

レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略は 株式価値を高めるのか？

——理論的検討と事例分析——

重 本 洋 一*

目 次

1. はじめに
2. 日本企業によるリキャップ CB 発行の現状
3. ROE と企業価値の理論的關係
3.1 ROE と PBR の関係
3.2 財務レバレッジと財務リスクの関係
4. 社債発行による自己株買いと株式価値の理論的
検討（榊原のモデル）
4.1 法人税を考慮するケース
4.2 法人税を考慮しないケース
5. 事例分析～地方銀行によるリキャップ CB 発行～
5.1 短期株価への影響
5.2 ROE は上昇したのか
5.3 滋賀銀行の事例
6. おわりに

1. はじめに

本論の目的は、過去十数年にわたって日本企業が行ってきたレバレッジド・リキャピタリゼーション（Leveraged Recapitalization）による財務戦略が株式価値を高めるのかについて考察することである。

レバレッジド・リキャピタリゼーションとは負債性資金で資金調達をすると同時に自己株取得を行うことによって、負債を増やし資本を減らすことを目的として行われる資金調達とバイアウト政策の組み合わせの総称である。つまり負債と資本の構成割合を財務政策を通じて変更するというもので、レバレッジを利かし（テコ

効果を利用し）つつ、資本を圧縮し、資本構成を変更する資本政策あるいは財務戦略である¹⁾。

この財務戦略での負債性資金の調達形態は大きく分けて借入金、普通社債、転換社債の3つが考えられる。一般的に、金融機関からの借入金は、その独自の特徴とともに、調達資金の用途を当該金融機関に対して明示しなければならず、返済期限や金利条件も社債に比べて厳しいという側面があると考えられる。普通社債は、基本的に転換社債に比べて高い金利を負担しなければならない。転換社債は普通社債に比べて利払い負担が低く、自己株買い分を超える調達資金を事業投資などに充当しやすい。特に転換社債の発行は基本的にデットファイナンス、すなわち負債の形式で資金を調達することになるのであるが、株式に転換できる権利が付与されており、将来的には新株の発行を伴う資金調達、つまりエクイティファイナンスの側面を持っている。一方で、自己株買いは、株式市場から自社の株を買い上げることであり、株主還元政策の側面があると同時に自己資本を減少させる（あるいは株式数を減少させる）資本圧縮の側面もある。つまり、リキャップ CB（Convertible Bond）発行は現時点で負債と資本を入れ替え、将来転換によって資本の増加を行うという、一見奇妙な財務戦略であるとも言える²⁾。

日本企業におけるレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略の実例をいくつか挙げてみる。

借入金によるリキャップで有名なのが2008年

* 広島経済大学経済学部教授

に広告代理店大手の電通が行ったケースである。2008年5月12日、電通は600億円を銀行からの借入金で調達し、このうち一部の資金を自己株買いに充てることを発表した³⁾。同日の電通の株価は約7.1%上昇した。同日のTOPIXが1.3%の上昇であったことからすると株価上昇は大幅なものといえよう。

普通社債によるリキャップの最近の事例ではブリジストンのケースがある。ブリジストンは2019年4月に2,000億円規模の普通社債を発行し、その資金をM&Aなどの成長資金と自己株買いに充てると発表した。成長投資ではタイヤの売り切から継続的に収益が上がるサービス型モデルへの事業転換を促進するため、関連事業の買収を進める方針である。一方、2018年2月期のROE（自己資本利益率）は12.4%であり、自己株買いによってそれ以上の資本効率の改善を目指すとしている⁴⁾。

転換社債によるリキャップでは、日本ハムの例を挙げておこう。日本ハムは2014年3月7日、リキャップCB発行を発表した。CBによる低金利の負債調達を行う一方、その資金で自社株買いを行う（300億円のユーロ円建転換社債を発行し、同時に300億円を上限とする自社株買いを実施）と発表した。同社のプレスリリースによると、このスキームによって資本効率の改善を確実なものとし、自己資本利益率（ROE）は2013年3月期の5.6%から15年3月期には経営目標である7%に高めることになるという⁵⁾。

これら3つの資金調達形態の事例は数多くあるレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略のほんの一例に過ぎないが、リキャップを行ったほとんどの企業が、その目的として掲げているのが、資本効率の改善である。特に、ROEの維持や改善は各社のプレスリリースにも謳われており、ROEを経営指標として重視する近年の風潮ともマッチしている。リキャップによるROEの改善は、株価を上げる

という意味で株価対策としても考えられているようである⁶⁾。

さらに、レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略を論じる場合、注意しなければならない点がある。それは、資金調達と自己株買いのタイミングの問題である。本論では両者の実施を同時日に発表したケースを分析対象としているが、企業によっては両者の実施の日にちをずらすことも数多くあると考えられる。同時日に行っても多少日にちをずらして行っても、基本的に効果は同じと考えられる。ただしそれらすべてを把握することは困難である。したがって、あくまでも、本論では資金調達と自己株買いの実施をセットで同時日に発表するケースのみを分析対象とし、主として「同時日に発表を行ったケースの短期的な株価や株式価値の変動」についての分析を対象としている。

ここで後の議論のため、レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略を実施する企業の一般的な目的についていくつか整理をしておこう。

第一に、上述のようにROE、PBR（株価純資産倍率）の改善とそれに伴う株価の上昇である。第二に、資本コスト低下による事業価値、株式価値の上昇である。第三に、負債性資金の多額の調達による財務悪化懸念からの株価の下落対策として自己株買いを行うというものである。第四に、リキャップCBの場合、転換社債の新株予約権が行使されればダイリューションが起きるという懸念からの株価の下落を防止するために自己株買いを行うというものである。

この他にもいくつか目的はあるだろうが、総じてこの4つに共通することは、株価対策ということであろう。レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略が株価を押し上げる効果があるのかどうかは、コーポレートファイナンスにおいていくつかの仮説があるが、その

中心的な仮説はシグナリング仮説であろう。4つの目的に関して、株価が上昇するとすれば、そこに経営者の何らかのシグナルが含まれており、それを市場がくみ取って株価に反映させるというものである。ここではシグナリング仮説についての詳細は割愛するが、例えば、リキャップCBに関するシグナリング仮説を実証的に分析した論文として、志馬（2015）がある。

本論では、主として上述の第一と第二の目的に関する考察を行う。つまり、レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略がROEを改善させる効果があるのか、あるいは資本コストを低下させる効果があるのか、さらにそれが株式価値を増大させるのかについて、理論的検討と事例分析によって検証していく。

本論の構成は以下の通りである。まず2章では日本企業によるレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略の状況をリキャップCBを中心に概観していく。3章ではROEと企業価値（あるいは株式価値）との関係を理論的に検討する。4章では社債発行によって資金を調達し、その資金で自己株買いをした場合に株式価値が高まるのかどうかについて簡単なモデルにより理論的に検討する。5章では、前章までの理論的検討を踏まえ、リキャップCBを発行した地方銀行の事例分析を行う。この事例分析によって、地方銀行によるレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略の目的や効果を検証し、本論の課題に迫っていく。

2. 日本企業によるリキャップCB発行の現状

本章では、日本企業のレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略の現状を簡単に整理する。ただし、上述のように、レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略を考える場合、資金調達と自己株買いのタイミングのずれがあるケースをすべて把握すること

は困難である。したがって、ここでは借入金、普通社債、転換社債による資金調達のうち、その代表例として転換社債による資金で自己株買いを行うリキャップCBについての現状について概観することとする。

表1は2008年から2017年までの日本企業のリキャップCB発行状況をまとめたものである。筆者が把握しているだけで、この10年間で57件のサンプルがある。事業法人が多いが、後述の地方銀行も10件と多くの割合を占めている。募集方法は、ほとんどが公募であり、第三者割当が4件あるのみである。ただし、報道などによると、多くのCBはCB専門のヘッジ・ファンドなどに引き受けられており、公募という形態をとっているが、その実態は割当の募集のケースも多いと考えられる。

ここでリキャップCBの具体的な活用方法を整理すると次の3つに大別できる。それはCB発行額とほぼ同額の自己株買いを行う資本構成変更重視型、既存株主が大量に株式を売却するため、需給対策として自己株買いを行う株価対策型、およびCBの一部だけを自己株買いに使う事業資金調達重視型である。

