

# リキャップCBは企業価値に影響しうるか

2014年11月30日



大阪市立大学商学部  
宮川研究室

阿部祐也 有末早希 松本智樹 八木駿一 渡辺久晃

### ご注意

本資料は大阪市立大学および同大学院における講義に使用するため本学学生向けに作成された教材です。また、担当教員の講義を前提とし、講義や議論を進める上での補足資料として学生の理解を促進する目的で便宜的に構成されています。そのため本資料には講義内容や表題のトピックがすべて網羅されているわけではありません。また、本資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。したがって本資料は上記以外の目的や用途で使用しないよう厳重にご注意ください。

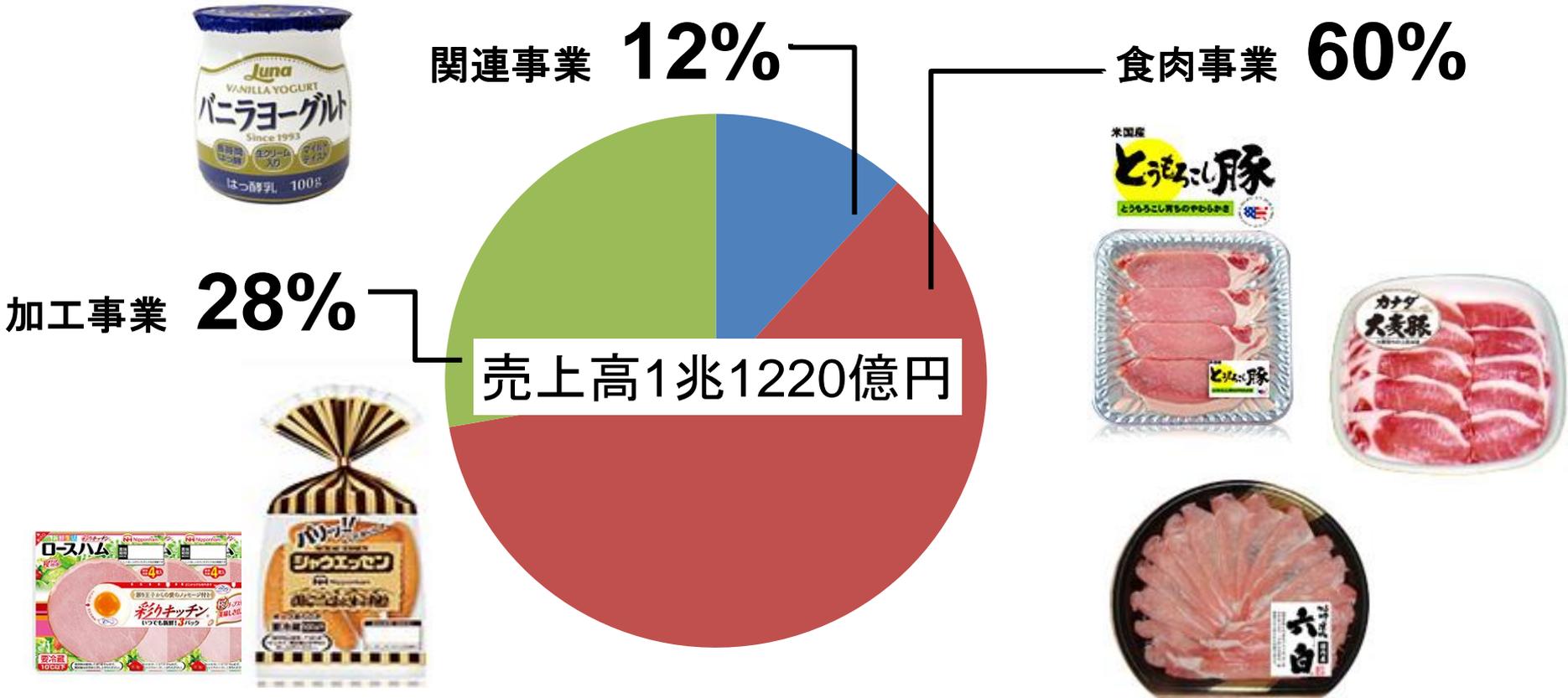
# 発表の流れ

1. 日本ハムの誠実さ分析
2. リキャップCBの概要
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

1. 日本ハムの誠実さ分析
2. リキャップCBの概要
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# ハムだけでない日本ハム

事業別売上高(2004年3月期)



