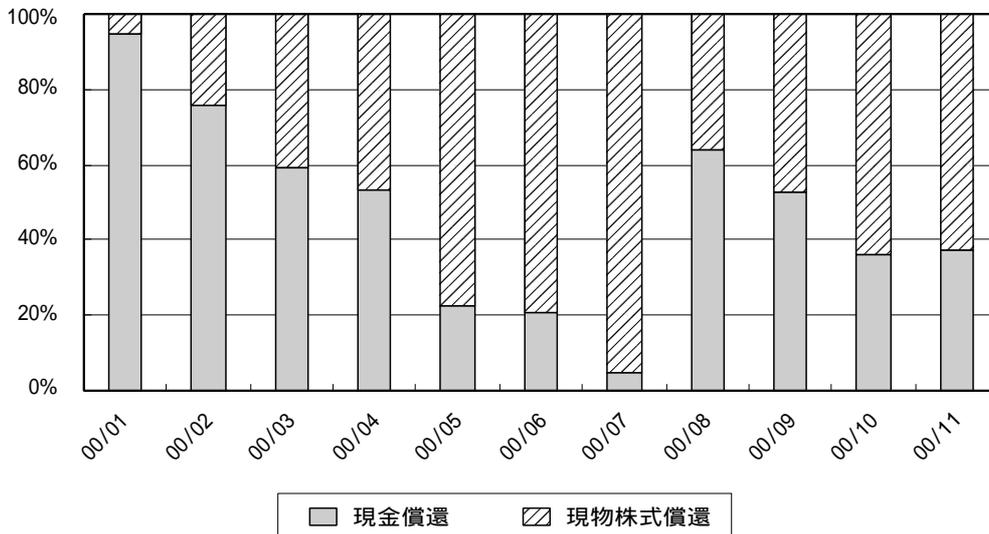
的に分散する傾向にある。よって、EBの対象となる株式はその時々におけるマーケットの“旬”の銘柄が選定されると言っても過言ではない。

対象株式と並んでEBの特徴をなすものは、クーポンである。この低金利の時代にあってはEBのクーポンの高さは、投資家の目に非常に魅力的に映る。当初(1999年前半)、年率5%前後の設定が多かったクーポンは、相場の急騰でEB人気が高まるに連れて上昇し、昨年後半から今年度前半にかけては10%台のものが主流となった。またその頃にはプレーンなEBだけでなく、対象株式の価格が一定のレベルを超えるとクーポンが上乘せされる「ボーナス・クーポン型」のEBの発行が相次いだ。それ

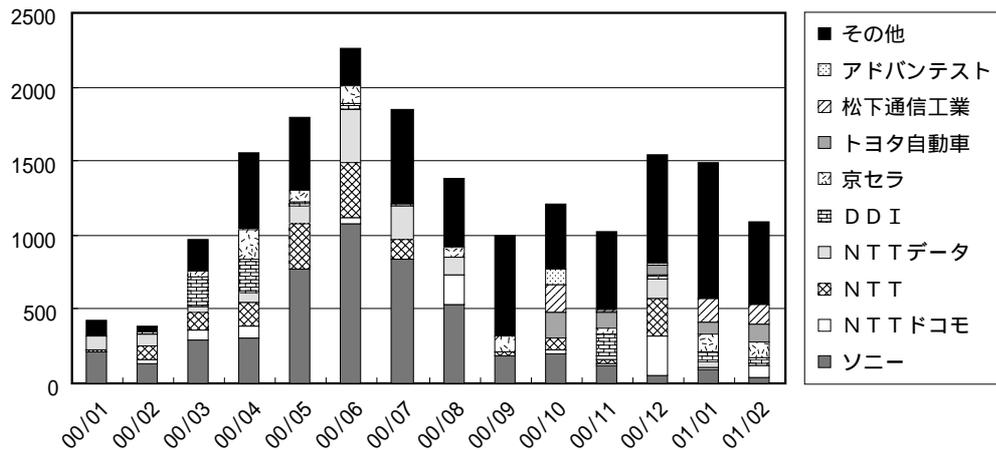
図表5 クーボンと行使価格の関係



図表6 EBの償還状況



図表7 EBの月別償還額(単位:億円)