表2は表1をもとに調達資金をどれだけ自己株買いに充てたのかを整理したものである。仮に、30%以下を事業資金調達重視型、50%以上を折衷型、70%以上を資本構成変更重視型とすると、4割弱のケースが事業資金調達重視型で2割弱のケースが資本構成再編重視型である。需給対策として自己株買いを行うケースは、個別に調査しなければならないだろう。一番多いのは折衷型で4割強となっており両方の側面を併せ持っていると考えることができよう⁷⁾。資本構成再編重視型と事業資金調達重視型で有名なケースを重本（2015）から挙げておこう。まず、資本構成再編重視型では塩野義製薬のケースがある。2014年12月1日決議の塩野義製薬のプレス発表では、「自己株式取得を目的とした」

表1 リキャップCB発行状況(2008年~2017年12月4日現在)

(金額:億円)

	発行決議日	社名	募集総額	募集方法	自社株取得 予定金額	自社株取得 予定金額/ 募集総額 (%)
1	2008年2月26日	ヤマダ電機	1,500	公募	700	46.67
2	2008年2月28日	JFEHD	3,000	第三者割当	1,200	40.00
3	2008年5月13日	アサヒビール	700	公募	150	21.43
4	2008年12月8日	パロー	40	第三者割当	10	25.00
5	2010年2月12日	テンブHD	50	公募	70	140.00
6	2010年2月12日	日本ハム	300	公募	200	66.67
7	2011年2月17日	ヤマトHD	200	公募	300	150.00
8	2011年8月3日	マクロミル	50	公募	25	50.00
9	2011年11月28日	KDDI	2,000	公募	2,500	125.00
10	2012年3月6日	イオンクレジットサービス	300	公募	150	50.00
11	2013年4月8日	日本セラムック	80	公募	20	25.00
12	2013年4月9日	静岡銀行	5億ドル(494.8)	公募	260	52.55
13	2013年7月9日	若手銀行	1億ドル(101.16)	公募	30	6.06
14	2013年9月3日	ベストプライダル	50	公募	10	20.00
15	2013年12月4日	山口フィナンシャル・グループ	3億ドル(308.31)	公募	100	32.43
16	2014年3月7日	日本ハム	300	第三者割当	300	100.00
17	2014年4月2日	山形銀行	1億ドル(103.81)	公募	35	33.72
18	2014年4月8日	常陽銀行	3億ドル(311.4)	公募	120	38.54
19	2014年5月22日	東レ	1,000	公募	500	50.00
20	2014年5月27日	ヤマダ電機	1,000	公募	500	50.00
21	2014年7月7日	カシオ計算機	100	第三者割当	100	100.00
22	2014年9月2日	ユーシン	40	公募	10	25.00
23	2014年9月17日	アデランス	100	公募	30	30.00
24	2014年9月17日	エディオン	150	公募	50	33.33
25	2014年9月25日	群馬銀行	2億ドル(220)	公募	65.4	29.73
26	2014年12月1日	塩野義製薬	200	公募	300	150.00
27	2014年12月2日	大分銀行	1億ドル(118)	公募	30	25.42
28	2014年12月4日	ケーズデンキ	300	公募	100	33.33
29	2014年12月9日	東邦ホールディングス	150	公募	120	80.00
30	2015年2月16日	LIXILグループ	1,200	公募	200	16.67
31	2015年2月26日	九電工	100	公募	25	25.00
32	2015年3月4日	サムティ	40	公募	10	25.00
33	2015年3月5日	滋賀銀行	2億ドル(220)	公募	25	11.36
34	2015年3月10日	名古屋銀行	1億ドル(118)	公募	35	29.66
35	2015年3月10日	山口フィナンシャルグループ	3億ドル(310)	公募	150	48.39
36	2015年3月19日	OBARAグループ	70	公募	50	71.43
37	2015年4月13日	ニフコ	201	公募	80	39.80
38	2015年5月20日	T&D	300	公募	150	50.00
39	2015年6月3日	エディオン	150	公募	50	33.33
40	2015年7月7日	SANKYO	200	公募	200	100.00
41	2015年7月7日	東和薬品	150	公募	50	33.33
42	2015年7月16日	ミツミ電機	200	公募	50	25.00
43	2015年9月8日	ユニ・チャーム	547	公募	130	23.77
44	2015年12月3日	コナミHD	100	公募	100	100.00
45	2015年12月4日	DCMホールディングス	200	公募	50	25.00
46	2016年4月1日	ソディック	80	公募	30	37.50
47	2016年3月10日	京阪電気鉄道	200	公募	200	100.00
48	2016年5月30日	昭和産業	80	公募	10	12.50
49	2016年5月31日	スター精密	80	公募	50	62.50
50	2016年3月9日	富士機械製造	100	公募	100	100.00
51	2016年12月13日	ミライト	165	公募	25	15.15
52	2016年6月1日	関西ペイント	1,000	公募	200	20.00
53	2017年3月14日	三菱ケミカルホールディングス	1,500	公募	300	20.00
54	2017年9月4日	大阪ソーダ	100	公募	50	50.00
55	2017年8月29日	SBIホールディングス	500	公募	200	40.00
56	2017年8月31日	ANAホールディングス	1,400	公募	700	50.00
57	2017年10月31日	エイチ・アイ・エス	250	公募	50	20.00

出所:アイ・エス情報センター, 日本経済新聞(日経テレコン)からのデータに基づいて筆者作成

CB 発行であることを明確にし、CB による調達資金約200億円の全額を自己株取得に充てることを謳っている。こういった意味では、資本構成再編重視型であると判断できる。当該会社は自己資本比率が80%超と財務的に余裕がある上、高PBRで株価水準も高い。なぜ、この時点で資本構成の再編に踏み切ったのであろうか。日本経済新聞（2014年12月1日）によると、現在の中期経営計画でROEを16年度に11%、20年度に15%に引き上げる予定であった。9月に過年度税金費用等を計上し、ROEは前期末の9%から6%台へ低下する見込みであったが、今回のリキャップCB発行によって再びROEは9%台半ばまで回復見通しであるという。ROEの上昇のみを目的としたオペレーションであったと言えそうである。次に、事業資金調達重視型では、エディオンのケースがある。2014年9月

17日決議の家電量販店大手エディオンの事例では、ユーロ円建てCBを約150億円発行し、そのうち50億円を自己株買いに充当すると発表した。残りの100億円は、西日本地域への新規出店に80億円、通販サイトシステムの整備に20億円を充てる予定であると発表している⁸⁾。

以上、リキャップCBについて近年の日本企業の現状を概観した。リキャップCBのみではあるが、基本的目的や活用方法を概観してきた。

3. ROEと企業価値の理論的關係

上述のようにレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略の肝は、財務レバレッジを高める事によってROEを高め企業価値を増加させることにある。果たしてそのような効果があるのだろうか。本章ではこの点に関して理論的に考察していく。

3.1 ROEとPBRの關係

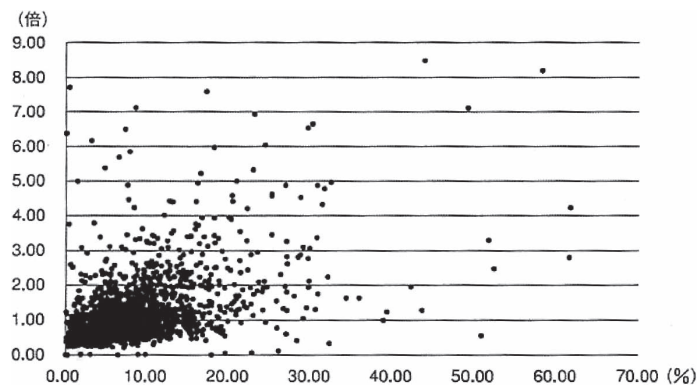
ROEと企業価値の關係を見る場合、最も直接的な關係があると考えられる指標はPBRであろう。次の図は宮川（2014）からの抜粋である。

宮川（2014）では、黒字企業という条件付きで2014年3月末日における日本の上場企業のROEとPBRの關係は正の相関關係があること

表2 自社株取得予定金額／募集総額（%）

	数	割合
事業資金調達重視型（30%以下）	21	約36.8%
折衷型（31%～69%）	25	約43.8%
資本構成再編重視型（70%以上）	11	約19.2%