(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

# 誠実さの分析：日本一誠実な企業を目指して

各ステークホルダーに対して「誠実」であるかを検証

株主

ROE・配当性向・自己株式取得

債権者

負債比率・当座比率・貸倒準備率

従業員

期末従業員・有給休暇取得率

顧客

広告宣伝費・棚卸資産回転月数

# DCF法による企業価値算定前提

## 5年間のFCF予測

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
当期利益	19,039	19,398	19,830	20,296	20,774
減価償却費	28,052	28,052	28,052	28,052	28,052
運転資本増減	9,275	9,564	9,863	10,172	10,492
設備投資	-32,969	-32,969	-21,949	-21,949	-21,949
FCF	4,848	4,918	16,071	16,228	16,385

## 設定した前提

株主資本コスト :  $r_e = (r_m - r_f)\beta + r_f = 4.62\%$

リスクプレミアム :  $r_m - r_f = 6\%$  ( $r_m = 0.06$ 、 $r_f = 0.005$ )

ベータ値 :  $\beta = 0.694$  (Bloombergより)

株主資本コスト :  $r_d = 1.02\%$

税率 : 25.5%

# DCF法による企業価値算定

## 資本コスト算定

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d(1 - T) = 2.75\%$$

## 企業価値算出

$$PV = \sum_{n=1}^5 \left\{ \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} \right\} + \frac{TV}{(1+WACC)^5} = 691,052.94 \text{ 百万円}$$

**理論株価 = 2,662.25円 (2014年11月16日時点での株価 = 2,432円)**

# 日本ハムの特徴的な財務戦略

2014年3月に、300億円の転換社債を発行し、同時に300億円を上限とする自社株買いを実施すると発表



リキャップCB

1. 日本ハムの誠実さ分析
2. リキャップCBの概要
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# リキャップCBとは

リキャップ(Recapitalization)

＝資本の再構成

借入金を増やし、自己資本を圧縮すること

転換社債(CB)

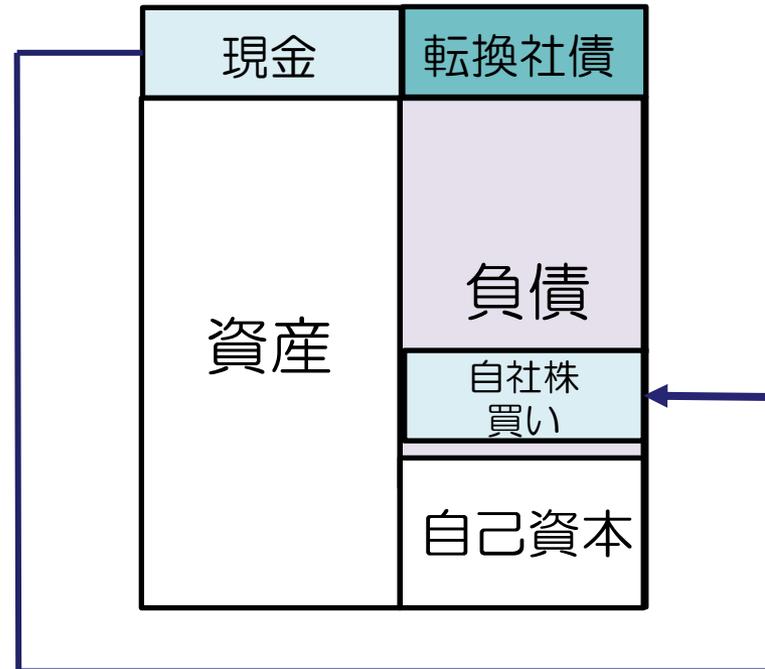
＝株価が一定期間、一定の株価を上回った場合に、株式に転換できる社債

# リキャップCBを行うことのメリット

- ゼロクーポンで資金調達ができる
- 株式に転換された場合、元本の返済の必要がなくなる
- ROEの向上に貢献する  $ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}}$

