

## CB（転換社債型新株予約権付社債）投資再考

### 目次

- I. 運用商品としてのCBの位置づけ
- II. CB発行市場
- III. CB流通市場
- IV. CBの商品性について
- V. CBのパフォーマンス
- VI. 最後に

受託運用部 法人資金運用第2G 調査役 宮本 聡  
 調査役 疋野 鉄也  
 郡山 敬介  
 織田 邦裕

### I. 運用商品としてのCBの位置づけ

CBと聞いて何を思い浮かべるであろう？「昔、年金資産に組み入れられていたことのあった資産」「よく分からないが、株式相場が上昇すると儲かり、株式相場が下落しても意外と値持ちがよい運用商品」「ヘッジファンドのCBアービトラージに使われる商品」といった具合かと思われる。

振り返ってみると、CBが年金資産の運用商品対象とみなされ、活況であった時代は、1980年代以降 2000年代の前半までであろう。年金基金の5・3・3・2規制<sup>1</sup>における5の中、いわば国内債券と同じ括りで安全資産として組み入れられていた歴史があった。

しかし、その後、同規制の撤廃や発行量の減少と共にCBの年金資産における地位は低下し、2000年代前半以降は、年金基金が基本的には、CBを年金の運用資産対象としてみなさなくなったこと等の要因からCBに対する注目度は徐々に低下していった。

翻って現在、CBを運用商品の対象としている主要な投資家は、個人投資家、ヘッジファ

<sup>1</sup> 年金制度の健全性を確保し、受給者の保護を図るため、信託銀行の行う年金資産の運用については、大蔵省銀行局長通達により運用割合に対する規制が設けられていた。安全性の高い資産を5割以上、株式を3割以下、外貨建て資産を3割以下、不動産等を2割以下の数字をとって5・3・3・2規制といわれた。なお、適格退職年金については、1997年4月から、厚生年金基金については同年12月から同規制は撤廃されており、その後はすべての基金で自己責任に基づく自由な資産配分が可能となった。

ンド、絶対リターン獲得を狙う運用機関等である。

CBの発行減少と市場の縮小により、CBへの注目度が低下するのは已むを得ないと考えますが、ダウンサイドが限定されるというCBの特性は、絶対リターン獲得を狙う投資目的や、相場の先行きに不透明感が増している現在、運用対象として再び注目されても良いと考える。

今般、1つの運用商品として、過去を振り返りつつCB投資について再考してみることにした。

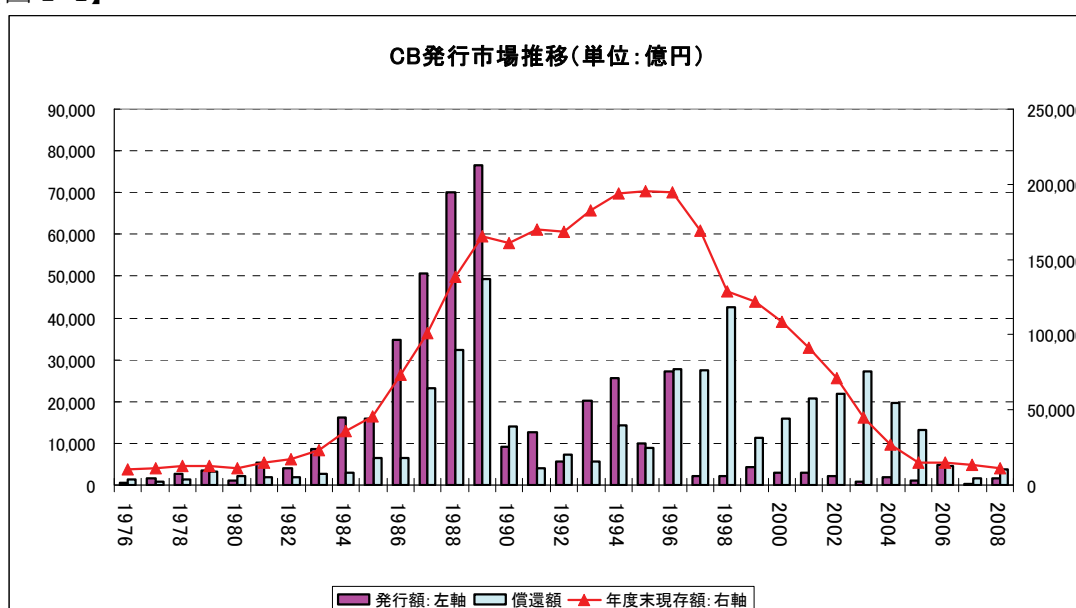
## II. CB発行市場

### 1. 国内市場におけるCB発行推移

まず、過去のCB発行市場の推移についてであるが、【図1-1】は国内市場におけるCBの発行額、償還額及び現存額の推移、【図1-2】は発行額に株式相場の動向としてTOPIXの推移を重ねたグラフである。発行額は1980年代に増加傾向となり、特に1980年代末にかけては年間約300銘柄が発行され、1989年度に約7.5兆円とピークをつけている。この要因としては、国内株式市場の堅調推移により転換社債の株式コール・オプション価値が高まったことや、企業にとっては銀行借入れよりも低コストで資金調達ができる転換社債発行にメリットがあったことがあげられる。また、BIS規制対応による金融機関の自己資本拡充を目的とした発行等も増加に寄与したと考えられる。

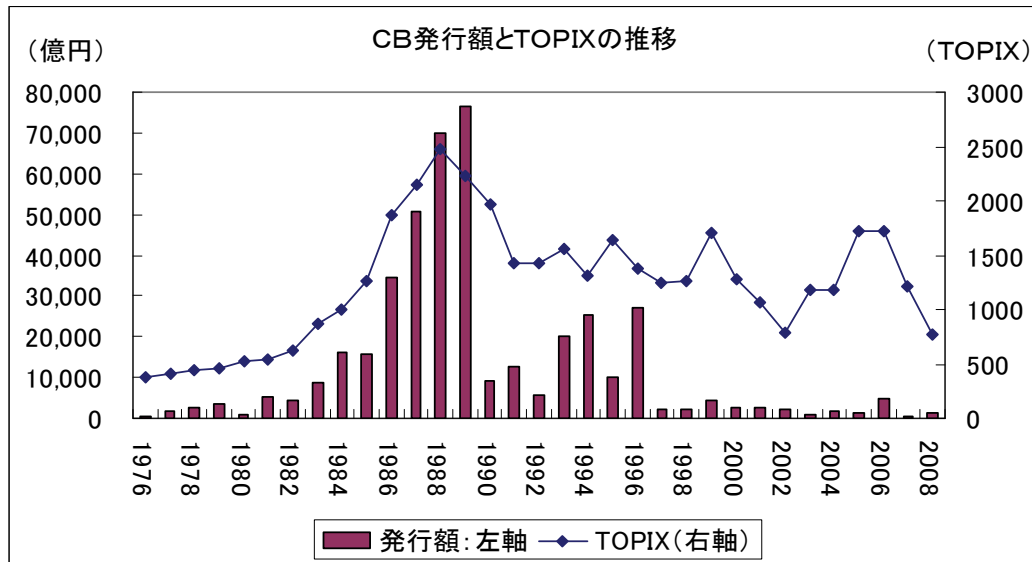
償還額については、発行額と同様に80年代末にかけて増加傾向を示している。これは主にこの期間の株式市場が堅調であり、株価が転換価格を上回る銘柄が増えたため、株式に転換されるCBが増加したことが要因と考えられる。

