

CB(新株予約権付社債)の発行増加 と市場展望について

～CB市場は復活するか



令和8年10月1日
株式会社資本市場研究所きずな

上場会社のCB発行動向と特徴

上場会社に資本効率を求める取引所や行政などの動きの中、成長投資に関わる資本調達について市場が評価するケースも増えており、公募増資や転換社債型新株予約権付社債（以下、CB）などのエクイティファイナンスが活発化している。今年前半（1月～6月）の発行額は、公募増資が1,807億円（前年同期比2.4倍）、CBは1兆715億円（同、24倍）となっている。

CBは投資家にとって、株式への転換価額は発行時点の時価よりも割高である反面、社債としての性格を有するため、投資家の選択肢が広がる。特に最近は大型CBの発行が増えてきている。今年に入ってからが発行事例を下表に示した。

これら大型CB発行の特徴は、全てが円建ての海外発行でシンガポール証券取引所に上場されている。また、ゼロクーポン債かつオーバーパー発行であり、募集価格は102.5以上となっている。つまり、発行会社にとってCBの

海外発行は、利払いや発行コストが極めて低く抑えることが出来るメリットがある。また、投資家層は海外運用会社やファンド等限られているので、投資家需要を早めにとりまとめ発行条件を決定することも可能で、発行に係る日程を短縮して市場への影響を抑えることも出来る。

CB転換価額の時価からのアップ率については、海外発行の場合、投資家ニーズによって決定されるが、新株予約権部分を株式のコールオプション相当と見做す海外機関投資家も多いため、発行会社の株価ボラティリティに影響される。その為、概ね20～40%程度で決定されるケースが多いが、ボラティリティが高いアドバンテストのCBではアップ率が60%で決定され、JX金属はアップ率を20%に抑えたものの募集価格で調整して3年債が113.25、5年債が114と大幅なプレミアムを投資家に求めている。

エクイティファイナンスの場合、投資家は調達資金が成長投資に使われることを期待している。よって、新たな事業計画が示され、その設備投資等に使われることが明確にされることが望ましい。6,000億円の発行となった日本

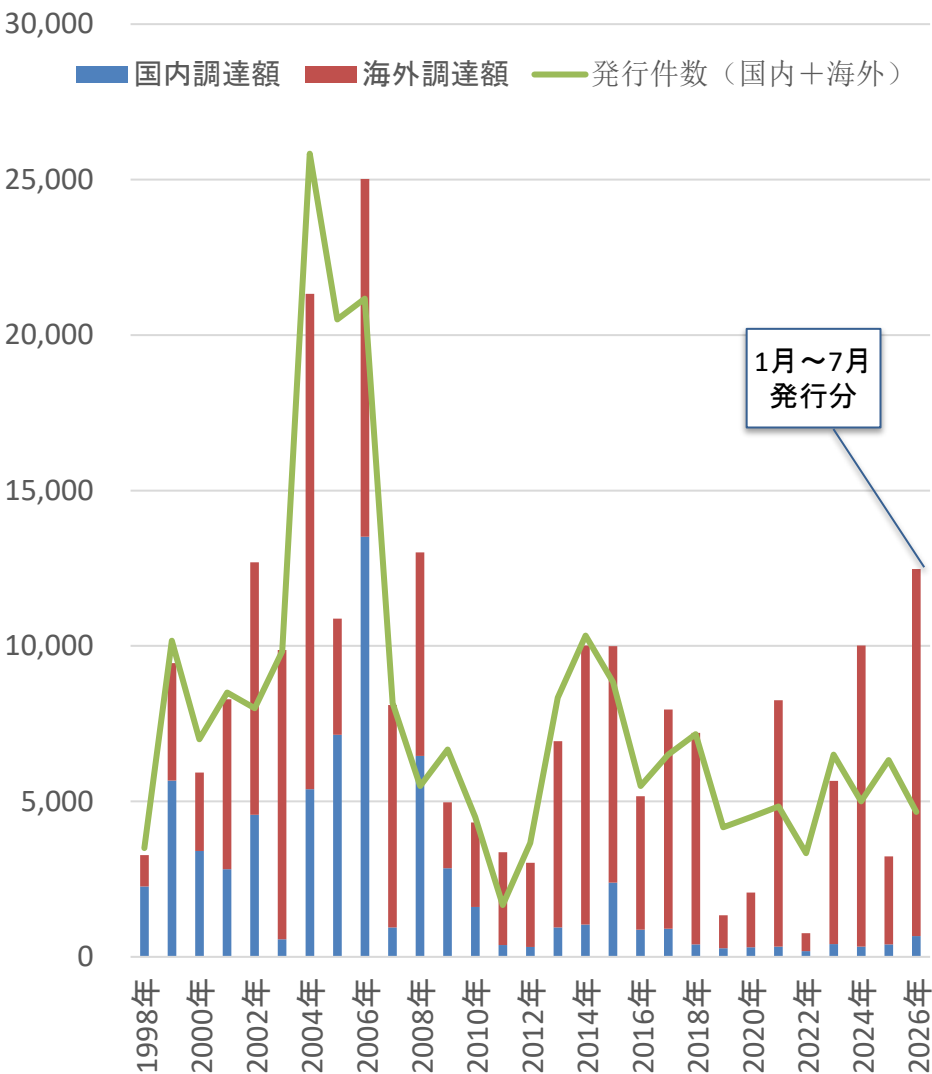
製鉄のCBは希薄化率が15%以上と大きく、直接の資金使途はUSスチール買収時のブリッジローン返済の一部とされ、3ヵ月程度は株価圧迫要因になったようだ。2,500億円を発行するJX金属のCBの資金使途は自社株取得で、筆頭株主のENEOSホールディングスから自社株TOBで取得するものだった

