

# 日本企業によるリキャップCB発行の現状とその狙い

重 本 洋 一\*

## 目 次

1. はじめに
  2. リキャップCB発行の概要と動向
    - 2.1 CB発行件数と発行総額
    - 2.2 CB発行事例と発行方法など
  3. リキャップCB発行の目的
    - 3.1 一般的な目的
    - 3.2 リキャップCBを発行することへの経営者の動機
    - 3.3 ROEを引き上げることへの懸念
    - 3.4 リキャピタライゼーションへの懸念
    - 3.5 調達資金の用途による4分類
  4. リキャップCBによるROEの上昇と株価
  5. 事例分析 ～地方銀行のリキャップCB発行による財務戦略～
    - 5.1 地方銀行によるリキャップCB発行の現状と概要
    - 5.2 地方銀行によるリキャップCB発行の背景と目的
  6. おわりに
- 参 考 文 献

## 1. はじめに

本論は、近年注目を集めている企業の資金調達手法である「リキャップCB」についての考察を行う。特に、日本企業によるリキャップCB発行の現状と動向およびその狙いを明らかにすることを目的とする。

リキャップCBとは、転換社債型新株予約権付社債（Convertible Bond: CB）の発行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、いわゆる

リキャピタライゼーション（負債と資本の再構成）を目的として行われる資金調達手法の総称である。元々、リキャピタライゼーション（Recapitalization）とは、資本コスト引き下げのために行われる、資本構成の変更のことを指す言葉である。資本コストを引き下げる手段として、負債性の資金を調達し、その資金で自己株を取得し、バランスシートの貸方の構成を変えるのであるが、その負債調達的手段としてCBを用いるものを「リキャップCB」と呼ぶ。

CB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。さらに、CBは普通社債に比べて利払い負担が低く<sup>1)</sup>、低コストでリキャップを行いつつ、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という特徴を持っている。

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。もっとも、CBは株価が転換価格を超えた場合、株式に転換されてしまうので、すべて転換されてしまえば理論上バランスシートは元に戻ってしまう。ただし、転換価額は後述のように、通常現時点の株価よりも高く設定されるので、発行済株式数はCB発行前よりも減少するはずである。つまり、リキャップCB発行は現時点で負債と資本を入れ替え、将来、転換に

\* 広島経済大学経済学部准教授

よって資本の増加を行うという、一見奇妙な資本政策であるとも言える。また、リキャップ CB 発行を企業の財務戦略の一環と捉るなら、①転換社債 (CB) 発行による資金調達 (事業投資資金)、②自己株買いの結果としての自己株保有政策、③CB と自己株買いによる資本構成の変更 (財務レバレッジの増加)、④CB 転換による資本の増加という 4 つの財務政策を個々の企業目的に応じて機動的に組み合わせた複雑な戦略であるとも言える。さらに、リキャップ CB 発行を発行体企業の投資戦略と捉えるとどうであろうか。まず、CB の発行は債券のショートポジションであり、CB の新株予約権は株式のコールオプションのショートポジションであり、自己株買いは現物株式のロングポジションである。これは、借り入れによるカバード・コール戦略を企業が行っているイメージとなる。このようにリキャップ CB 発行は多様な側面から観察できる。

本論では、主としてコーポレート・ファイナンスの視点から、日本企業においてリキャップ CB 発行の状況はどのようになっているのか、そして、リキャップ CB を発行する企業および経営者は何をその目的としているのかについて検討していく。

本論の構成は次のとおりである。まず、2 章で、近年の日本企業のリキャップ CB 発行の動向を整理・検討する。その後、3 章では、リキャップ CB 発行の目的を主に理論的観点から検証する。4 章では、リキャップ CB 発行による ROE の変化と株価との関係を理論的観点から考察する。5 章では、それらを踏まえて、事例分析として地方銀行のリキャップ CB 発行を取り上げ、その現状と独自の目的を検証する。

## 2. リキャップ CB 発行の概要と動向

本節では、約10年に及ぶ日本企業によるリキャップ CB 発行の状況を整理・検討しておく。

### 2.1 CB 発行件数と発行総額

日本企業によるリキャップ CB の発行はここ10年間に及ぶものである。2004年～2014年 (上期) のデータを整理すると、事業法人与地方銀行合わせて延べ37社 (行) が発行している。基本的には事業法人が行っているが、近年では地方銀行の実施も目立ってきている (表 1, 表 2, 図 2 参照)。

表 1 年度別リキャップ CB 発行件数と総額

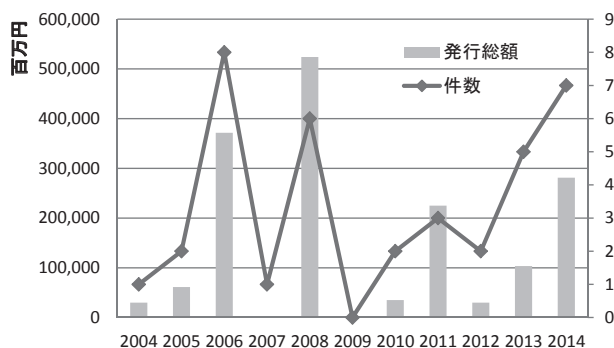
年度	件数	CB 発行総額 (百万円)
2004	1	30,000
2005	2	61,200
2006	8	371,500
2007	1	2,000
2008	6	524,000
2009	0	0
2010	2	35,000
2011	3	225,000
2012	2	30,000
2013	5	103,440
2014	7	281,255
合計	37	1,663,395

アイ・エヌ情報センターのデータに基づき筆者作成年度の特定は当該会社の CB 発行決議年月日による。2014年は上半期までのデータ。件数は延べでカウントしている。

表 2 リキャップ CB 発行金額の概要 (百万円)

事業法人		地方銀行	
合計	1,531,700	合計	131,695
平均	47,866	平均	26,339
中央値	20,000	中央値	30,747
標準偏差	65,865	標準偏差	14,816
最大値	300,000	最大値	49,570
最小値	1,200	最小値	10,123
サンプル数	32	サンプル数	5

アイ・エヌ情報センターのデータに基づき筆者作成年度の特定は当該会社の CB 発行決議年月日による。2014年は上半期までのデータ。サンプル数は起債件数でカウントしている。



アイ・エス情報センターのデータに基づき筆者作成

図1 年度別リキャップ CB 発行の概要

表1と図1は日本企業によるリキャップ CB 発行の動向である。発行件数、発行総額とも2006年、2008年、2014年が突出している。2014年は上半期までのデータであるが、本論執筆時点（2014年12月）では、件数、金額とも増加する見込みである。これまで、リキャップ CB を含みリキャピタライゼーション<sup>2)</sup>が最も盛んに行われたのは2008年である。当時は海外投資家

を中心に日本企業の資本効率の悪さ、ROEの低さに批判が集中していた。2008年のリキャップ CB 発行の大きさは、こういった状況を当時の経営者が敏感に感じ取ったという背景があるのかもしれない。ただし、直ぐにリーマンショックが起こり、投資家、経営者とも資本効率やROEの重視を一旦脇に置き、手元流動性や自己資本比率（負債比率）など、企業の生き残り