【図1-1】



出所：証券業協会資料より三菱UFJ信託銀行作成

【図 1-2】



出所：証券業協会資料より三菱UFJ信託銀行作成

発行額がピークを迎えた後はバブル崩壊に伴い、発行額、償還額ともに1兆円を割るまで急減したものの、残存額については1995年に約1400銘柄、約20兆円がピークとなった。

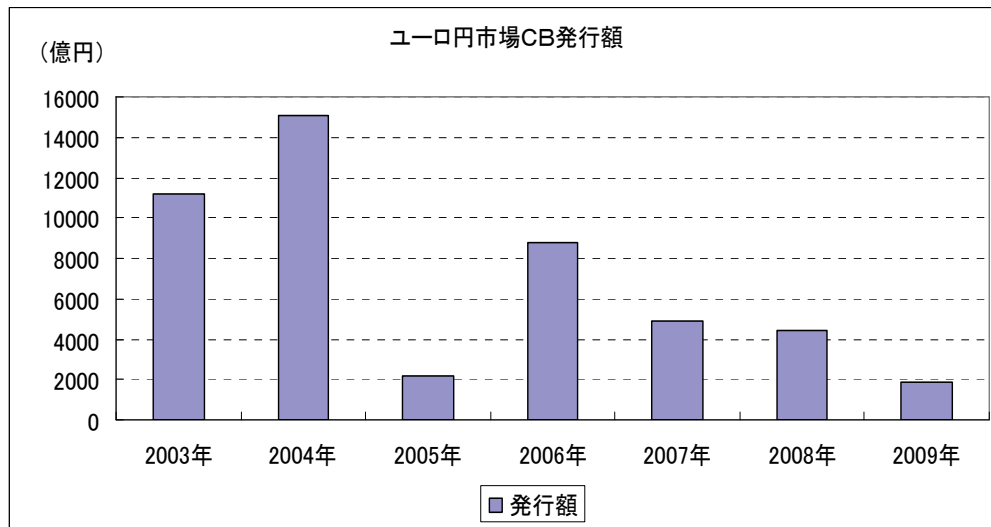
1997年度以降は急激に発行額が落ち込み、現在に至るまで年度毎の発行額が5000億円を下回っている。この要因として1つは、バブル崩壊以降の株価の低迷や、株式の希薄化に対する意識の高まりが影響していると考えられる。更に、適債基準や財務条項の撤廃等、普通社債に関する規制緩和が進んだことにより、企業が普通社債の発行にシフトさせたことも考えられる。

1995年以降にはバブル期に大量に発行された銘柄の満期償還も重なった結果、現在の残存額は1.2兆円台まで落ち込んでいる。

## 2. ユーロ円市場におけるCB発行推移

2000年度以降は国内でのCB発行額は低迷傾向が続いた一方で、ユーロ円市場での国内企業によるCB発行が活発になった【図2】。ユーロ円市場でCB発行額が増加した背景には、国内と比較すると発行体にとっての起債基準が緩い点や、税制面での利点等があると考えられる。2003年、2004年は発行額が1兆円を超えており、発行額、現存額ともに国内市場を逆転する状況となっている。

【図 2】

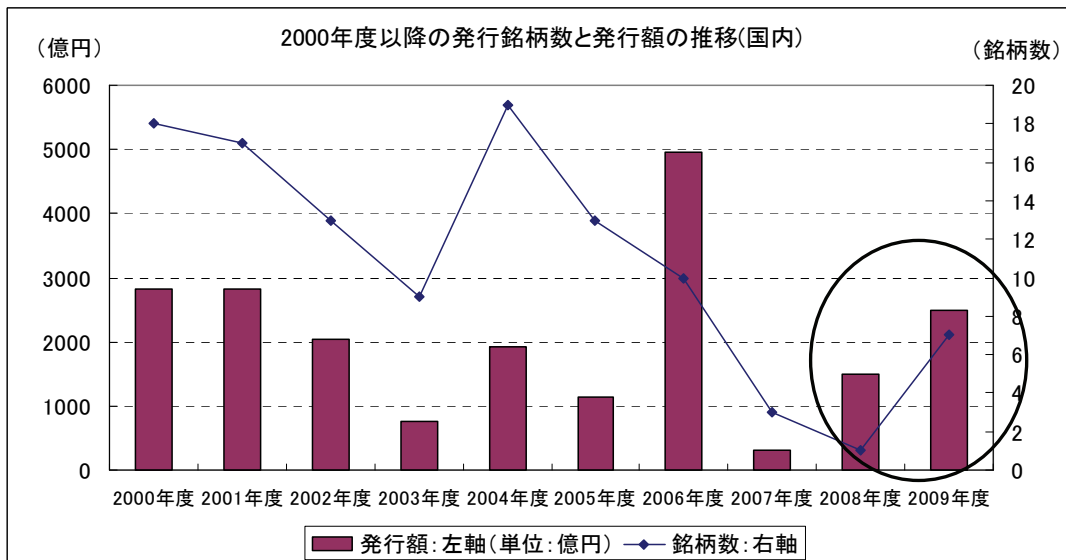


出所：野村証券資料より三菱UFJ信託銀行作成

### 3. 直近のCB発行例（国内市場）

国内市場における近年のCB発行は、2007年度に3銘柄300億円まで落ち込んだものの、2008年度1銘柄1500億円、2009年度は7銘柄で総額2485億円と、一つの企業で1000億円を超える発行も行われており、市場が活況を取り戻す兆しとも見て取れる。

【図 3】



出所：証券業協会資料より三菱UFJ信託銀行作成

2009年度に大型のファイナンスを実施した日立製作所を例に挙げると、株式市場が比較的落ち着いたことを受け、銀行借入とのバランスや財務体質強化等を目的にCB1000億円の発行と同時に増資で3000億円新株を発行。新株だけではなく、CBを発行した狙いは、短期間のうちに大規模な株式の希薄化が生じ、既存の株主に損失が発生することを避けるためと考えられる。