国内における上場会社によるCB発行は、現状では一般投資家に向けた募集は殆どなく、概ね第三者割当てで発行されている。これは、資本業務提携などにより新株と併用して国内CBが提携先に割当てられるケースが多くみられ、また一部ではMSCB(転換価額修正条項付転換社債)としてファンドなどに割当てられるケースもある。その為、2010年以降、CBの海外発行比率は9割前後で推移している。

バブル期には隆盛を誇ったCB市場ではあるが、2000年に上場総額11兆円以上(銘柄数661)あった東京証券取引所(以下、東証)のCB市場は2023年7月を最後に上場銘柄はなくなり、東証CB市場は制度として残っているものの、

現在のところ復活の気配はない。つまり、日本の上場会社が発行するCBに個人が投資するCBマーケットは、現状では消滅している。

CBの発行推移



※東証統計資料 上場会社資金調達より作成

最近の大型CB発行事例

発行体	発行日	発行額 億円	年限	転換価 格	アッ プ率	募集 価格	資金 使途
川崎重工業	7月31日	500	5年	3,913	49.98%	103.5	設備投資
川崎重工業	7月31日	500	7年	3,783	45%	103.5	設備投資
三菱マテリアル	7月24日	350	4年	5,275	24%	102.5	設備投資
三菱マテリアル	7月24日	350	6年	5,105	20%	102.5	設備投資
JX金属	6月3日	1,250	3年	4,860	20%	113.25株TOB	自己株TOB
JX金属	6月3日	1,250	5年	4,860	20%	114	同上
アドバンテスト	4月20日	1,000	5年	36,000	60%	102.5	設備投資
日本製鉄	3月12日	3,000	3年	730.3	10%	102.5	買収資金
日本製鉄	3月12日	3,000	5年	730.3	10%	102.5	同上

※各社公表資料より作成

CB市場の変遷とその要因

現在は海外投資家の為の投資対象となっている上場会社のCBであるが、バブル期には個人投資家も参加していた一大発行市場であった。そのCB市場は以下の様に変遷している。

バブル期の発行ラッシュ(1980年代後半):株式市場の活況に伴い、大企業のCBやワラント債発行が急増した時期で、1984年にCB発行額が1兆円を超えたところから毎年発行が急増する状態となり1989年には年間約300銘柄、発行金額が約7.5兆円に達した。この増加要因は、株価の上昇によりエクイティファイナンスのキャパシティが拡大し、企業側も銀行借入れより低コストの資金調達として利用したり、金融機関のBIS対策の資本調達策としても発行された。

バブル後の低迷期(1990年代):バブル期に大量発行されたCBが潜在株式として大量に残存していた時期で、1994～1996年は、CB残存額が20兆円近くまで増加し、市場の圧迫要因となっていた。また同時期の前半は上場