表3 主要なリキャップ CB 発行事例（事業法人）

社名	発行決議日	CB 募集総額	発行市場	発行方法
すかいらーく	2004年6月2日	300億円	海外	公募
双日	2006年4月28日	1,500億円	国内	第三者割当
ヤマダ電機	2008年2月26日	1,500億円	海外	公募
JFEホールディングス	2008年2月28日	3,000億円	国内	第三者割当
アサヒビール	2008年5月13日	700億円	海外	公募
日本ハム	2010年2月12日	300億円	国内	公募
ヤマトHD	2011年2月17日	200億円	海外	公募
KDDI	2011年11月28日	2,000億円	海外	公募
イオンクレジットサービス	2012年3月6日	150億円	海外	公募
日本セラミック	2013年4月8日	80億円	海外	公募
ベストプライダル	2013年9月3日	50億円	海外	公募
日本ハム	2014年3月7日	300億円	海外	第三者割当
東レ	2014年5月22日	1,000億円	海外	公募
ヤマダ電機	2014年5月27日	1,000億円	海外	公募
カシオ計算機	2014年7月7日	100億円	海外	第三者割当

出所) アイ・エス情報センター、日本経済新聞（日経テレコン）  
年毎に金額の大きい事例と後に取り上げる事例をピックアップしている。

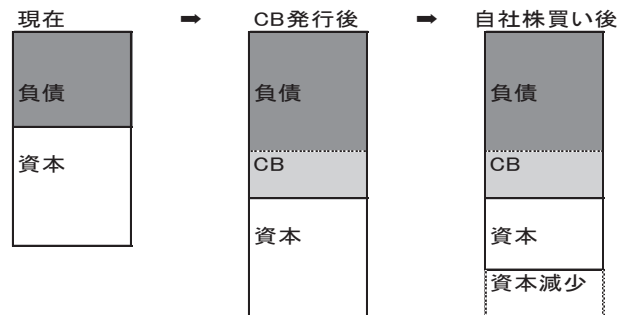
表4 発行方法等

市場		募集方法		満期	
国内	14	第三者割当	14	満期済	18
海外	23	公募	23	満期末	19

や財務安全性を重視するようになった。これが2009年以降のリキャピタライゼーションおよびそれを反映したリキャップCBの発行が減少した大きな要因であると考えられる。それが、ここ2、3年で、景気回復とともに企業業績が改善し、企業の自己資本比率も高い水準で維持できるようになったこと、長く続く低金利や株価の全般的な上昇というマクロ要因などにより、再びリキャップを行う下地が整えられてきた。これが、2013年、2014年とリキャップCB発行額が伸びている背景となっていると考えられる。ただし、本論で指摘するように、リキャップCBが財務戦略として、より良いツールなのかどうかは、少なくとも日本では経験や研究の積み重ねが少ないだけに慎重に検証をしていかなければならない。

## 2.2 CB発行事例と発行方法など

ほとんどの発行企業は大手市場企業である。



- ① 負債の増加(負債性の低利資金調達:ゼロクーポンのCB発行)
- ② 資本の減少(自己株式取得による資本の減少)
- ③ 以上の実施により見込まれる効果
  - 負債(CB)増加、資本減少による資本コストの低減
  - 資本減少による自己資本当期純利益率(ROE)の上昇
  - 一株当たり当期純利益(EPS)の増加

日本ハム株式会社 プレス発表資料より抜粋(2014年)

図2 日本ハムのCB発行と自社株買いのイメージ

発行金額、発行市場、発行方法は企業規模や調達資金の用途によって異なる(表3、表4および3章を参照)。また、満期を迎えていないCBが半数あること、株式に転換された数や金額が不明であることには留意すべきである。つまり、2014年の時点において、未だオペレーションが全て終了していないケースが多数あり、リキャップCB発行の全体に関して早計な断定は慎むべきであろう。

## 3. リキャップCB発行の目的

### 3.1 一般的な目的

リキャップCB発行企業のプレス発表や報道などをまとめると以下のような共通の目的が挙げられる。

- ① 自己資本を減少させることによりEPS(1株当たり利益)やROE(自己資本利益率)を高め、株主価値の増大や株価の上昇を図る。一例を上げてみよう。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にものとし、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。

上記の日本ハムのイメージ図に関しては、リキャップCBを発行する他のほぼ全ての企業でも同様の図を示して説明の用に供している。この日本ハムのケースでは、30,000,000,000円をCBで調達し、21,000,000株の自己株取得枠を設定している。実際に2014年の3月に2度に分けて、18,079,000株、29,998,705,000円の自己株買いを行っている。発行済株式数が約2.28億株であるから約10%の株数が減少することになる。さらに、ゼロクーポンのCBによる負債調達なので、支払い金利は基本的に無く、金利支払いによる純利益の減少は無い。したがって、ROEの上昇効果はさらに高まることになる。

②株主資本コストを減らし(株主資本コスト>負債コスト)会社全体の資本コスト(加重平均資本コスト:WACC)を低め、企業価値を高める。(3.2⑤を参照のこと)

③リスク許容度の低い株主からリスク許容度の高い株主へ能動的に株主を入れ替える。

転換社債の転換価額は、当然、現時点の株価よりも高く設定されている。例えば、2008年2月に発行されたヤマダ電機のアップ率((転換価額-発行時点株価)/発行時点株価)は50%と高水準であり、後述の地方銀行のアップ率もほぼ20%程度となっている。転換社債を購入する投資家は、その会社の将来の株価上昇を見込んで投資を行う。一方で、自己株買いに応じる既存株主は、その会社の株価が今後それほど上がらない、あるいは下がる可能性があると考えて現段階で売りに応じているはずである。つまり、転換社債を買う投資家は、中・長期的視点でリスクを許容できる株主であると言えるし、自己株買いに応じる株主は短期的視点でリスク

許容度の低い株主であるとも言える。リキャップCBを発行する企業は、短期的視点でリスク許容度の低い株主から中・長期的視点でリスク許容度の高い株主に能動的に株主を入れ替える目的を持っているのではないかということである。このような株主の能動的選別を企業が行う理由として、今後の業界再編や海外展開などのリスクを伴う投資・ビジネス展開へ乗り出していくための下準備ではないかとの説がある<sup>3)</sup>。

以上の一般的発行目的を踏まえ、以下では経営者がなぜリキャップCBを発行するのかについて、より理論的な視点に立って考察していく。

### 3.2 リキャップCBを発行することへの経営者の動機

ここでは「リキャップCB発行の経営者の動機」について、可能性としてどのようなものが考えられるのか、コーポレート・ファイナンスの視点に立って整理しておこう。

#### ①シグナリング仮説

セミ・ストロング型の効率的市場において、情報優位にある経営者が市場に対して好しい将来の見通しという内部情報を明らかにするために、現時点の株価より高い転換価額のついたCBを発行するとともに、自社株買いを公表する。このことは、自社の株価が割安であるということを表明することにもなる。ファイナンス理論におけるシグナリング・モデルでは、「逆選択問題」に直面する質の高い企業の経営者が質の低い企業とは異なることを、自社株買い(およびCB発行)を介して、市場参加者に伝達するということであり、実証的にも多くの肯定的証拠が蓄積されている<sup>4)</sup>。

