

リキャップCB実施のアナウンスメント効果

積 惟 美^{*}・塚 原 慎^{**}・寺 嶋 康 二^{***}

要旨

本研究の目的は、リキャップCBと呼ばれる特殊な資本政策の実施に対する株式投資家の反応を実証的に調査することにある。リキャップCBは、実質的な増資と減資の組み合わせといえることから、それぞれの資本政策を単独で実施した場合とは、株式投資家の反応が異なる可能性がある。

本稿ではイベント・スタディの手法を用い、リキャップCBの実施公表イベントが累積超過株式リターン (Cumulative Abnormal Return: CAR) に及ぼす影響について検証を行っている。検証の結果、リキャップCBの実施公表に対し、サンプル全体としては統計的に有意な正または負の反応は見られなかったものの、リキャップCBを実施する際に発行企業側に説明を要請した東京証券取引所 (2017) 公表以降の実施サンプルに限定すると、株式投資家は平均的に負の反応を示していることがわかった。このことは、リターンに関するその他の決定要因をコントロールした上で実施した重回帰分析の結果によっても支持されており、当該期間においては、リキャップCBの実施が必ずしも企業価値向上に結びつかず、目標とするROE水準の達成などといった機会主義的な目的のために行われていると株式投資家が認識していることと整合的な結果を入手している。

キーワード：転換社債、自己株式取得、資本再構成、最適資本構成、イベント・スタディ

Market Reaction to Announcement of “Recap CB” Implementation

Abstract

The purpose of this study is to empirically investigate the announcement effects of a special capital policy called “Recap CB” on stock investors. Since “Recap CB” can be said to be a combination of a substantial capital increase and a capital reduction, the reaction of stock investors may be different from that of the case where each capital policy is implemented alone.

In this paper, we use an event study approach to examine the effect of public announcements of recapitalization on Cumulative Abnormal Return (CAR). As a result of the verification, we found that although there was no statistically significant positive or negative reaction to the announcement of the implementation of “Recap CB” for the sample as a whole, equity investors showed negative reactions on average when the sample was limited to the implementation after the announcement of Tokyo Stock Exchange (2017), which requested issuing companies to explain the implementation of “Recap CB”. This is also supported by the results of the multiple regression analysis after controlling for other determinants of returns. The results suggest that equity investors perceive that the implementation of recap CBs does not necessarily lead to the enhancement of corporate value in the period under review, but is done for opportunistic purposes such as achieving the target ROE level.

Keywords: Convertible bond, Stock repurchase, Recapitalization, Optimal capital structure, Event Study

^{*} 亜細亜大学経営学部専任講師

^{**} 帝京大学経済学部助教

^{***} 千葉商科大学会計ファイナンス研究科専任講師

第1節 はじめに

本研究の目的は、「リキャップCB」と呼ばれる資本政策に対する株式投資家の反応を実証的に解明することにある。リキャップCBとは、転換社債（Convertible Bond: CB）の発行と自己株式の取得を同時に行う財務活動のことを指す（重本, 2015; 志馬, 2015）。

転換社債は、社債元本について現金での償還を受ける代わりに、社債額面金額相当の現金を追加で払い込むことで、発行時に設定された転換価格での株式交付を受けることが可能な社債の一種である。転換社債を発行した企業にとっては額面にかかるクーポンを抑えることができるというメリットがあり、転換社債権者にとっては株式に転換するオプションを得ることができる。また、そこで設定される転換価格は、株式転換権を魅力的なものとするために社債権者にとって有利となる金額として設定されることが多く、ある程度「のちの株式転換」が織り込まれた金融商品であるといえる（塚原他 2020）¹。これと整合的に、当該証券の発行は「広義のエクイティ・ファイナンス（迂回的増資手段：大木, 2012）」と位置付けられており、証券市場においても、転換社債発行時には普通株式発行時に近い反応が示される傾向にあることが近年において報告されている²（e.g. アブレウ山田・土村 2009; Duca et al. 2012）。

一方、自己株式の取得は株主に対する還元政策の一つとしてなされるものであり、一般に、

減配を避けるインセンティブを有する企業にとっては、配当よりもフレキシブルな株主還元政策として位置づけられる（Brav et al. 2005）。自己株式を取得すると株主資本の減少が生じるため、転換社債の発行によって資金を調達し、それと同時あるいはごく短い期間の間に資金流出を伴う自己株式取得を行うリキャップCBは、（迂回的な）増資と減資とを組み合わせた特殊な複合的資本政策であると言えることができる（塚原他, 2020）。

本研究において、当該資本政策に対する株式投資家の反応に着目する理由は次の通りである。第1に、日本においてリキャップCBの実施件数が増加しており、これに対する注目が高まっている点である。近年、日本企業に対する一連のガバナンス改革、すなわち日本版スチュワードシップ・コード（金融庁 2014）や伊藤レポート（経済産業省 2014）、コーポレート・ガバナンス・コード（東京証券取引所 2015）などの制定・公表により、企業の資本効率に対する関心が高まりを見せている。こうした背景のもと、資本政策の一つとして、日本企業においてリキャップCBと呼ばれる資本政策の実施例が増加傾向にある。というのも、企業の資本効率を示す代表的な財務指標であるROEは、株主資本に対する当期純利益の割合であり、リキャップCBを実施して株主資本が減少すると、分母が小さくなることから、ROEの値を改善する効果があるためである³。しかしながら、リキャップCB実施によるROEの改善は見かけ上の調整

¹ これに加えて、名越（2016）では、転換社債に対して取得条項を付与することが一般的であることが示されている。取得対価を株式とする取得条項を付与することで、転換社債の発行から実質的な増資と同じ効果を得ることができる。また、発行後に株価が下落し、転換価格を大きく下回るような状態となる場合に備えて、転換価格修正条項が付されるケースもみられる（久保田 2005; 川口 2007）。これらの付加的な条項を用いることで、株式転換が行われやすい設計の転換社債にすることが可能である。

² なお、本稿でサンプルとしたリキャップCBで用いられている転換社債のうち、サンプル抽出時点ですでに転換権行使期限を迎えている転換社債の株式転換率は、平均して約 55.6%であった（なお、発行されている転換社債全体の場合は平均約 58.6%であり、これらの平均値の差は非有意であった）。

³ 本稿では、貸借対照表の貸方側の項目のうち、負債以外の部分を指して「資本」と呼称し、特に断りのない限りこれを「純資産」や「持分」と同義として用いる。また、企業の資金調達における資本と負債の割合に関しては、「資本構成」と統一的に呼称する。

に過ぎない。とくに、後の株式転換を前提として転換社債が発行されることを考慮すると、リキャップCBによる資本構成の変化、およびそれに伴うROEの改善効果は一時的なものとなる。したがって、リキャップCBは必ずしも企業価値の向上に寄与するものではないとして、既存株主の立場から批判的な意見があることが指摘されている（東京証券取引所 2017）。

図1は日本におけるリキャップCBの実施件数の推移である⁴。これを見ると、上述のガバナンス改革が活発になった2014年を機にリキャップCBの実施件数が急増していることがわかる。また、東京証券取引所における注意喚起（2017年）以降には減少が見られるものの、なお一定数の実施事例が確認されている。