# リキャップCBの流れ：自己資本は圧縮、ROEは向上

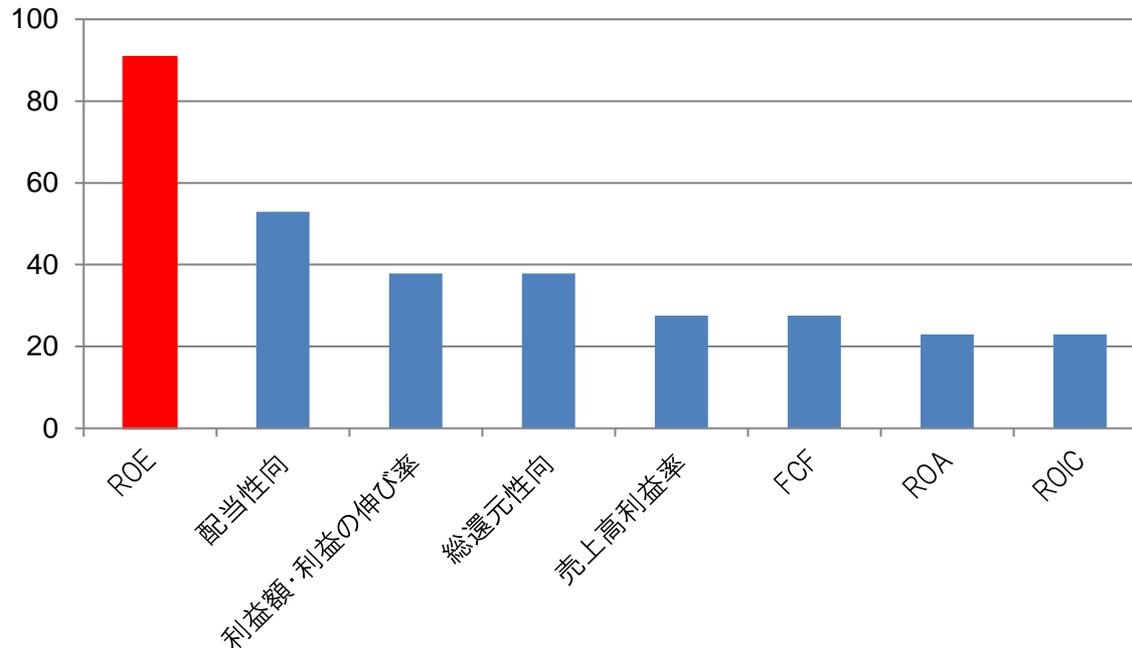
$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$$