#### ②最適資本構成仮説

企業は負債を増やし、その節税効果で企業価値を増加させることができる。しかし、財務レバレッジの上昇は、利払いのためにフリーキャッシュフローの減少をもたらすと同時に倒



産確率も上昇させるので、ある水準を超えると企業価値の減少を招く。資本構成の最適点があるとするならば、経営者はリキャップ CB 発行により、その最適点に資本と負債を調整しようとする。負債比率の低い（自己資本比率の高い）企業、あるいは経営者がそう考えている企業であれば、資本構成を再編するためには魅力的な資本政策である。当然、転換社債が全て株式に転換されれば、資本構成は元に戻るのであるが、転換価額は現在の株価よりも高く設定されているため、リキャップ CB 発行以前の発行済株式数と比べれば、発行済株式数は減少し、1株当たり利益は上昇することになるというのも見逃せない理由である。

### ③企業の資金調達コストの最小化

リキャップ CB はゼロクーポンで発行され、企業は金利負担がほとんどない。また一般に発行費用も低く抑えられる傾向がある。近年の世界的なカネ余り、日本の CB 全体の発行が減少傾向にあり、さらに、CB 専門投資家の日本の CB へのニーズの高さなどで、企業が有利な条件で発行できる。このような背景が、経営者にリキャップ CB 発行の「好機」として映り、発行を決断させた可能性がある。上述の日本ハムのケースのように、実質ゼロ金利で負債を調達でき、純利益の減少も伴わず、資本構成を変化させることによって、資本効率を高めることができるというのは、経営者にとって有力な選択肢となるであろう。

### ④ROE を経営・投資指標として重視する風潮

従来日本の企業金融は直接金融ではなく間接金融が中心であった。銀行にとっては融資先の企業には資本効率性ではなく、売上高や営業利益などの利払い能力を求めてきたといわれる。しかし、近年のエクイティファイナンスの高まりとともに、株主に目を向けた経営が経営者にも問われるようになってきた。そのような流れの中で、ROE が重要な経営指標とされるよう

になってきた。

例えば、JPX 日経400の採用銘柄の ROE 指標の重視や機関投資家（特に海外機関投資家）の経営者への解任の材料に ROE を使用するなど、EOE 重視の高まりとともに、経営者の名声を ROE の上昇→株価の上昇という構図の中で高める必要性が生じている。つまり、ROE を引き上げるように株主から経営者に圧力、あるいは「規律付け効果」が働いており、その株主からの要求に応える財務戦略の有力な一形態としてリキャップ CB が選択されることになったと考えられる。

### ⑤資本コストの引き下げ

リキャップ CB 発行により資本コスト（加重平均資本コスト：WACC など）を引き下げることで、企業価値を増大させることができる。経営者が加重平均資本コストを自社の資本コストとして考えるならば、株主資本コストよりも負債コストの方が低いため、負債の割合を増やし、資本の割合を減らし、資本コストを明示的に引き下げようとするであろう<sup>5)</sup>。さらに、負債の節税効果によって、将来キャッシュフローを増加させ、企業価値を増大させることができる。そのような経営者の考えが、リキャップ CB 発行の動機になっている可能性がある。

## 3.3 ROE を引き上げることへの懸念

リキャップ CB を発行する企業が ROE を高めることをその目的に掲げていることはくり返し述べてきた。しかし、分母の資本を操作して ROE を短期的に高める事に問題はないのであろうか。リキャップ CB による ROE 引き上げ効果は一時的なものである。バランスシートの負債と資本を調整し、短期的に ROE を引き上げるものの、中長期的に株主資本の収益性を高めるわけではない。株価を一時的には高めることも可能かもしれないが、これが株主価値の増大につながるのかには、大きな疑問が残る。企

業は資本コストを上回る ROE をあげることによって、企業価値が増大するのであり、そのための本筋は分子の利益を適切に高めることである。ROE の上昇のためだけに、ROE の分母の操作だけに終わるのであれば、単なる目先の株価対策になる可能性もある<sup>6)</sup>。また、ROE という指標自体このように経営者によって操作可能な指標であることから、経営状態によっては、一時的な株価の上昇を見込めない事例も見受けられている。

### 3.4 リキャピタライゼーションへの懸念

リキャップ CB の発行は財務レバレッジを高めて ROE を高めるということである。したがって ROE は高まっても、自己資本比率は低下する。当然負債比率が高まれば、企業の信用リスクは高まる。果たして経営者はリキャップ CB 発行時点で最適な資本構成をどれほど意識しているのだろうか。疑問の残るところである。

### 3.5 調達資金の用途による 4 分類

リキャップ CB による資金調達では、①資金を全て自己株取得に充て、リキャピタライゼーションのみを行うケース、②資金の一部のみ自己株取得に使い、残りを事業投資に回すケース、③資金の一部のみ自己株取得に使い、残りを負債の返済に回すケース、④既存株主の自己株売却要求に応じるためにのみ、CB を発行するケースがある。上記でも述べたように、リキャップ CB を発行する企業は、どのような調達資金のうちどれほどの割合を事業投資に回し、その資金をどのように使っているのだろうか。代表的な事例を挙げて整理しておきたい。

#### ①資本構成再編重視型

CB 発行額とほぼ同額の自社株買いを行い、リキャピタライゼーション（負債と資本の再構成）およびそれによる ROE、1 株当たり利益の改善に重きを置く形態。

例) 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」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。

#### ②事業資金調達重視型

CB 発行額の一部だけを自社株買いに使い、残りの大半の資金を事業資金に充てる形態。

例) 2013年9月3日決議のベストブライダルの事例では、50億円の CB 発行と10億円の自社株買いを発表し、残りの40億円は、名古屋駅南に広がる大規模開発エリア「さきしまライブ24」への新規出店費用に使用すると発表している。

例) 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。

#### ③債務返済重視型

CB 発行額の一部を自己株買いに使い、残りを債務の返済に充てる形態。

例) 2008年5月13日決議のアサヒビールの事

例では、CB発行総額700億円のうち自己株取得枠を150億円とし、残りの550億円は、2007年に実施したアサヒ飲料株式会社の公開買付けのために借入れた短期借入金返済に充てる旨をプレス発表している。このケースは買収資金のための借入金返済であることから、事業投資資金の調達を重視しているスキームであると考えられるので、事実上は②に分類してもよいであろう。

例) 2014年9月17日決議の大手ヘアかつらメーカーアデランスの事例では、円建てCBを100億円発行し、そのうち30億円を自己株買いに充当すると発表した。残りの資金のうち、52億円を米かつら大手ヘアクラブの買収のために要した長期借入金の返済に充てることも同時に発表した。このケースも、買収資金債務の返済ということであるから、実質的な事業投資であると言って良いであろう。また、長期借入金の返済ということであるから、より低利率への債務の借り換えという側面も持っている。注目すべきは、自己株取得の上限210万株のうち、同社の筆頭株主である米投資ファンドのスティール・パートナーズが152万株の自己株買いに応じており、④の自社株売却対応型の側面も併せ持っていることである。