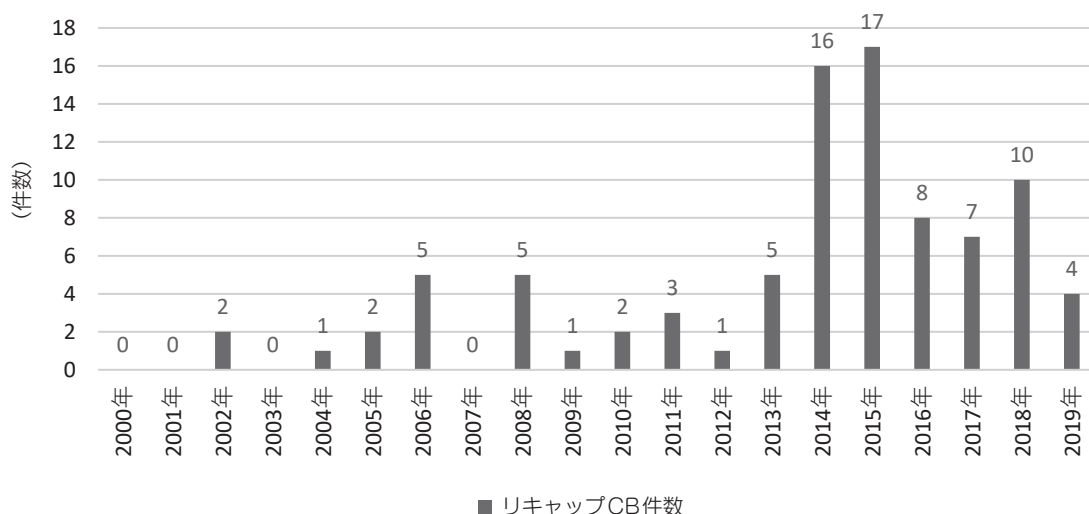


図1 リキャップCBの実施件数の推移

出所：寺嶋他（2020）再掲（Astramanager収録データより筆者ら作成）

第2に、リキャップCBに対する関心の高まりに関わらず、当該複合的資本政策の経済的効果について、これまで学術的に十分に議論されているとは言いがたいという点である。上述のように、リキャップCBは資本再構成（リキャピタリゼーション）の手段として、近年実務上の注目を集めつつあり、海外においても転換社債の発行と自己株式取得を同時に実施するという複合

的実務（combined offerings）は一定数観察されている⁵。しかしながら、当該資本政策に関してはこれまでに研究上の関心がほとんど向けられてこなかったことが先行研究において指摘されている（De Jong et al. 2011）。

ただし、資本再構成の手段としてのリキャップCBに関連するものとして、Modigliani and Miller（1958）を嚆矢とする企業の資本構成を取

⁴ 本稿におけるリキャップCBの定義およびサンプル収集方法は後述する4.2節を参照されたい。

⁵ De Jong et al.（2011）では、2005年から2007年における転換社債発行機会のうち23.7%について、自己株式取得が同時に公表されていることが示されている。

⁶ なお、実証的観点から企業の資本構成の決定要因にアプローチした先行研究は多数存在しているが、これらに関する成果と展望をレビューした論文として、Graham and Leary（2011）、Parsons and Titman（2009）が挙げられる。また、資本構成の決定要因に関する理論的な整理については、Harris and Raviv（1991）などを参照されたい。

り扱った研究流れが存在する。当該研究流れは資本構成が企業価値に与える条件を特定する最適資本構成に関する議論と、最適資本構成に向けた調整速度に関する議論の大きく2つの方向性に分けられる⁶。しかしながら、資本構成の調整手段（どのような金融商品を用いるのか）については必ずしも十分な研究の蓄積があるとは言えない（岡本 2013）。さらに、調整手段について分析している先行研究においても、新株発行や債券発行といった個別の資本政策が取り扱われる一方で、リキャップCBのような複合的な資本政策がもたらす経済的効果やその実施要因について検証しているものは少なく、十分な経験的証拠の蓄積がなされているわけではないと言える。上記を背景として、本研究では、リキャップCB実施に対する株式投資家の反応を検証することにより、当該複合的資本政策の投資家にとって持つ意味に関して検討を行う。

本研究の発見事項は次のように要約される。第1に、リキャップCBを実施したと考えられる全サンプルを用いた検証においては、投資家が正もしくは負の反応を示している強い証拠は観察されなかった。これは、リキャップCBが複合的な資本政策であり、一般的に投資家に対して現在の株価の割安を伝えるアナウンスメント効果（自己株式取得）と、株価が割高であることを伝達する効果（転換社債の発行）が同時に生じるためであると考えられる。第2に、2017年の東京証券取引所のリキャップCBに対する注意喚起以降の期間では、リキャップCBの実施に対して投資家は負に有意な反応を示す証拠が観察された。この証拠からは、注意喚起以降では、見かけ上の資本構成を操作して目標ROEを達成するという目的でリキャップCBが実施されていると投資家が認知したことを示唆している。すなわち、リキャップCBを実施することが、むしろ当該資本政策を行わなければ十分なROEを達成できないことのシグナルとして機能したと考えられる。

本研究には以下のような貢献があると考えられる。ひとつは、複合的な資本政策であるリキャップCBの経済的効果とその動機の所在に関する実証的証拠の蓄積に関する貢献である。本研究の結果からは、リキャップCBに対する投資家の反応は全体としては統計的に有意なものではなく、期間によって負であることが観察されている。このような資本政策を企業があえて実施する背景には、東京証券取引所（2017）で懸念されているような、「目標ROEの（形式的な）達成」といった、経営者の機会主義的な動機が存在することが考えられる。このことは、リキャップCBの実施要因として「目標ROEの達成」があるという実証的証拠を観察している塚原他（2020）を補強するものであると言える。

いまひとつは、リキャップCBに対する株式投資家の反応が期間によって変化することを確認している点である。リキャップCBに焦点をあてた実証的研究は、筆者らの調査の範囲では、これまで志馬（2015）および重本（2015）、重本（2020）が存在する。志馬（2015）および重本（2015）はリキャップCBが増加する以前の時期を分析対象としているため、サンプル期間が限定的なものとなっている。また、その後の期間を含めた重本（2020）についても、地方銀行10行を対象にしており、サンプル数およびその産業の特殊性から一般化可能性が必ずしもあるとは言えない。本研究ではリキャップCBサンプルの収集条件を明確化し、また分析対象期間を拡張した上で期間ごとに分析を行い、リキャップCBに対する株式投資家の認識の変化をより一般化可能性のある形で確認している。

本稿の構成は次のとおりである。第2節では、関連する先行研究を整理する。第3節では、仮説構築を行う。第4節ではリサーチ・デザインを示し、第5節では検証結果を提示する。第6節は本稿のまとめである。

第2節 先行研究

2.1 リキャップCBの アナウンスメント効果

本節では、リキャップCBのアナウンスメント効果に関する先行研究を概観する。転換社債発行と同時に自己株式取得を実施する実務（Combined Financing）に注目し、その経済的な動機を分析した研究として、De Jong et al. (2011) が存在する。当該研究では、起債額のディスカウントを行う、転換社債発行時の株価に対する負の影響を緩和するといった、機関投資家に対する裁定機会を提供するために当該資本政策を行なっているという仮説を立て、これと整合的な検証結果を得ている⁷。

一方、国内では、リキャップCBそのものを対象としたアナウンスメント効果に関する先行研究として、重本(2015)、志馬(2015)、山田(2017)、重本(2020)が挙げられる。

重本(2015)は、2004年から2014年におけるリキャップCB実施ケースのうち、特に地方銀行6行を対象としてイベント・スタディを実施し、公表後10日間では目立った反応は見られなかったと報告している。重本(2020)では重本(2015)以降にリキャップCBを実施した4行を加えた地方銀行10行を対象として追加検証を行っているが、少なくとも累積異常収益率に関しては公表後10日間において有意な反応は見られなかったと報告している。

志馬(2015)および山田(2017)は、2008年から2015年の日本におけるリキャップCB実施事例を対象にイベント・スタディを行っている。その結果、当該資本政策の実施に対する証券市場の反応は、全サンプルにおいて正・負いずれも見られるが有意な水準ではないとしている。

また、重回帰分析を用いて異常リターンの決定要因にアプローチした結果、リキャップCB実施後3日間程度の短期的CARについては転換社債の発行条件に、実施後1ヶ月程度の中期的CARについては発行企業の財務的安定性や自己資本収益力にそれぞれ反応していることが明らかとなっている。

上記の先行研究は、リキャップCBという資本政策が日本において広まりつつあった時期における証券市場の反応を詳細に検討したものであるが、前節図1で示しているように、これら先行研究における検証期間以降に、一時的にリキャップCBの実施件数が急増した時期が存在していることがわかる。