【表 1】 2009 年度国内発行銘柄

	発行日	発行価格	アップ率	クーポン	発行額 (億円)	格付け
イオン#6	2009/11/25	102.5	21.87%	0	500	A(R&I)、A-(S&P)
イオン#7	2009/11/25	102.5	24.96%	0.3	500	A(R&I)、A-(S&P)
コーナン商事#5	2009/12/3	100	10.03%	1	35	BBB(JCR)
日立製作所#8	2009/12/14	100	33.19%	0.1	1000	A+(R&I)
日本ハム#5	2010/3/1	102.5	20.98%	0	300	A+(JCR)
テンブHD#1	2010/3/3	102.5	9.89%	0	50	A-(JCR)
名古屋鉄道#10	2010/3/23	102.5	15.03%	0.5	100	A-(JCR)、BBB+(R&I)

(参考) 東証のCB(転換社債型新株予約権付社債) 上場基準

- ・ 発行者が上場会社であること
- ・ 発行額面総額 20 億円以上であること
- ・ 新株予約権の行使が不適当なものでないこと

【表 1-2】 2009 年度ユーロ円市場発行銘柄

	発行日	発行価格	アップ率	クーポン	発行額 (億円)	格付け
TAKASHIMAYA CO LTD	2009/11/16	102.5	30.02%	0	200	—
ASAHI GLASS 2014	2009/12/14	100	36.91%	0	500	—
ASAHI GLASS 2012	2009/12/14	100	39.90%	0	500	—
DISCO CORP	2009/12/16	100	26.00%	0	100	—
KADOKAWA GROUP HOLDINGS INC	2009/12/18	100	16.99%	1	100	—
EACCESS LTD	2009/12/29	102.5	20.00%	3.5	106.45	—
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	2010/2/4	102.5	25.13%	0	350	—
NIPRO CORP	2010/3/12	102.5	20.00%	0	150	—

出所：東京証券取引所、野村証券資料より三菱UFJ信託銀行作成

現在、新発のCBには、102円50銭発行で100円償還の銘柄や、下記各種条項が付加されている銘柄が多数見られることも付記しておきたい。

- ・ コール・オプション条項

一定期間にわたって株価が転換価格のコール水準を上回った場合、発行会社が任意で当該転換社債の全額を繰り上げて償還することができる権利を取得する条項。

- ・ 転換価格修正条項

CB発行後の一定期間経過後に株式の時価によって転換価格が変わる条項。銘柄によっては上方、下方ともに修正するものや、当初の転換価格より下方の場合のみ修正するものもある。

- ・ ソフトマンドトリー条項（ユーロ円市場発行銘柄）

満期償還時に、株価水準にかかわらず、償還を株式の交付と現金とで行うことを発行体を選べる権利を持つ条項。

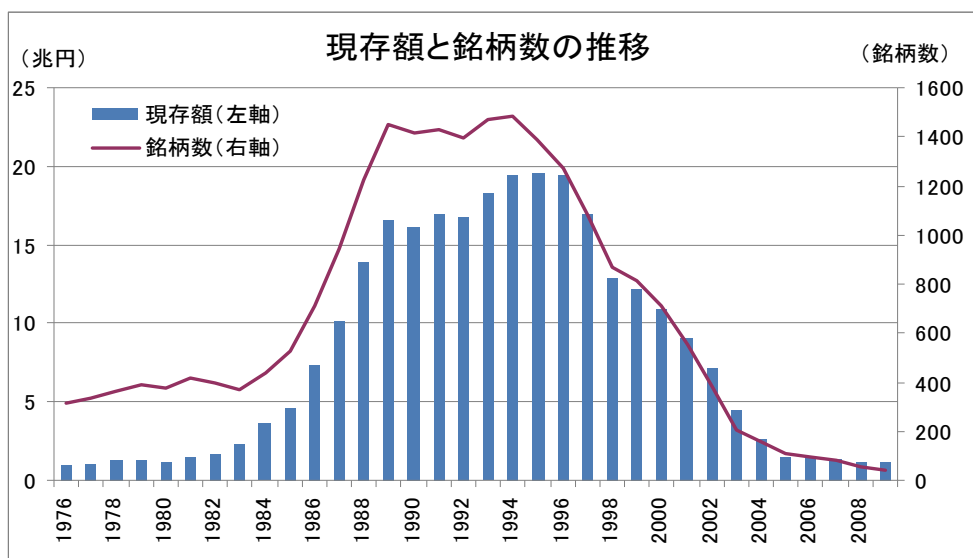
上記は一例であるが、このように各種条項を付けることにより、発行企業にとっては資金調達手段を幅広く設定できると同時に、投資家にとっても投資対象としてのCBの商品性の幅が広がっている。

### Ⅲ. CB流通市場

発行されたCBは流通市場で売買される。公募CBの売買経路としては①国内の証券取引所内での取引、②国内の証券取引所外での取引、③ユーロ円市場での取引の3つに分けられるが、ここではヒストリカルな市場データが取得できる東京証券取引所に注目し、CB市場の変遷を追ってみたい。

【図4】は1976年以降のCB市場の現存額と銘柄数の推移を示したものである。1990年代半ばに現存額が20兆円近くまで成長したCB市場であるが、その後の発行量の激減で現存額も減少の一途を辿り、直近では1.2兆円台とピーク時の6%程度の水準まで市場規模がしぼんでいる状況である。