#### ④ 自社株売却対応型

既存株主が大量に株式を売却する予定があり、その自社株を買い入れる目的で資金調達をする形態。

例) 2011年11月28日決議のKDDIの事例では、当時第3位の株主であった東京電力から株式(357,541株)売却の意向を受け、2,000億円のリキャップCBの発行を決定した。実際の取得株数は424,126株、2,210億円であった。つまり、CBによる投資資金の調達の余地はなく、全東京電力からの要請に応えるためのスキームであったと言える<sup>7)</sup>。

以上、日本企業によるリキャップCB発行の

概要とその目的を包括的に整理・検討してきた。

②や③の企業による事業投資が今後当該会社の株価にどのように影響を与えていくか、あるいは株価に影響を与えてきたのかを検証していかなければならない。

#### 4. リキャップCBによるROEの上昇と株価

本章ではリキャップCB発行による資本構成の変化とROEの関係および株価との関係を理論的に整理する。

以下の式①は、伝統的な財務分析に用いられるROEの3分解式で、ROEに対する資本構成(財務レバレッジ)の影響を明示的に示したものである。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \\ &= \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}} \quad \text{①} \end{aligned}$$

この分解式によれば、利益水準および売上高利益率や総資本回転率が一定ならば、リキャップによって自己資本を圧縮し負債比率(財務レバレッジ)を引き上げればROEは上昇する。会計上、これは当然の帰結である。ただし、この会計的な見かけ上の効果が株価にどのような影響を与えるのかは、別の話であり、実証分析に頼るほかない。一方で、ファイナンス理論によれば、次のように考えることができる。財務レバレッジ効果によって、ROEの変動性が高まり、その変動リスクを、リキャップによって減少した株主が追加的に負担することになるため、株主の要求収益率が上昇する。この関係を、式②で確認してみる。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \left[ \text{ROA} + (\text{ROA} - r) \times \frac{D}{E} \right] \times (1-t) \\ \sigma_{\text{ROE}} &= \sigma_{\text{ROA}} \times \left( 1 + \frac{D}{E} \right) (1-t) \quad \text{②} \\ \frac{D}{E} \uparrow &\Rightarrow \sigma_{\text{ROE}} \uparrow \end{aligned}$$



(ROA =  $\frac{\text{事業利益}}{\text{総資本}}$ ,  $r$  = 負債利子率,  $D$  = 負債,  $E$  = 自己資本,  $t$  = 法人税率,  $\sigma$  = 標準偏差)

この標準的な②式、財務レバレッジとROE（またはROA）の関係式は説明を要しないであろう<sup>8)</sup>。リキャップCB発行によって、財務レバレッジが高まれば、ROEの変動性が上昇する。繰り返しになるが、このリスクは当然株主が追わなければならない<sup>9)</sup>。したがって、市場は、短期的な株価の上昇は別として、そのリスクを織り込むはずであり、その織り込み分だけ株価は下落し、元の株価水準へ戻ることになるはずである。法人税を考慮しなければ、理論上ではこの論理は成り立つが、これらが現実のものとなるかどうかについては、実証分析での結果を待たなければならないであろう。

結局のところ、リキャップCBが、長期的趨勢として株価を押し上げるかどうかは、調達資金のうち投資に充てた分（自己株取得分を差し引いた資金）の事業性、収益性によることになるであろう。調達資金の用途の重要性については、本論3.5および5.2で議論をしている。

## 5. 事例分析 ～地方銀行のリキャップCB発行による財務戦略～

以上4章までの議論を踏まえ、以下では地方銀行によるリキャップCB発行を事例分析として取り上げ、現状を整理するとともに、その財務戦略を検証していくことによって、これまでの論点のいくつかを解明していく。

現段階でリキャップCBの発行を実施している地方銀行は以下の6行である。銀行業界全体でもこの6銀行のみである。なぜこの6銀行はリキャップCBを発行したのであろうか。その現状を整理し、そこにどのような背景と狙いがあるのかを検証していきたい。

### 5.1 地方銀行によるリキャップCB発行の現状と概要

リキャップCBを発行した地方銀行は、表6に示した6行のみである。全てがユーロ米ドル建てで発行されており、公募での募集方法を採用している。いずれも、2013年と2014年に発行決議がなされている。発行総額は円換算で約100億円～500億円とかなり大きな規模である。

注目すべき点として、すべての銀行がドル建てでCBを発行していることである。地方銀行がなぜこれほどのドル資金を調達するのであろうか。この点については後述する。さらに、注目すべきは、各行のアップ率（(転換価格－決定日の株価)／決定日の株価）である。群馬銀行の8.17%から静岡銀行の25.98%まで様々な設定がなされている。アップ率の設定自体は、転換による既存株主に対する希薄化を防止することを目的にしているというプレス発表であるが、高いアップ率と低いアップ率では自ずとその背後に隠された目的が違うのではないだろうか。高いアップ率は、経営者が将来の株価上昇に自信を持っているシグナルと受け取ることもできるし、逆に転換をしにくくするという狙いを持っているとも解釈できる。低いアップ率の場合は、その逆の可能性を考えることができる（表6、表7）。

表5 地方銀行によるリキャップCB発行金額の概要（群馬銀行を含む）（百万円）

合計	153,695
平均	25,615.83
中央値	26,373.50
標準偏差	13,620.98
最大値	49,570
最小値	10,123
サンプル数	6

アイ・エヌ情報センター、日本経済新聞、各行のプレス発表に基づき筆者作成  
2014年9月の群馬銀行のデータを追加している。

表6 地方銀行によるリキャップ CB 発行の状況（群馬銀行を含む）

名 称	発行総額（円換算：百万円）	発行総額（億ドル）	通貨	市場	募集方法
常陽銀行	30,879	3	\$	海外	公募
山形銀行	10,376	1	\$	海外	公募
岩手銀行	10,123	1	\$	海外	公募
静岡銀行	49,570	5	\$	海外	公募
山口フィナンシャルグループ	30,747	3	\$	海外	公募
群馬銀行	22,000	2	\$	海外	公募

発行 決議日	発行日	満期日	発行 価額	募集 価格	(当初転換 価格) 適用日	転換価格 (当初)	アップ 率	代表主幹事または割当先1社目
2014/04/08	2014/04/24	2019/04/24	100.00	102.50	2014/04/08	622.730	24.79	*Nomura International plc ※他1件
2014/04/02	2014/04/22	2019/04/22	100.00	102.50	2014/04/02	528.000	17.89	*Goldman Sachs International
2013/07/09	2013/07/25	2018/07/25	100.00	102.50	2013/07/09	5,064.000	25.98	*Goldman Sachs International
2013/04/09	2013/04/25	2018/04/25	100.00	102.50	2013/04/09	1,334.000	17.99	*Nomura International plc ※他1件
2013/12/04	2013/12/20	2018/12/20	100.00	102.50	2013/12/05	1,082.000	16.00	*Daiwa Capital Markets Europe Limited ※他1件
2014/09/25	2014/10/14	2019/10/11	100.00	102.50	2014/10/29	658.000	8.17	Nomura International plc