(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

# 投資家はROEを重要視している

「企業が重視することが望ましい具体的指標」において92%の投資家がROEを挙げている

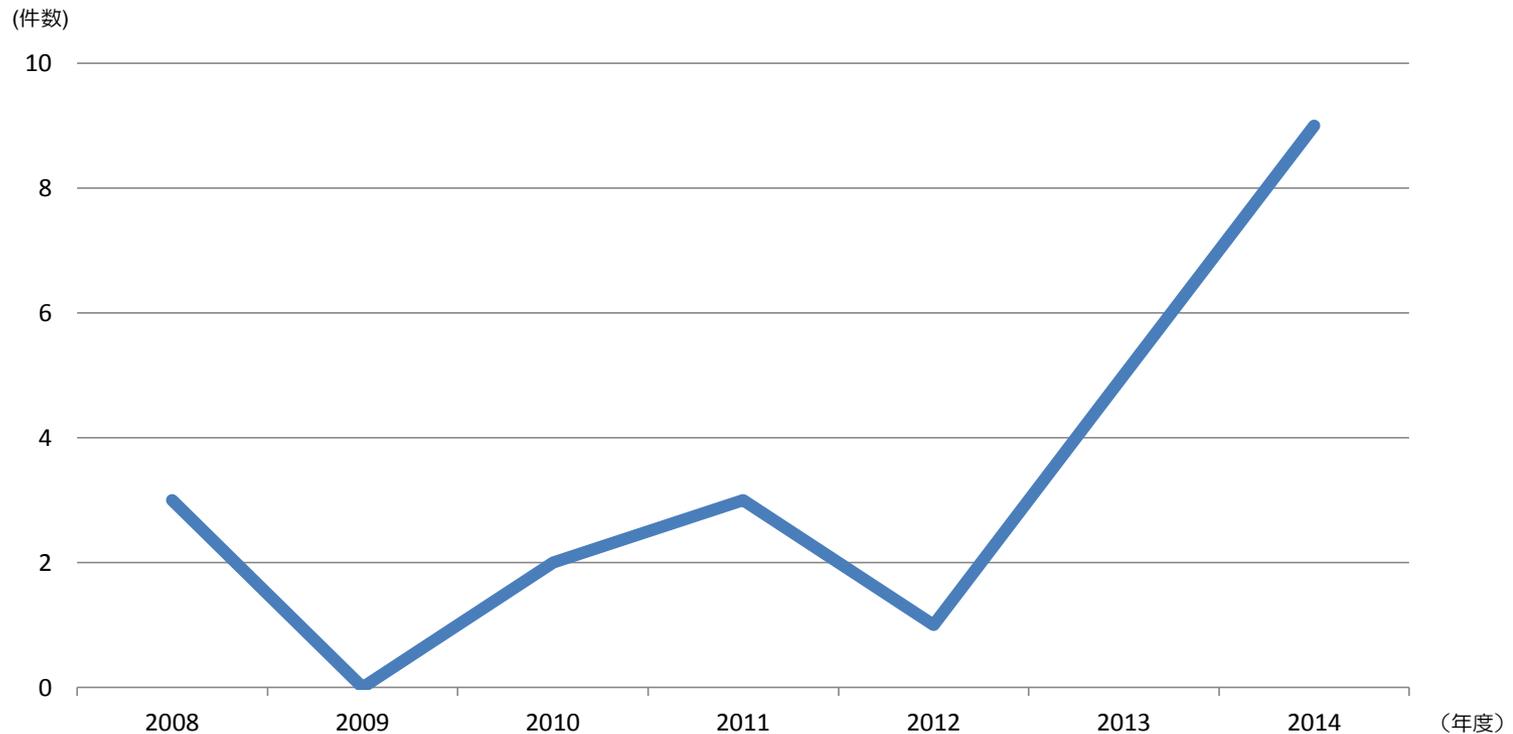


(出所)生命保険協会 株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成24年度版)より筆者作成

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

# リキャップCBを行う企業は増えている

## 上場企業におけるリキャップCB実施件数



(出所)各企業HPより発表者作成

# 日経新聞ではリキャップCBを高評価

## ■金利ゼロで転換社債、自社株買いに充当

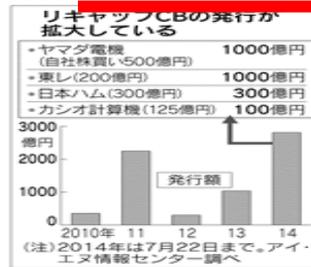
## 真相深層

上場企業の間で新手法の財務手法が広がっている。資金を新株予約権付社債（転換社債（CB））の発行で集め、それを元手に自社株を市場から買い戻すというものだ。一見、矛盾した行動に見えるが、株価の戻りは良いようだ。この手法、本当に魔法のつえといえるのだろうか。

7日、カンオ計算機が決めたCBの発行が話題を呼んだ。CBは社債でありながら、将来的に株価が上れば株式に転換できる権利が付いている。カンオはこのCBを使って、金利ゼロで100億円の調達を求めた。ROE引き上げ

注目は使い道。集めた資金すべてを自社株買いに充てる。さらに手元から25億出して総額125億円の自社株買いを実施するという。本来、企業がCBなど

## 財務組み替え 株高狙う



資金を集めるのは、生 負債を抱え資本減額設備を増やした。財務の見え方を委金が足りないとき、とる。英語のリキャピタルがカンオは、わざわざ「リセッション」資本と外部から集めた資金、負債の再構成からリキャ社債にする。なら、リキャCBと呼ばれる。は「自己資本利益率（R）カンオの場合、発表されている）の引き上げた。日1株は7%上がった。株式市場が評価するの企業にCB発行を呼び込めない資本で効率的に証券会社のセールストを益を稼ぐ高ROEの企業は直接的だ。株高を達成すればROEは上がる。東しや地銀も。利益成長とともに発行し出した。自己資本を圧縮して資本。なぜCBなのか、自社効率高める。同じ。株高になり元金を使の手法でカンオの期待。はい、普通社債やROEを当初見込み、借り入れてはいはずだ。・9%上がり、13.3%までCBを使うのは企業。投資家、証券会社も

## 効果に限り、問われる成長

それぞれの事情がある。めだは大きい。CBは将来的に株式に 転換できる権利が付く。半ばリキャップCBの換の機会がなければ、投資家、利を節えられる。アムがあった。株主、資家に残るのは金銭の付だ。もはや企業は金利 株高期待のある今の環境 配当や株高で報いる必要 かなければ、株高ゼロで集められるのだ。方がストが安いとすれば、株式へ転換が進めばROE投資家も、CBを たからだ。そうした流れ、Eを下げる要因になる。が日本にも訪れている。 「リキャップCBは見好成績を上げるファンド 日本ハムは過去2年、の かげ上のROEを高めるが近年注目され、欧州 リキャップCBで株高の 財務テクニックに大きなを中心とする投資の資産 循環を生んでいる、大きい」(クレディスイス運用会社も大きな買い手 な設備投資がないなら、証券の山岡氏。分券。日本企業のCBに 立てては有効だ。 も、分子利益が増え続けなければ、長期市場の低評価の例も 場の評価は高まっている。もう一つ、証券社も すべてを解決。CBは普通社債と株式都合がいい。CBなら、するわけはない。 の中間のもの。金利負担普通社債より厚い。 Bに1000億円の は軽へ、公積増資や手数料を削減。 CBを発行してヤマダ電 長の未来図を厳しく問わリキャップCBは、機。その後の株価はさえない。その父、企業側く企業。その背中を押す ない助言だ。自社株買の意識に曖昧さが宿る。のは公的年金の運用改革 と社債発行に半分の費 資本効率を重視する経だ。年金積立金管理運用 やすが、「成長分野と字 営業勢は大きな一歩だ。独立行政法人(GPII) 居住関連が伸びるのか、い、と取りだけ が、3月からはROEを 不透明」(米ヘッジファンド)を狙ったCBがまだ延す重視した株高指数「JPN の日本株高」となる。うた、日本市場の魅X日経インテックス40 見方自社株買いの効果力を高める努力は本物にO)に運動する運用を始、を消している。やはり根はほららない。(川崎健)