【図4】

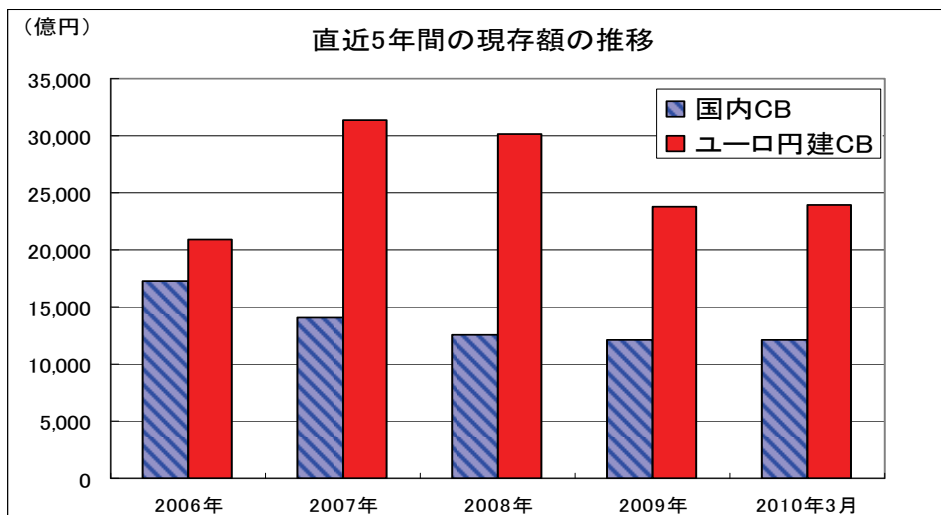


出所：証券業協会資料より三菱UFJ信託銀行作成

また、証券取引所に上場されている銘柄数もかつては1,500銘柄近くあったのが、2010年3月末時点では38銘柄（東京証券取引所37銘柄・ジャスダック証券取引所1銘柄）とこちらも大幅に減っており、発行者にとって資金調達手段としてのCBの魅力が薄れていると同時に、投資家にとっても運用対象資産としてのCBの地位が大きく低下している現状が分かる。

しかしながら、前述のようにここ数年間のユーロ円建てCBの発行額は国内CB発行額と比較すると高水準で推移しており、【図5】で示されるようにユーロ円建てCB市場の現存額は国内CB市場の倍近い水準で推移している。

【図5】



出所：野村証券資料より三菱UFJ信託銀行作成

株式市場や債券市場と比較すると、市場規模・銘柄数ともに遥かに小さいCB市場ではあるが、取引所では日々売買が行なわれており、その状況は新聞等でも確認することが出来る。

【表2】は2010年3月31日の上場銘柄に関する市場データである。現存額や償還期日までの日数が少ない等の理由から値がつかない銘柄も多いが、最近発行された銘柄は一般的に売買高も多く、株価上昇を背景にCB価格が大きく上昇している銘柄も見受けられる。

【表2】

東京証券取引所

銘柄	終値	前日比	売買高
日ハム5	108.00	▲0.50	870
ダイソー4	97.95	—	10
三洋化4	—	—	—
コスモ石4	—	—	—
愛知鋼5	99.05	0.00	500
ポリコン4	—	—	—
住友精5	98.35	—	30
ダイフク3	—	—	—
大豊工業1	—	—	—
日立8	125.25	0.00	1070
NEC10	99.90	▲0.05	40
シャープ20	97.00	▲0.2	230
ミツバ2	98.20	△0.05	320
川重9	—	—	—
太平洋工2	—	—	—
今仙電機2	—	—	—
スズキ4	102.50	0.00	1550
ヨロズ2	102.95	—	70

銘柄	終値	前日比	売買高
コーナン5	105.70	▲0.8	10
丸井G9	—	—	—
イオン6	123.75	▲0.05	1300
同7	124.00	△0.55	1030
平和堂5	98.25	0	330
北越銀1	99.90	—	10
清水銀1	94.90	△0.1	80
京都銀2	103.00	△1	40
三重銀2	—	—	—
鳥取銀1	—	—	—
オリックス3	131.05	▲1.2	1360
昭栄4	—	—	—
平和不7	96.30	△0.05	80
名鉄9	104.25	—	40
同10	107.50	△0.5	1620
丸全運4	99.70	△0.1	120
野村総研1	95.80	▲0.2	80
CSKHD7	81.00	△0.05	110
テンブHD1	109.50	▲0.25	250

ジャスダック

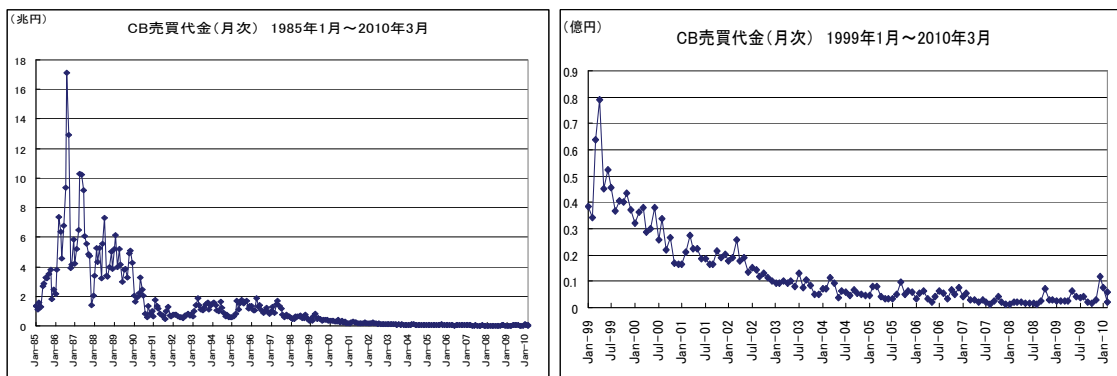
銘柄	終値	前日比	売買高
レーザーテック1	98.25	▲0.05	60

単位円、売買高10万円。  
△高 ▲安、0は変わらず  
-は商い出来ず、前日比較なし。

出所：日本経済新聞社記事より三菱UFJ信託銀行作成

銘柄数が減少し、値がつかない銘柄もある状況で取引所でのCB売買高はどのような推移をしているのだろうか。【図6】は東京証券取引所における月次のCB売買代金の推移を示したものである。80年代後半は月次の売買代金が兆円単位の時期もあったが、現存額や発行額の減少を背景に売買代金の下落傾向は続き、過去10年間でみても売買代金は細り続け直近の月間売買代金は百億円単位にまで減っている。

【図6】



出所：東京証券取引所資料より三菱UFJ信託銀行作成

このように、CB市場自体は縮小傾向であるものの、実は個別銘柄の中には注目すべきものがある。次の章ではCBの商品性を再考した上で、個別銘柄での実例を挙げてCBの特徴を考察することにした。