アイ・エヌ情報センター、日本経済新聞、各行のプレス発表に基づき筆者作成  
2014年9月の群馬銀行のデータを追加している。

表7 権利行使期間、転換価額等

	新株予約権行使可能期間	転換価額	決定日の株価
常陽銀行	2014年5月9日～2019年4月10日	6.05米ドル	499円（4.85米ドル）
山形銀行	2013年5月6日～2019年4月8日	5.09米ドル	448円（4.32米ドル）
岩手銀行	2013年8月8日～2018年7月11日	50.03米ドル	4,020円（39.71米ドル）
静岡銀行	2013年5月10日～2018年4月11日	13.46米ドル	1,131円（11.41米ドル）
山口フィナンシャルグループ	2014年1月6日～2019年12月6日	10.58米ドル	933円（9.10米ドル）
群馬銀行	2014年10月29日～2019年9月27日	6.52米ドル	658円（6.03米ドル）

各行のプレス発表より作成

この他にも、各行、株価が一定水準を一定期間上回らなければ、新株予約権を行使できない「転換制限条項」を設けており、急激な株式転換による既存株主の持分、1株当たり利益の希薄化の抑制を考慮している。

CB発行と同時に発表される自己株式取得設定枠（株数）は、ほぼ同時期に取得されている過去のいくつかの事業法人では、当初設定した自己株取得枠を消化できないケースも見受けられたが、地方銀行の自己株取得率は株数では全行ほぼ100%、金額でも8割から9割と設定達

成が高い。入念な準備の下でリキャップCBを発行していることがうかがえる（表8）。

## 5.2 地方銀行によるリキャップCB発行の背景と目的

次に、地方銀行によるリキャップCB発行の目的を探っていく。地方銀行によるリキャップCB発行の背景と目的は短期的視点と中・長期的視点から考察する必要がある。ここでは、前述の目的に関する仮説のうち、コーポレート・ファイナンスの視点からシグナリング仮説を、

表 8 地方銀行自己株買い状況

	自己株 取得設定枠 (予定金額：円)	自己株 取得設定枠 (予定株数)	自己株 取得金額 (円)	自己株 取得株数	取得率 (取得金額÷ 予定金額)	取得率 (取得株数÷ 予定株数)
常陽銀行	12,000,000,000	20,000,000	9,369,566,000	18,802,000	78%	94%
山形銀行	3,500,000,000	7,000,000	3,075,864,000	6,937,000	88%	99%
岩手銀行	3,000,000,000	600,000	2,642,338,000	600,000	88%	100%
静岡銀行	26,000,000,000	20,000,000	22,642,325,899	20,000,000	87%	100%
山口フィナンシャル グループ	10,000,000,000	9,000,000	8,397,000,000	9,000,000	84%	100%
群馬銀行	7,000,000,000	10,000,000	6,540,000,000	10,000,000	93%	100%

アイ・エヌ情報センター、日本経済新聞、各行のプレス発表に基づき筆者作成  
2014年9月の群馬銀行のデータを追加している。

地方銀行の特有の視点から財務優良仮説を取り上げて検証していくこととする。

#### 短期的視点

##### ①シグナリング仮説（株価は上昇したのか？）

ここでは、シグナリング仮説を適用して考えてみる。6銀行とも財務内容が優良であるが、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。

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 発行の発表を行った 6 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 日間の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）を東証銀行業株価指数として、切片と係数を算出し、

各銀行個別のイベント・スタディを行っている。表 9 と図 3 はその平均値である。

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。以下の表 9 と図 3 の分析は 6 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<sup>10)</sup>。

表 9 と図 3 を解釈するとすれば、リキャップ CB の発行決議をした場合 10 日という期間においてはほとんど目立った株価収益率の反応は無かったと考えられる。これは経営者の「シグナル」（＝株価は割安）を市場はそれほど評価して織り込んでいないということを推測させるものである。

次に、リキャップ CB 発行によって、実際に ROE や 1 株当たり利益が上昇しているのかを観る。表 10 は 2013 年中に発行決議をした 3 銀行の ROE と 1 株当たり利益の推移を示したものである。静岡銀行は数値が下がっているが、山口フィナンシャルグループ、岩手銀行で両数値が上昇している。

その他の 3 銀行は決議後の決算が到来していない。少なくとも、2015 年 3 月期決算の結果を待たなければならない。

表9 6銀行の株価収益率イベント・スタディ

	平均異常収益率	平均累積異常収益率	異常収益率 t 値	累積異常収益率 t 値
-10	-0.0013	0.0065	-0.4141	0.6513
-9	-0.0033	0.0032	-0.8067	0.3565
-8	0.0039	0.0071	0.6717	0.5066
-7	0.0134	0.0205	1.3090	1.5940
-6	0.0040	0.0245	0.6340	1.7256
-5	-0.0116	0.0130	-1.5241	0.6786
-4	0.0031	0.0160	0.7400	0.7501
-3	0.0002	0.0162	0.1132	0.7820
-2	0.0067	0.0230	1.1782	1.2860
-1	0.0148	0.0378	1.1886	2.1757
0	0.0005	0.0383	0.1134	2.5238
1	-0.0026	0.0356	-1.0454	2.1532
2	0.0061	0.0418	0.9917	2.0737
3	-0.0038	0.0379	-1.1266	1.9054
4	-0.0082	0.0297	-1.2342	2.1589
5	-0.0033	0.0264	-0.3235	1.8184
6	0.0089	0.0353	1.6626	1.9262
7	-0.0035	0.0318	-0.6401	1.8166
8	0.0033	0.0352	1.0458	2.1383
9	0.0090	0.0441	1.3322	2.0894
10	0.0025	0.0466	0.9016	2.2334

各銀行の株価は「Yahoo ファイナンス」より取得し、必要な修正を加えた。東証銀行業株価指数は「東京証券取引所データダウンロードサービス」より取得した。  
t 値を掲載しているが、あくまでも参考値に過ぎない。

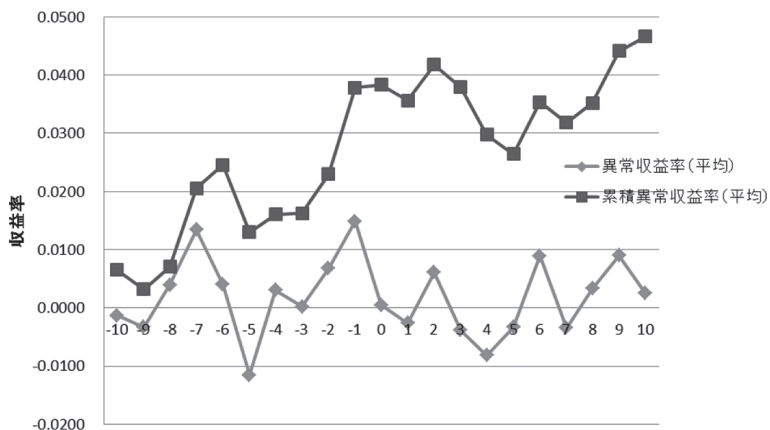


図3 6銀行株価収益率イベント・スタディ (平均値)

