

転換社債発行のアナウンスメント効果 - 転換価格修正条項の意味 -

横浜国立大学大学院 土村 宜明
オウル大学 山田 聖子

2002-04年のサンプルを用いて、転換社債発行のアナウンスメント効果をイベント・スタディーの手法によって検証した。最初に、すべてのサンプルにおける平均異常収益率、累積異常収益率を導出し、過去の先行研究の結果との比較により、発行時期とアナウンスメント効果の関係を分析する。次に、発行形態の違いによって、アナウンスメント効果が異なるか、を検証した。検証するのは、転換価格の修正条項と発行企業による Call Option の効果である。

倉澤・段・広田(1997)のイベント・スタディーによる研究によると、転換社債発行の1987-90年度のアナウンスメント効果は有意に正であったが、1991-95年度の効果は有意ではなかった。すなわち、91-95年度にかけて、市場は転換社債の発行に対して反応を示さなかったという結果が報告されている。これに対して、本稿は、2002-04年までのイベントを同様に検証した結果、市場が発行アナウンスメントに対して有意に負の反応を示したことを確認した。Loncarski, Horst and Veld (2006) は、世界各国の市場における転換社債発行のアナウンスメント効果を整理している。この研究によると、ほとんどの市場におけるアナウンスメント効果はマイナスである。本研究によって、近年になって、日本市場における反応が諸外国市場と同様になったことが明らかになった、といえる。

2000年以降、転換社債の発行形態が多様化している。転換価格の修正条項が付いたものや発行企業による call option が付いたものが目立つ。特に、転換価格修正条項付き転換社債はMSCB と呼ばれ(本稿では Reset CB と呼ぶ。)、昨年ライブドアがニッポン放送の公開買付を行うときの資金調達に用いられたこともあり、一般的によく知られるようになった。本稿で採用されたサンプルのうち、半数が下方修正条項付きのイベントであった。この点に注目し、本稿は、全サンプルを転換価格修正条項の有無によって分類したサブ・サンプルを作り、それぞれのアナウンスメント効果を別々に検証し、それらの比較を行った。

得られた結果は、転換価格修正条項の有無によって市場の反応は大きく変わらないというものである。二つのサブ・サンプルにおいて、両方とも有意に負のアナウンスメント効果を計測したが、これらの累積異常収益率の差は統計的に有意ではなかった。株式市場の効率性を前提とすれば、将来時点で転換価格が下方修正されるならば、既存の株主は経済的な不利を被るよう推測される。したがって、転換価格修正条項が付いた発行のアナウンスメント効果は、そうでない場合よりも大きな負の効果をもたらすはずである、というのが事前の仮説であった。得られた結果は事前の仮説を強く支持するものではなかった。