出所：アイ・エヌ情報センター、日本経済新聞（日経テレコン）からのデータに基づいて、筆者作成



出所：宮川（2014）24頁より転載

図1 ROEとPBRの關係

を示している。この結果を見ると、ROEが高い企業のPBRは高く、したがって株価は相対的に高く評価される傾向があると推測できる。この関係は以下のようにオーソドックスなROEとPBRの関係式から導き出すことができる。

PBRは株価を1株当たり純資産で割って算出されるので、次のように示すことができる。

$$PBR = \frac{P}{BE} = \frac{P}{EPS} \times \frac{EPS}{BE} \quad \dots \textcircled{1}$$

(P: 株価, BE: 1株当たり純資産(自己資本), EPS: 1株当たり当期純利益)

つまり、PBRは株価収益率 $\left(\frac{P}{EPS} = PER\right)$ とROE $=\left(ROE = \frac{EPS}{BE}\right)$ の積として示すことができる。

$$PBR = PER \times ROE \quad \dots \textcircled{2}$$

PBRはその企業の株価が1株当たり純資産に対してどの水準にあるかを示す、いわゆる「企業の解散価値」を示す代表的な指標である。②式の右辺に目を転じると、仮にPERに大きな差がないとするとPERはROEの大きさによって関係づけられることになる。ROEは、企業の株主の資本効率性を示すものであり、PBRが低い企業は株主資本を効率的に活用できていない企業ということになる。株主資本を有効に活用できていないということが株価に反映されていると解釈することも可能であろう。

以上のROEとPBRの関係について柳(2015)は次のような関係性に着目している。企業価値の創造の源泉はエクイティ・スプレッドである。エクイティ・スプレッドは以下の式で示される。

$$\text{エクイティ・スプレッド (\%)} = \text{ROE} - \text{株主資本コスト} \quad \dots \textcircled{3}$$

一般的に企業は会計上黒字であってもエクイティ・スプレッドがマイナスの時、株式価値を創造していない。エクイティ・スプレッドがマ

イナスであれば、それは企業価値を破壊していることになる。そして、市場はその価値破壊を折り込み、市場価値評価(株式時価総額)は株式価値簿価(会計上の株主資本)を下回る可能性が高くなるのである。柳(2015)では、このように述べた上で、日本の企業は経常黒字であってもエクイティ・スプレッドがマイナスの企業が多く、そのため全体として低PBR企業が多いと指摘している。経営者はPBRを直接コントロールできないが、ROEは簿価ベースであり、何らかの企業努力で改善できる可能性があるとしている。

ここまでの議論はあくまでPBRを企業価値(株式価値)に見立て、ROEと株式価値との「相関関係」を見てきたのであって、本章の問いであるROEと株式価値の「因果関係」を示しているのではない。次に、この「因果関係」について検討していきたい。

3.2 財務レバレッジと財務リスクの関係

レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略によってROEを高めて株式価値を増加させるという財務戦略は、次の2つのロジックに分解できる。

- ①財務レバレッジを高めることによるROEの上昇
- ②財務レバレッジとROEの改善による株式価値の増加

果たして、このロジックは理論的に成立するのであろうか。この点について検討するにはまず財務レバレッジとROEのリスクを介した関係を見ておかなければならない。本節では、財務レバレッジの変更とROEおよびROEの変動性との関係について検討していく。以下、本節は、花枝・榊原他(2009)にしたがって議論を展開していく。

ここで、貸借対照表(簿価)の総資本額をTC、自己資本をE、負債資本をB、総資本営業

利益率を g 、負債利率を i 、法人税率を t_c 、と表記する。ただし、営業外収益、特別損益が無く、営業外費用は支払利息のみの企業を想定する。

この企業の ROE は

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{g \times \text{TC} - iB}{E} (1 - t_c) \\ &= \left\{ g + \frac{(g - i)B}{E} \right\} (1 - t_c) \quad \dots \textcircled{4} \end{aligned}$$

と表すことができる。

法人税を考慮しなければ④式は、

$$\text{ROE} = g + \frac{(g - i)B}{E} \quad \dots \textcircled{5}$$

となる。

B/E は財務レバレッジ（負債比率）である。以下④、⑤式に基づき財務レバレッジが ROE を大きく変動させることを理論的に見ていく。

ROE および g の期待値と標準偏差の関係式を示す。期待値は $E(\cdot)$ で、標準偏差は $\sigma(\cdot)$ とする。

法人税を考慮しない場合

$$E(\text{ROE}) = E(q) + (E(q) - i)D/E \quad \dots \textcircled{6}$$

$$\sigma(\text{ROE}) = (1 + D/E)\sigma(q) \quad \dots \textcircled{7}$$

法人税を考慮に入れる場合

$$E(\text{ROE}) = \{E(q) + (E(q) - i)\}D/E(1 - t_c) \quad \dots \textcircled{8}$$

$$\sigma(\text{ROE}) = (1 + D/E)\sigma(q)(1 - t_c) \quad \dots \textcircled{9}$$

これらの式の意味は以下のように理解することができる。総資本営業利益率 q の期待値が負債利率 i を上回っている場合、財務レバレッジ D/E が大きいほど期待 ROE ($E(\text{ROE})$) が高くなる。逆に、 q が i より小さい（マイナス）の場合 D/E が大きいほど $E(\text{ROE})$ がより小さくなる。つまり、財務レバレッジの水準は q と i の差がプラスかマイナスかあるいはその差の大きさによって、より大きく期待 ROE を変

動させていく効果がある。これを「テコ効果」などという（⑥式および⑧式）。その関係性を標準偏差で表したのが⑦式と⑨式である。両式は「事業リスク」と「財務リスク」という2つのリスクによって説明することができる。 q がビジネスの状況によって受ける変動 $\sigma(q)$ を「事業リスク」という。 $\sigma(\text{ROE})$ が事業リスク $\sigma(q)$ を上回る部分（ $(1 + D/E)$ 、 $(1 + D/E)(1 - t_c)$ ）は、企業が負債資本を利用したことによって発生する変動性、リスクであり、これを「財務リスク」という。つまり、 $\sigma(q)$ 自体が無負債企業の $\sigma(\text{ROE})$ に等しいのに対して、企業が負債を利用する（財務レバレッジを高める）ことによって発生する $\sigma(q)$ を超える部分が財務リスクとなるのである。

次に、ROE の変動性（ $\sigma(\text{ROE})$ ）と ROE の関係について考えてみる。⑥式と⑦式および⑧式と⑨式から、それぞれ D/E を消去して式を整理すると、 $E(\text{ROE})$ を $\sigma(\text{ROE})$ に関係付ける式を導くことが出来る。

法人税を考慮しない場合

$$E(\text{ROE}) = i + \frac{E(q) - i}{\sigma(q)} \sigma(\text{ROE}) \quad \dots \textcircled{10}$$

法人税を考慮に入れる場合

$$E(\text{ROE}) = (1 - t_c)i + \left\{ \frac{E(q) - i}{\sigma(q)} \right\} \sigma(\text{ROE}) \dots \textcircled{11}$$

⑩式と⑪式は、それぞれ負債利率の i および $(1 - t_c)i$ を切片とし、総資本営業利益率の変動性 $\sigma(q)$ 1 単位に対する期待総資本営業利益率 $E(q)$ と負債利率 i の差を傾きとする右上がりの直線となることが分かる。これは、レバレッジ比率を高めていくと $E(\text{ROE})$ は大きくなるが、それに伴って、そのリスク $\sigma(\text{ROE})$ も大きくなって行くことを示している。

$$E(\text{ROE}) \uparrow \Leftrightarrow \sigma(\text{ROE}) \uparrow$$

以上のことから「テコの効果」がプラスに働く場合株式価値を高める可能性があるが、同時

に財務リスクの発生による株式価値を低下させる可能性があることを指摘することができる⁹⁾。

ここまでの議論で、レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略によって財務レバレッジを高め、ROEを大きくして、株式価値(株価)を上昇させるという経営者の狙いは、上記の両効果によって、必ずしも実現するとは言えないということが確認できた。

ところで、財務レバレッジの変更による株式価値への影響については有名なMM (F. Modigliani and M. Miller) 理論によって一定の解答が与えられている。MM理論の詳細については他の文献に譲ることとし、次章ではMM理論の論理に基づいて、これらの議論をより深めていく。

4. 社債発行による自己株買いと株式価値の理論的検討(榊原のモデル)