によって中には数十%のクーポンが付されるEBも散見された。先に説明したように、投資家が受け取るクーポンはオプションのプレミアムに他ならず、クーポンの高さはそのまま投資家が抱えるリスクの高さに直結する。ハイ・クーポンのEBに投資することは、行使価格の高い(すなわち損失を被る可能性の高い)プット・オプションの売り手に回ることを意味する。ITバブルの終焉とともに、そうしたEBは軒並み現物株式により償還され、投資家の手元には含み損を抱えた株式が残ることになったのである。最近では現物株式による償還を避けるために、再び行使価格が低めに抑えられるようになり、5~10%でクーポンが設定される傾向にある。

次にEB市場の拡大による株式市場へのインプリケーションを考えよう。まず、発行時における対象株式へのインパクトである。EBに内在するプット・オプションの最終的な買方はアレンジャー(スワップ・ハウス)であるが、一般的に彼らはデルタ・ヘッジ等で価格変動リスクを抑えたと見られる。そのため、対象株式には発行時にオプションのデルタに相当する分の買いのニーズが発生すると考えられる。その後、償還日にかけては株価の変動(デルタ等のオプションのリスク変動)に応じて、株式の保有量を調節していくため、発行から償還にかけてのトータルで見れば、株価水準を中立に保つと言えるかも知れない。

注意したいのは現物株式で償還された際の、当該株式の需給への影響である。現物株式で償還された場合、その時点では投資家は含み損を抱えた状態にある。EBの主な投資主体は損切り概念の薄い個人投資家であるため、

償還で手にした現物株式をすぐに市場に放出するとは考えにくい。よって、直ちにそれが当該株式の需給ひいては相場の攪乱要因になる可能性は低いであろう。しかし、その後の相場回復局面においては、元本確保を目的とした換金売りが需給圧迫要因となる可能性は否定できない。一例を示せばソニーのケースが挙げられる。過去における発行の最も多いソニー対象のEBは、この1年で発行額が5,000億円を越えたと見られる。そして、その全てが現物償還されたわけではないにしても、かなりの金額がソニーの株式に転換されたと予想される。ソニーの株価低迷は、もちろんITバブルの崩壊やソニーの業績伸び悩み等を反映した結果であろうが、現物株式による償還を受けたEBの投資家の戻り待ちの売りが上値を押さえている面も指摘できるのではなかろうか。こうした懸念はソニー以外でEBの発行額の多い銘柄についても共通して言えるであろう。EBの発行がピークアウトしたことで当面は償還の規模も一段落するが、こと株式需給面から見た場合にはこのようなEBの発行、償還に関わる情報も把握しておくことが賢明なのかも知れない。

EBが一般の投資家の間に普及してから、まだその歴史は浅く、それが株式市場に与える影響も未知なる部分が多い。ただ、一つ言えることはEB市場の拡大によって、着実に株式市場に参加する投資家の裾野が拡大しつつあるということである。そういう意味では、EBおよびその骨組みを支える店頭エクイティ・デリバティブの存在意義は大きい。EB市場の拡大が結果として株式市場のより一層の活性化につながることを期待したい。