こうした状況変化の背後には、スチュワードシップ・コード(2014年2月26日公表)およびコーポレート・ガバナンス・コード(2015年3月5日公表)の公表というイベントが存在していると考えられる。これらコードの公表以後、資本生産性の向上が日本企業において特に意識されるようになり、2014年以降の上場企業によるリキャップCBの実施件数の増加(図1参照)につながったことが予想される。したがって先行研究では、両コードの公表という外的な状況変化を完全には捉えられていない可能性がある。このことから本研究では、先行研究に対して検証期間を延ばして検証を行うことで(2001-2020年)、期間によるリキャップCBに対する投資家の認識の変化を検討する。

上記に示すように、現時点においてリキャップCBに関する先行研究の蓄積が限定的であることに鑑み、本稿では、リキャップCBそのものを対象とした先行研究の概観のみならず、リキャップCBの構成要素である「転換社債発行」と「自己株式取得」を単独事象としてそのアナ

⁷ また、アナウンスメント効果を直接的な分析対象とはしていないが、塚原他(2020)では、転換社債の発行要因および自己株式取得の実施要因を整理した上で、これらの組み合わせであるリキャップCBの実施要因として、最適資本構成を実現すること、およびROEを調整することが動機にある可能性を考察している。

アナウンスメント効果を検証した先行研究についても検討し、それらの結果を踏まえた仮説の構築を行う。

2.2 転換社債のアナウンスメント効果

転換社債発行のアナウンスメント効果に関しては、公募増資と普通社債発行の中間程度の効果が見られることが報告されている。すなわち、証券市場は転換社債の発行に対して、国や時期によって差はあるものの、基本的には負の反応を示すことが明らかとなっている。

先行研究における結果を国ごとに整理すると、まず米国では時期を問わず長期的に負の反応を示す報告が多く見られる。例えば、Lee and Loughran (1998) や Lewis et al. (2001) では、米国において転換社債発行後、負の長期株価パフォーマンスが観察されることが報告されている。また、1984から2009年にかけて米国市場における転換社債発行アナウンス日前後の異常株価収益率が負であり、かつ近年になるほど強く負の影響が出ていることを報告した研究として、Duca et al. (2012) が挙げられる。

他方で、日本における結果は時期によって異なる点で若干特殊である。日本市場を対象とした研究としてはKang and Stulz (1996)、倉澤他 (1997)、アブレウ山田・土村 (2009) が挙げられるが、これらの結果を総合すると、特にバブル期までは米国における一般的な反応とは反対に日本では正の反応が見られていたこと、そして近年では米国と同様に負の反応が見られていることが指摘できる。

このように、転換社債発行に関しては多くの研究で、特に近年に関して市場は負の反応を

示すことが報告されている。ここで、なぜ負の反応が見られるのか、という理論についてはMyers and Majluf (1984) の提唱した逆選択仮説に依拠した解釈がなされることが多く見られる。

逆選択仮説とは、経営者－投資家間の情報の非対称性を前提とした場合、経営者は企業の株価が過大に評価されているタイミングで増資を行う誘因を持つとする仮説である。すなわち、経営者が自社について投資家よりも情報優位にあり、かつ経営者が既存の株主の富の最大化を企図するならば、経営者は株式が過大評価されているときに株式を発行して増資を行うことができ、相対的に既存株主に利する資金調達を行うことができる。この場合、投資家は公募増資の発表から株価が割高であるという状況を懸念するため、当該資本政策のアナウンスメント効果は負となる。先述したように、転換社債は転換権の行使によって株式へと転換することができ、条件設定次第では実質的・迂回的な増資とも呼べる性質を持つことから、公募増資と同様に負の反応が期待されると説明される⁸。

2.3 自己株式取得のアナウンスメント効果

自己株式取得の実施に対するアナウンスメント効果に関しても多くの研究がなされてきているが、自己株式取得のアナウンスメント効果としては、少なくとも短期的には概ね正の反応が見られるということ、すなわち市場は自己株式取得に対して好意的に反応することが多いということが総体として明らかになっている。

問題はその後、なぜ市場は自己株式取得に好意的な反応を示すのかという点に関してであ

⁸ なお、転換社債の発行要因について論じた研究としては他にもGreen (1984)、Brennan and Schwartz (1988)、Stein (1992)、Mayers (1998) などが存在するが、これらはいずれも、他の資金調達手段ではなく特に転換社債が選ばれる理由を説明するために、他の資金調達手段に比した転換社債の相対的な利点に焦点を当てたものである。したがって、アナウンスメント効果に対するインプリケーションとしてこれらの研究において提唱されている仮説を考えた場合、「特定の状況においては他の資金調達手段よりも転換社債による資金調達の方が選好される」という他の資金調達手段に対する相対的な符号の予測しか行うことができず、転換社債の発行それ自体に対する反応の正負の予測には用いづらいものとなっている。

る。この点について先行研究でしばしば言及されるのは、Bhattacharya (1979) や Miller and Rock (1985) が提唱したシグナリング仮説と、Jensen (1986) や Easterbrook (1984) が提唱したフリー・キャッシュ・フロー仮説の二つである。以下、一つずつ簡潔に説明を加える。

シグナリング仮説とは、経営者は現在の自社の株価が過小評価されていると感じるとき、そのことをシグナルするために自己株式取得を行うとする仮説である。すなわち、経営者－投資家間の情報の非対称性を考えた場合、自社の株価が過小評価されていると判断した経営者は、自己株式取得を通じてその事実を市場に伝え、自社の株価を適正な水準にしようとする、というものである。したがって、この仮説通り市場が企業の株価の過小評価を示すシグナルとして自己株式取得を解釈するならば、自己株式取得実施のアナウンスメントに対し市場は好意的な反応を示すと考えられる。

こうしたシグナリング仮説を検証した研究としては Vermaelen (1981)、Comment and Jarrell (1991)、Dann et al. (1991)、Hertzel and Jain (1991)、Ikenberry et al. (1995) などが挙げられる。これらの研究では、仮説と整合的に、自己株式取得実施公表日前後の株式異常リターンが統計的に有意に正であることが報告されている。

もう一つの仮説であるフリー・キャッシュ・フロー仮説とは、企業に優れた投資機会が存在しない場合、余剰な手許資金であるフリー・キャッシュ・フローが経営者－株主間のエージェンシー問題を生じさせるため、自己株式取得によって余剰資金の吐き出しを行うことが有効であるとする仮説である。すなわち、経営者が投資自体から私的便益を得られる状況を前提とすると、余剰資金の存在は経営者の私的便益のための浪費を誘発しかねないため、エージェンシー・コストを生じさせる。したがって、自己株式取得のようなペイアウトによって資金を払い戻させることがエージェンシー・コストの

削減を通じて企業価値の向上に資するものになると考えられる。このことから、自己株式取得を行うことでエージェンシー・コストが削減されると市場が受け止めるのであれば、自己株式取得実施のアナウンスメントに対し市場は好意的な反応を示すと考えられる。

フリー・キャッシュ・フロー仮説を検証した代表的な研究としては Nohel and Tarhan (1998) や Grullon and Michaely (2004) などが挙げられる。これらの研究では、仮説と整合的に、自己株式取得実施公表日後に短期ないし長期の株価パフォーマンスが正であったことが報告されている。

第3節 仮説構築

3.1 予備的検証

まず、転換社債発行および自己株式取得に関する先行研究で採用されている仮説を元に、リキャップCBのアナウンスメント効果に関する仮説を構築する。

転換社債発行に関する逆選択仮説では、増資を通じて株価が過大評価であることがアナウンスメントされることにより、株式投資家は負の反応を示すことが予想され、実証的な先行研究においても概ねこれを支持する証拠が観察されている (e.g. Lee and Loughran, 1998; Lewis, Rogalski and Seward, 2001; アブレウ山田・土村, 2009; Duca et al., 2012)。しかしながら、リキャップCBでは転換社債発行と同時に自己株式取得を行い、自己株式取得が株価の過小評価のシグナリングとなるため (e.g. Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985)、当該効果は相殺される可能性がある。

また、自己株式取得に関して提唱されるフリー・キャッシュ・フロー仮説についても、リキャップCBでは自己株式取得を行うためにフリー・キャッシュ・フロー（余剰資金）を利用するわけではなく、転換社債の発行によって調