本章では、榊原(2012)、榊原(2013)に従って、社債発行による資金で自己株買いをを行った企業の株式価値がどのようになるのかを、簡単な数値例を使用しつつ、理論的に分析していく。以下の分析では、本論の研究対象の一つである転換社債について新株予約権部分を考慮に入れていない。主に普通社債による資金での自己株買について考察していく。

榊原(2012)は、MM理論をベースに、社債発行による資金での自己株買いは法人税を考慮すると経営者の意図や経営者が発するシグナルとは関係なく自動的に株式価値を高める、としている。その一方で、榊原(2013)では、同様のケースで法人税が存在しない状況(または法人税の影響がない)と仮定すると経営者の意図や経営者が発するシグナルとは関係なく株式価値は増加しない、ことを明らかにしている。

ところで、リキャップCB発行による財務レバレッジの上昇およびROEの上昇を考える場合、ほとんどのケースでは転換社債のクーポン

はゼロである。ということは以下で展開するような理論分析にあたって、社債の負債利率をどのように扱えば良いのであろうか。ここでは、法人税の節税効果が議論のコアとなるため、負債利率があり法人税が存在するケースと、負債利率があり法人税が存在しないケースの二つに分けて分析を進めていくことで、負債利率がゼロの場合と負債利率がある場合の効果を代替的に検討していく。

4.1 法人税を考慮するケース

まず、榊原(2012)、に基づいて次のような数値例を想定する。

数値例 アンレバード企業(U)(負債を持たない企業)を想定し、以下の仮定を前提とする¹⁰⁾。

仮定1 このアンレバード企業(U)の出発点の簿価ベースの貸借対照表は表3の通りである。

仮定2 本業資産は毎年コンスタントに20%の営業利益を生む。

仮定3 本業資産のベータ値は1.2である。CAPM (Capital Asset Pricing Model) におけるリスクフリーレートは2%で、株式市場のリスクプレミアムは5%と想定する。

仮定4 現金資産は年率2%の利息を生み、金融資産のベータ値はゼロである。

仮定5 発行済み株式数は、1,000株である。

表3 アンレバード企業のB/S
(簿価ベース)

現金	1,000	株主資本	
本業資産	8,000	資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		資本準備金	1,800
		その他資本剰余金	200
		利益剰余金	2,000
		利益準備金	100
		その他利益剰余金	1,900
	9,000		9,000

出所: 榊原(2012)100頁より転載

仮定6 利益はすべて配当金として分配される。

仮定7 法人税は40%である。

仮定8 社債発行費用はゼロである。

ここで、資本資産評価モデル (CAPM: Capital Asset Pricing Model) によって本業資産と金融資産に対する要求収益率を計算する。(R_B: 本業資産に対する要求収益率, R_F: 金融資産に対する要求収益率)

$$R_B = 0.02 + 0.05 \times 1.2 = 0.08$$

$$R_F = 0.02 + 0.05 \times 0 = 0.02$$

したがって、本業資産と金融資産の現時点での価値は次のようになる。

(V_{B,0}: 本業資産の現時点での価値, V_{F,0}: 金融資産の現時点での価値)

$$V_{B,0} = (1 - 0.4) \times 8,000 \times 0.20 / 0.08 = 12,000$$

$$V_{F,0} = (1 - 0.4) \times 1,000 \times 0.20 / 0.08 = 600$$

企業価値全体は

$$V_{B,0} + V_{F,0} = V_0 = 12,000 + 600 = 12,600$$

となる。アンレバード企業の仮定によって、企業価値 = 株式価値となる。これを発行済株式総数で割ると1株当たり株式価値 P₀ を求めることができる。

$$\begin{aligned} P_0 &= (12,000 + 600) / 1,000 \text{株} \\ &= 12.6 \\ &= 12 \text{ (1株当たり本業資産の価値)} \\ &\quad + 0.6 \text{ (1株当たり金融資産の価値)} \end{aligned}$$

この結果は、税引き後の株主利益全体を割り引く方法でも導き出すことができる。

法人税控除後の株主利益を NI とすると、

$$\begin{aligned} NI &= (1 - 0.4) \times (8,000 \times 0.20 \times 1,000 \times 0.02) \\ &= 960 + 12 \\ &= 972 \end{aligned}$$

である。

ここで、割引率として本業資産と金融資産に対する要求収益率 (R) の加重平均要求収益率を求めると、

$$\begin{aligned} R &= 0.08 \times (12,000 / 12,600) \\ &\quad + 0.02 \times (600 / 12,600) \\ &= 0.077 \end{aligned}$$

となる。

以上から、企業価値 V₀ は

$$\begin{aligned} V_0 &= 972 / 0.077 \\ &= 12,600 \end{aligned}$$

となる。

当然、1株当たりの株式価値は

$$P_0 = 12,600 / 1,000 \text{株}$$

となるのであるが、ここではアンレバード企業の1株当たり利益 (P_V) を上記の割引率で割り引いて、

$$\begin{aligned} P_V &= (972 / 1,000 \text{株}) / 0.077 \\ &= 12.6 \end{aligned}$$

と表現することができる。

ここで、榊原 (2012) にしたがって次のケースを考える。仮説例のアンレバード企業が2%のクーポンの付いた社債を1,000発行して、その資金で同額の自己株買いを実施すると発表したとする。債務不履行のリスクがなく、社債に

表4 社債を発行して自社株買いを行った企業のB/S

(簿価ベース)

現金	1,000	社債	1,000
本業資産	8,000	株主資本	
		資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲1,000
	9,000		9,000

出所：榊原 (2012) 102頁より転載

対する投資家の要求収益率が2%とする仮定する。上述の数値例のB/Sは次のようになる。

法人税を考慮に入れたMM理論によればB/Sの資産側が同じで、1,000の負債を調達した企業の価値は法人税節約額の割引現在価値だけ増加するはずである。

このレバード（負債のある）企業の価値を V_L とすると、

$$\begin{aligned} V_L &= \text{アンレバード企業の価値 (} V_C \text{)} \\ &+ \text{法人税節約額の割引現在価値} \\ &= 12,600 + 0.4 \times 0.02 \times 1,000 / 0.02 \\ &= 12,600 + 400 \\ &= 1,300 \end{aligned}$$

社債のクーポンレートと社債に対する投資家の要求収益率は同じ2%と仮定しているの、負債価値は簿価1,000に等しい。

したがって、株式価値 S_L は、

$$\begin{aligned} S_L &= \text{企業価値} - \text{負債価値} \\ &= 13,000 - 1,000 \\ &= 12,000 \end{aligned}$$

となる。

また、社債発行で調達した資金全額で自己株買いを行なうのであるから、

$$\begin{aligned} (1,000 \text{株} - n) \times P_L^{\text{SR}} &= 12,000 \\ (\text{買い戻し株数} : n, \text{自己株買い「公表直後の株式価値」} : P_L^{\text{SR}}) \end{aligned}$$

が成立するはずである。

$$n \times P_L^{\text{SR}} = 1,000$$

であることを考慮すると、「自己株買いニュース」によって成立する株式価値は、

$$\begin{aligned} 1,000 \text{株} \times P_L^{\text{SR}} - 1,000 &= 12,000 \\ P_L^{\text{SR}} &= (12,000 + 1,000) / 1,000 \text{株} \\ &= 13.0 \end{aligned}$$

となる。さらに買い戻し株式数 n は、

$$n = 1,000 / 13.0 = 76.923 \text{株}$$

となる。したがって、自己株買い後の株式総数は

$$1,000 \text{株} - 76.923 \text{株} = 923.077 \text{株}$$

となる。

自己株買い後の株式価値を自己株買い後の発行済株式総数で割ると

$$\begin{aligned} P_L^{\text{SR}} &= 12,000 / 923.077 \text{株} \\ &= 13.0 \end{aligned}$$

となり、上述の株式価値と一致する。

以上のように、クーポンレートを2%と想定した場合、株式価値は、12.6から13.0へと増加することが示された。

榊原（2012）は、次のように述べる。

「MM（1963）の配当、株価無関連命題を援用して、自社株買いと株式無関連性を解説し、自社株買いのニュースによって実際に観察される株価上昇の根拠を、経営者が自社株買い発表に託す明示的・暗黙のメッセージを結びつけるシグナリング理論やエージェンシー理論に求める主張は早合点と言わざるを得ない¹¹⁾」。

