

ワラント債の概要と発行、流通について

木 村 幸 雄

はじめに

昭和24年4月に土佐電気鉄道株式会社が、我が国で初めて転換社債2,500万円を発行してから、漸次これを利用する会社もでてきて、昭和40年代以降は、多くの会社が転換社債を利用するようになり、現在では、投資上の安全性と収益性とを兼ね備えた投資対象ということから、我が国でも、一般投資家の間にも広く普及するようになった。

これとよく似たワラント債（新株引受権付社債）は、昭和56年の商法改正により我が国に導入された（施行日は昭和56年10月1日）。ワラント債には、分離型と非分離型の2種類があり、分離型は、従来国内での発行、流通が認められていなかったが、昭和60年10月31日の日本証券業協会理事会決議により、(1)昭和60年11月1日から国内での発行、流通、(2)昭和61年1月1日から国外発行ものの国内持込みが、それぞれ解禁された。

国内で分離型ワラント債の発行、流通が当初認められなかった理由は、新株引受権証券（ワラント）の投機性が大きいこと、不慣れな我が国投資家になじまなかったためである。しかし、その後国内、国外両市場に於て、ワラント債の発行が増加する等により、ワラントの受入態勢が備ったことから、解禁にふみ切ったのである。

これにより、昭和60年12月28日には東急百貨店が、国内初の分離型ワラント債を発行した。また、昭和61年3月には、積水ハウス、カシオ計算機、福山通運の3社が分離型ワラント債を発行している。東急百貨店の分離型ワラント債

については、ワラントとカムワラント（社債にワラントが付されたもの）が、3月3日に上場され、また海外物についても、既に店頭で売買されている。

本論では、今後益々増加の一途をたどるとされるワラント債の概要と、既に我が国で定着している転換社債との対比、及びその発行、流通について解説しようとするものである。

I. ワラント債の概要

（1）ワラント債とは

ワラント債とは発行後、所定の期間内に一定の価格で一定の数量の株式を買ふことのできるワラント（新株引受権）を付けて発行される普通社債のことである。海外の会社の場合は、権利行使の対象となる株式は、自社の新株及び既発株、関係会社の株式などである。我が国では、自社の新株に限られている。

（2）分離型と非分離型

ワラント債は、ワラントが社債券と離れて流通することができるか否かにより、次のように分離型と非分離型の2種類に分けられる。

（イ）分離型ワラント債は、社債券と新株引受権とが、それぞれ社債券及び新株引受権証券に表象され、それぞれが独立して譲渡できるものをいう。即ち、分離した新株引受権証券（ワラント）、残りの社債部分（エクスワラント、俗にいうポンカス債）及び両方が一体となったワラント付社債（カムワラント）の3形態での売買が可能であり、資金運用の多様化がはかられる。

（ロ）非分離型ワラント債は、社債権と新株引受権とが、社債券面上に一体として表象され、新株引受権のみの分離譲渡を認めないものをいう。

（3）現金払込型と代用払込型

また、新株引受権の行使請求方法により、次の2つに分類できる。

（イ）現金払込型は、新株引受権行使により発行される株式の代金の払込方法を現金のみとするものである。

(ロ) 代用払込型は、現金による払込みのほか、当該ワラント債の償還に代えてその発行価額で払込みに充当することを認めるものであって、代用払込みをした場合には、社債は消滅する。

なお、代用払込みについては、非分離型ワラント債では、その選択を認めているものもあるが、分離型ワラント債は、社債券と新株引受権証券を分離流通させ商品性を高めることを目的としているため、現金払込みが前提となっており、代用は認めていない。

II. 転換社債との比較

(1) 転換社債との共通点

ワラント債の所有者は、いつでも所定の価格で新株の発行を請求できるため、社債投資に於ける確定利子の取得と元本の安全性を確保しつつ、新株引受権の対象である株式のキャピタルゲインを得る可能性を有することとなる。他方、発行会社は、社債に新株引受権という甘味剤を付けることにより、普通社債より低い利率で起債（資金調達）することができる。この点では、社債に株式への転換権が付与され、所有者はいつでも所定の価格で株式に転換することにより、キャピタルゲインを得る可能性が与えられ、他方、発行会社もまた転換権という甘味剤を付与することにより有利な起債ができる、という転換社債の機能と共通する。

(2) 転換社債との相違点

新株引受権は、社債とは別に新株の追加発行を請求する権利であるのに対して、転換権は社債を株式に変える請求権である。したがって、引受権が行使された場合には、新株の発行に際して新たに資金が払込まれ、会社の資本は増加するが、社債はそのまま存続するのに対して、転換権が行使された場合には社債が株式に変わって社債は消滅する。