会社のエクイティファイナンスに対して行政の引き締め策や引受ける証券会社の自主規制が強化された時期でもあった。

新株予約権制度による変化(2000年代):2002年4月の商法改正(会社法)により新株予約権制度が新設され、従来のCBの新株への転換請求権、ワラント債の新株引受権、そしてストックオプションは「新株予約権」という名称に統一された。CBもワラント債と同じく新株予約権付社債となったが、この新株予約権は比較的スキーム設計が自由と考えられ、転換価額を株価に応じて見直すMSCB発行が増加していったが、このMSCBは個人への販売は行われず、証券会社やそのグループ会社、ファンドなどに割当てられることが多かった。但し、MSCBは株価が下がった場合に転換価額が引き下げられ発行株数が増加するので、短期的にはより株価圧迫要因になる可能性が高く、取引所や引受証券会社の自主規制が強化されている。

海外発行の増加(2010年代以降):東証のCB上場基準は、①発行者が上場会社②発行額が20億円以上③新株予約権の行使条件が適切であること、だけであるが、国内で

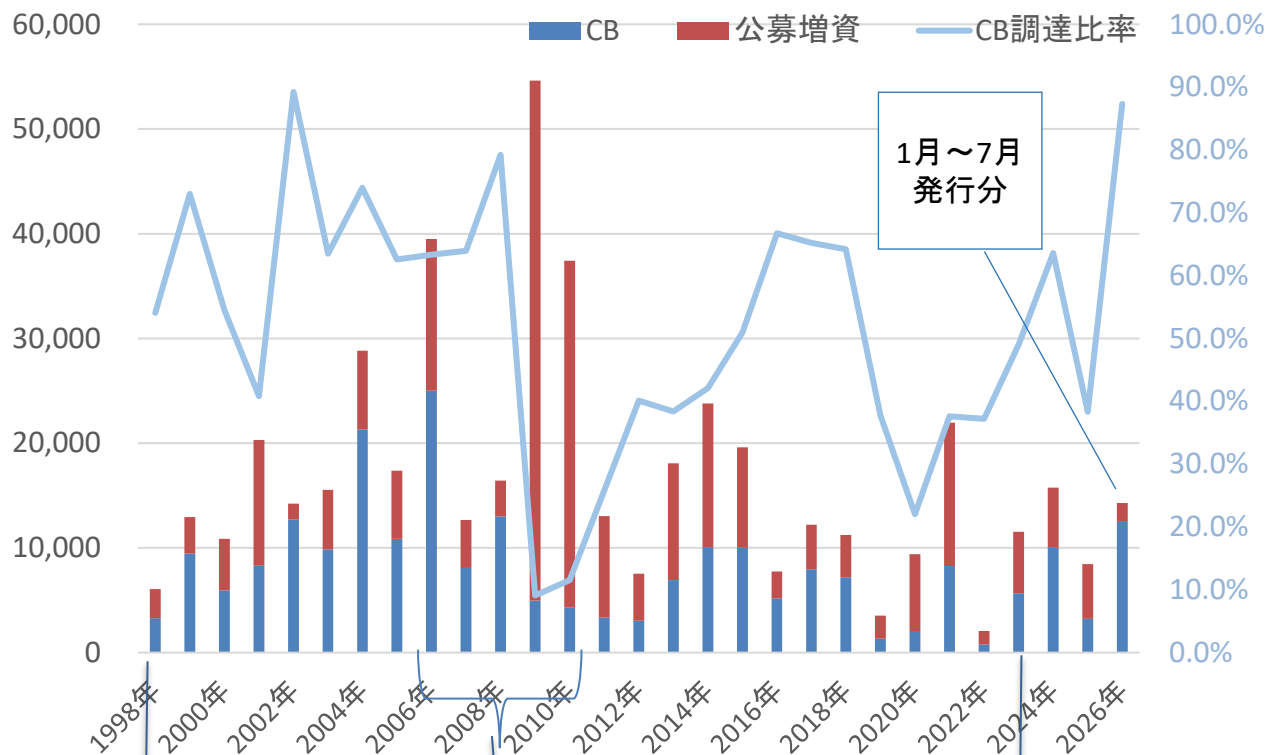
一般募集する場合は、個人への販売も想定する為に引受証券会社が社債の格付け取得を求めることが多かった。また、国内開示制度で日程などの制約を受けることも多く、発行者にとっては総じて海外発行に比べて発行コスト高になる。その為、上場会社が大型CBを発行する場合、コストや発行プロセスから海外を選択することは自然な流れで、ほとんどがユーロ円建てCBの発行となっている。