## Ⅳ. CBの商品性について

### 1. CBとは

CB（転換社債型新株予約権付社債）を端的に表現すると、『株式に転換する権利のある債券』である。

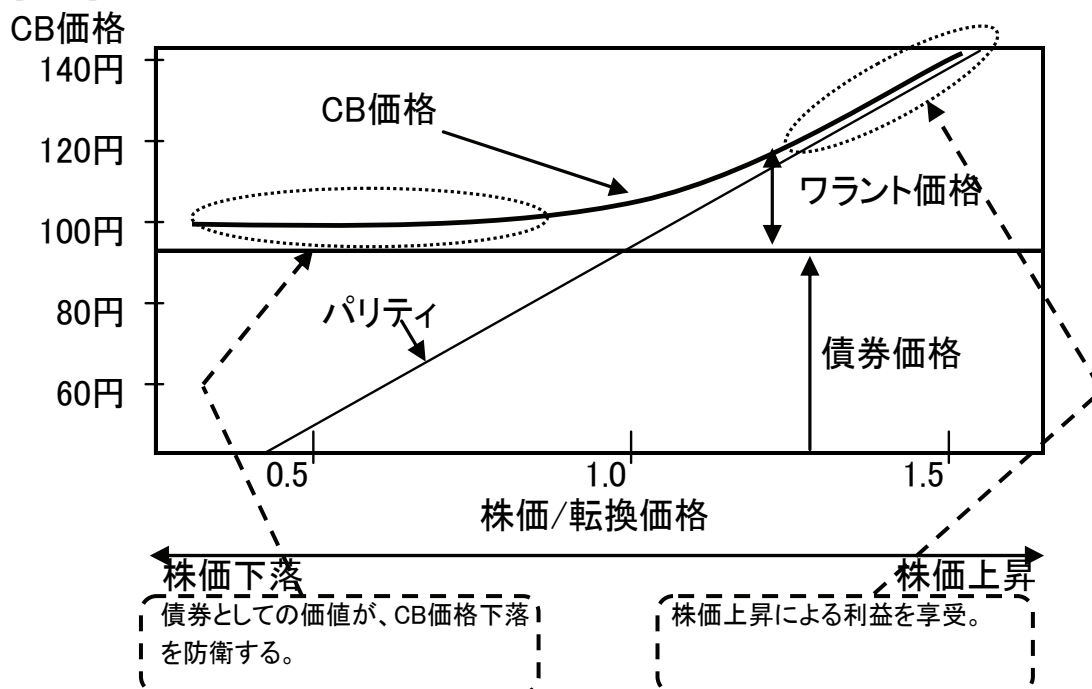
株式上昇による利益は享受したいが、株式下落時に大きな損失を出したくない。そのような投資家には、非常に魅力的な商品である。

また、発行体のメリットとしては、転換価格が株式時価より高めに決定されるため、時価発行増資と比較して増加する株式数が少なく済み、且つ転換権という甘味剤が付与されるため、普通社債に比べてオプション・プレミアム相当分だけ低いクーポン・レートで発行できることがある。

CBは、いわば債券と株式の合成証券であり、あらかじめ決められた一定の価格で株式に転換する権利を付与された債券である。債券部分は、発行企業の社債としての性質を持ち、株式部分は、発行企業のワラントとしての性質を持つ。2つの資産特性を合せ持った、非常にユニークな金融資産と言える。

CBは、株価の上昇に対しては、その価値上昇を享受し、価格下落に対しては、その価値下落を防衛する損益特性を持っている。（【図7】 CBの価格曲線イメージ）

【図7】 CBの価格曲線イメージ



## 2. CBの価格形成について

## (1) CB価格のバリュエーションモデル

証券としての価格構造は、以下のように表すことができる。

$$\text{CB 価格} = \text{債券価値} + \text{株式価値}$$

ここから、実際のCB市場で取引されているCB価格を評価するバリュエーションモデルを導くことができる。

$$\text{CB 価格} = \text{ボンドバリュー} + \text{ワラント・バリュー} + \text{誤差}$$

上記の式から、債券価値と株式コール・オプションのそれぞれについて評価モデルを構築し、合成することで、CBのバリュエーション・モデルが形成される。

## ①債券価値の推定

CBは、あくまでも株式へ転換することが可能な社債であり、価格構造も債券価格がベースになっている。債券価値（ボンドバリュー）は、利回りから逆算される現在価値で表現することができる。

<債券価値のバリュエーションモデル>

$$\text{社債利回り} = \text{国債利回り} + \text{リスクプレミアム}$$

$$\text{債券価値} = \text{社債利回りから逆算される現在価値}$$

## ②株式価値の推定

株式価値はあらかじめ決められた価格で株式を取得することができる権利に対する価値であるため、ワラントと考えることができる。換言すれば、株式コール・オプションである。

オプションの評価モデルでは、ブラック・ショールズモデルが有名だが、CBの株式価値を評価する際も、このモデルを使用することができる。

<ブラック＝ショールズモデル> 証券投資論より

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + [r + (\sigma^2/2)]t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S/X) + [r - (\sigma^2/2)]t}{\sigma\sqrt{t}} = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

「記法」

S:現在の価格 X:権利行使価格  $\ln(\cdot)$ :自然対数 r:純利子率(1年間のリスクフリー・レート)

t:失効日までの時間(これは、年間ベースで表現される。たとえば、91日間の場合には、91/365=0.25年)

$\sigma$ :原株の投資収益率の分散(年間ベース) e:2.7183(自然対数の底)

N( $\cdot$ ):標準正規分布関数

以上の2つのモデルを合算することで、CBの価値を評価することができる。

### ③CB 価格と時間価値

また、債券価値と株式価値、双方に時間的な価値の増加と減少が発生するのが大きな特徴である。

債券価値部分は、満期までの時間が短くなるほど、キャッシュフローの確実性が高まり、価値が増加する側面がある。一方、株式価値部分は、コール・オプションであるため、時間の経過とともに、価値が減少する。債券価値の増加と株式価値の減少が、混ざり合い、CB としての価格が形成される。

したがって、CB を評価する際には、時間経過に伴う価値変化も考慮する必要がある。

### 3. 流通市場での価格形成

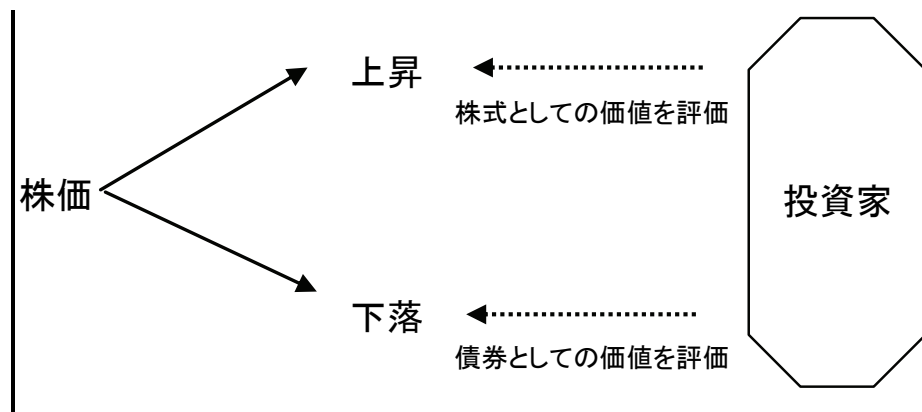
実際に取引をする際には、発行企業の社債としての価値や市場金利に加えて、株式コール・オプションの価値変化を評価する必要がある。したがって、その価格の推定は、複雑にならざるを得ない。また、十分な流動性がないために、株価に対する遅行性、先行性が発生し、需給による影響を受けやすくなるという特徴がある。つまり、非効率な価格形成が行われる可能性がある。