また、ワラント債は、社債の金額の範囲内で自由に新株の発行価格の総額を

定めることができるのに対し、転換社債は、転換による新株の発行価格の総額は社債と同額である。

III. ワラント債の経済的機能

(1) 発行会社のメリット

(イ) 普通社債より低コストの資金調達

ワラント債には、新株引受権という甘味剤が付与されているため、普通社債を発行する場合よりも低い利率で発行することができる。

(ロ) 資本増加額の調整が可能

ワラント債は、新株引受権の付与率を社債発行額の範囲内で任意に設定できるので、引受権の行使に伴って株式の稀薄化現象が過大となるおそれがある等の場合には付与率を小さくするなど、資本の増加額を調整することができる。

(ハ) 追加的資金調達が可能

ワラント債には、社債発行時の調達資金額に加えて、新株引受権が行使されることによって、新たな株式資本を調達できる。ただし、代用払込型による場合で、代用払込みにより行使が行われた場合には、追加的資金の調達はない。

(ニ) 為替リスクに対するヘッジ機能

為替リスクに対するヘッジのために、外貨建て債権に見合う外貨建て債務を持とうとする場合、普通社債では発行者コストが高すぎ、また転換社債では、転換により債務が消滅してしまうという問題がある。ワラント債は、新株引受権が行使されても社債は消滅しないため、調達コストを低くすると同時に為替リスクヘッジ機能を果すことができる。

(ホ) 配当負担のなだらかな増加

ワラント債の新株引受権行使は、一般的には株価の上昇などに応じて徐々に進捗する。このため配当負担も引受権行使の進捗状況に応じて徐々に増加する。

(2) 投資家にとってのメリット

(イ) 社債の確定利子と株式の値上りによるキャピタルゲイン

社債の償還まで一定の利息を確保することができ、また価格が新株引受権の行使価格を上回った段階で引受権を行使すれば、キャピタルゲインを取得することができる。

(ロ) 下値の支え

ワラント債の市場価格は、株式の値上りや公社債利回りの低下に応じて上昇し、株価下落時には、確定利付証券の社債として利回りが市場価格を下支えすることとなる。

(ハ) 株価の上昇、増配、プレミアムの還元

ワラント債によって発行会社が調達した資金は、低利かつ大量の長期安定資金であり、企業業績を向上させることになる。さらに引受権が行使されることによって、会社は良質の資金（資本及び資本準備金）を追化して得るため、株価の上昇、増配、プレミアム還元を期待することができる。

IV. ワラント債の発行状況

(1) 我が国企業のワラント債発行状況

我が国企業の国内、海外に於ける発行状況は下記の表の通りで、海外での発行額が順調に増加しているのに反して、国内での発行額は低調に推移している。

(単位：億円)

年 度	昭. 57	58	59	60 (4~12)
ワラント債	1,131	3,443	4,402	5,263
国 内	470	170	30	100
海 外	661	3,273	4,372	5,163

(2) 海外での発行額急増の原因

(イ) 為替リスクのない低コストの資金調達が可能

海外では、非分離型より利率の低い分離型の発行が可能であった上に、スイ

ス・フラン市場やドイツ・マルク市場などの起債還境が良好であった。また、昭和59年4月から民間企業によるスワップ債の発行が解禁されたことにより、金利スワップと円ローンの組合せにより低利の円債務にスワップする方法等、各種の方法が開発され、為替リスクのない低利の資金調達が可能であった。

(ロ) 外貨建て債権に対する為替リスクのヘッジ

企業の海外進出、海外取引が活発化するに伴い、企業の保有する外貨建て債権も増加しているが、それらに見合う外貨建て債務を持つ場合に、ワラント債は普通社債よりもコストが低く、転換社債のように転換権の行使による社債(債務)の消滅がないので、最も有利に為替リスクのヘッジができる。

(ハ) 発行手続きが簡単

国内に比べ発行手続きが簡単であり、原則として無担保で発行できる。

(3) 国内発行額低調の原因

(イ) 海外に比べ調達コストが割高

海外では分離型発行が可能であるなど、低コストの資金調達ができたが、国内では、非分離型しか発行できず、それほど調達コストが低くはならなかった。

(ロ) 商品特性が不明確

国内では非分離型しか発行できなかったために、転換社債との商品性の相違や、投資対象としてのワラント債の商品特性などが、十分に発揮できなかった。

(4) 我が国企業の海外に於けるワラント債発行状況

昭和60年末までに、我が国企業が海外で発行したワラント債(全て分離型)は、170銘柄、1兆3,474億円となっている。殆んどがユーロ・ドル市場、ドイツ・マルク市場、スイス・フラン市場の3市場で発行されており、167銘柄、1兆3,160億円で、海外発行額の98%を占めている。

我が国企業が最初に海外でワラント債を発行したのは三菱化成で、ユーロ・ドル市場に於て、昭和57年1月に米ドル建てワラント債5,000万ドルを発行している。ドイツ・マルク市場では、日本合成ゴムが同年9月に初めてドイツ・

マルクワラント債 5,000 マルクを発行した。また、スイス・フラン市場では、三菱瓦斯化学が同年 2 月にスイス・フラン建てワラント債を 4,000 万フラン発行したのが初めてであった。