リキャップCBについて: 調達資金で自己株式を取得する発行スキームで、資本構成を再構築する意味でリキャップCBと呼称するが、我が国では2008年3月にヤマダ電機が発行したのが最初である。考え方としては、発行者は現状の株価を割安と考え株式取得を実行、CBの転換価額は時価より3～5割アップして資本回復を狙う。2008年には関西ペイント、電通、アサヒビール、セブン&アイHDなどの大型発行が相次いだ。リキャップCBについてはファイナンス・テクニクではないかとの一部批判もあったが、現在では低コストで資本効率を改善する手法としてある程度定着している。

上場会社のエクイティ調達(公募増資+CB)に占めるCBの比率は、リーマンショック(2008年)までは6割程度であったが、その後は調達額そのものが減少して比率も低下していた。

エクイティファイナンス募集額とCB調達比率推移

億円



東証CB市場の1998年
度末現存額
12兆8,818億円
867銘柄

東証CB年度末現存額
1兆円台で推移

2023年7月
東証CBの上場数
ゼロに

CB市場の変遷

バブル期の発行ラッシュ
(1980年代後半)

バブル後の低迷期(1990年代)

新株予約権制度による変化
(2000年代)

海外発行の増加
(2010年代以降)
※リキャップCB定着

CBの投資・発行のポイント

投資家にとって額面100のものを102.5でプレミアムを支払ってまで買うメリットについて考えたい。

一般的に言われているCB投資のメリットは、投資元本が社債として守られていて、株価の上昇により利益が享受されるとされている。つまり、CBは社債的価値+新株予約権価値で構成されており、通常の割引債と仮定したときの発行者信用力に基づいた社債的価値を仮に85円とすると、それを102.5円で発行出来るということは、その差分の17.5円(=102.5円-85円)を新株予約権の価値とみなすことができる。発行後のCB価格については、パリティ(転換価額÷株価)が1未満でも100を維持し、1以上ではパリティ $\times 100 + \alpha$ で、 α がどの程度かといえば株価のボラティリティと新株予約権の期間などに影響される。したがって、投資家にとってCBの新株予約権は株式の長期コールオプションとして多様な投資手法に利用することも出来る。

実際に、海外投資家の要望により日本企業が発行するユーロ円建てCBが、投資銀行等が組成するSPCを使って

リパッケージされている。概要を示すと以下のとおり。

日本法上は、CB本体から新株予約権だけを法律的に切り離すことができないため、社債の代用払込機能を組み込んだ証券化(Asset Backed Security)の手法を用いて実質分離を実現している。株価が転換価額を上回り、ワラント投資家が権利行使を選択した場合、具体的なオペレーションは次の手順となる。

- ①新株予約権の投資家は、リパッケージ債の保管機関を通じて行使請求
- ②行使に必要な金額(転換価額 $\times$ 株式数)をSPCに払込み
- ③SPCは受取った行使資金(現金)を使って、社債投資家が保有している社債部分を相対で買取り
- ④社債投資家へ現金償還する
- ⑤発行体への行使請求しCBが転換行使で払込まれて消却。ワラント投資家はSPCから新株を受取る。

発行者のメリットは海外発行の場合はゼロクーポン債であるため、利払いが無い資金調達であることに加えて、

オーバーパー発行なので発行益も発生する。但し、CBの発行目的は資本調達なので、課題となるのが新株予約権部分の設計である。

資本調達は希薄化などの問題が生じるので、既存株主に対する配慮が必要となり、権利行使の条件設定が重要であるが、発行者の考え方は2通りに分かれている。株価が転換価額を超えて、ある程度の水準まで上昇した場合、株式への転換を促す考え方で、例えば130%コール条項などを付するものだ。一方、転換権の行使を制限して、希薄化をある程度コントロールしようとする考え方もあり、株価が一定期間転換価額を超える場合にのみ権利行使を認めるものだ。例えば四半期末の最終月において130%以上となる日が、20日間連続した場合にのみ権利行使を認めるとするものだ。権利行使の条件がこのように複雑化していけば、投資家が新株予約権をオプションとして管理していくオペレーションは複雑化する。