掲載日 2014年07月24日 日本経済新聞朝刊 002ページ

(C) 日本経済新聞社 無断複製転載を禁じます。

## 「金利ゼロで転換社債、自社株買いに充当」『日経新聞』2014年7月24日・朝刊

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

1. 日本ハムの誠実さ分析
2. リキャップCBの概要
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 財務戦略は企業価値に影響し得ない

## MM理論

「企業価値は、バランスシートの左側の実物資産によって決まるのであって、その資産を購入するために企業の発行する負債と株式の比率で決まるのではない」

コーポレート・ファイナンス第8版上(ブリーリー他, 2012)

# アナウンスメント効果についての先行研究

## ・ 転換社債のアナウンスメント効果

発行形態にかかわらず、転換社債発行の発表時には強いマイナスの反応を示す

山田・土村(2009)

## ・ 自己株式取得のアナウンスメント効果

業種にかかわらず、発表時とその前後で強いプラスの反応を示す

畠田・池田(2005)

# 我々が挑戦した問題

CBと自社株買いを同時に行うと株価はどうなるのか？  
リキャップCBによる株価の反応は？

## 我々の考え方

CBを発行しても、自社株買いをしても企業は何も  
価値を創造していない



株価が一時的にポジティブな反応を示したとしても、  
その後は失望売りになる

# 市場の反応は一時的でその後下落すると予想

## 仮説

リキャップCBをアナウンスした企業の株価は、一時的に上昇したとしても、企業価値とは無関係なので、その後株価は失望売りで下落する

1. 日本ハムの誠実さ分析
2. リキャップCBの概要
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# データセット

対象期間…2008年～2014年

対象企業の選出…23件

- ① 転換社債の発行と自己株式取得の実施を同時に発表している
- ② 株価データが入手可能

(日経テレコン、各企業HP、Yahoo!ファイナンスより)

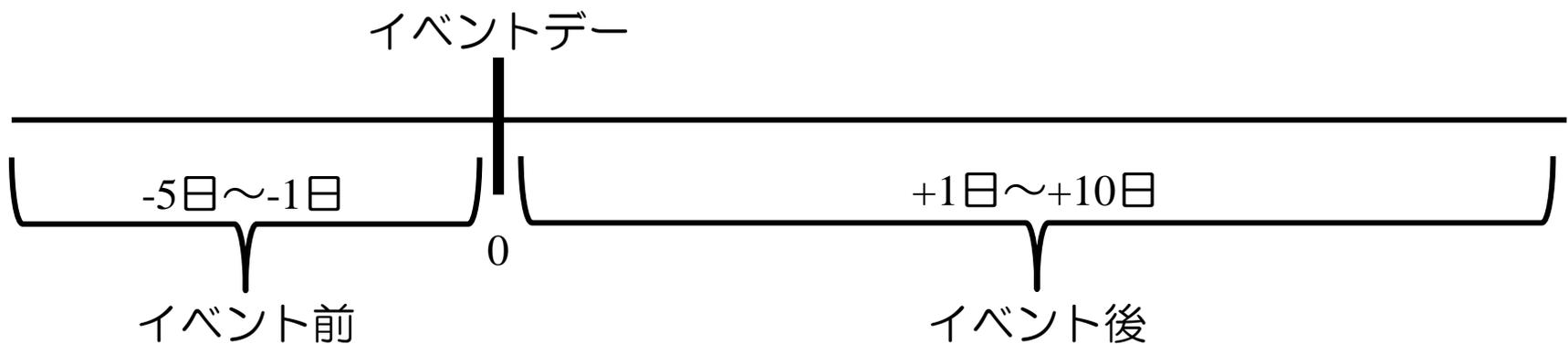
# イベントスタディを用いた仮説の検証

イベントデー = リキャップCB発表日

イベント前 = -5日~-1日

イベント後 = +1日~+10日

推定ウィンドウ = イベントウィンドウから-120営業日前  
まで



# 異常なリターンを算出

マーケットモデル式

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

$$\text{ただし } R_{it} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad R_{mt} = \frac{P_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