V. ワラント債の流通状況

(1) 国内市場

国内での非分離型ワラント債の売買高は、国内発行額が低迷しているために、転換社債に比べて格段の差がある。東証での年間売買高（額面）をみると、転換社債が年々増加し昭和60年には22兆円に達しているのに対して、ワラント債は昭和57年が523億円、昭和58年が815億円、昭和59年には1,010億円と過去最高を記録したが、昭和60年は346億円と前年の3分の1に急減し、転換社債の売買高の0.2%足らずである。

このように国内に於ては、ワラント債の売買は非常に低調である。

(2) 海外市場

我が国企業の海外発行ワラント債（分離型）は、前述のようにその大部分が主要 3 市場（ユーロ・ドル市場、ドイツ・マルク市場、スイス・フラン市場）で発行されているので、その流通も 3 市場が中心になっている。分離型ワラント債の流通形態にはワラント（新株引受権証券）、エクswラント（社債券）及びカムワラント（双方が一体となったもの）の 3 形態がある。公募発行されたワラント債は、発行時にこの 3 形態とも証券取引所に上場されるが、実際の売買取引は、相当部分が店頭で行われている。3つの流通形態のうちワラントの店頭取引は、日本の大手 4 社の海外現地法人を含む業者が、マーケット・メーカーとなり各々独自の気配値を出し価格形成を行っているので、個々の業者の取引を総合する統計は一切作成されていない。従って全体的な出来高等の流通状況を総合的に把握することは非常に困難である。

エクswラントについては、投資家が長期保存するケースが多く、ワラント

ほど頻繁には売買されていないようである。また、カムワラントについては、発行時にカムワラントとして売買されても、投資家の手に流れるとすぐにワラントとエクスワラントに分離されて、別々に売買されるケースが殆どで、カムワラントとして売買されるのは発行直後のわずかな期間に限られているようである。

VI. ワラントの理論価格（ワラント・パリティ）と取引税

（1）ワラントの理論価格

ワラント部分の理論価格（額面100円当り）は下記の算式によって計算される。

$$\text{ワラント理論価格} = \frac{\text{株価} - \text{行使価格}}{\text{行使価格}} \times \text{付与率} \times 100$$

例えば 行使価格 500円 }
株 価 550円 } の場合
付与率 1 : 0.8 }

$$\text{ワラント理論価格} = \frac{550 - 500}{500} \times 0.8 \times 100 = 8 \text{ (円) となる。}$$

ここで注目しなければならないのはワラント部分のレバレッジ効果（テコの効果）である。下表のように、株価が550円の時株式とワラント部分を講入した場合、ワラント部分への投資効率は株式のそれと比べてはるかに高い（逆

株 価 (株価上昇率)	ワラント理論価格 (ワラント理論 価格上昇率)
550円 (—)	8円 (—)
600円 (9.1%)	16円(100%)
800円 (45.5%)	48円 (6 倍)
1,000円 (81.8%)	80円 (10倍)

にリスクも株価に比べて大きい)

なお、ワラント部分の実際の売買価格は、通常理論価格を上回ることが多い。これは、ワラント部分への投資が株式などを上回る投資収益をあげる可能性をもっているため、理論価格にプレミアムを上乗せして購入するからである。

(2) 取引税

非分離型ワラント債は社債と同様で万分の4.5であるが、分離型ワラント債の課税は、ワラント、エクスワラント、カムワラントの3形態に分れる。

まず、ワラントは税法上株券とみなされ、万分の55の有価証券取引税が課され、エクスワラントは社債なみの万分の4.5である。

カムワラントについては、譲渡価格をワラント部分とエクスワラント部分に区別して、それぞれの税率が適用される。

なお、ワラントとカムワラントは取引所に於て、エクスワラントは証券会社の店頭で取引されている。

参 考 文 献

- | | | |
|------------|------------|-----------|
| 北 島 忠 男 著 | 現代証券市場論 | 白桃書房 |
| 坂 野 幹 夫 著 | 最新証券市場論 | 文稚堂銀行研究社 |
| 杉 江 雅 彦他共著 | 現代の証券市場 | 実教出版株式会社 |
| 公社債新聞社 編 | 転換社債の話 | 公社債新聞社 |
| 赤 倉 啓 之 編 | 日本の証券市場 | 財経詳報社 |
| 日本経済新聞社 編 | 金融・資本市場 | 日本経済新聞社 |
| 岡 崎 守 男 編 | 現代日本の証券市場 | 有斐閣選書 |
| 浜 田 博 男 編 | | |
| 長谷川 俊 明 著 | ワラント付社債 | 東京布井出版 |
| 後 藤 猛 著 | 転換社債とワラント債 | 東洋経済新報社 |
| | 証 券 月 報 | 山一証券経済研究所 |
| | 証 券 週 報 | 山一証券経済研究所 |
| | 投 資 情 報 | 山一証券経済研究所 |