理論価値を算出し、現在の価格からの乖離を利益の源泉として投資行動をとることは、理論的には可能だが、理論価格の妥当性の評価が極めて難しいため、実際に投資判断を行う際には、高度な知識、経験が必要となる。

特に、流通市場での価格の妥当性を見極める際は、株価の水準次第で、投資家が、「債券価値」に注目しているのか、「株式価値」に注目しているのか、見分ける必要がある。

株価が上昇している環境では、投資家は、株式としての性質に注目する。一方、株価が下落している環境では、債券としての価値に注目する。（【図8】株価変動による投資家のCB 評価の視点の変化）

【図8】株価変動による投資家のCB 評価の視点の変化



4. 流通市場での価格変動の実例

次に、CBの特徴を個別銘柄での実例を用いて説明する。

<ケース1 債券価値によるCB価格の下支えと、株式コール・オプション価値によるCB価格の上昇>

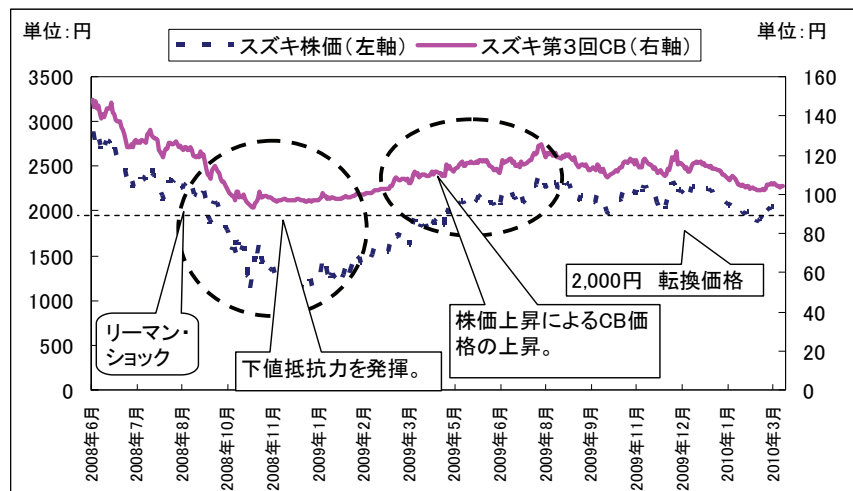
【図9】は、スズキの株価の推移と、スズキ第3回CB（2010年3月31日償還 クーポン0%）価格の推移を重ねたものである。特に、リーマンショック（2008年9月）以降、株価は、急落している一方で、CB価格は、格付が「A+」の債券としての価値が評価され、100円近辺で下げ止まっている。この局面では、債券価値がCB価格の下支えをしている。

また、2009年1月以降、株価が持ち直した局面では、CBは、株式コール・オプションとしての価値が評価され、株価に連動してCB価格が上昇していることが分かる。

【図9】

発行体	スズキ
商品	CB
回号	3回
クーポン	0.00%
満期日	2010/3/30
転換価格	2000円
格付	
Moody's	-
S&P	-
R&I	A+
JCR	-

※格付基準日2008年9月末時点



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

<ケース2 非効率的な利回り形成>

【図10】は、同一発行体（NEC）の第38回SB（普通社債）と第10回CBの利回りを比較したものである。非効率な価格形成の様子を2点指摘できる。

1点目は、対象期間を通じてSBよりもCBの方が、最終利回りが高く推移している点である。通常、残存年限の長いSBの方が、CBより最終利回りが高くなる。しかし、この両者の市場実勢を比較すると、残存年限の短いCBの方が最終利回りは高く推移している。

また、2点目としては、2008年10月、2009年2月に、最終利回りが、急騰している局面があるが、これら2局面は、ヘッジファンドによるアービトラージの巻き戻しや換金売り等に伴う利回りの急騰と推測される。現在、CBは基本的には年金運用のアセットに含まれていないこともあり、SBに比べて流動性が低く、ただでさえ流動性プレミアムが付きやすい。これらの局面は、CBへの絶好の投資機会を提供している。

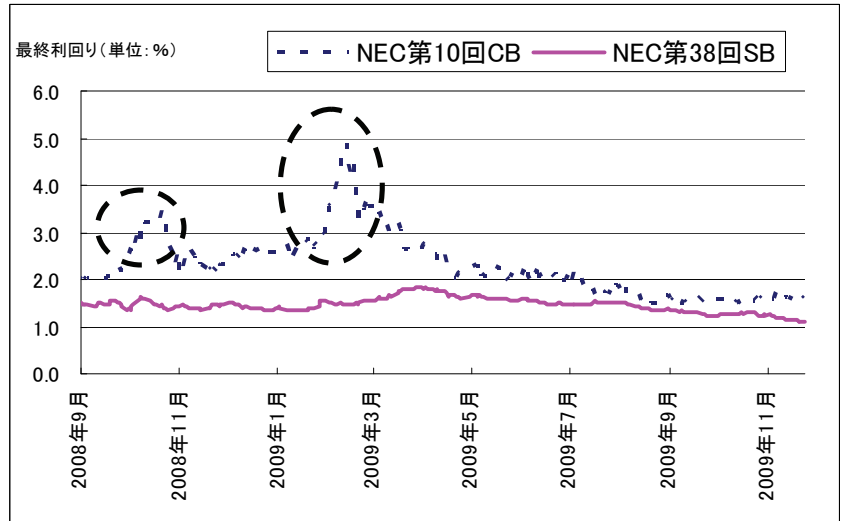
【図10】

発行体	NEC	
	SB	CB
商品	SB	CB
回数	38回	10回
クーポン	1.47%	1.00%
満期日	2013/9/5	2011/9/30
転換価格	-	1250円
格付		
Moody's	Baa1	Baa1
S&P	BBB	BBB
R&I	A	A
JCR	-	-

