

基礎研 レポート

ROE 至上主義の罫

短命に終わったリキャップ CB ブーム

金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

1—はじめに

2017年3月17日、東京証券取引所は上場企業に向けて、リキャップ CB 発行に関して注意喚起を促す文書を公表した（『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～』）。本稿では、なぜ金融庁・東証がこのような文書の公表に踏み切ったか、その背景を探る。

筆者はリキャップ CB について過去 2 回レポートで取り上げ、その問題点を指摘した（[「投資家は賢くなったか～リキャップ CB 実施企業の株価は語る～」](#)（2016年2月15日付）、[「投資家は賢くなったか Part2～リキャップ CB をプラス評価しなくなった株式市場～」](#)（2016年6月14日付））。

一方、新聞・雑誌などもリキャップ CB の問題点を相次ぎ指摘した。たとえば日本経済新聞電子版『これでも顧客本位？ 金融審、金融機関の実態列記』（2016年8月2日付）は、顧客本位とはいえない事例の一つとして、金融審議会がリキャップ CB を挙げ、「ROE の上昇が一時的なものにすぎないにもかかわらず、発行手数料目当てに証券会社が企業に勧めていることを問題視している」と取り上げている。

2—リキャップ CB 急増の背景

1 | リキャップ CB とは

リキャップ CB とは、転換社債型新株予約権付社債（CB）を発行して負債を増やし、同時に自社株買いを実施して自己資本を減らす財務手法である。リキャップとはリキャピタライゼーション（資本と負債の再構成）の略称で、バランスシートの構成変更には CB を使用するため、リキャップ CB と呼ばれる。

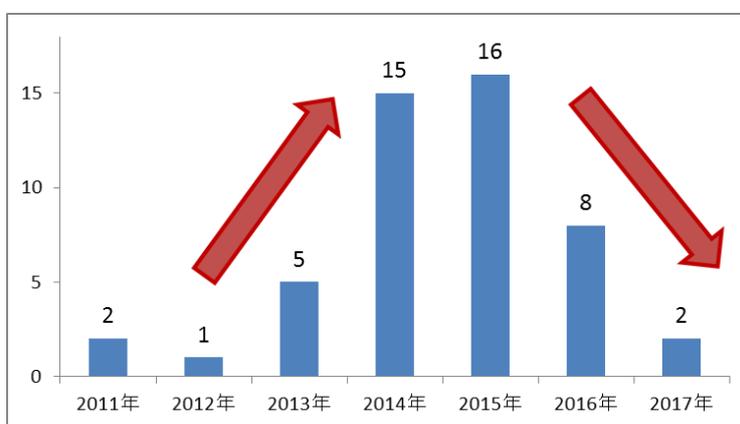
リキャップ CB を実施した企業は 2013 年まで 5 社以下に過ぎなかったが、2014 年 15 社、2015 年 16 社と急増した後、2016 年 8 社、2017 年 2 社（2017 年 3 月 17 日時点）と減少している。

なぜリキャップ CB は 2014 年以降急増したのだろうか。その背景には企業を取り巻く環境変化、特に自己資本利益率（ROE、純利益÷自己資本）重視の流れがあると考えられる。ROE は株主の持分である自己資本を使って、どれだけ効率的に利益を上げているかを示す指標である。

2014 年は「ROE8%以上を目指すべき」とした、通称「伊藤レポート」（経済産業省、「持続的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～」プロジェクトの最終報告書）、コーポレートガバナンス・コードの導入、ROE を主な選定基準とした JPX 日経インデックス 400 指数の登場などから「ROE 経営元年」とも呼ばれる。

こうした中、バランスシートの構成を変えることで、手っ取り早く ROE を改善できるリキャップ CB の発行件数が急速に増えたと推測される。

図 1：リキャップ CB を実施した企業数の推移



(注) 対象は TOPIX 構成銘柄、2017 年 3 月 17 日時点

(資料) QUICK より筆者作成

2 | リキャップ CB で ROE が改善する仕組み

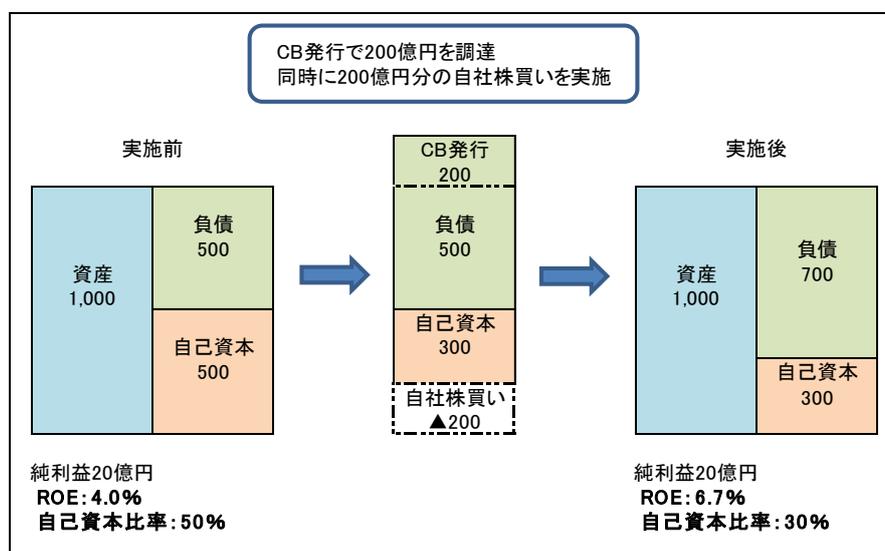
リキャップ CB で ROE が改善する仕組みを図 2 で説明する。いま資産 1,000 億円、負債と自己資本が 500 億円ずつ、純利益 20 億円の企業を想定しよう。このとき ROE は 4.0%、自己資本比率は 50% である。