図表 8 2001年 1 - 2月に償還が予定されるEB

発行体	対象株式	額面金額 (億円)	期間	利率	行使価格	発行日	償還日
ドレスナー・バンク	アドバンテスト	20.0	6ヶ月	8.00%	17,080	2000/06/29	2001/01/04
ドイツ銀行	旭硝子	29.4	5ヶ月	7.50%	882	2000/08/10	2001/01/16
BNPパリバ	ソフトバンク	6.0	3ヶ月	15.00%	6,640	2000/10/17	2001/01/17
パーデン・ヴェルテンベルク州立銀行	東芝	103.0	3ヶ月半	10.00%	839	2000/09/29	2001/01/18
ドイツ農林金融公庫	日本テレビ	31.5	3ヶ月	10.00%	58,200	2000/09/29	2001/01/18
ドイツ農林金融公庫	ファナック	24.2	3ヶ月	10.00%	11,160	2000/09/29	2001/01/18
ドレスナー・バンク	トヨタ自動車	20.0	3ヶ月	7.00%	4,150	2000/10/18	2001/01/18
UBS・AG	ソニー	40.0	3ヶ月	7.00%	9,470	2000/10/18	2001/01/18
UBS・AG	ソニー	52.9	6ヶ月	5.00%	8,410	2000/07/13	2001/01/19
スウェーデン輸出信用銀行	東京電力	5.4	4ヶ月	3.30%	2,240	2000/09/21	2001/01/19
シュレースヴィヒ・ホルシュタイン州立銀行	日本テレビ	55.5	3ヶ月	7.00%	57,800	2000/10/19	2001/01/19
スウェーデン輸出信用銀行	日東電工	5.0	3ヶ月	6.00%	4,030	2000/10/19	2001/01/19
NIBキャピタル銀行	日本テレビ	40.9	4ヶ月	7.00%	55,700	2000/09/21	2001/01/23
スウェーデン輸出信用銀行	日本テレビ	30.1	4ヶ月	8.50%	56,200	2000/10/04	2001/01/23
スウェーデン輸出信用銀行	松下通信工業	100.0	6ヶ月	12.00%	12,800	2000/07/24	2001/01/24
スウェーデン輸出信用銀行	村田製作所	100.0	6ヶ月	10.00%	16,400	2000/07/24	2001/01/24
UBS・AG	京セラ	26.3	4ヶ月	10.00%	16,890	2000/09/04	2001/01/25
UBS・AG	東京エレクトロン	30.0	4ヶ月	8.00%	9,130	2000/09/22	2001/01/25
UBS・AG	トヨタ自動車	28.5	6ヶ月	5.00%	3,880	2000/07/26	2001/01/26
ドイツ農林金融公庫	三菱電機	59.3	6ヶ月	5.00%	797	2000/07/27	2001/01/26
スウェーデン輸出信用銀行	トヨタ自動車	31.2	4ヶ月	8.00%	4,110	2000/09/26	2001/01/26
スウェーデン輸出信用銀行	KDDI	75.9	3ヶ月	10.00%	544,000	2000/10/26	2001/01/26
スウェーデン輸出信用銀行	東京エレクトロン	25.4	3ヶ月	10.00%	8,290	2000/10/26	2001/01/26
スウェーデン輸出信用銀行	NTTデータ	35.3	3ヶ月	10.00%	900,000	2000/10/26	2001/01/26
UBS・AG	NTTドコモ	13.2	7ヶ月	5.00%	2,206,000	2000/06/29	2001/01/29
UBS・AG	京セラ	32.9	7ヶ月	5.00%	13,190	2000/06/29	2001/01/29
ドイツ農林金融公庫	村田製作所	32.5	6ヶ月	5.00%	12,284	2000/07/26	2001/01/29
ドイツ農林金融公庫	東芝	26.6	6ヶ月	5.00%	1,004	2000/07/26	2001/01/29
ドレスナー・バンク	コナミ	20.0	6ヶ月	8.00%	5,520	2000/07/27	2001/01/29
ドレスナー・バンク	東京エレクトロン	30.0	6ヶ月	8.00%	10,850	2000/07/27	2001/01/29
コムレツバンク・アクツィエンゲゼルシャフト	東京エレクトロン	9.6	6ヶ月	5.00%	10,680	2000/07/27	2001/01/29
ドイツ農林金融公庫	日本テレビ	50.9	4ヶ月	10.00%	66,000	2000/09/28	2001/01/29
ドレスナー・バンク	京セラ	60.7	3ヶ月	7.00%	12,600	2000/10/26	2001/01/29
ドイツ農林金融公庫	トヨタ自動車	14.9	6ヶ月	5.00%	3,950	2000/08/01	2001/02/01
スウェーデン輸出信用銀行	大和証券グループ本社	28.7	4ヶ月	8.50%	1,135	2000/10/17	2001/02/06