$P_{it}$ : t時点の企業iの調整後終値

$P_{mt}$ : t時点のTOPIXの終値

# 平均異常リターン $AR_t$ の検定方法

## 標準化検定統計量

$$\frac{AR_t}{\sigma_t} \sim N(0,1)$$

$$\text{ただし } \sigma_t = \left( \frac{1}{n^2} \sum_{i=1}^n \sigma_i^2 \right)^{\frac{1}{2}} \quad \sigma_i^2 = \frac{1}{L-2} \sum_{t=1}^L (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2$$

# 累積平均異常リターン $CAR(T_1, T_2)$ の検定方法

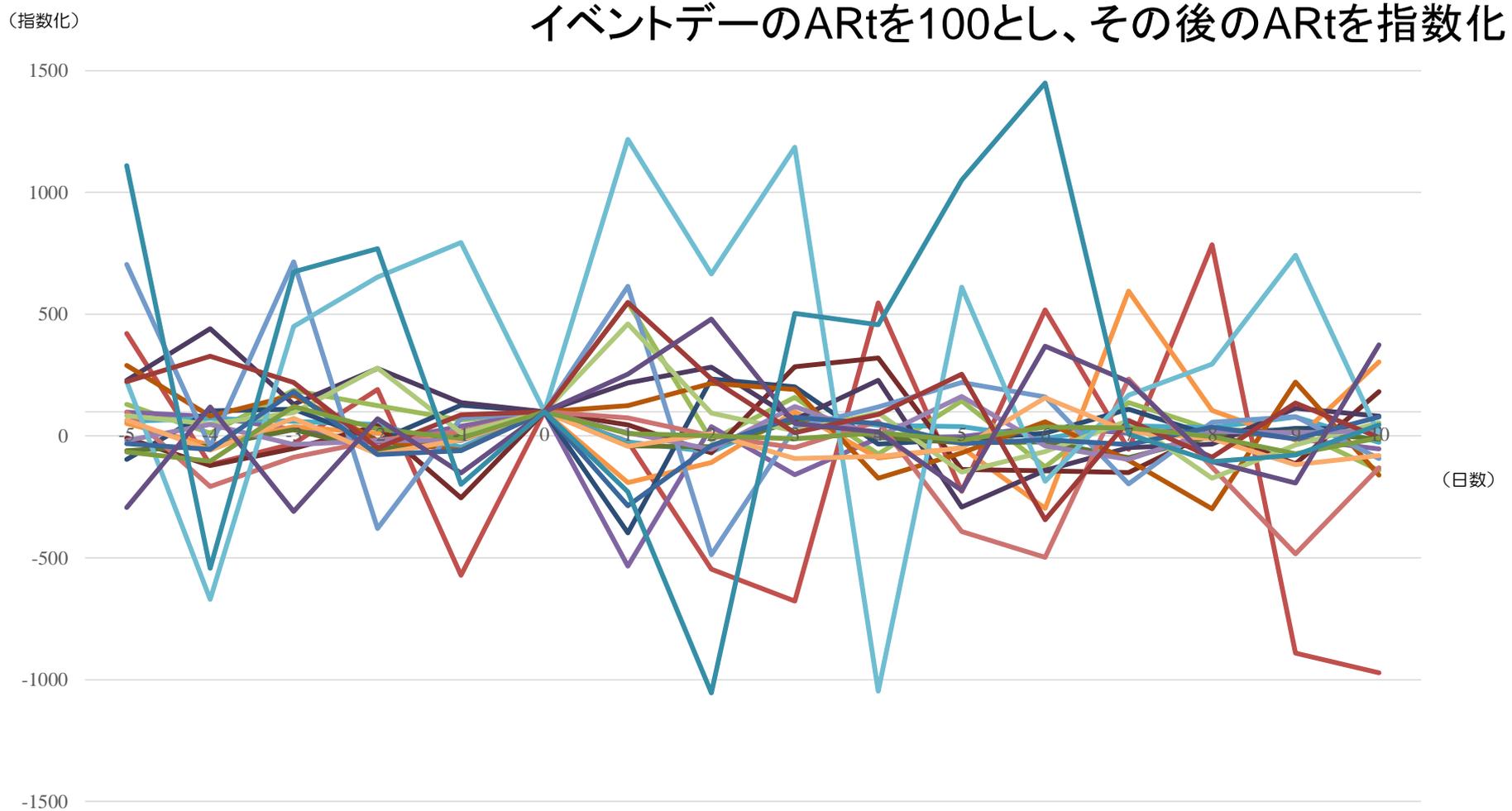
## 標準化検定統計量

$$\sqrt{\frac{n(L-4)}{L-2}} \left( \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n SCAR(T_1, T_2) \right) \sim N(0, 1)$$

$$\text{ただし } SCAR(T_1, T_2) = \frac{CAR(T_1, T_2)}{\sigma_t}$$

1. 日本ハムの誠実さ分析
2. リキャップCBの概要
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