※格付基準日2008年9月末時点

出所：Bloomberg より

三菱UFJ信託銀行作成



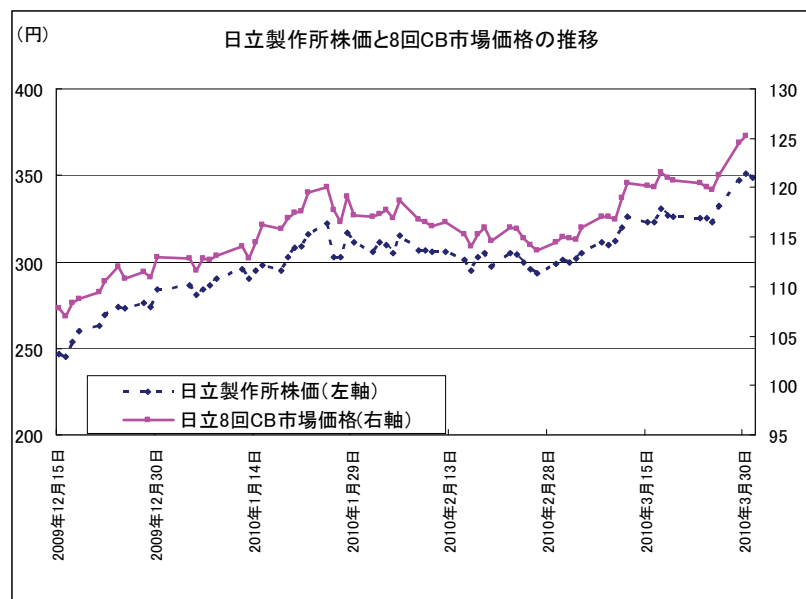
### <ケース3 最近発行されたCBの値動き>

直近発行された具体例として、日立製作所のCBを取り上げる。【図6】は2009年12月15日に上場した日立製作所第8回CB（償還日2014年12月12日、クーポン0.1%、発行価格100円、転換価格317円、格付けA+[R&I]、A3[Moody's]、130%コール・オプション付）の市場価格及び株価の推移を示したものである。12月上旬にかけて株式相場全体が調整する中、日立製作所の株価も下落していた。ところが、その後の株式相場の反転もあり、CB発行後に日立製作所の株価が上昇。このCBは発行価格の100円を割れることなくCB価格が株価の推移と連動している様子がよくわかる。

【図11】

発行体	日立製作所
商品	CB
回数	8回
クーポン	0.10%
満期日	20141212
転換価格	317円
格付	
Moody's	A3
S&P	BBB+
R&I	A+
JCR	AA-p

※格付基準日2010年3月末時点



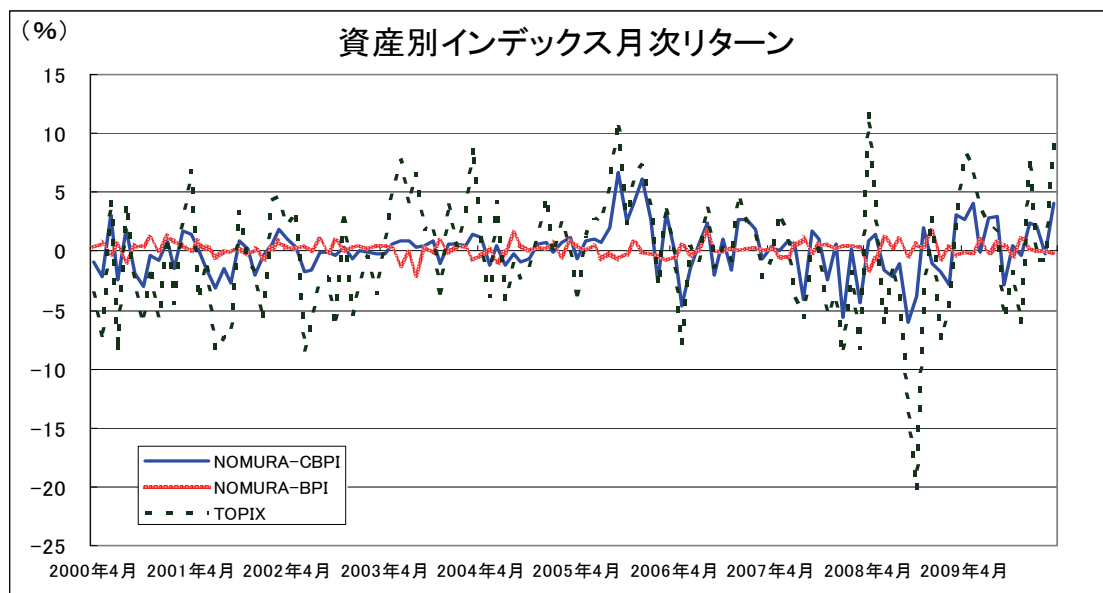
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

## V. CBのパフォーマンス

CBは社債と株式の二面性を持つ金融商品であるが、そのリスク・リターンはどのようになっているのだろうか。代表的なインデックスであるTOPIX（国内株式）、NOMURA-BPI（国内債券）と比較することで投資商品としてのCBの魅力を探ってみよう。

ここではCB市場全体のパフォーマンスを表すインデックスとしてNOMURA-CBPI（Convertible Bond Performance Index）を用いた。NOMURA-CBPIは1983年12月末を基準時点とし、東京証券取引所上場銘柄を対象として算出される時価総額加重型のインデックスである。但し、上場銘柄数・時価総額は前述のように急減しており、単純な比較には注意が必要であるため、一つの参考値とする。