「上で見たように、自社株買いそれ自体が株式価値を高める効果を持っているのであるから、経営者が自社株買いニュースの発表を借りて「何か」を意図的にマーケットに伝えることによって株式価値の上昇を企図するとすれば、その「何か」のアナウンスメント効果なり情報効果は、我々が主張する理論的株式価値増加額以上に増加した部分の中に存在することになる。理論的株価増加額以上の株価が観察されるのかどうかを実証的に明らかにすることが、今後の課題である¹²⁾」¹³⁾。

4.2 法人税を考慮しないケース

次に、法人税を考慮せず、社債発行の資金で自己株買いを行ったケースを考える。リキャップ CB 発行では、クーポンがゼロであることがほとんどであり、その場合前節と違い法人税節税効果は得られないことになる。以下の榊原 (2013) では、法人税を考慮しないケースでのクーポン付き社債発行による自己株買いの事例を理論的に展開しているが、「法人税節税効果を考えない」という意味において、リキャップ CB 発行時におけるゼロクーポンをそのアナロジーとしても考えることができよう。

まず、榊原 (2013) に基づき前節と同様アンレバード企業 (U) の B/S を下図のように想定する。

モデルの前提の仮定は、仮定 7 が「法人税と個人税は考えない」となり、前節の例とは異なり、その他の仮定は同様である¹⁴⁾。

CAPM にしたがった各資産への要求収益率は、

$$R_B = 0.02 + 0.05 \times 1.2 = 0.08$$

$$R_F = 0.02 + 0.05 \times 0 = 0.02$$

本業資産からの1,600の利益が全て株主に帰属するので、その割引現在価値としての本業資産の価値 V_0 は、

$$V_0 = 8,000 \times 0.02 / 0.08 = 20,000$$

となる。

さらに、金融資産の価値も株主のものなので、その割引現在価値としての金融資産の価値 V_0 は、

表 5 アンレバード企業の B/S
(簿価ベース)

現金	1,000	自己資本	
本業資産	8,000	資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	2,000
	9,000		9,000

出所：榊原 (2013) 21頁より転載

$$V_0 = 1,000k \times \frac{0.02}{0.02} = 1,000$$

となる。

その結果、この企業の価値 V_0 は、

$$V_0 = 20,000 + 1,000 = 21,000$$

となる。

発行済み株式総数が1,000株なので、一株当たり株式価値 P_0 は、

$$P_0 = 21,000 / 1,000 \text{株} = 21.0$$

となる。

この企業から株主が受け取る事業利益 (営業利益と金融収益の合計) は、

$$8,000 \times 0.20 + 1,000 \times 0.02 = 1,620$$

となる。

投資家の全体の要求収益率は、

$$R = 0.08 \times (20,000 / 21,000) + 0.02 \times (1,000 / 21,000) = 0.07714$$

となる。

アンレバード企業なので β は、

$$1.2 \times (20,000 / 21,000) + 0 \times (1,000 / 21,000) = 1.143$$

となる。

このベータと CAPM を使って、割引率を計算すると、

$$0.02 + 0.05 \times 1.143 = 0.07714$$

であり、したがって企業価値は

$$V_0 = (1,600 + 20) / 0.07714 = 21,000$$

となる。

この企業を前提として、次に2%クーポン付社債の発行2,200によって、自己株買いをすると公表したケースを考える。自己株買い後の

表6 社債を発行して自社株買いを行った企業の
B/S

		(簿価ベース)	
現金	1,000	社債	2,200
本業資産	8,000	自己資本	
		資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲2,200
	9,000		9,000

出所：榊原（2013）28頁より転載

B/S（簿価ベース）は次のようになる。

この場合でも、

$$n \times P_L^{SR} = 2,200$$

とならなければならない。

法人税のない世界を想定しているので、MM命題1が成立し、資本構成が変わっても企業価値は変わらないので、

$$V_L = 21,000$$

となる。

前節と同様に社債に対する要求収益率をクーポンレートと同じ2%と仮定すると社債の価値は、

$$B_L = 2,200 \times 0.02 / 0.02 = 2,200$$

となり、株式価値総額は

$$S_L^{SR} = V_L - B_L = 21,000 - 2,200 = 18,800$$

となる。

自己株買い後の発行済み株式総数は、

$$1,000株 - 104.76株 = 895.24株$$

となる。

さらに、榊原（2013）に従うと、MM理論命題2において以下のように同じ結論を導くことができる。

$$\begin{aligned} K_e^L &= \text{アンレバード企業の株主要求収益率} \\ &+ (\text{アンレバード企業の株主の要求収益率} \\ &- \text{負債提供者の要求収益率}) \\ &\times \text{レバレッジ比率 (時価ベース)} \\ &= 0.07714 + (0.07714 - 0.02) \\ &\times (2,200/18,800) \\ &= 0.08383 \end{aligned}$$

となる。

株主のものとなる利益 (NI) は、

$$\begin{aligned} NI &= (8,000 \times 0.20 + 1,000 \times 0.02) \\ &- 2,200 \times 0.02 \\ &= 1,576 \end{aligned}$$

となり、株式価値と1株当たり株式価値はそれぞれ、

$$\begin{aligned} S_L^{SR} &= 1,576 / 0.08383 = 18,800 \\ P_L &= 18,800 / 895.24株 = 21 \end{aligned}$$

となる。

以上、法人税を考慮しない場合「社債発行による自己株買いは負債比率を高め、したがってレバレッジ効果によって自己資本比率は高まるが、同時にファイナンスリスクの発生に伴う要求収益率の高まりによって、株式価値への正味効果はゼロとなるのである¹⁵⁾¹⁶⁾」。

以上の榊原のモデルの結論をまとめるなら次のようになる。

榊原（2012）では、法人税を考慮した社債による資金調達で自己株買いを行う財務戦略においては、そもそも自己株買いに株式価値を増加させる効果があるのだから、経営者が意図的なメッセージをその発表に託し、それを市場が反映するというシグナリング仮説は理論的には容認できない、とする。

しかしながら、榊原（2013）では、法人税を考慮しない社債による資金調達で自己株買いを行う財務戦略においては、ファイナンスリスクの発生に伴って、資本コストが高まること

によって、株式価値を押し上げる効果はない、と論じている。

5. 事例分析～地方銀行によるリキャップ CB 発行～

本章では、地方銀行によるリキャップ CB 発行による財務戦略の事例分析を通じて、レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略が短期的に株式価値を高めたのかどうか、ROE が上昇したのかどうか、資本コストは低減したのかどうかについて、これまでの理論的検討の結果を踏まえて総合的に検討していく。表1より地方銀行のみを抜き出して、以下に再掲する。

表7を見ると10行全てが米ドル建てであり、自社株取得予定金額と募集総額の割合は数%から約50%となっており基本的には事業資金調達重視型である。ここに、地方銀行が行うリキャップ CB 発行の独自性が出ていると考えられる。第一に、事業資金を米ドル建てで調達しているということは、取引先の海外での投融资

資金確保が主目的ではないかと推察できること¹⁷⁾。第二に、CB 発行によって将来の株価の希釈化による株価下落対策として自己株買いを行っているのではないかと推察できること。つまり、これらの自己株買いには地銀経営者の株価下落を防止するというシグナルが込められているのではないかと考えられる。この点については、次節で分析する。第三に、自己資本比率の質的改善の意図があるのではないかと推察できること。さらに、資本コストの低減を目指しているのかどうかにも注視しなければならない。これらの点については3節で詳説する。また、各行のプレスリリースを見ると必ず ROE の改善が謳われている。この点については2節で考察する。

5.1 短期株価への影響

重本（2015）では、6銀行のサンプルでイベント・スタディを行い、統計的な問題（サンプル数が少ない）があるものの、基本的には株価は上昇していないと論じた。本章では重本

表7 地方銀行によるリキャップ CB 発行状況

(億円)

	発行決議日	社名	募集総額	募集方法	自社株取得予定金額	自社株取得予定金額／募集総額 (%)
1	2013年4月9日	静岡銀行	5億ドル (494.8)	公募	260	52.55
2	2013年7月9日	岩手銀行	1億ドル (101.16)	公募	30	6.06
3	2013年12月4日	山口フィナンシャル・グループ①	3億ドル (308.31)	公募	100	32.43
4	2014年4月2日	山形銀行	1億ドル (103.81)	公募	35	33.72
5	2014年4月8日	常陽銀行	3億ドル (311.4)	公募	120	38.54
6	2014年9月25日	群馬銀行	2億ドル (220)	公募	65.4	29.73
7	2014年12月2日	大分銀行	1億ドル (118)	公募	30	25.42
8	2015年3月5日	滋賀銀行	2億ドル (220)	公募	25	11.36
9	2015年3月10日	名古屋銀行	1億ドル (118)	公募	35	29.66
10	2015年3月10日	山口フィナンシャル・グループ②	3億ドル (310)	公募	150	48.39

