

# 基礎研 レポート

## 経営者と投資家が注意すべき 東証の PBR 改善要請 ～株主代表訴訟リスクも～

金融研究部 主席研究員 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——東証が市場改革に本腰

東京証券取引所は3月31日、株式市場の評価が低い企業に対応を要請した。プライム市場とスタンダード市場を対象に、PBR（株価純資産倍率）が1倍を下回っている企業などに、株価水準を引き上げるための具体策を開示・実行するよう要請した。

PBRは自己資本に対する株式時価総額の割合だ。これが1倍を下回る企業は株式市場の評価が簿価よりも低いため、理論的には“経営として失格”とされる。日本では全上場企業の約半数がPBR1倍割れという状態が長く放置されてきた。今回の取り組みで日本株市場が活性化すれば海外投資家による再評価も期待できるが、企業や投資家は小手先のPBR改善策には注意が必要だ。

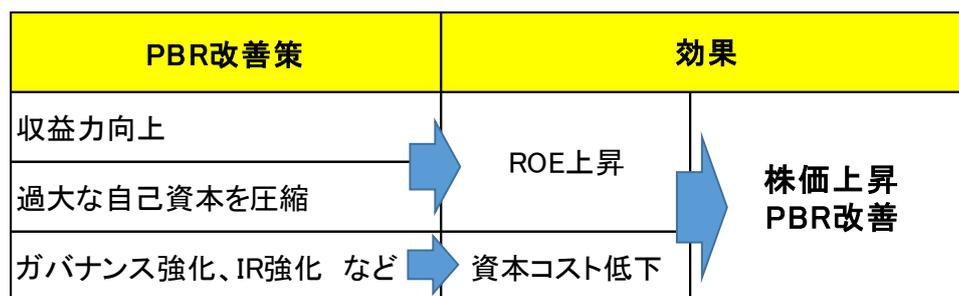
### 2——収益力向上より容易な自社株買い

企業がPBRを改善する方法はいくつかある（図表1）。まず事業の収益力を高めることや自己資本が過大なら圧縮すること。これによってROE（自己資本利益率＝純利益÷自己資本）が改善し、株価上昇やPBR改善が期待できる。

一方、ガバナンス強化やIR（投資家向け情報提供）強化によって投資家からの信頼が高まり株主資本コストを下げることができれば、たとえ収益力を向上させたり自己資本を減らしたりしなくても株価やPBRが上昇するというメカニズムも考えられる。専門的なので詳細は割愛するが、端的に言えば投資家がより安心して当該企業の株式を買えるようになれば株価が上昇するということだ。

ただ、収益力向上やガバナンス強化を口で言うのは容易だが、実際は相応の時間を要する。相対的に短期で実施できるのが過剰資本の圧縮、すなわち自社株買いだ。経営陣の一存で実施できる点も魅力かもしれない。

【図表 1】 PBR 改善策は複数ある



(資料) 筆者作成

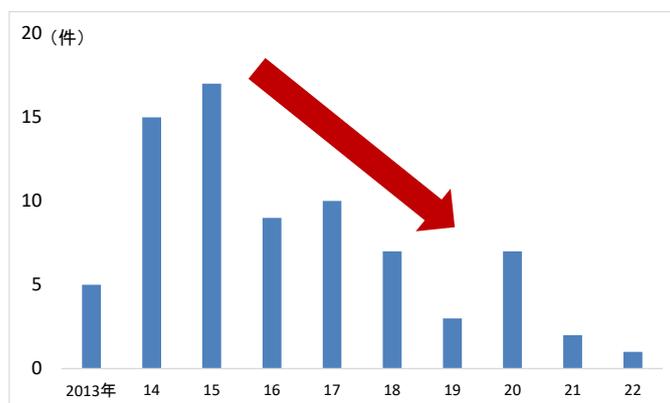
### 3—金融庁が問題視、東証が注意喚起したリキャップ CB

企業が自社株買いを検討する際に注意すべきなのがリキャップ CB だ。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 はアベノミクス初期の 2014 年～2015 年に急増した。当時、経済産業省の「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 (通称、「伊藤レポート」) が「ROE 8%以上を目指すべき」とするなど、上場企業に ROE 改善を求める動きが強まったこともあり、手っ取り早く ROE を改善できる手法としてリキャップ CB を実施する企業が増えた。