表10 ROE (%) (1株当たり利益) の推移

	2012/3/31	2013/3/31	2014/3/31
常陽銀行	4.1 ( 23.66円)	4.7 ( 30.06円)	4.9 ( 33.52円)
山形銀行	3.6 ( 23.69円)	4.5 ( 31.98円)	4.8 ( 37.14円)
岩手銀行	3.4 (266.79円)	4 ( 349.42円)	4.5 (429.49円)
静岡銀行	5.2 ( 56.28円)	7.4 ( 87.47円)	5.7 ( 74.12円)
山口フィナンシャルグループ	3.9 ( 66.99円)	5.5 (102.48円)	6 (120.66円)
群馬銀行	4.9 ( 38.89円)	5 ( 43.37円)	4.4 ( 42.58円)

プロネクサス eol データベースより作成  
 アミカケの3行が2013年に発行を決議した銀行。その他の銀行は2014年決議のため、  
 その後の決算を得ておらず、参考値。

## ②財務優良仮説

負債比率を高め自己資本を圧縮することは ROE などを高める反面、自己資本比率を下げる事になる。それでは何故この6銀行がリキャップ CB を発行したのであろうか。地方銀行の財務を分析すると以下のような興味深い仮説が導き出せる。

リキャップ CB を発行する銀行は総じて自己資本比率が高く財務状況が優良である。BIS 規制に照らして考えても、国内の地方銀行全体の水準と比較しても自己資本比率が高い。したがって、一時的に自己資本比率を下げる余裕があると考えられる。また自己資本に対する剰余金の比率も高く自己資本の質も良いので(表11)、株主資本を一時的に減少させる余裕もある<sup>11)</sup>。これに対して、6銀行の ROE は相対的に低く、上記のように財務的余裕があるうちに ROE や1株当たり利益を高めるといった目的があるのではないだろうか。

図4は地方銀行105行の ROE (自己資本利益率) と NCR (自己資本比率) をプロットしたものである。リキャップ CB を発行した6行はいずれも相対的に自己資本比率が高く、反面で ROE の水準が財務内容を反映したものではないことが分かる。

表12から表14では、2013年3月期、2014年3月期の各行の経常利益と各種バーゼル規制に基

表11 剰余金比率 (2014年3月期)

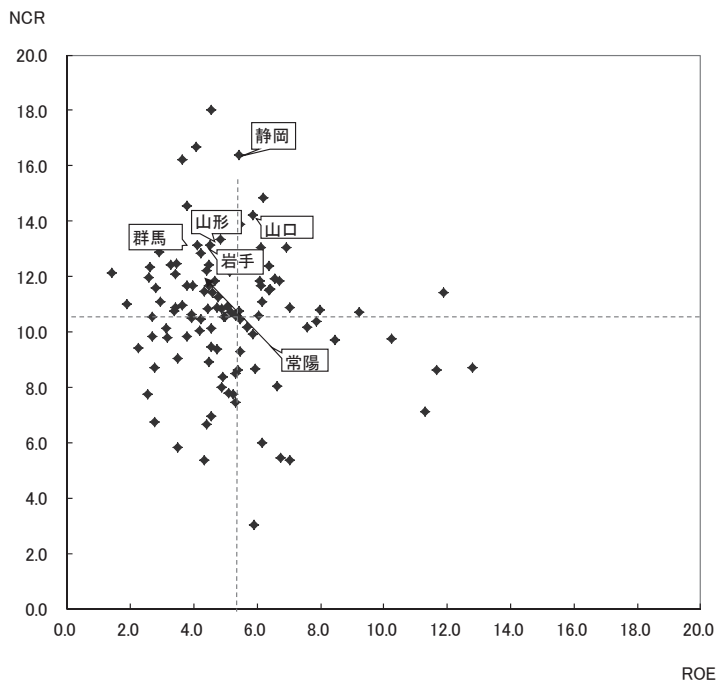
行名	数値 (%)	順位
山口	89.71	3
山形	88.24	5
岩手	85.46	9
常陽	82.94	13
静岡	82.37	15
群馬	74.49	32
もみじ	65.33	50

「月間金融ジャーナル 2014年9月号、10月号」より作成。  
 順位は地銀(含む第二地銀)105行中の順位。  
 剰余金比率=(利益剰余金+資本剰余金)/自己資本

づいた自己資本比率の数値とその数値の地方銀行における順位を示している。これらの表からも、上記の傾向が読み取れる。表に荘内銀行と北都銀行が掲載されているのは、6行とは対照的に自己資本比率が低く ROE が比較的高い銀行で、比較対照するためである。この2行はフィデアホールディングスを構成する銀行である。フィデア HD は2013年に120%ソフトコール条項付きの CB を発行しているが、低い自己資本比率からも分かるように自社株買いを行う余裕はなく劣後債務の返済等に使用している。

以上を総合的に斟酌すれば、財務優良仮説はかなりの妥当性があるということができよう。





ROE  
数値は2014年3月期。「月刊金融ジャーナル2014年9月号・10月号」より作成。

NCR = 公的優先株を除く自己資本（国際基準行は総自己資本）／リスクアセット

ROE = 当期損益／純資産平均残高

点線は平均値を示す。

図4 地方銀行のROE（自己資本当期純利益率）& NCR（自己資本比率）

表12 経常利益率

経常利益率 (2014年3月)	数値	順位
北 都	10.8	11
山 口	9.2	26
も み じ	8.7	36
静 岡	8.5	39
荘 内	8.4	43
山 形	7.7	53
岩 手	7.5	55
常 陽	7.1	60
群 馬	7.0	62
平 均	8.05	
中 央 値	7.70	
標 準 偏 差	3.56	

全国銀行協会 HP より作成  
(経常利益／純資産)

経常利益率 (2013年3月)	数値	順位
山 口	8.5	17
も み じ	8.4	18
静 岡	8.3	19
荘 内	7.7	26
群 馬	7.0	34
岩 手	6.9	36
山 形	6.8	40
常 陽	6.4	46
北 都	4.7	73
平 均	6.29	
中 央 値	5.90	
標 準 偏 差	2.69	

全国銀行協会 HP より作成  
(経常利益／純資産)

表13 国際統一基準：普通株式等 Tier1 比率 国内基準：自己資本比率

国際統一基準：普通株式等 Tier1 比率 国内基準：自己資本比率（連結） （2013年3月）		順位	
静岡	15.55	3	
もみじ	14.03	6	
山形	13.92	7	
岩手	13.77	8	
山口	13.23	15	
常陽	12.81	22	
群馬	11.62	38	
荘内	10.37	68	
北都	9.38	89	
平均	11.32		
中央値	11.08		
標準偏差	1.78		

全国銀行協会 HP より作成

国際統一基準：普通株式等 Tier1 比率 国内基準：自己資本比率（単体） （2013年3月）		順位	
静岡	15.08	3	
もみじ	14.01	5	
岩手	13.73	6	
山形	13.40	9	
山口	13.00	13	
常陽	12.40	19	
群馬	11.28	40	
荘内	10.39	63	
北都	9.25	90	
平均	10.96		
中央値	10.76		
標準偏差	1.71		