この企業が CB で 200 億円を調達し、その全額を自社株買いに充てると、リキャップ後は負債 700 億円（CB 発行により 200 億円増加）、自己資本 300 億円（自社株買いにより 200 億円減少）となる。この結果、純利益が 20 億円が変わらなくても、分母の自己資本が減少したため ROE は 6.7% に改善する。これがリキャップ CB による ROE 改善の仕組みだ。一方、自己資本比率は 30% に低下する。

なおリキャップ CB には、図 2 のように調達した資金の全てを自社株買いに充てるほかに、自社株

買いは調達資金の一部にとどめて設備投資などに重点を置くものや、大株主から株式を引き取るために CB を発行するケースもある。

図 2：リキャップ CB で ROE が改善する仕組み



(資料) 筆者作成

3— 株価がプラス評価されるケースは減少

では、リキャップ CB の発行に対して、株式市場はどのように反応しただろうか。図 3 は、2014 年～2016 年にリキャップ CB を実施した企業の株価の推移である（各企業が属する東証業種別指数との相対値、決議日 = 0）。

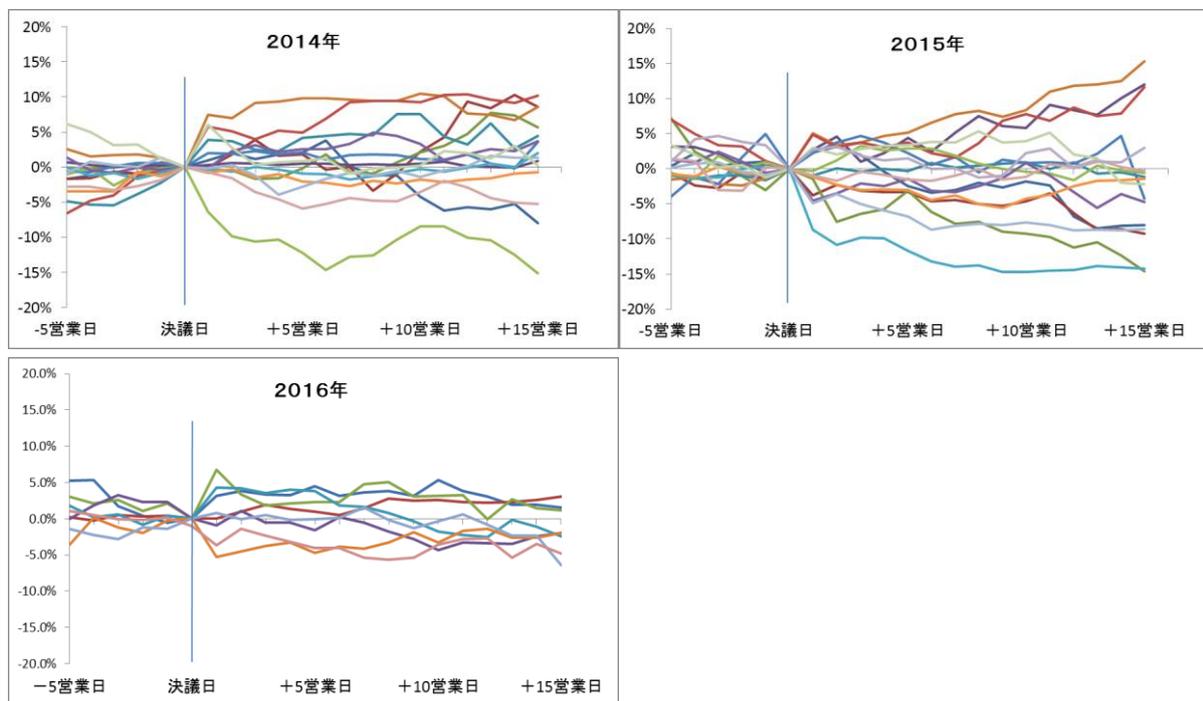
どの年も決議日直後は株価が同業他社よりも 5%以上上昇した企業が多い。ところが、5 営業日以降は様子が異なる。2014 年は決議日から 5 営業日以降も、ほぼ全ての企業の株価が値上がりまたは業種平均並みに推移した。これに対し、2015 年は順調に株価が値上がりした企業がある一方、5 社は 5%以上下落した。そして 2016 年になると、リキャップ CB 発行を決めた全企業の株価が業種平均並みか、同業他社に劣後した。特に、株価が 5%を超えてプラス評価されたケースが 2016 年は皆無となった点は注目に値しよう。