ところが、16 年 8 月の金融審議会 (金融庁) が「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」としたほか、メディアでもリキャップ CB の問題点が次々に指摘されると、リキャップ CB の発行は急速に減った。

【図表 2】 金融庁・東証の注意喚起で急減したリキャップ CB



(資料) QUICK より筆者作成

#### 4—既存株主の損失と引き換えにヘッジファンドが利益？

17年3月、東証はリキャップCBについて上場企業に注意喚起するため『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～』を公表した。この注意喚起文書では重要な6つのポイントを、想定される質問の例とともに挙げている。

【図表3】資金調達等を検討するにあたり検討すべきポイント

- |                             |
|-----------------------------|
| 1 自社株買いの合理性                 |
| 2 自社株買いのための資金調達手段としての適切性    |
| 3 資本政策の基本方針との整合性            |
| 4 CBと自社株買いを組み合わせることの個別事情の有無 |
| 5 CBの条件決定の適切性               |
| 6 CBのアップ率のメッセージ性            |

(資料) 東京証券取引所『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～』

上記6つのポイントの中でも【5. CBの条件決定の適切性】は重要だ。東証はこのポイントの想定質問を「上場会社が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か。」としている。仮に金融知識が十分でなかったとしても、不利な条件でCBを発行すれば「会社の価値を毀損した」として株主代表訴訟などの事態に発展する恐れもあるので、経営陣には細心の注意が求められる。

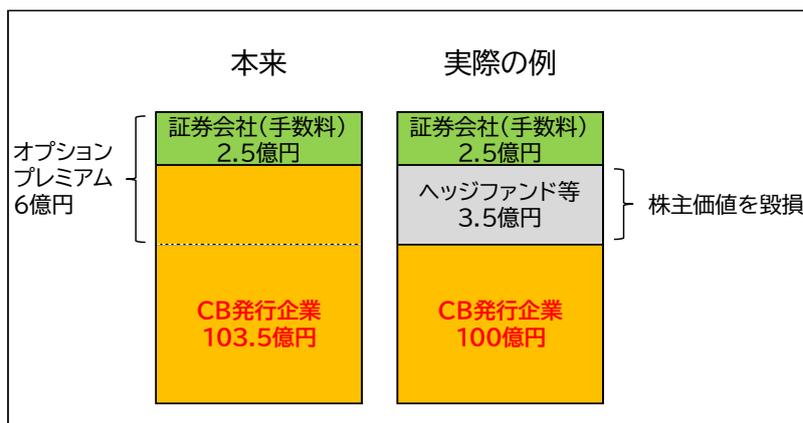
実は、かつてリキャップCBが急増した背景に、証券会社と一部海外ヘッジファンドの存在が指摘された。週刊エコノミスト誌は『ROEブームが喰い物に。リキャップCB急増の裏側』（2016年8月30日付）で、「普通社債よりも高い発行手数料目当てに証券会社が企業にリキャップCBを提案したり、CBに付くプレミアムを企業に適正に告知せず、結果、一部ヘッジファンドが適正価格より安くCBを購入し、CBアービトラージャー（別のヘッジファンド）に転売したりしている可能性」を指摘している。

想定質問が述べているように、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、当時その点を知らされていた企業は少ないと言う。

額面100億円、プレミアム6億円、すなわち106億円の価値があるCBを手数料2.5億円で発行する場合の例で説明しよう（図表4）。本来ならCBの売却額106億円から証券会社の手数料2.5億円を引いた103.5億円が発行企業に入る。しかしプレミアムの適正価値を知らない（知らされていない）と106億円の価値があるCBをたとえば102.5億円で売却してしまい、そこから証券会社の手数料2.5億円を差し引いた100億円だけが企業の調達額となる。