発行者にとってCBも嘗てのワラント債も新株予約権付社債ではあるが、新株予約権部分が分離できる場合は新株予約権部分を資本調達と見做し、発行者が新株予約権

部分の価格を算定し、社債部分は割引発行として処理する(区分法)。その結果、社債部分の調達コストは割高になるので、ワラント債の発行が殆ど無くなった。CBについては新株予約権部分は分離できないので、日本の会計基準においては一括法として全体を社債として扱うこともでき、日本企業は現状では殆どこの会計処理を行っているが、国際会計基準(IFAS)では区分法を求めている。

ユーロ円CBのリパッケージと転換イメージ

A社のCB

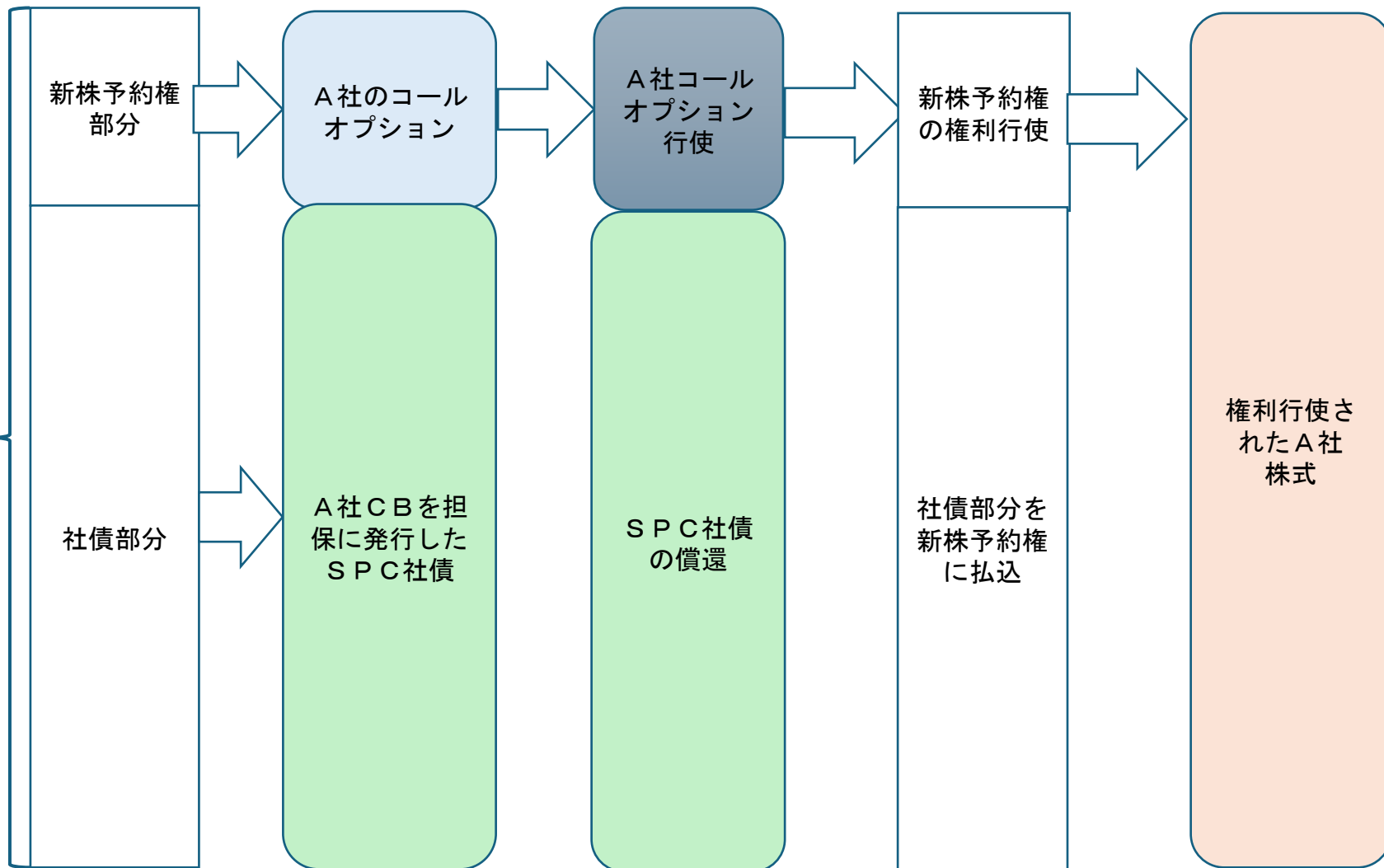
SPCによるリパッケージスキーム

権利行使するとき

一旦源CBに戻し権利行使

株式への転換終了

額面部分



発行市場の課題と国内CB投資復活の可能性について

上場会社のコーポレートガバナンス・コードが再強化され、資本を有効に活用し、投資家との会話を進めることが強く求められる中、エクイティ・ファイナンスに対する投資家の評価・理解も進んでいる。今後も、上場会社の成長資金調達が増加していくことが予想されるが、CB調達に関していえば海外発行に偏った状況は変化しそうにない。

CBの国内募集がないのは国内のCB流通市場が機能していないことが大きい。その為、CBは個人投資家の投資対象とはなっていない。東証のCB上場ハードルはそれ程高くないものの、国内発行に関しては、個人にも販売する前提で引受証券会社が発行者に格付取得を求めている結果、時間やコストの掛かるものになっている。

以上のような発行市場の環境にあって、今後、個人投資家も参加する国内CB市場が復活する可能性について考えたい。

先ずCBは個人投資家にとっても、より多様な投資戦略を

可能とするため投資ニーズは高いと考えられるものの、CB投資をスムーズに行う為には個人が利用できる流通の場が必要となる。

次に発行者側が国内でCBを発行する目的として、①個人を長期投資家として取り込む②低金利の資金調達を行うこと、などが考えられ、①は海外発行に比べ時間やコスト負担が増しても行う大企業、②は海外発行に向かない規模の調達を行う中小の上場会社が、それぞれ発行者として考えられる。