達した資金が利用されることから、リキャップCBにおいては成立しないと考えられる。

そのため、リキャップCBの実施要因や影響を特定しない場合、リキャップCBのアナウンスメント効果を単純に既存の理論的仮説から予測することは難しい。以上のことから、予備的検証として以下の帰無仮説を設定することにより、先行研究で明らかになっているリキャップCBに対する投資家の反応がより拡張されたサンプルにおいても観察されるかを検証する。

仮説0: リキャップCBの実施公表に対し、株式投資家は反応を示さない。

3.2 東京証券取引所 (2017) 後の反応

先に示した仮説0は、一般的な状況における理論的予測を示したものであるが、一定の状況を特定したときには、その反応をある程度予測することができる。例えば、2014年以降にリキャップCBの実施企業が相次いで観察されたことを背景に、当該資本政策は必ずしも企業価値の向上に寄与しないとする注意喚起（東京証券取引所 2017）がなされている⁹点は注目に値する。

この注意喚起によって、リキャップCBには「企業価値の向上に必ずしも寄与しない資本政策」という意味合いが付与されることになり、注意喚起以降にリキャップCBを行う企業に対しては、「注意喚起がなされたにも関わらず、企業価値向上以外の何らかの目的のためにリ

キャップCBを選択する（せざるを得ない）企業」という目が向けられる可能性がある。また同様に、実際にリキャップCBを実施する企業の質自体も上記のように変化する可能性がある。そうであれば、証券市場参加者はこのことを織り込んだ資本政策評価を行う可能性がある。

企業価値向上以外のリキャップCB実施目的としてはたとえば、塚原他（2020）において指摘されているような、経営者が自らの解任可能性を下げるために行うROEの（見かけ上の）向上などが考えられる。この場合、リキャップCBの実施は、市場に「企業価値向上を目的としない経営者の私利追求のための資本政策を実施した」と受け止められるおそれがあり、負の反応を惹起する可能性がある。

また、注意喚起前後の時期は、コーポレート・ガバナンス・コードなどの公表を受けて、日本企業において株主還元に対する圧力が増加している時期であり（生命保険協会調査2014）、この点からも同時期のリキャップCB実施のアナウンスメント効果を予測することができる。リキャップCBを実施するためには、転換社債の発行と自己株式取得を行うための費用や当該資本政策の有効性を投資家に伝えるためのコストが生じる¹⁰。さらに、東京証券取引所（2017）以降の時期においては、上述したレピュテーションを棄損するコストも生じる可能性がある。こうした状況においてあえてコストのかかるリキャップCBを実施する企業は、東京証券取引所（2017）以前の時期に比べて、増配等による

⁹ 具体的に、当該資料では「…国内外の機関投資家等からは、上場会社が資本生産性の改善に取り組むことは評価できるものの、リキャップCBは必ずしも企業価値の向上に寄与せず、既存株主の立場からは歓迎できないという批判的な意見も寄せられている状況にあります（p.2）」という状況に鑑み、自己株式取得の合理性、自己株式取得のための資金調達手段としてのCB発行の適切性、資本政策の基本方針との整合性、CB発行と自己株式取得を組み合わせることの個別事情の有無、CBの条件設定の適切性、CBのアップ率のメッセージ性などについて投資家が抱くであろう質問例を提示し、「資本政策をめぐる認識の齟齬」を解消するよう要請している。

¹⁰ ただし、東京証券取引所（2017）ではリキャップCBを行うには当該資本政策が企業価値の向上につながることを投資家に十分に説明することを促しているものの、筆者らによる調査の限りにおいて、転換社債発行時の臨時報告書における自己株式取得を行う理由として、「資本効率の向上のため」という東京証券取引所（2017）以前にも見られた理由以上の説明をしているケースは観察されていない。

長期的・安定的な株主還元には堪えるだけの資金的余力がなく、リキャップCBの形をとって形式的にしか株主還元を行うことができない企業であるということも推察される。この場合も、資金的余力がなく財務的安全性に欠けるというシグナルが伝達されることで、負の反応が示される可能性がある。

以上から、東京証券取引所の注意喚起以降のリキャップCB実施事例に対しては、注意喚起以前に比して負の反応が観察されると予測することができる。以上より、次の仮説を構築する。

仮説1：東京証券取引所（2017）の公表後、リキャップCBの実施公表に対し、株式投資家は負の反応を示す。

第4節 リサーチ・デザインとサンプル

4.1 リサーチ・デザイン

リキャップCBの実施公表に対する証券市場の反応を検証するにあたり、本研究では、標準的なマーケット・モデルに基づいたイベント・スタディの手法を用い、異常リターンを計算し、イベント日周辺における証券市場の反応を分析する¹¹。またそれとともに、従属変数を $CAR_{i,t}$ とし、Fama and French (1993) で株価リターンに影響を及ぼすことが指摘されている企業規模（時価総額）、時価簿価比率を追加的にコントロールし、さらにリキャップCBの実施に影響している可能性がある発行直前期末における企業の収益性、資本構成、および先行研究で言及されたリキャップCBの実施条件を追加的にコントロールした上で、東京証券取引所による注意喚起前後により証券市場の反応が異なる可能性を検証する。

分析の第一段階について、市場モデルによるCARの導出過程は次の通りである。まず、企業

ごとにリキャップCBの実施公表日の210営業日前から11営業日前の200日間の日次リターンについて、マーケット・リターンとして東証株価指数（TOPIX）を用いて回帰し、企業リターンの推定式を得る。

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MR_t + \epsilon_t \quad (1)$$

$R_{i,t}$: 企業iのt日における配当及び分割等調整済みリターン

MR_t : t日における市場リターン（TOPIX）

次に、個々のサンプルについて、(1) 式によって得られた各係数の推定値 ($\hat{\alpha}_0$, $\hat{\alpha}_1$) をもとに導出したリターンの推定値と、実際のリターンの差をとることで、式 (2) で示されるように、企業iのt日における異常株価リターン（Abnormal Return: AR）を得る。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 MR_t) \quad (2)$$

$AR_{i,t}$: 企業iのt日の異常株価リターン

続いて、イベント期間におけるARの累積値（Cumulative Abnormal Return: CAR）を、次の式 (3) から得る。ただし、イベント期間の初日を τ_1 、イベント期間の最終日を τ_2 とする。導出されたCARの平均値について、有意性検定を実施する。

$$CAR_{i,t} = \sum_{\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

分析の第二段階について、(3) で求めた $CAR_{i,t}$ を従属変数とし、東京証券取引所（2017）による注意喚起がなされた後のリキャップCB実施機会に該当したときに1をとるダミー変数（ $PST_TOSHO_{i,t}$ ）を独立変数とした重回帰分析を実施する。

これに加えコントロール変数として、Fama

¹¹ イベント・スタディの手法としては、Brown and Warner（1985）、あるいはSerra（2002）を参照されたい。

& French (1993) において株式リターンに対して説明力を有するとされる企業規模（株式時価総額）、時価簿価比率を設定し¹²、さらに、リキャップCB実施後の累積超過収益率を回帰した先行研究である重本（2015）を参考とし、リキャップCBの特徴をコントロールする。すな

わち、CBアップ率（ $CB_PREMIUM_{i,t}$ ）、自社株用資金比率（ $ReCB_RATIO_{i,t}$ ）、転換社債発行規模（ $CB_SIZE_{i,t}$ ）、自己株式取得規模（ $REPURCHASE_SIZE_{i,t}$ ）、資本構成（ $LEVERAGE_{i,t-1}$ ）、収益性（ $ROA_{i,t-1}$ ）を設定する。検証モデルおよび変数の定義は次に示すとおりである。

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 PST_TOSHO_{i,t} + \beta_2 BTM_{i,t-1} + \beta_3 FIRM_SIZE_{i,t-1} + \beta_4 CB_PREMIUM_{i,t} + \beta_5 ReCB_RATIO_{i,t} + \beta_6 CB_SIZE_{i,t} + \beta_7 REPURCHASE_SIZE_{i,t} + \beta_8 LEVERAGE_{i,t-1} + \beta_9 ROA_{i,t-1} + industry + \epsilon \quad (4)$$