この場合、本来の価値より 3.5 億円安く売却してしまったにもかかわらず、発行企業にしてみれば額面（満期時の償還額が）100 億円分の CB を発行して現金 100 億円が入り、さらに利払いも不要なので「金利も手数料も実質ゼロ、銀行から借りるより安い」などと勘違いするかもしれない。そんなうまい話があるはずないのだが、金融リテラシーが低いとこうしたカラクリに気付かないまま不利な条件でリキャップ CB を実施しかねない。これが東証の想定質問の趣旨だ。

【図表 4】 額面 100 億円の CB を発行した場合のイメージ  
（発行手数料 2.5%、オプション・プレミアム 6% のケース）



（資料）筆者作成

さて、102.5 億円で CB を引き取ったヘッジファンドが、例えば CB 専門の裁定業者に 105 億円で売却すると差額の 2.5 億円は当該ヘッジファンドが無リスクで得た利益となる。まさに“濡れ手に粟”だ。さらに CB 専門の裁定業者が市場で本来の価値である 106 億円で売却すれば 105 億円との差額 1 億円を“濡れ手に粟”で得る。

これが事実なら CB 発行企業からヘッジファンド等へ 3.5 億円分の価値が移転されたことにほかならない。その分、CB 発行企業の価値が毀損され、結果的に当該企業の既存株主が損失を被ることになる。つまり、既存株主の損失と引き換えにヘッジファンドが儲ける、もっと言えば証券会社は自ら手数料を得ながらヘッジファンドを儲けさせる構図だ。

## 5——日本企業は“食い物”にされたのか

週刊エコノミスト誌が指摘したように日本企業を“食い物”にするような金融取引が実際に横行したのか検証してみよう。2013 年以降に発行された 83 本のリキャップ CB について、額面 100 円あたりの払込額（CB 発行企業に入る額、手数料を除く）と証券会社の手数料を集計した（図表 5）。払込額は 100 円と 100.5 円が 74% を占め、101 円を合わせると全体の 9 割超だ。一方、手数料は 95% のケースで 2.5 円だった。

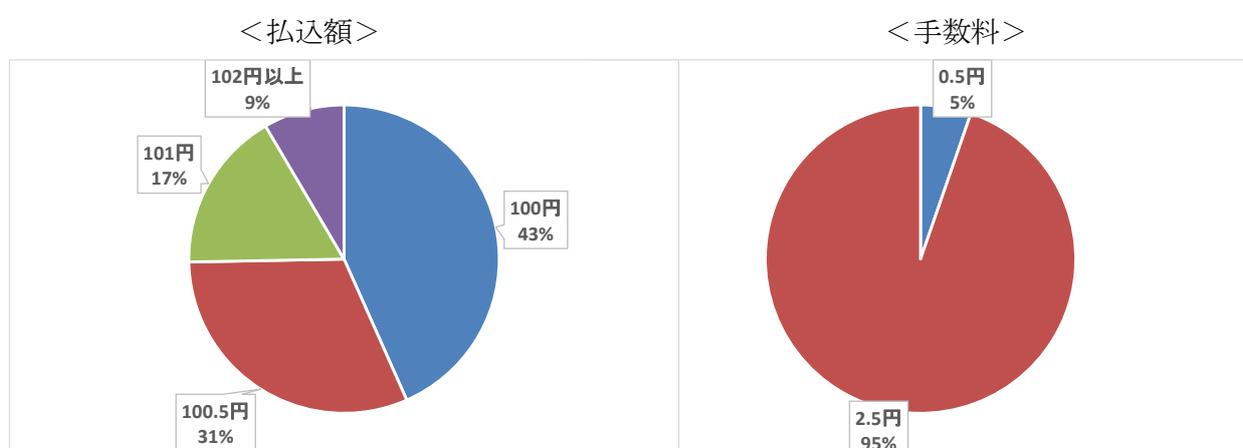
そもそも CB の理論価格は発行条件（満期までの期間、転換価格など）や発行企業の株価変動率（ボラティリティ）などで決まるので、額面が同じ 100 円でも 83 本の CB の理論価格は 101 円から 135 円まで開きがある（詳細条件の全てを考慮したわけではなく簡易的な理論値）。それにもかかわらず、払込額の大半が額面に近い 100 円～101 円というのは不自然ではないか。