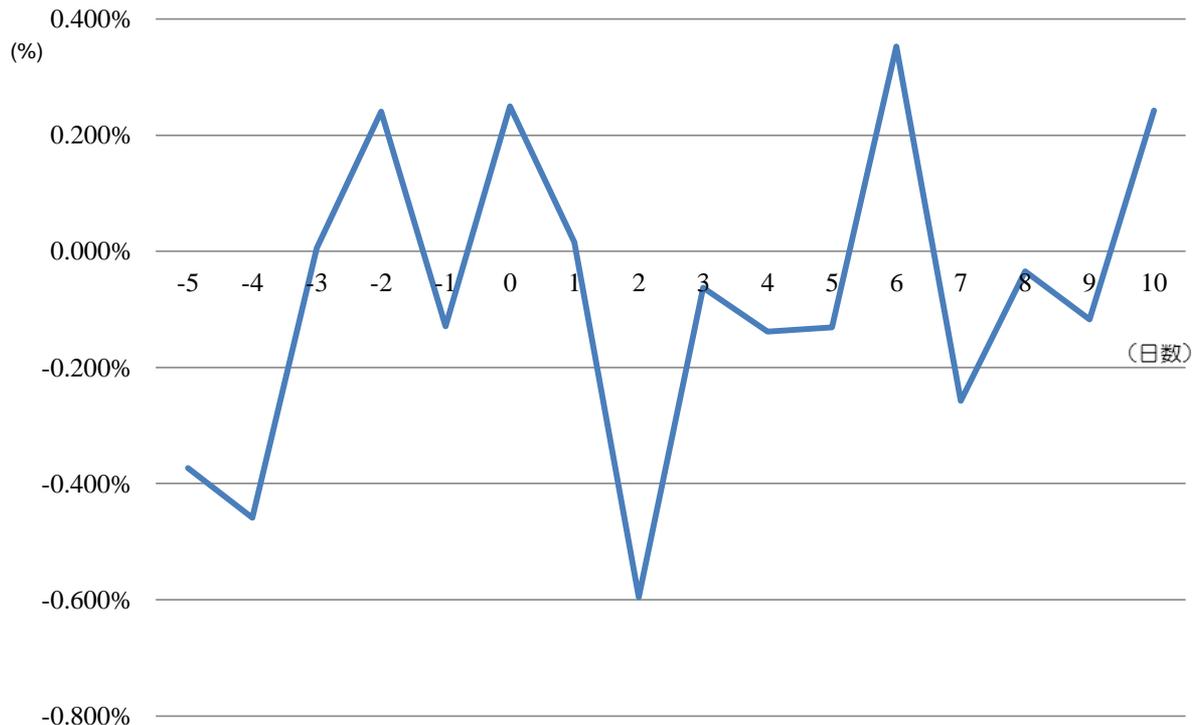
# 市場の反応は必ずしもポジティブではない



(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

# 2営業日後に強いマイナスの反応

## $AR_t$ の推移



Time	$AR_t$
-5	-0.373%
-4	-0.459%
-3	0.006%
-2	0.241%
-1	-0.130%
0	0.249%
1	0.015%
2	-0.595%
3	-0.062%
4	-0.138%
5	-0.131%
6	0.352%
7	-0.257%
8	-0.034%
9	-0.118%
10	0.243%