4.2 リキャップCB実施企業とサンプルの収集方法

本研究では、2001年1月1日から2020年5月7日までのリキャップCB実施機会を分析対象とする。自己株式取得情報、転換社債発行情報、株価情報および財務情報について、QUICK 社が提供する Astramanager より取得可能な全データを取得している。また臨時報告書は株式会社プロネクサスが提供する eol データベースより手収集している。

リキャップCBのイベント日を特定するためには、転換社債発行と自己株式取得の情報が同時に市場に伝達されている（もしくは、実施の意思決定が同時に行われている）必要がある。そこで本研究では、以下の2つの基準のうちいずれかを満たす場合を「リキャップCB実施企業」として設定している。

- (1) 転換社債発行に関する臨時報告書において、発行理由に自己株式取得の旨が記載されている（使途指定サンプル）。
- (2) 転換社債発行の取締役会決議日と自己株式取得の取締役会決議日が同日である（同時決議サンプル）。

上記の基準により、(1) では56企業・年、(2) では85企業・年（重複51企業・年）が抽出され、(1) および (2) の基準で重複して抽出されてい

るサンプルを除き、最終的に90企業・年のサンプルが得られている。また、本研究では、(1) の場合、臨時報告書の提出日を、(2) の場合、取締役会決議日をイベント日として設定している。

第2段階の分析について、株価リターン・データおよび分析に必要な財務データはQuick社が提供している Astramanager より取得している。なお、重回帰分析にあたっては財務数値の比較可能性を担保するため、日経中分類に基づく金融・保険・証券業はサンプルから除外しており、その結果76企業・年をサンプルとして得ている¹³。ただし、発行条件が同一でない複数種類の転換社債を同時に発行している企業サンプルが12件存在することを確認しているため、リキャップCBの発行条件をコントロール変数として考慮した重回帰分析にあたっては、それぞれの転換社債の発行規模で重み付けを行い、対応する自己株式取得金額を配分した上で、これらを別の発行機会として回帰分析を行っている。この方法によれば、転換社債の種類ごとに異なることになる、社債の発行条件に関するコントロール変数を追加的に使用することが可能になっている。

¹² なお、市場リスク・プレミアムについては $CAR_{i,t}$ の計算過程において考慮されているものとする。

第5節 検証結果

5.1 イベント・スタディの結果

表2はイベント日周辺の異常リターンの平均値を、表3はイベント日周辺における累積異常リターン（CAR）を示しており、図2から図4は

その推移を示している。全サンプルでみたとき、イベント日翌日において負に有意な異常リターン（ $AR_{i,t}$ ）が観察されているものの、イベント日周辺のCARでみると統計的に0と異なる値をとっているわけではない（表1）。

表1 変数の定義

Variables	Definition
$CAR_{i,t}$	市場モデルに基づいて計算した異常リターン。
$PST_TOSHO_{i,t}$	企業 <i>i</i> のリキャップCB実施時点 <i>t</i> におけるリキャップCB実施サンプルについて、東証の注意喚起(2017年3月17日)後のリキャップCB実施期間に該当すれば1、そうでないならば0をとるダミー変数。
$BTM_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> について、リキャップCB実施前(直前決算期)の簿価時価比率。
$FIRM_SIZE_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> について、リキャップCB実施前(直前決算期)における株式時価総額の自然対数値。
$CB_PREMIUM_{i,t}$	企業 <i>i</i> について、CBの株式転換価格と発表時株価との差額比率(転換価格/時価)。
$ReCB_RATIO_{i,t}$	企業 <i>i</i> について、自己株式取得実施時点 <i>t</i> における自己株式取得予定金額/ CB発行金額。
$CB_SIZE_{i,t}$	企業 <i>i</i> について、転換社債発行額の対総資産比率。
$REPURCHASE_SIZE_{i,t}$	企業 <i>i</i> について、自己株式取得実施時点 <i>t</i> における自己株式取得規模(予定取得株数/発行済株式数)。
$ROA_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> について、リキャップCB実施前(直前決算期)の総資産利益率。
$LEVERAGE_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> について、リキャップCB実施前(直前決算期)の自己資本比率。
$SIZE_{i,t-1}$	企業 <i>i</i> について、リキャップCB実施直前期末における株式時価総額の自然対数値。
<i>industry</i>	産業ダミー。

また、本研究では、東京証券取引所による注意喚起の前後でイベントが有する効果が異なる可能性を検証するため、当該イベントの前後に基づいたサブ・サンプリングを行っている。その結果、注意喚起がなされる前の期間において、イベント日の直前にかけて正のARが発生していることに由来し、イベント日周辺におけるCARの平均値は正となっているが、これは有意

な値ではない。さらにその後の*t*+2,*t*+3日にかけては、負に有意なARを観察している。

東京証券取引所による注意喚起後にリキャップCBの実施を公表した企業については、イベント日翌日のARは負に有意な値をとっており、CAR[0,1]およびCAR[-1,1]についても負の値は統計的に有意なものとなっている。このことから、東京証券取引所による注意喚起が行われた

¹³ 金融業等を除かないサンプルについてもイベント・スタディを実施したが、本稿で示す結果と整合的なものが得られていることを確認している。

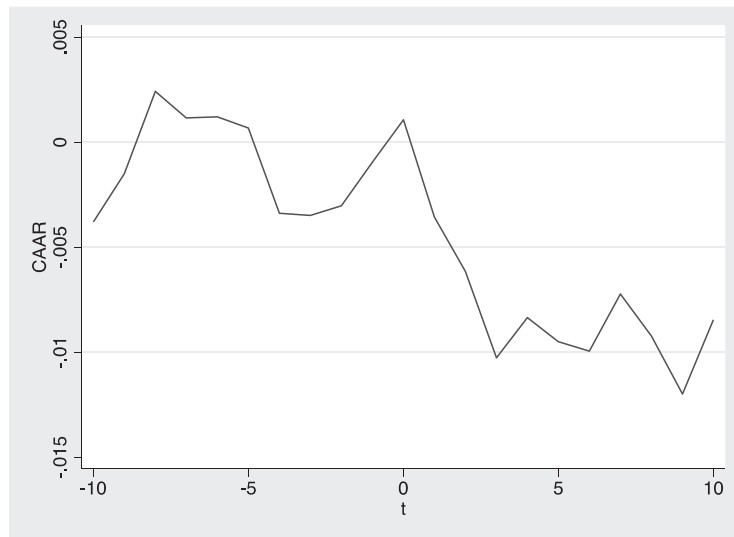


図2 CARの推移 (全サンプル、N=90)

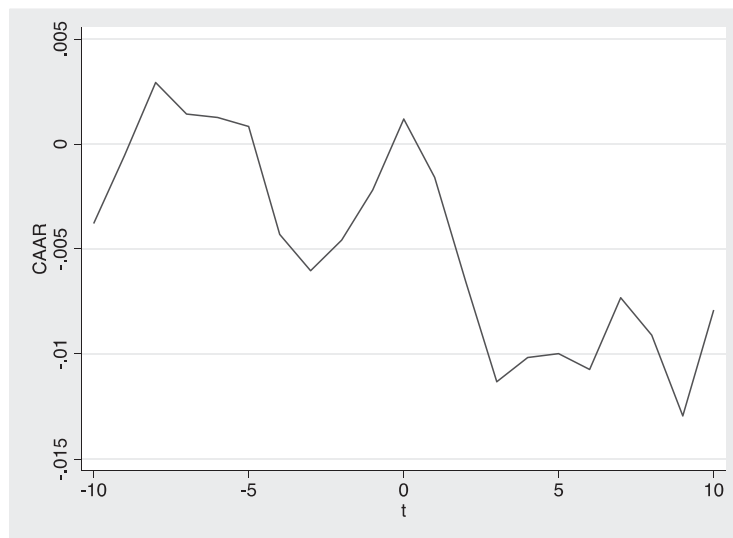


図3 CARの推移 (東京証券取引所による注意喚起前サンプル、N=70)

以降について、当該資本政策の実施は、証券市場のネガティブな反応を、より早い段階において惹起していることが示唆される。

市場モデルによって計算した異常リターンを分析した結果、リキャップCBの実施公表に対し、注意喚起後に株式投資家は平均的に負の反応を示していることが明らかとなった。ただし、実際に株式リターンに影響を与える要素・要因