この結果から次のようなシナリオが推測される。すなわち、日本企業にできるだけ安く CB を発行させてヘッジファンド等の利益（濡れ手に粟）を多くすれば CB をスムーズに売りさばけるうえ、ヘッジファンド等に“恩”を売り、その後の株式等の売買注文を誘引することができる。しかも証券会社は 2.5% の手数料を確保できる、というシナリオだ。

さすがに払込額が 100 円未満というケースは無いが、これも CB 発行企業にとって魅力的に映るのだろう。つまり、満期時の CB 償還額と同等か少し多い現金が手に入り、さらに利払いも無いので、企業側は“お得”と勘違いしてしまうのかもしれない。

いくら国内金利が低いとはいえ、デフォルトリスクがゼロでない民間企業が無コストで資金調達できるはずがない。後述する「株式価値の希薄化リスク」と引き換えに無コストだという理屈かもしれないが、流動性なども加味した適正価格よりも安く発行する必然性は一切ない。

【図表 5】 額面 100 円あたりの払込額と手数料

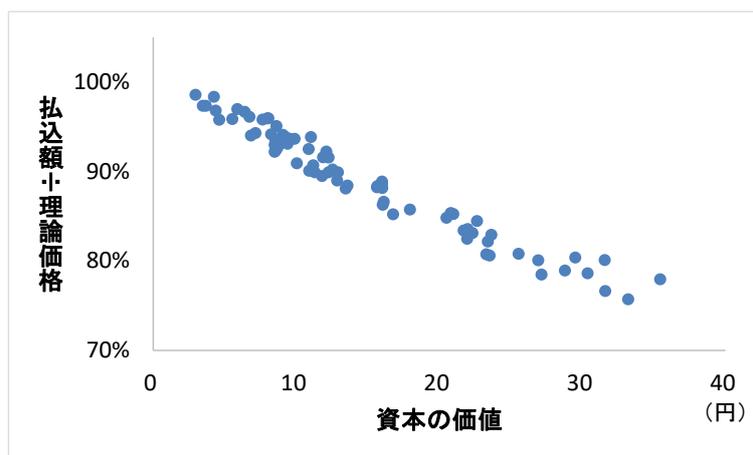


(資料) QUICK より筆者作成

実際、CB の理論価格の内訳である「資本の価値」（株式に転換できる権利の価値）と「払込額÷理論価格」の関係からは（図表 6）、資本の価値が高い CB ほど理論値よりも払込額が少ないことが一目瞭然だ。

この「資本の価値」を算定するには高度な金融知識が必要で、一般企業が適正性をチェックするのは容易でない。CB の難解さゆえ、プレミアムが高い CB ほど適正価格よりも安く発行してしまった様子がうかがえる。

【図表 6】理論価値が高い CB ほど“安売り”した可能性



(注) 額面 100 円あたり

(資料) QUICK より筆者作成

## 6—将来の価値低下リスクも

株式を長期保有する既存株主は、CB の発行により潜在的な株式価値の希薄化や、将来の ROE の低下といったリスクに晒されることになる。というのも、CB は株式に転換される可能性がある金融商品だからだ。

CB で調達した資金で自社株買いを実施して ROE が上昇しても、将来的に CB が株式に転換されれば再び自己資本は増加する。つまり ROE の上昇は一時的なものに終わる可能性がある。さらには、発行済み株式数の増加により 1 株あたり利益が少なくなり、株式価値の希薄化を招く。金融審議会が問題視したのはこの点だ。

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 を選ぶ必要性はまずないと言える。

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を優先的に検討すべきであり、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。この点は東証の注意喚起文書も明確に注意を促している。

CB の発行条件は様々でリキャップ CB の全てが悪いわけではないが（たとえば希薄化リスクを抑制した CB もある）、今回の PBR 改善要請に応じるためリキャップ CB のような手法を検討する場合は、実績があるコンサルティング会社等からセカンドオピニオンを得るなど、事業会社として最低限の自己防衛策を講じておくのが賢明だろう。

以上

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。