このような市場の変化は次のように解釈できる。2014 年の ROE ブーム初期、投資家はリキャップ CB による自社株買いと ROE の改善をポジティブに捉え「買い」で反応した。しかし、ROE ブームの落ち着きとともに、投資家は自社株買いよりも CB による潜在的な株式価値の希薄化を懸念し、リキャップ CB による見かけ上の ROE 改善に踊らなくなったようだ。

別の理由として、上場企業による自社株買いが増えたことも考えられる。自社株買い設定額は 2014 年 3.7 兆円、2015 年 4.8 兆円、2016 年 5.7 兆円と増加している。自社株買い自体が増えれば、発表

のタイミング、金額などで個別企業の選別が進み、そのなかで CB 発行とセットのリキャップ CB には、より厳しい目が向けられるようになった可能性がある。

図3：2016年はリキャップCBをプラス評価するケースが消滅



(注) 決議日を基準として各企業の株価と東証業種別株価指数を比較

(資料) QUICK より筆者作成

4—誰が得をして、誰が損失を被るのか？

希薄化とは別の問題点も指摘されている。リキャップ CB は、一見すると企業・投資家双方にとって問題のない財務手法に思える。しかし、東証の文書にもあるように、上場企業が CB を利息無し（ゼロクーポン）で発行するメリットと、CB に付与されたオプションの価値は釣り合っているのか注意する必要がある。リキャップ CB が急増した背景には、証券会社と一部海外ヘッジファンドの存在も指摘されているからだ。

週刊エコノミスト誌は『ROE ブームが食い物に。リキャップ CB 急増の裏側』（2016年8月30日付）で、「普通社債よりも高い発行手数料目当てに証券会社が企業にリキャップ CB を提案したり、CB に付くプレミアムを企業に適正に告知せず、結果、一部ヘッジファンドが適正価格より安く CB を購入し、CB アービトラージャー（別のヘッジファンド）に転売している可能性」を指摘している。

CB には新株予約権としての性質からコールオプション・プレミアムが付くのが一般的だ。このプレミアムの市場価格は6%が相場とされるが、その点を知らされている企業は少ないと言う。

が指摘するように、リキャップ CB には特有の商品特性を持つものもある。ソフトコール条項はその一つで、株価が一定期間・一定割合で転換価額を超えて上昇した場合、自動的に繰り上げ償還される条項だ。この場合、繰り上げ償還を嫌う CB の保有者が株式への転換を進め、株式価値の希薄化が促進される可能性がさらに高くなる。

そもそも米国では、リキャップ CB を実施するのは信用力が低く、資金調達金利の高いベンチャー企業がほとんどと言う。日本のように低金利環境のもと、信用力の高い上場企業がわざわざ希薄化リスクのある CB を選ぶ必要性は乏しい。現金（内部留保）や普通社債、銀行融資など、CB よりも低コストかつ希薄化リスクの低い資金調達方法があるにもかかわらず、リキャップ CB を選択する企業には合理的な説明が求められる。この点は東証の文書も明確に注意を促している。

5—まとめ

ROE 向上が求められる企業にとって、リキャップ CB は手っ取り早く ROE を改善できる魅力的な方法に映るかもしれない。しかし実際は、ROE の改善は一時的なものに終わる可能性があるばかりか、証券会社や一部ヘッジファンドに不透明な利益を与えているうえ、結果として既存株主が不利益を被る可能性が高い手法でもある。

メディア等でリキャップ CB の問題点の指摘が増えるに従い、最近ではリキャップ SB がにわかに注目を集めているようだ。SB とは普通社債のことを指す。リキャップ CB と同様、SB を発行して負債を増やすと同時に自社株買いで自己資本を減らし、ROE を改善させる手法だ。SB は CB と違い株式に転換されることはない。ヘッジファンドへの利益移転や株主価値の毀損、証券会社に支払う手数料も抑えることができる点では、一歩改善といえよう。

内部留保が必要以上に多い企業が、リキャップ SB によって資本効率を改善させることは完全に否定されるものではない。ただし、ROE 改善の王道はあくまで収益拡大であることを忘れてはいけない。企業、投資家とも小手先の ROE 改善策に踊らず、持続的な成長の実現を目指し、企業および株価を評価する姿勢が求められよう。

また、リキャップ CB のように顧客本位とはいえない手法が、再びいつブームに乗って広がるかわからない。表面上の数字の改善や聞き心地の良い説明に乗せられぬよう、企業側も金融リテラシーを高めることが何より大切である。

以上