出所：アイ・エヌ情報センター、日本経済新聞（日経テレコン）からのデータに基づいて筆者作成

(2015)以降、4銀行がリキャップCB発行による財務戦略を行ったので合わせて10のサンプルでイベント・スタディを行う。もちろん、サンプル10でのイベント・スタディも統計的に問題があることは前置きしておかなければならない¹⁸⁾。

まず、シグナリング仮説を適用して考えてみる。10銀行とも基本的には財務・経営内容が優良と考えられるが、それに比して株価が割安であると経営者が考えている可能性がある。(相対的に発行済株式数が多過ぎると経営者が考えていると言い換えることもできる)。そうであるとするなら、経営者はリキャップCBを発行して資本を圧縮して株価を引き上げると「公表」(=シグナルを発信して)をして株価を引き上げようとするだろう。実際にROEや1株当たり利益が高まるか否かにかかわらず、シグナリングによって株価上昇期待を市場に与えようと行動するのである。

次に榊原のモデルを援用して考えてみる。榊原(2013)では、法人税を考慮しない社債による資金調達で自己株買いを行う財務戦略においては、ファイナンスリスクの発生に伴って、資本コストが高まることによって、株式価値を押し上げる効果はないと論じている。転換社債は基本的にゼロクーポンであるため、これをそのアナロジーとして考えれば、株式価値に影響をもたらさないはずである。逆に、榊原(2012)では、法人税を考慮した社債による資金調達で自己株買いを行う財務戦略においては、そもそも自己株買いに株式価値を増加させる効果があると論じている。とすれば、シグナリング仮説を持ち出すまでもなく、株式価値を高めるはずである。

では「公表」によって株価は本当に上がったのであろうか。ここではリキャップCBの発表を行った10銀行の「株価イベント・スタディ分析」を行った。イベント・スタディは当該決議

日前後10日間株価収益率をイベント・ウインドウとし、決議日の11日前から200日間を推計ウインドウとしている。推計ウインドウにおける推計はベンチマーク(説明変数)をTOPIXとして、切片と係数を算出し、各銀行個別のイベント・スタディを行い、その数値の平均を採っている。

注意すべきは、イベント・スタディはあくまでも統計分析の手法の一つであり、ある程度のサンプル数が必要となるものである。したがって、以下の表8と図2は10銀行という少数のサンプルであるため、統計的分析としては、その有効性に問題があるということを前提にして慎重に観察しなければならない¹⁹⁾。あくまでも、統計的分析というよりも事例分析の材料の一つと考えなければならないであろう。事例分析の参考としてt値もあげている。

表8と図2の結果をどのように解釈すべきであらうか。異常収益率は、リキャップCBの発行決議をした日の翌日に上昇しておりt値は5%水準で有意である。しかし、累積異常収益率は図2においては視覚的に上昇はしているもののt値は有意な水準ではない。ここから発行を決議、公表した直後は株価が上昇し、その後10日間は目立った動きを見せていないと筆者は解釈する。したがって、次の三つの論点が導き出せる。第一に、一時的に経営者の「シグナル」(=株価は割安)を市場が評価して織り込んでいったこと。第二に、榊原のモデルでみたように自社株買い自体に株式価値を上昇させる効果があるので、それを市場が反映させたこと。発行決議日後10日間で異常収益率は目立った動きを見せていないことから、榊原(2013)の法人税を考慮しないケースの資本コスト上昇によって株式価値に影響を与えないということをメッセージとして市場が反映していると考えられるかもしれない。その他、地方銀行独特の要素として米ドル建てでの調達資金の資金使途もメッ

表8 10行の株価収益率イベント・スタディ (平均値：少数表示)

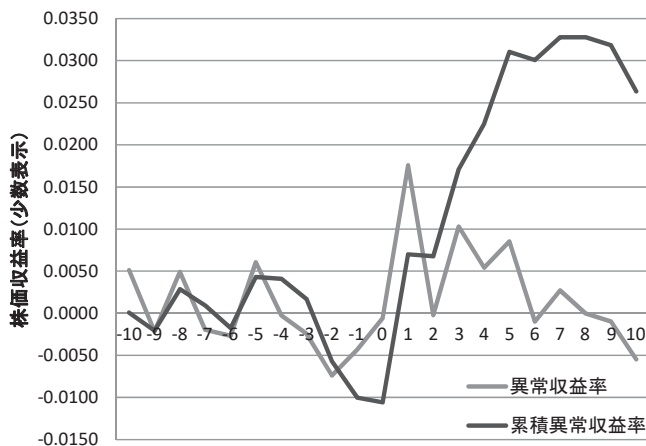
日	異常収益率	累積異常収益率	異常収益率の t 値		累積異常収益率の t 値
-10	0.0051	0.0001	2.0190	*	0.0254
-9	-0.0021	-0.0021	-0.5448		-0.4825
-8	0.0049	0.0029	1.3118		0.4391
-7	-0.0019	0.0009	-0.2358		0.1187
-6	-0.0027	-0.0017	-0.5629		-0.1844
-5	0.0061	0.0043	1.8904	*	0.3610
-4	-0.0002	0.0041	-0.0959		0.3063
-3	-0.0024	0.0017	-0.8298		0.1132
-2	-0.0074	-0.0057	-1.8855	**	-0.3569
-1	-0.0043	-0.0100	-1.4972		-0.5727
0	-0.0006	-0.0106	-0.3030		-0.6154
1	0.0176	0.0070	2.1147	**	0.2971
2	-0.0002	0.0068	-0.0523		0.2726
3	0.0103	0.0171	2.7561	**	0.7288
4	0.0054	0.0225	1.0162		1.0760
5	0.0085	0.0310	1.5978		1.4026
6	-0.0010	0.0301	-0.2129		1.1759
7	0.0027	0.0328	1.1701		1.3273
8	0.0000	0.0328	0.0012		1.2873
9	-0.0010	0.0318	-0.2141		1.1076
10	-0.0055	0.0263	-1.8628	*	0.8628

* t 値は平均値 = 0 を帰無仮説とした統計的検定量である。

***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。

出所：各行の株価はヤフー・ファイナンスより取得し、必要な修正を行った。

筆者作成



出所：各行の株価はヤフー・ファイナンスより取得し、必要な修正を行った。

筆者作成

図2 10行の株価収益率イベント・スタディ

セージとして株価に反映されている可能性がある。そして形としてはCB発行の株価の希釈化懸念による売り圧力がある程度抑えることができたといえるだろう。

5.2 ROEは上昇したのか

次に、リキャップCB発行によって、実際にROEが上昇しているのか見る。表9は各行がリキャップCB発行の公表を行った決算期を挟んで前後1～2年ずつのROEの推移を示している。

1行ずつ見ていこう。2013年度にリキャップCBを発行した静岡銀行は、2013年度の7.4%から翌年度5.7%、翌々年度も5.7%とROEは大きく低下している、岩手銀行は同4%から4.5%へ改善したものの翌年には4%と元の数値に戻っている。山口フィナンシャル・グループ①は同5.5%から6%へ上昇した、その翌年には5.6%と低下している。2014年度にリキャップCBを発行した山形銀行は2014年度の4.8%から

翌年度5.3%へ上昇したものの、その翌年4.6%に低下している。常陽銀行は同4.89%から5.12%へ上昇し、その翌年も5.19%へ上昇している。群馬銀行は同4.4%から5.3%、5.6%へ、大分銀行は同5.2%から5.6%、5.2%となっている。2015年度発行の滋賀銀行は同4.3%、4.5%、4.2%へ、名古屋銀行は同3.1%、3%、2.7%へ、山口フィナンシャル・グループは同5.6%、5.6%、5.3%となっている。

この結果から言えることは、ほとんどの銀行がリキャップCB発行の翌年度はROEが改善されているものの、その翌年度には再び低下し、元の水準かそれ以下の水準になっていることである。ほかの要因を検討する必要があるものの、リキャップによる財務戦略の大きな目的の一つである、ROE改善効果は多くが指摘する通り一時的なものとしかなりえないのではないかと考えられる。実際、地方銀行の収益構造、利益水準が厳しさを増している昨今の局面でリキャップにのみ頼ったROE改善策がこのよう