UBS・AG	トヨタ自動車	37.9	6ヶ月	5.00%	3,872	2000/08/08	2001/02/08
UBS・AG	NTTドコモ	8.4	6ヶ月	5.00%	2,098,000	2000/08/08	2001/02/08
ノルウェー輸出金融公社	ソニー	40.5	6ヶ月	5.00%	8,400	2000/08/11	2001/02/08
ノルウェー輸出金融公社	ソフトバンク	25.2	6ヶ月	5.00%	3,970	2000/08/11	2001/02/08
UBS・AG	東京エレクトロン	10.3	6ヶ月	8.00%	8,152	2000/08/09	2001/02/09
スウェーデン輸出信用銀行	松下通信工業	10.1	6ヶ月	6.10%	13,100	2000/08/11	2001/02/09
ドイツ農林金融公庫	ファミリーマート	10.0	4ヶ月	10.00%	2,578	2000/10/10	2001/02/09
ドイツ農林金融公庫	中央三井信託銀行	10.0	4ヶ月	10.00%	373	2000/10/10	2001/02/09
NIBキャピタル銀行	京セラ	78.1	3ヶ月	10.00%	13,960	2000/11/10	2001/02/09
NIBキャピタル銀行	三和銀行	27.1	3ヶ月	10.00%	895	2000/11/10	2001/02/09
シュレースヴィヒ・ホルシュタイン州立銀行	旭硝子	53.3	6ヶ月	8.00%	901	2000/08/10	2001/02/13
スウェーデン輸出信用銀行	トヨタ自動車	39.8	6ヶ月	7.00%	4,110	2000/08/17	2001/02/15
UBS・AG	松下通信工業	36.1	4ヶ月	7.00%	12,200	2000/09/28	2001/02/15
スウェーデン輸出信用銀行	KDDI	40.3	3ヶ月半	8.60%	510,000	2000/10/27	2001/02/15
コムレツバンク・アクツィエンゲゼルシャフト	野村証券	10.3	6ヶ月	5.00%	1,933	2000/08/16	2001/02/16
UBS・AG	日立製作所	20.1	3ヶ月	10.00%	1,194	2000/11/16	2001/02/16
NIBキャピタル銀行	東京エレクトロン	12.5	4ヶ月	5.00%	8,380	2000/10/19	2001/02/19
ドイツ連邦共和国ラインラント・プファルツ州立銀行	松下通信工業	51.3	5ヶ月半	5.30%	10,070	2000/08/30	2001/02/20
ノルウェー輸出金融公社	TDK	38.2	3ヶ月	7.00%	10,120	2000/11/20	2001/02/20
コムレツバンク・アクツィエンゲゼルシャフト	北陸電力	7.5	7ヶ月	6.25%	1,421	2000/07/20	2001/02/21
ノルウェー輸出金融公社	松下通信工業	30.0	5ヶ月	5.70%	1,137,000	2000/09/21	2001/02/21
ノルウェー輸出金融公社	HOYA	17.9	3ヶ月	7.00%	8,640	2000/11/21	2001/02/21
NIBキャピタル銀行	帝人	11.4	4ヶ月	7.00%	434	2000/10/26	2001/02/26
ソシエテ・ジェネラル	TDK	10.0	4ヶ月	10.00%	13,330	2000/10/30	2001/02/26
ドイツ農林金融公庫	京セラ	26.9	3ヶ月	7.50%	12,750	2000/11/29	2001/02/26
ドイツ農林金融公庫	ファナック	34.2	3ヶ月	7.50%	8,150	2000/11/29	2001/02/26
ドイツ農林金融公庫	東芝	88.0	6ヶ月	7.00%	860	2000/08/29	2001/02/27
シュレースヴィヒ・ホルシュタイン州立銀行	フジクラ	50.1	4ヶ月	7.00%	882	2000/10/30	2001/02/27
JPモルガン	東京電力	30.0	1年	7.50%	2,335	2000/02/28	2001/02/28
東京三菱インターナショナル	村田製作所	26.3	6ヶ月	5.00%	12,790	2000/08/30	2001/02/28
BNPパリバ	トヨタ自動車	20.2	4ヶ月	9.10%	4,390	2000/10/30	2001/02/28
コムレツバンク	京セラ	5.5	4ヶ月	10 - 20%	13,460	2000/10/30	2001/02/28
コムレツバンク	東京エレクトロン	5.4	4ヶ月	10 - 20%	8,950	2000/10/30	2001/02/28
クレディ・リヨネ	KDDI	10.0	3ヶ月	5.00%	388,000	2000/11/28	2001/02/28
ドイツ銀行	東京電力	5.7	3ヶ月	6.15%	2,670	2000/11/29	2001/02/28