個人の投資ニーズとCB発行者の供給ニーズは、一見マッチングしそうであるが、現在の発行市場でこのマッチングを行う引受証券会社は、②の発行ニーズがあるスモールキャップ(時価総額が小さい企業)のCB発行に関して、大手は消極的で中堅以下は長年国内募集がなかった影響でCBの引受機能が低下している。

現在の日本の発行市場全体にいえることであるが、裾野が拡大せず上場会社でもスモールキャップのファイナンスが難しく、成長企業でも公募の資本調達が難しい

セカンドファイナンス問題が起きている。CBは株式そのものの募集に比べ価格下落抵抗力があるので個人への販売は本来容易である。しかし、発行市場の主な仲介者である大手証券や外国証券などは数十億円規模のエクイティ・ファイナンスには消極的で、今後もこのスタンスは変わりそうにない。その為、発行市場の裾野拡大やCB国内市場の為には、新たな仲介者やスキームが必要ではないかと考え、CB市場の課題も含め下図にそのイメージを示してみた。

先ず、今後も増加が予想される海外CBの発行については、大量発行は株式市場への影響が大きいので、アナリストは資金使途の効果や市場需給への影響として新株予約権の価値測定及び権利行使の想定シミュレーションを行う必要がある。

次に、個人投資家も参加可能で上場会社も国内発行メリットがある発行スキームとして

①発行コストを低減させるため無格付債として発行者の信用リスクは引受証券会社が評価する。

②数億円から数十億円の発行を想定し少額発行にも対応する為、案件により少人数私募・プロ私募（

特定投資家私募）・公募（一般個人投資家）を引受証券会社が使い分ける。

③発行後、引受証券会社は流通ルールを公表してOTCでCBを売買する。

④新株予約権価格情報を提供（できれば権利行使スキームは単純化へ）などが考えられる。

国内CB市場の復活は、日本市場の裾野拡大の為にも必要なことなので、新たな発行スキームをもった引受証券会社が出現することに期待したい。

CB市場の課題と国内復活スキームイメージ