は単一ではなく、複合的なものである可能性があり、リキャップCBの実施に対する株価反応は、転換社債発行や自己株式取得の条件や、企業の資本構成や収益性といったファundamentalズの状況によっても異なる可能性がある。そこで、計算された異常リターンを従属変数とし、他の要素をコントロールした上でも同様の傾向が見られるか否かを検証する。

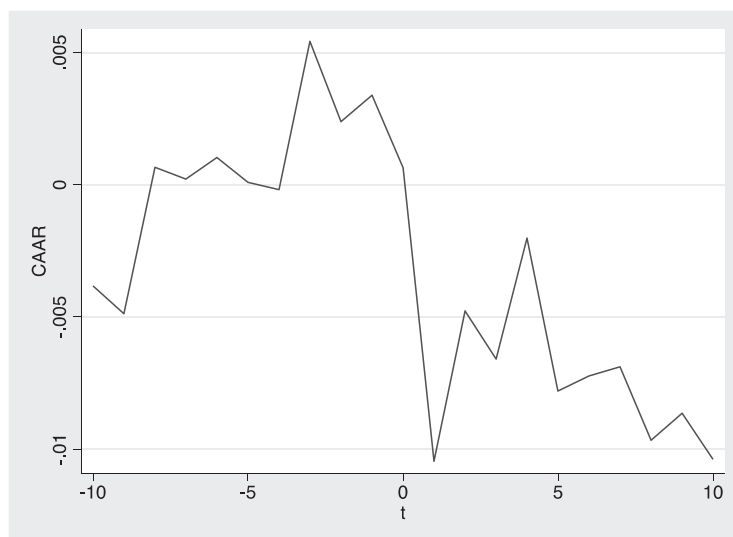


図4 CARの推移（東京証券取引所による注意喚起後サンプル、N=20）

表2 イベント日周辺の異常リターン（AR）の平均値

t	all				pre				post			
	N	AR	CAR	t値	N	AR	CAR	t値	N	AR	CAR	t値
-10	90	-0.0038	-0.0038	-1.8322 *	70	-0.0038	-0.0038	-1.5542	20	-0.0038	-0.0038	-1.0162
-9	90	0.0023	-0.0015	1.1059	70	0.0032	-0.0005	1.3322	20	-0.0011	-0.0049	-0.2798
-8	90	0.0039	0.0024	1.9000 *	70	0.0035	0.0029	1.4262	20	0.0055	0.0007	1.4747
-7	90	-0.0013	0.0012	-0.6119	70	-0.0015	0.0014	-0.6164	20	-0.0004	0.0002	-0.1189
-6	90	0.0000	0.0012	0.0240	70	-0.0002	0.0013	-0.0697	20	0.0008	0.0010	0.2173
-5	90	-0.0005	0.0007	-0.2584	70	-0.0004	0.0008	-0.1719	20	-0.0009	0.0001	-0.2502
-4	90	-0.0041	-0.0034	-1.9611 *	70	-0.0051	-0.0043	-2.1108 **	20	-0.0003	-0.0002	-0.0743
-3	90	-0.0001	-0.0035	-0.0472	70	-0.0017	-0.0060	-0.7109	20	0.0056	0.0054	1.4920
-2	90	0.0005	-0.0030	0.2189	70	0.0015	-0.0046	0.5955	20	-0.0030	0.0024	-0.8077
-1	90	0.0021	-0.0009	1.0056	70	0.0024	-0.0022	0.9818	20	0.0010	0.0034	0.2658
0	90	0.0020	0.0011	0.9746	70	0.0034	0.0012	1.3876	20	-0.0027	0.0006	-0.7313
1	90	-0.0046	-0.0036	-2.2352 **	70	-0.0028	-0.0016	-1.1414	20	-0.0111	-0.0105	-2.9519 ***
2	90	-0.0026	-0.0062	-1.2525	70	-0.0050	-0.0066	-2.0366 **	20	0.0057	-0.0048	1.5135
3	90	-0.0041	-0.0103	-1.9876 **	70	-0.0048	-0.0113	-1.9589 *	20	-0.0018	-0.0066	-0.4843
4	90	0.0019	-0.0084	0.9265	70	0.0012	-0.0102	0.4753	20	0.0046	-0.0020	1.2171
5	90	-0.0011	-0.0095	-0.5530	70	0.0002	-0.0100	0.0740	20	-0.0058	-0.0078	-1.5412
6	90	-0.0005	-0.0100	-0.2204	70	-0.0007	-0.0107	-0.3079	20	0.0006	-0.0072	0.1515
7	90	0.0027	-0.0072	1.3201	70	0.0034	-0.0073	1.4022	20	0.0003	-0.0069	0.0923
8	90	-0.0020	-0.0092	-0.9671	70	-0.0018	-0.0091	-0.7315	20	-0.0028	-0.0097	-0.7377
9	90	-0.0028	-0.0120	-1.3356	70	-0.0038	-0.0129	-1.5797	20	0.0010	-0.0086	0.2716
10	90	0.0035	-0.0085	1.7085 *	70	0.0050	-0.0079	2.0723 **	20	-0.0017	-0.0104	-0.4629

異常リターンの推定は、マーケット・モデルに基づく。t値の推定にあたっては、Serra(2002)に基づき、企業間の残差が無相関であること（cross-sectional independence）を考慮した上で算出している。*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で有意であることを示している。

表3 累積異常リターン (CAR) の平均値とt検定の結果

t	all			pre			post		
	N	CAR	t値	N	CAR	t値	N	CAR	t値
[-10,-2]	90	-0.0030	-0.4842	70	-0.0046	-0.6207	20	0.0024	0.2069
[-1,-1]	90	-0.0005	-0.1479	70	0.0030	0.7050	20	-0.0128	-1.9303 *
[0,+1]	90	-0.0026	-0.8895	70	0.0006	0.1727	20	-0.0138	-2.5476 **
[+2,+10]	90	-0.0049	-0.7798	70	-0.0063	-0.8530	20	0.0001	0.0065

異常リターンの推定は、マーケット・モデルに基づく。t値の推定にあたっては、Serra(2002)に基づき、企業間の残差が無相関であること (cross-sectional independence) を考慮した上で算出している。*は10%水準、**は5%水準、***は1%水準で有意であることを示している。

5.2 異常リターンの決定要因分析

5.2.1 記述統計と相関係数

表4は、検証に用いるサンプルの記述統計量を示している。従属変数の $CAR_{i,t}$ はイベント日と翌営業日の間の累積異常リターンであり、平均値の符号は正である。関心のある説明変数である $PST_tosh_{i,t}$ を見ると、平均値はそれぞれ

0.2632, 0.2500 となっており、実施サンプル全体のおよそ4分の1程度のリキャップCB実施機会について、東証の注意喚起後に実施されていることを意味する¹⁴。また、 $ReCB_RATIO_{i,t}$ を見ると、調達金額のうち平均約52%程度が自己株式取得に用いられていることがわかる¹⁵。

表4 記述統計量

Panel A 全体サンプル

VARIABLES	N	Mean	Sd	Min	Q2	Median	Q3	Max
$CAR_{i,t}$	76	0.001	0.048	-0.148	-0.029	0.000	0.023	0.253
$PST_tosh_{i,t}$	76	0.263	0.443	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
$BTM_{i,t-1}$	76	0.899	0.503	0.139	0.534	0.861	1.145	2.274
$SIZE_{i,t-1}$	76	25.669	1.361	21.990	24.730	25.570	26.580	28.420
$ROA_{i,t-1}$	76	0.033	0.045	-0.169	0.016	0.033	0.053	0.128
$Leverage_{i,t-1}$	76	0.537	0.211	0.093	0.398	0.554	0.676	0.973

