

リセット転換社債の価格行動について

詹 錦宏 (台湾) 長庚大学)

台湾で最初のリセット転換社債、宏碁電腦一が 1991 年 3 月 31 日に発行された。それから 2005 年 3 月まで 499 銘柄のリセット転換社債が発行された。株式相場が弱気の場合、企業が普通の転換社債を発行しても、資金を募集することは難しい。投資家の態度は利益の可能性より損失可能性の回避にその重点を置くようになる。株価が長期的に下落する場合、企業が投資家の不安を払拭するため、リセット転換社債の転換価格を予め決められた価格より下方へ修正できるように設定する。なお、一部の企業が将来転換権の行使による株式価値の希薄効果を抑制するため、転換価格を上方へ修正されるようにする。リセットの回数についても、一回のみおよび多数回がある。リセット転換社債の発行契約が様々で、個人投資家にとってその条件が複雑かつ分かり難いものであろう。本稿は 2005 年 3 月まで台湾で発行されたリセット転換社債のケースを対象に、リセット転換社債の契約価値を解明しようと考えている。

ただし、リセット転換社債の発行規模が 5000 万から 150 億台湾ドルまで、転換社債の流動性が株式のそのものように高くない。本稿の研究対象は、発行規模が 10 億台湾ドル以上、株式および転換社債の流動性が最も高い 50% の銘柄に限定する。その条件を満たす銘柄が 32 ある。リセット転換社債の価値がブラック = ショールズ公式により導き出すことができないので、数値分析 (numerical method) の方法でその近似解が求められる。転換社債の価値が普通社債 (straight bond)、転換権利 (conversion)、企業に売り戻す権利 (redemption)、企業による強制転換権利 (call)、リセット権利 (reset) などの価値に分けられる。本稿は 2 項分布モデルを利用し、転換社債の価値構成を分析する。そして、転換社債の価値が moneyiness、満期日、および割引率 (underpricing) などとの関係を解明するため、本稿は回帰分析を行った。研究結果について、リセット権利付きの転換社債は投資家に安心感を与えられるが、リセット権利は転換社債価値の中に小さな割合しかを占めていない。したがって、株式相場が弱気の場合、多くの企業がリセット権利を甘味として、市場投資家に転換社債を購入させようと考えている。ただし、リセット権利は投資家にとって大きなメリットにならない。本稿は、投資家が転換社債に投資する場合、特にリセット権利付きの転換社債に投資する必要があるといった結論を付けた。