表9 各行のROEの変遷

	ROE (%)			
	2012年3月期	2013年3月期	2014年3月期	2015年3月期
静岡銀行	5.2	7.4	5.7	5.7
岩手銀行	3.4	4	4.5	4
山口フィナンシャルグループ①	3.9	5.5	6	5.6
	2013年3月期	2014年3月期	2015年3月期	2016年3月期
山形銀行	4.5	4.8	5.3	4.6
常陽銀行	4.76	4.89	5.12	5.19
群馬銀行	5	4.4	5.3	5.6
大分銀行	4.8	5.2	5.6	5.2
	2014年3月期	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
滋賀銀行	4	4.3	4.5	4.2
名古屋銀行	2.8	3.1	3	2.7
山口フィナンシャルグループ②	6	5.6	5.6	5.3

出所：データベース eol より、各行の決算短信のROEを取得した。
筆者作成

な結果になることは自明の理であり、やはり分子の利益をいかに上げていくかが重要な点となることは言うまでもないであろう。

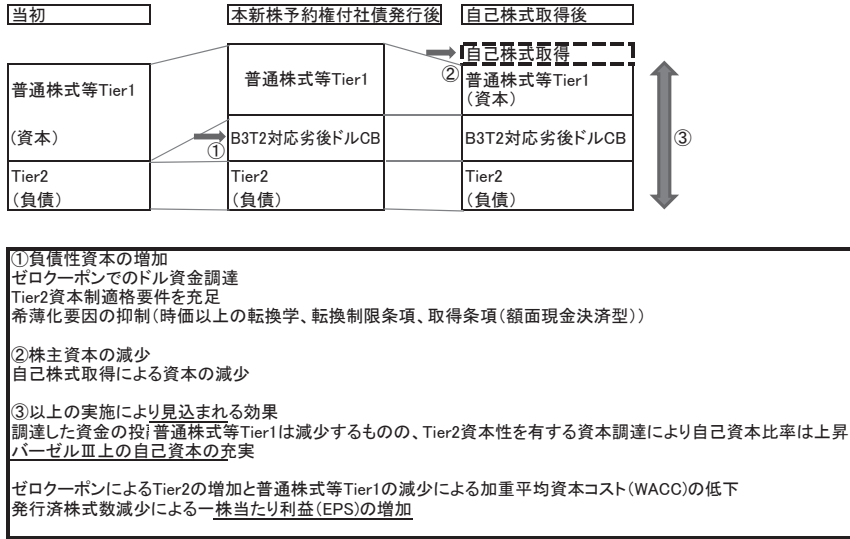
この中でも特に注目すべきは、山口フィナンシャル・グループであろう。2013年に1回目のリキャップ CB を発行しており、2015年度には2回目の発行をしている。1回目の自己株取得率32%であったが、実施翌年の6%から2015年には5.6%へ低下、同年度に再び自己株取得率48%の大規模なりキャップを行ったものの、翌年の2016年度は横ばいの5.6%、その翌年の2017年度には5.3%に下落している。同行の当期利益額を見ると2015年度が30,523百万円、2016年度が32,295百万円、2017年度が31,586百万円となっており、当期利益額で苦戦を強いられている状況がある。二度にわたる大規模なりキャップにもかかわらず、ROE が思うように改善されていない。この事例は、まさにリキャップ CB 発行による資本効率の改善が長続きしない象徴的な例である。

5.3 滋賀銀行の事例

重本（2015）では、地方銀行の中・長期的な狙いとして自己資本比率の質的改善があるのではないかと論じた。その後、滋賀銀行がリキャップ CB の発行を行ったのであるが、そのプレスリリースには、そのことが明示されていた。この点について補論的に考察をしておく。

平成27年3月5日付の同行のプレスリリースで、「2020年満期ユーロ米ドル建取得条項付転換社債型新株予約権付社債」の発行を公表し、併せて自己株買いも発表している。プレスリリースでは、これによって調達された資金を直接、自己株買いに使用することはないと記載されているが、事実上リキャップ CB 発行であることは言うまでもない。同行のこの財務戦略の狙いは、海外における取引先への米ドル建投融資資金の確保とバーゼルⅢ対応の Tier2規制資

本の同時調達による自己資本の充実であるとされている。特に、後者に関しては、図3で示すとおりである。CB 発行によって国際統一基準に適用される自己資本比率規制であるバーゼルⅢ Tier2 資本 (B3T2) を増やし、自己株買いで普通株式等 Tier1 が減少するものの自己資本比率は全体として上昇する。一言で言ってしまうと、転換社債のゼロクーポン発行で米ドル資金を低コストで調達し、なおかつバーゼル規制に対応する資本の充実策となるということである。ということであるなら、なぜ自己株買いを実施する必要があるのだろうか。この点がまさに、本論で論じてきた、企業が行うレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略の主要な目的、つまり ROE の上昇、資本コストの低減、株価対策である可能性が高いと筆者は考える。つまり、同行の自社株買いの狙いは、転換社債の権利行使による希釈化懸念からの株価下落対策と自己資本の圧縮による ROE の改善およびリキャップによる資本コストの引き下げである可能性が高い。資本コストに関連して述べると、図3の下から2行目には「ゼロクーポンによる Tier2 の増加と普通株式等 Tier1 の減少による加重平均資本コスト (WACC) の低減」が見込まれるとしている。この文章はある意味同行の目的を明示しているが、一方でいくつかの疑問が生じる。それは、ゼロクーポンによる Tier2 の増加が WACC を引き下げる効果がどのようなメカニズムによって生ずるのかということである。ゼロクーポンによる負債コストの低下を意味しているのか、ゼロクーポンによる Tier2 の増加は負債の増加を意味しており、負債比率の上昇によるものであるのか。そもそも、同行は WACC をどのように推計しているのか判然としない。さらに、本論や重本（2015）で繰り返し論じてきたように、負債コストの低下や負債比率の上昇が WACC を引き下げる効果は、負債比率の上昇、財務レバレッジの上昇



出所：滋賀銀行 平成27年3月5日付「2020年満期ユーロ米ドル建取得条項付転換社債型新株予約権付社債」プレスリリース2頁より転載

図3 滋賀銀行の自己資本比率の変化とリキャップCB発行の影響

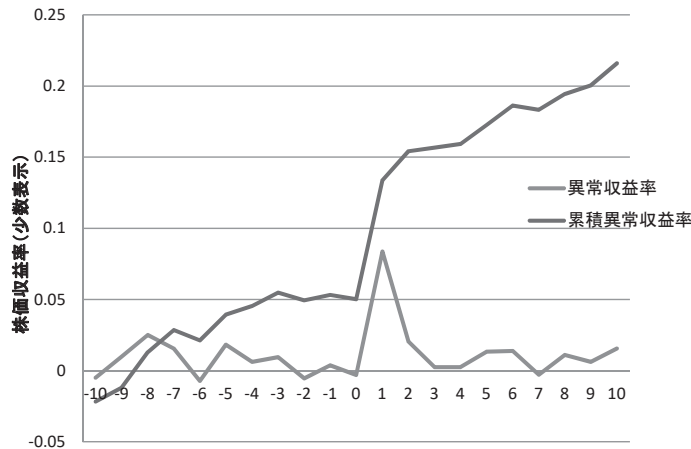
によるファイナンシャルリスクの上昇によるWACC引き上げ効果、節税効果による引き下げ効果等複雑なメカニズムが絡まり合っているものである。筆者が知る限りにおいて、现阶段で滋賀銀行からこれらの点は開示されていないようである。今後の課題としておこう。

本節の最後に、本ケースの個別のイベント・スタディを掲載しておく。表10および図4の通り、異常収益率益率、累積異常収益率とも公表日(0日)を境に大きく上昇し、その後2日ほどで低下しており、株式市場が反応しているのを示唆している。上述の多くの点によって短期的に市場がポジティブに反応したと考えられる。もちろん、一つのサンプルを一般化することには慎重であらねばならないが、少なくとも、本ケースでは市場がなにがしかのメッセージを受け取った可能性は小さくないと考えられる。本節の議論に絞って考えるなら、リキャップCB発行による経営者のシグナルや自己株買いによる効果以外に自己資本比率の質的改善が市場に好感されたと考えることもできるが、その可能性は低いと思われる。