Panel B 発行された転換社債の種類を区別したサンプル

VARIABLES	N	Mean	Sd	Min	Q2	Median	Q3	Max
$CAR_{i,t}$	88	0.004	0.054	-0.148	-0.028	0.001	0.028	0.253
$PST_TOSHO_{i,t}$	88	0.250	0.436	0.000	0.000	0.000	0.500	1.000
$BTM_{i,t-1}$	88	0.876	0.485	0.139	0.534	0.814	1.112	2.274
$FIRM_SIZE_{i,t-1}$	88	25.790	1.430	21.990	24.745	25.875	26.875	28.420
$CB_PREMIUM_{i,t}$	88	0.265	0.161	0.000	0.123	0.250	0.400	0.800
$ReCB_RATIO_{i,t}$	88	0.518	0.389	0.000	0.200	0.400	0.725	1.667
$CB_SIZE_{i,t}$	88	0.094	0.096	0.011	0.034	0.058	0.104	0.448
$REPURCHASE_SIZE_{i,t}$	88	0.060	0.056	0.005	0.029	0.052	0.071	0.450
$ROA_{i,t-1}$	88	0.034	0.043	-0.169	0.015	0.033	0.053	0.128
$LEVERAGE_{i,t-1}$	88	0.545	0.210	0.093	0.411	0.569	0.676	0.973
$SIZE_{i,t-1}$	88	0.004	0.054	-0.148	-0.028	0.001	0.028	0.253

¹⁴ なお、注意喚起前のサンプルについての $CAR_{i,t}$ の平均値は正 (0.0077) であり、注意喚起後については負 (-0.0140) であることを確認している。

¹⁵ なお、当該変数の最小値として、1件のみ0である (自社株式の取得価額が0) であることを確認しており、そのため最小値が0となっている。当該サンプルを除外しても検証結果に大きく影響がないことを確認している。

続いて、表5は相関係数表を示している。

$PST_tosh_{i,t}$ と $CAR_{i,t}$ の相関係数は負となっており、仮説の予測と整合的である。また、 $ROA_{i,t-1}$ と $CB_SIZE_{i,t}$ 、 $LEVERAGE_{i,t-1}$ と $CB_SIZE_{i,t}$

$ROA_{i,t-1}$ と $LEVERAGE_{i,t-1}$ については相関係数が0.5を超える値となっており、重回帰分析を行う上においては注意が必要である。

表5 相関係数表

Panel A 全体サンプル(N=76)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) $CAR_{i,t}$						
(2) $PST_tosh_{i,t}$	-0.186	-0.109	-0.017	0.032	0.146	-0.180
(3) $BTM_{i,t-1}$	-0.074	-0.093	-0.087	0.121	-0.016	0.015
(4) $SIZE_{i,t-1}$	-0.102	0.116	-0.225	-0.291	-0.483	0.068
(5) $ROE_{i,t-1}$	0.224	0.022	-0.407	0.193	0.117	-0.080
(6) $Leverage_{i,t-1}$	-0.215	0.027	0.106	-0.094	-0.535	-0.613

左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数を示している。

Panel B 発行された転換社債の種類を区別したサンプル(N=88)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) $CAR_{i,t}$										
(2) $PST_TOSH_{i,t}$	-0.172	-0.088	-0.044	-0.029	0.149	0.375	-0.067	0.308	0.123	-0.147
(3) $BTM_{i,t-1}$	-0.134	-0.059	-0.039	0.100	-0.007	-0.267	-0.015	-0.152	-0.031	0.040
(4) $FIRM_SIZE_{i,t-1}$	-0.217	0.104	-0.203	-0.266	-0.154	-0.109	-0.398	0.357	-0.497	0.122
(5) $CB_PREMIUM_{i,t}$	0.069	-0.021	-0.188	0.317	0.325	0.360	-0.134	-0.145	0.097	-0.023
(6) $ReCB_RATIO_{i,t}$	0.080	-0.067	-0.019	-0.101	-0.151	-0.151	0.057	-0.123	0.212	-0.323
(7) $CB_SIZE_{i,t}$	0.192	0.034	-0.470	-0.189	0.029	-0.038	-0.072	0.531	0.099	0.053
(8) $REPURCHASE_SIZE_{i,t}$	0.080	-0.151	0.228	-0.109	-0.198	0.100	-0.048	0.058	0.609	-0.520
(9) $ROA_{i,t-1}$	0.251	0.004	-0.426	0.145	0.123	-0.044	0.579	-0.024	-0.030	0.066
(10) $LEVERAGE_{i,t-1}$	-0.247	0.054	0.152	-0.006	-0.267	0.064	-0.510	0.131	-0.557	-0.652

左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数を示している。

5.2.2 重回帰分析の結果

重回帰分析の結果は表6の通りである。(1)は複数種類の転換社債を同時に発行した企業を区別せず、 $BTM_{i,t-1}$ と $SIZE_{i,t-1}$ のみをコントロールしたもの、(2)は複数種類の転換社債を発行した場合にこれらを区別し、自己株式取得金額を調整した上で異なるリキャップCBの実施とみなして検証をしたものであり、(3)は(2)に加えリキャップCB実施要因をコントロールしたものである。なお、(2)、(3)については産業ダミーをコントロール変数に追加した上で、標準偏差については産業クラスターによって修正を加えている。

検証の結果、ここで示したすべての式におい

て、 $PST_tosh_{i,t}$ は $CAR_{i,t}$ と10%水準で有意な関係性を有している¹⁶。ここから、東京証券取引所による注意喚起以後、証券市場によって負の反応が示されているという、本稿における仮説と整合的な結果が弱い有意水準ながらも得られていると言える。また、 $CB_PREMIUM_{i,t}$ 、 $ReCB_RATIO_{i,t}$ も正に有意な値を取っていることを確認している。

なお、記載されている各変数について、産業ダミーを除く全ての変数について、推定におけるVariance Inflation Factor (VIF)を算定したところ、一般に多重共線性の疑われる基準値である10を大きく下回っていることが確認されている(最高値2.29、全体平均は1.54)。

表6 重回帰分析の結果

	Dependent Variable: CAR		
	(1)	(2)	(3)
$PST_tosh_{i,t}$	-0.020 [-1.75]*	-0.030 [-1.73]*	-0.030 [-2.39]**
$BTM_{i,t-1}$	-0.011 [-0.70]	-0.006 [-0.26]	-0.014 [-0.50]
$FIRM_SIZE_{i,t-1}$	-0.004 [-0.51]	-0.010 [-0.62]	-0.014 [-0.96]
$CB_PREMIUM_{i,t}$		0.090 [2.69]**	0.076 [2.30]**
$ReCB_RATIO_{i,t}$		0.000 [2.64]**	0.000 [2.80]**
$CB_SIZE_{i,t}$		0.000 [0.76]	-0.000 [-0.66]
$REPURCHASE_SIZE_{i,t}$		0.130 [0.89]	0.138 [0.90]
$ROA_{i,t-1}$			0.229 [1.24]
$LEVERAGE_{i,t-1}$			-0.078 [-0.85]
industry	NO	YES	YES
Constant	0.112 [0.55]	0.231 [0.56]	0.378 [0.76]
R-squared	0.054	0.281	0.344
Adj-R-squared	0.014	-0.043	0.016
N	76	88	88

***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを示す。(1)についてはWhite(1980)に基づき、(2)及び(3)については産業クラスターによって標準偏差を修正している。

¹⁶ 他の変数との相関が比較的大きい $CB_SIZE_{i,t}$ を除いても結果は同様であることを確認している。

第6節 おわりに

本研究の目的は、「リキャップCB」と呼ばれる特殊な資本政策に対する株式投資家の反応を実証的に解明することにある。イベント・スタディの結果は次の通りである。第1に、全サンプルで検証した場合、リキャップCBのイベント日前後において、有意な累積異常リターンは観察されていない。このことは、リキャップCBが複合的な資本政策であり、現在の株価に関する正のアナウンスメント効果（自己株式取得）と負のアナウンスメント効果（転換社債発行）が混在しているためであると考えられる。第2に、東京証券取引所（2017）における注意喚起以降、リキャップCBに対して有意な負の累積異常リターンが発生している証拠が得られた。このことは、東京証券取引所（2017）以降の期間におけるリキャップCBは、機会主義的なROEマネジメントの手段として利用されており（塚原他 2020）、リキャップCBによる資本構成の調整を行わないと目標とするROE水準¹⁷を達成できないことのシグナルとなっていることが示唆される。