全国銀行協会 HP より作成

表14 国際統一基準：普通株式等 Tier1 比率 国内基準：自己資本比率

国際統一基準：普通株式等 Tier1 比率 国内基準：自己資本比率（連結） （2014年3月）		順位	
静岡	15.43	4	
山形	13.92	6	
山口	13.43	8	
岩手	13.15	10	
常陽	12.60	20	
群馬	11.82	34	
もみじ	11.57	36	
荘内	10.71	61	
北都	10.47	67	
平均	11.30		
中央値	11.06		
標準偏差	1.72		

全国銀行協会 HP より作成

国際統一基準：普通株式等 Tier1 比率 国内基準：自己資本比率（単体） （2014年3月）		順位	
静岡	14.98	4	
山形	13.34	6	
山口	13.27	7	
岩手	13.12	8	
常陽	12.19	18	
もみじ	11.55	32	
群馬	11.44	35	
荘内	10.73	55	
北都	10.31	67	
平均	10.89		
中央値	10.76		
標準偏差	1.61		

全国銀行協会 HP より作成

## ③資本コスト低減仮説

これは経営者が株主資本を減らし負債に入れ替えることによって、全体の資本コストを（加

重平均資本コスト（WACC）などを引き下げ、企業価値の増大を図ることを狙いとしていると考えるものである。資本効率の改善を図ると言

い換えても良い。また、株主資本圧縮により配当負担が減ると経営者が考えているとも考えることができる。ただし、本論4章でも議論したように、理論的には負債比率を高めても財務レバレッジ効果による株主の要求収益率が上昇するため、資本コストに影響をもたらさない。いずれにしてもリキャップCBを発行した地方銀行の資本コストが、どのように変化しているかを検証していかなければならない。ただし、筆者が知る限り、学術上においても銀行実務においても資本コストの尺度にWACCやそれに近い指標が用いられていない状況の中、この仮説を直接検証することが現段階では難しい。今後の課題としておきたい。

## 中・長期的視点

### ①自己資本比率の回復・上昇

仮に転換社債の条件期間に株価が転換価格を超え、社債が株式に転換されれば、普通株式が増加するため、株主資本あるいはコア資本<sup>12)</sup>が増加する。一時的に低下した自己資本比率を元に戻すことができるのである<sup>13)</sup>。つまり、経営者は「バーゼルⅢ」の本格適用<sup>14)</sup>に向けて「自己資本の質の向上」を見据えてリキャップCB発行に踏み切っていると考えることができるのである。特に普通株式の回復、増加を見据えていると考えるのが妥当であろう。

銀行の自己資本比率規制<sup>15)</sup>は、バーゼルⅠとして、1992年末以降、国際統一基準の8%以上を求めたのが始まりであり、その後2006年末以降、より精緻化された自己資本比率の算定を求めた「バーゼルⅡ」の枠組みが示された。しかし、リーマンショックなど、ある企業の破綻が世界的金融危機に発展するような事態が起これ、そういったケースでも安定的な金融システムが維持できるように、自己資本比率についてさらに厳格な比率規制の改訂が行われた。これがバーゼルⅢである。バーゼルⅡでは、国際基

準行に関して、自己資本比率8%以上を確保する必要があり、資本性の高い普通株式等を中心とした「狭義の中核的自己資本（コア Tier1）」を2%以上確保する必要があった。バーゼルⅢでは、質の高い資本としての「コア Tier1」の水準を2016年1月以降は4.5%、2019年1月までに段階的に引き上げて、最終的には7%以上確保する必要があるとした。バーゼルⅢでは、市況の動向の影響を受けやすい其他有価証券の評価差額等ではなく、リスクに備えて株主資本を充実させておく必要がある。「そのためには、増資を実施して資本金または資本剰余金を充実させるか、期間利益の獲得により利益剰余金を充実させるしかない。増資を実施した場合は、期間利益を伴わず自己資本が増加するため、ROEが低下するという弊害が生じてしまう。したがって、期間利益を通じて自己資本を増加させることが、今後の銀行経営にとって、バーゼルⅢ対策として非常に重要な課題となるであろう」<sup>16)</sup>。

つまり、経営者は新株予約権の行使によって、自己資本比率の分子であるコア資本のうちでも、最も質の良い普通株式の増加を図っていると考えることは、それほど不自然ではないであろう。

### ②調達資金の海外投資（調達資金の海外投資による利益確保?）

表15はCB発行による資金調達額に占める現時点での自己株取得割合である。

各行のプレス発表ではリキャップCBで調達され自己株取得分を除いた資金を海外展開への投融資に使用しているとしている。それにより、利益剰余金などの内部留保の充実も見据えているという。ドル建てで発行した転換社債での調達資金を地元企業の海外進出などに融資（プレス発表）するとされている。縮小が予想されている地方のマーケットでのビジネスモデルを変えて、海外でのビジネス展開を図り、利益の確保を狙うという構図が、資金需要が少ない中リア

表15 調達資金に占める自己株取得資金の割合（残りの割合が投資資金割合となる）

	自己株取得金額（円）	発行総額（円換算：円）	自己株取得金額（円）÷ CB発行総額（a）	投資資金割合（1 - (a)）	投資資金額（円）
常陽銀行	9,369,566,000	30,879,000,000	0.30	0.70	21,509,434,000
山形銀行	3,075,864,000	10,376,000,000	0.30	0.70	7,300,136,000
岩手銀行	2,642,338,000	10,123,000,000	0.26	0.74	7,480,662,000
静岡銀行	22,642,325,899	49,570,000,000	0.46	0.54	26,927,674,101
山口フィナンシャルグループ	8,397,000,000	30,747,000,000	0.27	0.73	22,350,000,000
群馬銀行	6,540,000,000	22,000,000,000	0.30	0.70	15,460,000,000

ルなものとなるのであろうか。

近年、地方銀行による外貨建て貸出の動きが注目されている。外貨建て貸出の取り組みは2つに分けることができる。一つ目がリレーションシップバンキングの延長線上にあるもので、取引先企業の外貨需要を背景とするものである。これまでは、取引先企業の外貨需要に応じるため、外貨預金や銀行間取引で融資の原資となるドルを調達していたが、多くの地方銀行で、その調達方針を転換しCBによる低コストの資金調達を行ようになってきている。地方銀行によるリキャップCB発行はその一環であることが報道などからも推測できる。

二つ目が海外シンジケートローンに加わることである。ここ2、3年、地方銀行が利ザヤの大きい海外向け協調融資に参加し始めており、その参加銀行の中には、静岡銀行、常陽銀行、群馬銀行などが含まれている。この動きとリキャップCB発行が連動していると考えこともまた不自然ではないであろう<sup>17)</sup>。

以上、「中・長期的視点」をまとめると、最終的にリキャップCB発行のオペレーションの出口は、短期的に引き下げを許した自己資本比率を回復させ、さらなる資本の質向上を行うため、コア資本の普通株式と内部留保を増加させるというものではないであろうか。

## 6. おわりに

本論では日本企業によるリキャップCB発行の現状とその目的を整理・検討した後、地方銀行のリキャップCB発行を「事例分析」として取り上げ、その概要と独自の狙いを検証した。以下では、本論で確認された事項を列挙しておく、まとめとする。