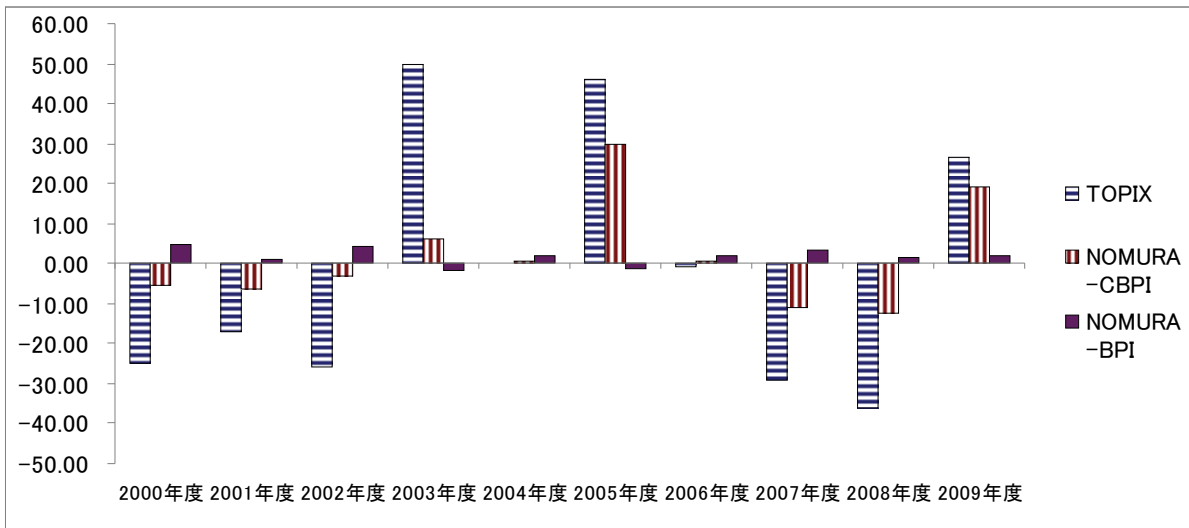
【図12】



出所：Bloomberg、野村証券資料より三菱UFJ信託銀行作成

【図12】は、2000年4月以降の各インデックスの月次収益率を、そして【図13】は、2000年度以降の各インデックスの年度リターンをグラフにしたものである。一般的に言われているように、国内株式のパフォーマンスはボラティリティが大きく、国内債券のそれはボラティリティが小さいという特徴が見て取れる。CBは株式と債券の収益率の間で推移しており、リスク・リターンともに両者の中間的な性格を有していると考えられる。

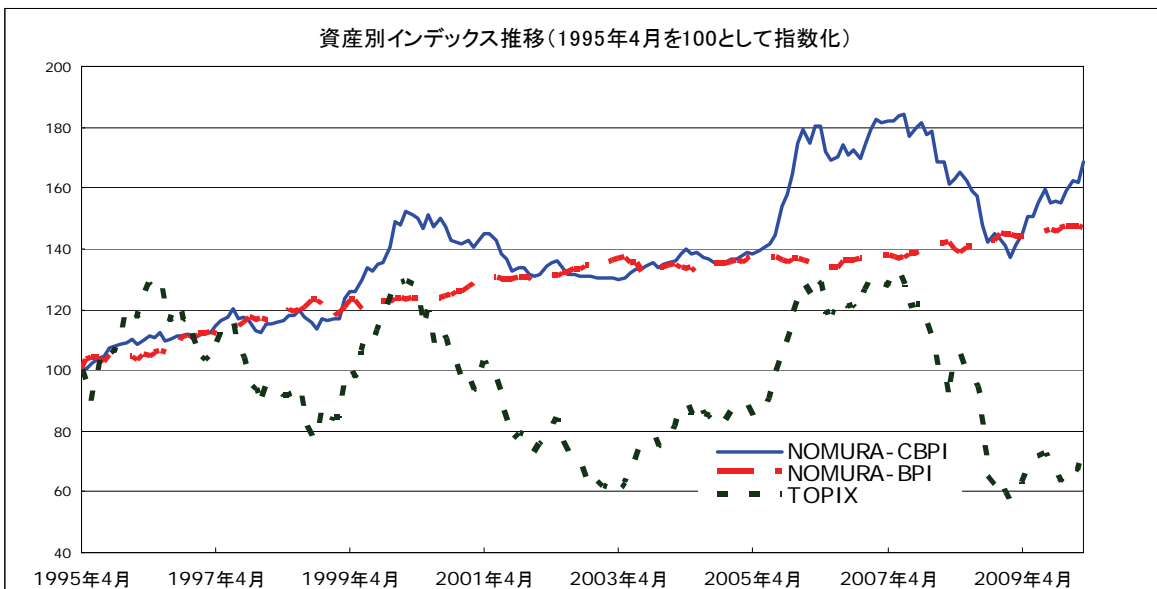
【図 13】



出所： Bloomberg、野村証券資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

また、1995年4月以降の各インデックスを100として指数化した累積リターンの推移を示したのが【図 14】である。累積リターンに関し、過去15年間を通してみると NOMURA-CBPI は TOPIX と NOMURA-BPI を凌駕しており、リターンについては良好である。

【図 14】



各資産の年率換算標準偏差(1995/4～2010/3)

	NOMURA -CBPI	NOMURA -BPI	TOPIX
収益率(%)	3.77	2.68	-1.91
標準偏差(%)	7.01	2.86	17.99
Sharpe Ratio	0.53	0.91	-0.11

出所： Bloomberg、野村証券資料より三菱 UFJ 信託銀行作成



## VI. 最後に

投資家からの運用に対する要望として、最近は当然のことながら絶対リターン確保の声が高まりつつあるように感じる。その要望に応える手段としては、所謂伝統的4資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式）を用いた様々な運用手法（例えば、バランス型運用でありながらも相場の見方に応じてダイナミックに各資産のアロケーションを変更する運用や、国内株式マーケット・ニュートラル運用等）がある。しかし、これら伝統的4資産の枠に囚われず、CBに着目すれば、更に運用手法を多彩にすることが可能で、投資家の運用ニーズに応える機会も増やすことができると思われる。

前章までで述べてきたように、CBが持つ、株式と債券の中間的存在でミドルリスク・ミドルリターンとの商品特性（株式のアップサイドが享受でき、債券価値による下支えからダウンサイドが限定的）を考慮すれば、CBを投資対象とすることは非常に価値があると考えられる。

勿論、CB市場は規模が小さく、独立した運用対象資産として如何なものかとの声もあるだろう。また、発行体のセクターも電機や金融が多く、業種的には偏りがあるのも事実である。しかし、大勢の投資家の着目度が低くなっていることから生じる非効率性から収益チャンスが拡大すると見ることもできるCB市場の現状を認識した上で、CBの商品特性を活用した運用、例えば、債券型の運用にCBを組み入れ、クレジット面だけではなく株価の上昇に伴う収益率の向上を図る、或いは、株価のボラティリティが高い銘柄の代替としてCBを組み入れ、株価下落に伴う収益率低下の抑制を図る等、が可能である。

一本調子での株式相場上昇が見込みづらい中、日本におけるCBの発行は直ぐには増えないかもしれない。一方で、米国やアジア市場では、株式市況の活況とともにCBを発行する企業が増加している。このような環境下ではあるが、我々は、CB市場に常に興味を持ち、個別銘柄ベースでCB投資を行うことにより絶えずCB市場にアクセスし続け、絶対リターンベースでの収益獲得に注力していこうと考えている。

(2010年4月21日記)

### 【参考文献】

- ・ 資産運用実務用語辞典（東洋信託銀行アセットマネジメント本部 証券運用ディビジョン投資企画部 編著）
- ・ 新債券運用と投資戦略（野村総合研究所 編）
- ・ 転換社債の基礎と投資戦略（三上哲治 著）
- ・ 基本ゼミナール 転換社債・ワラント債入門（新保恵志 著）
- ・ 証券投資論 第3版 日本証券アナリスト協会 編 榊原茂樹 青山護 浅野幸弘 著）
- ・ 証券アナリストジャーナル 1995年9月号



## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）