本研究の発見事項には次のような研究上の貢献があると考えられる。第1に、複合的な資本政策であるリキャップCBに関する経験的証拠を蓄積している点である。本研究の検証結果からは、リキャップCBが最適資本構成を通じた企業価値向上の手段として用いられておらず、ROEマネジメントの手段として利用されていると株式投資家が認識している可能性が示唆される。このことは、これまで十分な研究の蓄積のない資本調整の手段に関する研究、およびリキャップCBという特殊な資本政策に関する研究の蓄積に資するものであり、またリキャップ

CBの実施要因に関してROEマネジメントの可能性を指摘した塚原他（2020）を補強する証拠であると考えられる。

第2に、リキャップCBに対する株式投資家の反応が期間によって変化することを確認している点である。リキャップCBに焦点をあてた実証的研究では、リキャップCBが増加する以前および東京証券取引所（2017）の公表以前の時期を分析対象としているため、サンプルが限定的である。本研究ではリキャップCBサンプルの収集条件を明確化し、また分析対象期間を拡張することで期間ごとに分析を行い、リキャップCBに対する株式投資家の認識の変化を確認している。

しかしながら、本研究には以下のような課題がある。第1に、自己株式取得のみ、もしくは転換社債発行のみを行っているサンプルとの比較により、複合的な資本政策であるリキャップCBに対する株式投資家の反応を検討する必要がある。これにより、複合的な資本政策であるリキャップCB独自の経済的効果に関する理論の構築が可能になると考えられる。

第2に、リキャップCBには上記のようなROEのマネジメントを目的としたものだけではなく、最適資本構成の達成を目的としたものも存在することが考えられる。そうしたリキャップCBの実施に対して、株式投資家は正の反応をすることが想定される。そのため、リキャップCBに対する株式投資家のより詳細な反応を検証するためには、リキャップCBの実施要因を考慮することで、それぞれの累積異常リターンを検証する必要がある。これらについては、サンプルの拡充を待ち、今後の研究の課題としたい。

¹⁷ 目標とするROE基準として、ISSの議決権行使基準（5%）などがある。詳細については、Institutional Shareholder Services（ISS）の公表資料 <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>などを参照されたい。

謝辞

本研究は、日本学術振興会科学研究費補助金（若手研究，研究課題/領域番号20K13649），日本経済会計学会2019年度特別プロジェクト研究助成金，一橋大学マネジメント・イノベーション研究センター研究プロジェクト「アジア・オセアニア地域における会計・監査問題」における研究成果の一部である。また，本稿は日本会計研究学会第79回全国大会自由論題報告内容をもとにしている。報告にあたっては司会者の太田浩司先生（関西大学）をはじめ，貴重なコメントをくださった先生方にこの場を借りて感謝を申し上げます。

参考文献

- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michael (2005) Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics*, 77 (3) , 483-527.
- Brennan, M. J., and Schwartz, E. S. (1988). The case for convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1 (2), 55-64.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns. *Journal of Financial Economics*, 14 (1), 3-31.
- Comment, R. and G. A. Jarrell (1991). The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, *Journal of Finance*, 46 (4), 1243-1271.
- Dann, L. Y., R. W. Masulis and D. Mayers (1991). Repurchase Tender Offers and Earnings Information, *Journal of Accounting and Economics*, 14 (3), 217-251.
- De Jong, A., Dutordoir, M., & Verwijmeren, P. (2011) Why do convertible issuers simultaneously repurchase stock? An arbitrage-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 100 (1), 113-129.
- Duca, E., M. Dutordoir, C. Veld, and P. Verwijmeren (2012). Why are convertible bond announcements associated with increasingly negative issuer stock returns? An arbitrage-based explanation. *Journal of Banking & Finance*, 36, 2884-2899.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74 (4), 650-659.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33 (1), 3-56.
- Graham, J. R., and M. T. Leary (2011) “A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future.” Annual Review of Financial Economics Vol.3, No.1, pp.309-45.
- Green, R. C. (1984). Investment incentives, debt, and warrants. *Journal of Financial Economics*, 13 (1), 115-136.
- Grullon, G., and Michael, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs, *Journal of Finance*, 59 (2), 651-680.
- Harris, M. and A. Raviv (1991) “The Theory of Capital Structure,” The Journal of Finance, Vol. 46, No. 1, pp.297-355.
- Hertzel, M. and P. C. Jain (1991). Earnings and Risk Changes around Stock Repurchase Tender Offers, *Journal of Accounting and Economics*, 14 (3), 253-274.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen (1995). Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, *Journal of Financial Economics*, 39 (2/3), 181-208.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash

- Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Kang, J. K., and R. M. Stulz (1996). How different is Japanese corporate finance?: An investigation of the information content of new security issues. *Review of Financial Studies*, 9, 109-139.
- Lee, I., and T. Loughran (1998). Performance following convertible bond issuance. *Journal of Corporate Finance*, 4, 185-207.
- Lewis, C. M., R. J. Rogalski, and J. K. Seward (1998). Agency problems, information asymmetries, and convertible debt security design. *Journal of Financial Intermediation*, 7, 32-59.
- Mayers, D. (1998). Why firms issue convertible bonds: The matching of financial and real investment options. *Journal of Financial Economics*, 47 (1), 83-102.
- Miller, M. H., and Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48 (3), 261-297.
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Nohel, T. and Tarhan V. (1998). Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow. *Journal of Financial Economics*, 49 (2), 187-222.
- Parsons, C., and S. Titman. (2009) "Empirical Capital Structure: A Review." *Foundations and Trends in Finance* Vol. 3, No. 1, pp.1-93.
- Serra, A. P. (2002). Event study tests. *Unpublished working paper. Porto: Universidade do Porto*.
- Stein, J. C. (1992). Convertible bonds as backdoor equity financing. *Journal of Financial Economics*, 32 (1), 3-21.
- Vermaelen, T. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, 9 (2), 139-183.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica*, 48 (4), 817-838.
- アブレウ山田聖子・土村宜明 (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」『証券アナリストジャーナル』47 (1) : 116-128 頁.
- 大木良子 (2012)『転換社債の経済分析』、三菱経済研究所.
- 岡本弦一郎 (2013).「資本構成の調整手段について：日本の上場企業データによる実証分析」,『経済経営研究』, 第34巻, 第4号, 1-48項.
- 株式会社東京証券取引所 (2015)「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」.
- 株式会社東京証券取引所 (2017)「資本政策に関する株主・投資家との対話のために～リキャップCBを題材として～」、日本取引所グループ.
- 川口幸美 (2007)「修正条項付転換社債型新株予約権付社債 (MSCB) の会社法上の問題」『駒澤大学法学部研究紀要』、第65巻、84-59 [1-26] 頁.
- 金融庁 (2014)「責任ある機関投資家の諸原則～投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために～」. スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会.
- 経済産業省 (2014)「持続的な成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」.
- 倉澤資成・段憶鳴・広田真人 (1997)「転換社債の情報伝達機能 — 日本市場の event study」

- 『現代ファイナンス』(1): 33-53頁.
- 久保田安彦 (2005)「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」『季刊 企業と法創造「特集・基礎法と企業」』、第5巻、71-85頁.
- 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、71-89頁.
- 重本洋一 (2020)「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? 一理論的検討と事例分析一」『広島経済大学経済研究論集』、第42巻、第3号、19-39頁.
- 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、75-91頁.
- 生命保険協会調査 (2014)「株式価値向上に向けた取り組みについて」.
- 塚原慎・寺嶋康二・積惟美 (2020)「リキャップCBを通じた資本調整行動とその決定要因」『Working Paper Series, Management and Innovation Research Center Hitotsubashi』、第233号、1-28頁.
- 寺嶋康二・塚原慎・積惟美 (2020)「企業の資本調整行動の実施効果に関する論点整理 —リキャップCBに着目して—」『産業経理』第80巻第3号、105-114頁.
- 名越洋子 (2016)「取得条項付転換社債型新株予約権付社債の会計問題-現金と自社の株式による取得と消却を中心に」『明治大学商学論叢』, 98 (3, 4), 47-63頁.
- 山田和宏 (2017)「ハイブリッド証券に係る市場の反応と会計処理に関して—現金決済条項付転換社債型新株予約権付社債を題材として—」『経営ディスクロージャー研究』、第16号、101-117頁.