- ①日本企業によるリキャップCB発行は、メジャーな資本政策として確立しつつあること。
- ②リキャップCB発行の企業の「表面上」の目的は、資本構成を変更（財務レバレッジを高める）することによって、ROEや1株当たり利益を高め、株価を上昇させること。
- ③リキャップCB発行によって企業全体の資本コストを低め、企業価値を増大させようとする狙いがあると考えられるが、その具体的な根拠は明白でなく、今後の課題とすべきこと。
- ④自己株買いを上回る調達資金をどのように使用するかで、企業それぞれのリキャップCB発行自体の意味合いが異なってくること。
- ⑤地方銀行によるリキャップCB発行は全てユーロ米ドル建て公募発行で、設定された自己株式取得をほぼ同時期に行っていること。
- ⑥シグナリング仮説が示すように、地方銀行のリキャップCB発行の「公表」は一時的に株価の上昇をもたらしているとは言えないこと。
- ⑦財務優良仮説が示すように、自己資本比率が

高く財務的に余裕があり、かつそれに比して ROE が低いと思われる地方銀行が、財務再構築のためにリキャップ CB を発行していること。

- ⑧リキャップ CB 発行を行った地方銀行の中・長期的な狙いとして、転換社債が株式に転換され、ドル建て資金の有効な投融資で利益を蓄積することによって「パーゼルⅢ」の本格的用に向けての「コア資本」の充実を意図している可能性があること。

本論でくり返し述べてきたように、リキャップ CB 発行当初の構想通り、実際に CB が株式に転換され、株主資本が回復されるには、一定の株価を実現する必要がある。そのためには、CB で調達された資金がどのように活用され、描かれたビジネスモデルによる利益やキャッシュフローの獲得につながっているのかを観察していかなければならない。分母の自己資本を削るだけで ROE を高めることは、リキャップ CB 発行という財務戦略の目的が、単なる短期的な目先の株価対策ということになり、結局経営者のエンブレチメント行動に終わることになりかねない。企業は資本コストを上回る ROE をあげて、企業価値を高めることが本筋であるはずだが、リキャップ CB 発行によって資本コストや ROE を経営者の都合のよいように恣意的に操作するというのであれば、様々な弊害も生ずるであろう。

近年流行しているとは言え、日本企業のリキャップ CB 発行は依然件数が少なく、実証分析をするためのサンプルも十分とは言えない。本論で指摘した多くの論点を解明するためにも、サンプルが一定数出揃い次第、多様な角度から実証分析を行わなければならない。

## 注

- 1) 株価のボラティリティなど、CB に内在するオプションの価値に見合う水準の金利が付くのは理

論上当然であるが、殆どの場合それらの点は考慮されず、ゼロ金利で発行されているようである。

- 2) ここでのリキャピタライゼーションとは、リキャップ CB とその他（借入金による自己株買い）のものを含んでいる。
- 3) 斎藤（2008） <http://www.globis.jp/497>
- 4) 島田（2013） 55～56ページ
- 5) もちろん、「負債割合の増加は、株主資本コストを上昇させ、WACC の水準は変わらない」という MM 理論の第 2 命題は考慮に入れておかなければならない。
- 6) 「リキャップ CB 急増、株価への効果は？」東洋経済オンライン 2014 年 8 月 16 日 <http://toyokeizai.net/articles/-/44824>
- 7) 本節の 3 分類は「大和総研リサーチレポート 金融調査部 兼 調査提言室 研究員 太田珠美 [http://www.dir.co.jp/library/column/2014\\_0408\\_008404.html](http://www.dir.co.jp/library/column/2014_0408_008404.html)」を参考にした。
- 8) 関係式の導出の簡単な解説としては以下を参照のこと。古川・蜂谷・中里・今井（2013）251～256ページ、ジョナサン・パーク、ピーター・ディマーゾ（2011）570～591ページ
- 9) いわゆる、「MM 理論」では、完全資本市場の均衡状態では、このレバレッジの上昇による自己資本収益率のリスクの上昇は、株主の要求収益率を高め、結果として企業価値全体には無関係であると証明されているのはつとに有名である（E. Modigliani と M. Miller（1958））。
- 10) 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。
- 11) さらに、1990 年代の不良債権処理等に関連した資本調達により、過剰資本になっており、それを是正しつつ財務の再構築を行うという狙いもあるのではないかと推測できる。また、取得した自己株式は金庫株として保有しておき、時期を見て売却するなど政策的な保有が可能である。
- 12) コア資本 = 普通株式 + 内部留保 + 強制転換条件付優先株式 + / - 調整・控除項目
- 13) ただし、株価が上昇し転換価額を超えた水準での新株予約権の行使になるのであるから、原理上は株式数が完全に元に戻ることはないことに留意しておかなければならない。
- 14) 国際統一基準行の自己資本比率規制については、2013 年 3 月 31 日より、パーゼルⅢの段階的な実施が開始されている。また、2013 年 3 月 8 日、金融庁は改正告示を公表し、いわば「国内基準行向けパーゼルⅢ」の段階的適用を 2014 年 3 月 31 日から実施すべきことを示している。これにより、中期的に地方銀行はコア資本の充実を図っている。
- 15) 銀行の自己資本比率規制に関する説明は、新日本有限責任監査法人編（2014）430～431ページを参考にした。
- 16) 新日本有限責任監査法人編（2014）431ページより引用。
- 17) 山口（2014） 36～37ページ



## 参 考 文 献

- 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
- 井出譲治, 服部正純, 宮明康夫 (2006) 「ROE 分析からみた銀行収益の改善状況」日銀レビュー 2006-J-19
- 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
- 島田佳典 (2013) 『自社株買いと会計情報』中央経済社
- ジョナサン・バーク・ピーター・ディマーズ著, 久保田敬一, 芹田敏夫, 竹原 均, 徳永敏史訳 (2011) 『コーポレートファイナンス 入門編』ピアソン
- 新日本有限責任監査法人編 (2014) 『業種別会計シリーズ 銀行業』第一法規
- 畠田 敬 (2005) 「自己株式取得による株価への効果」『産業経営研究』27
- 古川浩一・蜂谷豊彦・中里宗敬・今井潤一 (2013) 『コーポレート・ファイナンスの考え方』中央経済社
- 森田 果 (2014) 『実証分析入門』日本評論社
- 山口 聖 (2007) 「わが国企業における配当と自社株買いの関係」『証券アナリストジャーナル』45 (2)
- 山口昌樹 (2014) 「地方銀行による外貨建て貸出の実態」『月刊金融ジャーナル』2014年10月号
- 「リキャップCB急増、株価への効果は？」東洋経済オンライン2014年8月16日 <http://toyokeizai.net/articles/-/44824>
- 太田珠美「CB発行+自社株外=リキャップCB」大和総研リサーチレポート 2014年4月18日 [http://www.dir.co.jp/library/column/2014\\_0408\\_008404.html](http://www.dir.co.jp/library/column/2014_0408_008404.html)
- 斎藤忠久「ヤマダ電機のリキャップCB～増資と自己株買いは矛盾するか～」GLOBIS.jp 2008年8月22日 <http://www.globis.jp/497>
- 鈴木利光・金本悠希「パーゼルⅢ, 国内基準行版公表(訂正版)」大和総研 2013年5月24日 [http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20130524\\_007209.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20130524_007209.html)