表10 滋賀銀行の株価収益率イベント・スタディ

	異常収益率	累積異常収益率
-10	-0.004975471	-0.021823034
-9	0.009812765	-0.012010269
-8	0.02503482	0.013024551
-7	0.015494202	0.028518753
-6	-0.007299589	0.021219164
-5	0.018137108	0.039356272
-4	0.006048496	0.045404768
-3	0.009443794	0.054848561
-2	-0.005426234	0.049422327
-1	0.003773426	0.053195753
0	-0.003080617	0.050115136
1	0.083706747	0.133821883
2	0.020396989	0.154218872
3	0.002528943	0.156747815
4	0.00246135	0.159209165
5	0.013309564	0.172518729
6	0.013792512	0.18631124
7	-0.002993524	0.183317716
8	0.011083406	0.194401122
9	0.006061876	0.200462998
10	0.015520317	0.215983314

出所：各行の株価はヤフー・ファイナンスより取得し、必要な修正を行った。
筆者作成



出所：各行の株価はヤフー・ファイナンスより取得し、必要な修正を行った。
筆者作成

図4 滋賀銀行の株価収益率イベント・スタディ

6. おわりに

最後に、本論で得られた結果と今後の課題をまとめておく。本論は、日本企業が行ってきたレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略が株式価値を高めるのかについて、理論的検討をし、それを踏まえて地方銀行によるリキャップCB発行に関する事例分析を行い、いくつかの点を確認してきた。

まず、理論的な検討によって、以下の点を確認した。

第一に、榊原（2012）（法人税を考慮する場合）のモデルにおいて、自己株買いそれ自体が株式価値を高める効果を持っているのであるから、株価の上昇を殊更、シグナリング仮説が説くように経営者が市場に託すメッセージと結びつけるのは理論的に正鵠を得ていないという主張がなされた。

第二に、しかしながら、榊原（2013）（法人税を考慮しない場合）では、社債による資金調達で自己株買いを行う財務戦略においては、ファイナンスリスクの発生に伴って、資本コストが高まることによって、そもそも株式価

値を押し上げる効果はない、と論じている。

以上の点を踏まえて、地方銀行のリキャップCB発行の事例分析から得られた点を再度まとめておこう。

第一に、地方銀行のリキャップCB発行は一時的に株価収益率を上昇させ、その後は平常に戻っていることが分かった。これを解釈するならば、市場は経営者の「シグナル」を評価して株価に一時的に織り込んでいたと考えられる。あるいは、榊原のモデルでみたように自社株買い自体に株式価値を上昇させる効果があるので、それを市場が反映させたとの解釈も成り立つ。発行決議日後10日間で異常収益率は目立った動きを見せていないことから、榊原（2013）の法人税を考慮しないケースの資本コスト上昇によって株式価値に影響を与えないということも可能である。また、リキャップCB発行による株価の希釈化懸念からの売り圧力がある程度抑えることができたと考えられることもできよう。

第二に、リキャップCB発行によるROE（資本効率）の改善の効果は、長続きしないという

事である。特に、地方銀行の場合は収益、利益構造が厳しさを増す中、分子の利益を引き上げることは容易ではなく、リキャップによるROEの改善効果はほとんど1年で消失する傾向があると考えられる。

第三に、滋賀銀行の事例分析では、リキャップCB発行によって、米ドル建て投融资資金を低コストで調達する他に、自己資本比率の質的改善やWACCの引き下げやROEの上昇などが狙いとされた。個別に分析したところ、自己資本比率は確かに改善されたようだが、WACCの引き下げに効果があったかどうかは不明のままだった。この点は今後の課題である。また、個別株価収益率は、CB発行公表直後に一時的に上昇していたと考えられ、市場がいくつかのシグナルを反映したか、あるいは自己株買い効果を反映させた可能性が考えられる。

最後に今後の課題をまとめておく。本論はレバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略が株式価値を高めるのかについての考察を目的としている。ただし、サンプルの把握の困難性から、地方銀行によるリキャップCBの分析に焦点を絞った。本論で発見した事項を実証的に裏付けるためにも、リキャップCBを発行した事業法人や他の資金調達法によるケースも分析対象とし、サンプル数を増やして統計的な研究を行っていききたい。

注

- 1) 本論では、経営者が戦略的意図をもって財務政策を行うという観点から、以下では「財務戦略」という言葉を使用する。
- 2) 重本 (2015) 71頁を参照。
- 3) 田中・保田 (2019) 376頁を参照。
- 4) 日本経済新聞2019年3月28日を参照。
- 5) 重本 (2015) 74頁を参照。
- 6) リキャップによるROEの改善を行うことが果たして企業価値向上や投資家にとって意義のあることなのかどうかについては様々な議論がある。例えば、重本 (2015) を参照されたい。
- 7) さらに詳細な区分とその実例は、重本 (2015) 77~78頁を参照のこと。
- 8) 重本 (2015) 77頁を参照。
- 9) 本節は、花枝・榊原 (2009) 第2章に依拠している。
- 10) 以下、仮定1から仮定8までは、榊原 (2012) 100頁から引用。
- 11) 榊原 (2012) 110~111頁より引用。
- 12) 榊原 (2012) 123~124頁より引用。
- 13) ここまでの、法人税がある場合のモデルは榊原 (2012) に依拠している。
- 14) ここでのすべての仮定は、榊原 (2013) 21~22頁から引用した。
- 15) 榊原 (2013) 29頁より引用。
- 16) ここまでの、法人税の無い場合のモデルは榊原 (2013) に依拠している。
- 17) この点については、重本 (2015) 86~87頁を参照のこと。
- 18) 本来であれば、イベント・スタディで報告された異常株価収益率を従属変数とし、なんらかの説明変数を選択して実証分析を行うべきところであるが、この問題点に鑑み本論ではそれを行わない。サンプルが相当数集まる段階までの課題としておきたい。
- 19) さらにイベント・スタディを個別に用いる場合は様々な留意点がある。詳しくは、森田 (2014) 第24章を参照のこと。

参考文献

- アブレウ・山田聖子・土村宣明 (2009) 「転換社債のアナウンスメント効果—MSCBと投資家の反応—」『証券アナリストジャーナル』2009年1月号
- 大木良子 (2012) 『転換社債の経済分析』公益財団法人三菱経済研究所
- 顔 菊馨 (2019) 「近年の日本における転換社債発行のアナウンスメント効果の検証」『経営財務研究』第39巻 第1.2号合併
- 榊原茂樹 (2012) 「自社株買いのアナウンスによる株式価値の増加：理論的増加とその原因分析」『商学論及』60巻 1/2号
- 榊原茂樹 (2013) 「企業のペイアウト政策と株式価値」『彦根論叢』spring/No. 395
- 榊原茂樹・花枝英樹編 (2009) 『現代の財務経営 (3) 資本調達・ペイアウト政策』中央経済社
- 重本洋一 (2015) 「日本企業によるリキャップCB発行の現状とその狙い」『広島経済大学経済研究論集』第37巻第4号
- 重本洋一 (2013) 『経営者の会計操作の動機と株式市場の反応』日本評論社
- 滋賀銀行プレスリリース「2020年満期ユーロ米ドル建取得条項付転換社債型新株予約権付社債（実質破綻免除特約及び劣後特約付）の発行に関するお知らせ」平成27年3月5日
- 志馬祥紀 (2015) 「リキャップCBと市場の評価」『証券経済研究』第92巻
- 田中真一・保田隆明 (2019) 『コーポレートファイナンス 戦略と実践』ダイヤモンド社

- 宮川 壽夫 (2014) 「ROE は日本の企業価値を拡大するか」『月刊 資本市場』 No. 352
- 森田 果 (2014) 『実証分析入門』 日本評論社
- 柳 良平 (2015) 『ROE 革命の財務戦略』 中央経済社
- 山口 聖 (2009) 「自社株買いと資本市場—株価反応に基づくシグナリング仮説の検証—」『証券アナリストジャーナル』 2009年 8月号
- Chan, K., D. Ikenberry and I. Lee (2004) "Economic Sources of Gain in Stock Repurchases" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3)
- F. Modigliani and M. Miller (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3 (June 1958)
- F. Modigliani and M. Miller (1963) "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction" *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3
- Stein, J. C. (1992) "Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing" *Journal of Financial Economics*, Vol. 32