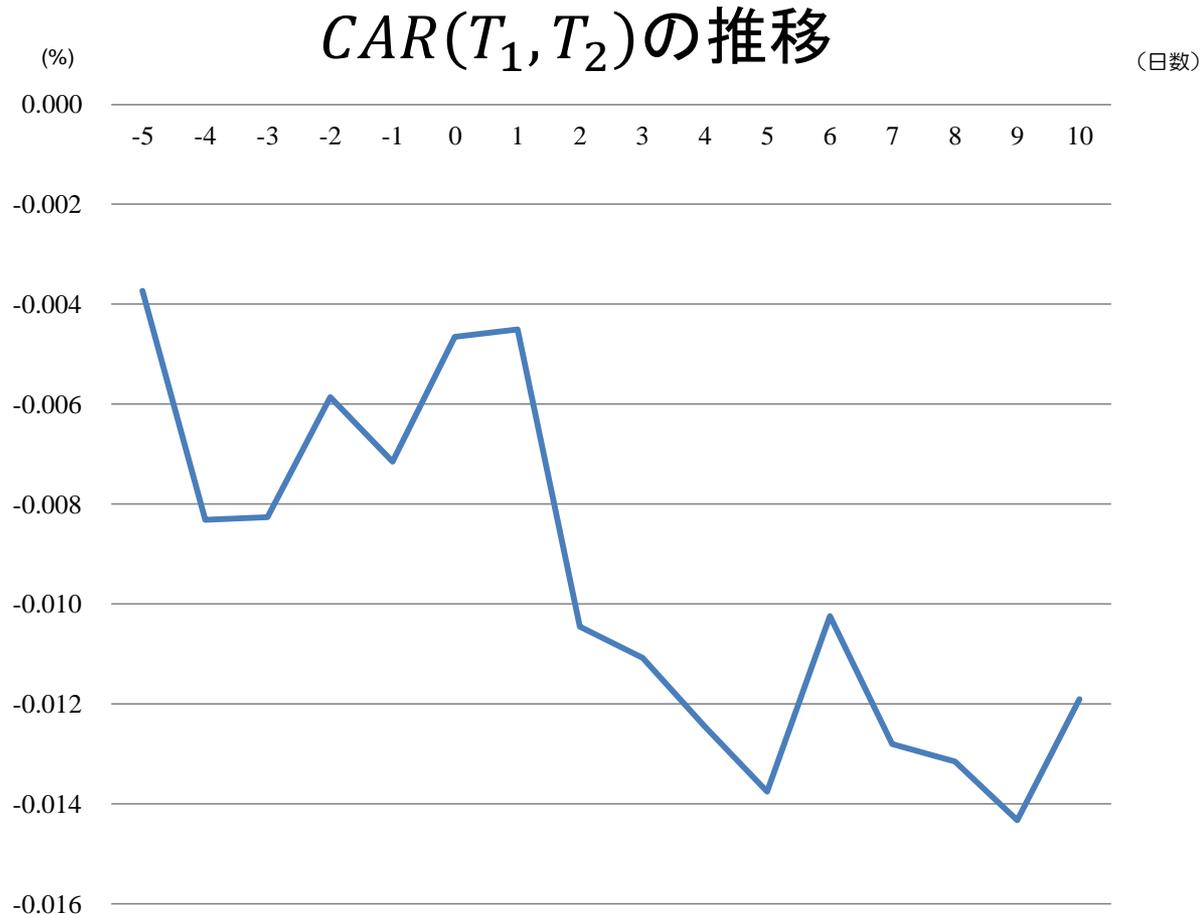
\*

10%有意水準\*

(出所)yahooファイナンスより発表者作成

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

# 異常リターンは小さくなっていく



T1	T2	CAR(T1, T2)
-5	-1	-0.715%
0	1	0.265%
0	5	-0.661%
0	10	-0.475%

有意なし

(出所)yahooファイナンスより発表者作成

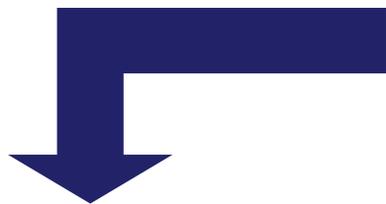
1. 日本ハムの誠実さ分析
2. リキャップCBの概要
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 市場はリキャップCBに批判的

リキャップCBの発表

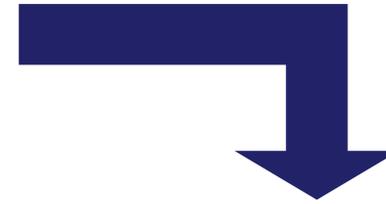


株価



ROEの向上 = 上昇

<



希薄化の発生 = 下落

# 今後の課題

- サンプル数の拡大(今回23件)
- リキャップCB以外の情報が反映されている  
サンプルの排除

# 参考文献

John Y.Campbell, Andrew W.Lo, A.Craig MacKinlay(2007)『ファイナンスのための計量分析』(祝迫 得夫, 大橋 和彦, 中村 信弘, 本多 俊毅, 和田 賢治訳) 共立出版

大日方隆(2013)『アドバンスト財務会計』中央経済社

リチャード・ブリーリー, スチュワート・マイヤーズ, フランクリン・アレン(2007)『コーポレートファイナンス(第8版)』(藤井眞理子, 国枝繁樹訳) 日経BP社

廣松毅(2011)『情報セキュリティ事故が企業価値に与える影響の分析 – イベント・スタディ法を用いたリスク評価の試み –』情報セキュリティ総合科学

アブレウ・山田聖子・土村宣明(2009)「転換社債発行のアナウンス効果-MSCB発行と投資家の反応-」

池田義男・畠田敬(2005)「自己株式取得による株価への効果-2001年10月の商法改正以降のイベントを用いたマーケット・モデルによるイベントスタディ分析」

ご清聴ありがとうございました。