

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～

2017年3月17日

株式会社東京証券取引所

○ はじめに

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの制定により、上場会社と投資家の間で、持続的な成長と中長期的な企業価値向上のための建設的な対話が求められています。

しかしながら、資本政策に関する両者の認識には少なからぬ齟齬があり、これがもとで信頼関係が損なわれることが多く、建設的な対話の阻害要因になりかねません。

建設的な対話の相手方として想定している、中長期的な視点で投資する投資家は、理論的にみて、企業価値が持続的に高まるような資本政策を基本として考えますので、例えば会社が上げた利益について、配当や自社株買いによる株主還元よりも会社による再投資を歓迎するのが通常です。また再投資のための内部留保は歓迎する一方で、そうした明確な目的を持たない内部留保は嫌う、という傾向があります。しかしながら、上場会社の間では、株主還元が一番歓迎され、内部留保が一番嫌われる、という理解が多いようです。

こうした齟齬が最も明確な形で現れるのが、株式の発行を伴う資金調達（エクイティ・ファイナンス）の局面です。

新株発行による一株あたり利益の希薄化を伴うため、調達した資金が株式発行による高い調達コストに見合った利益を生むものであることが確信できない場合には、会社の企業価値向上に対する意欲に疑念を抱き、対話のもととなる信頼関係を損ね、建設的な対話を阻害しかねません。

資本政策を巡る認識の齟齬をなくし、相互理解を深めることは喫緊の課題です。

この「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～」は、リキャップCBと呼ばれるエクイティ・ファイナンスを例にして、投資家の目から見た疑問点を明らかにすることで、上場会社が投資家の資本政策に関する考え方を、これまで以上に深く検討し、相互理解を深めることを目的として、その考え方を解説するものです。

他の方法によるエクイティ・ファイナンスを検討する場合はもちろん、資本政策一般について検討する場合にもご参照いただくことで、投資家との信頼関係を深めていただき、もって建設的な対話の促進に役立つようご活用ください。

○ リキャップCBについて

リキャップCBとは、転換社債型新株予約権付社債（CB）の発行で資金を調達すると同時に自社株買いを行うことで、負債を増やしつつ資本を減らし、資本再構成（リキャピタライゼーション）を行う資本政策です。2014年以降、我が国の上場会社による実施例が増加しました。

リキャップCBを実施して資本が減少すると、ROE（自己資本利益率）の分母が小さくなりますので、計算上、ROEの値が大きくなる効果があります。これまでに行われたリキャップCBの事例においても、ROE等の資本生産性の向上をその目的として掲げた事例がみられました。

一方で、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。

以下では、リキャップCBを題材として、投資家との建設的な対話を行うにあたって重要な6つのポイントを挙げています。それぞれについて、「**想定される質問の例**」として、投資家が疑問を抱きやすい論点、問われる可能性が高い事柄の例を列挙しています。さらに、そういった投資家の疑問の背景にあるコーポレート・ファイナンスの考え方などを「**解説**」で説明しています。

実際にリキャップCBの発行をはじめとする資金調達等の実施を検討される場合には、以下のように活用していただくと、こうした問題意識を持つ投資家との対話が円滑に行われると考えられます。

- 資金調達等を検討するにあたり、関連するすべてのポイントについてひとつとおり検討する
- 自社の状況に照らして既存株主の理解を得るために重要と考えるものについては、実施する際の開示資料に会社としての説明を記載する
- 開示資料に記載しなかったものについても、株主・投資家から問われた場合に説明できるようにしておく

○ 検討ポイント集

ポイント 1. 自社株買いの合理性

(想定される質問の例)

- ✓ 自社株買いを行うことについて、成長投資と株主還元についての自社の資本政策に沿って説明できるか。
- ✓ 現在の自社の株価に照らして、このタイミングで自社株買いを行うことが正当化できるか。

(解説)

- CB発行と同時に自社株買いを行うのがリキャップCBですが、1つめのポイントは、自社株買いそのものに関するものです。自社株買いは、株主還元の手法の1つであり、その意味では一般的には株主・投資家から好意的に受け止められうる資本政策の1つだと言えます。しかしながら、これが常に好意的に評価されるわけではないことには留意が必要です。長期的に会社に投資するつもりのある投資家の立場からは、今、事業活動によって得られた資金を使って自社株買いを行うよりも、本業の成長のための有望な投資機会があるのであれば、そちらに振り向けて、将来の中長期的な企業価値の向上を実現してもらった方がよいとも考えられるのです。
- この点に関し、コーポレートガバナンス・コードの原則1-3では、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきとしています。

【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

会社の持続的な成長に関心のある投資家からは、成長投資と株主還元について、どういった局面でどちらを優先するのか、どのような方針を持っているかについて問われる可能性がありますので、予め考え方を整理しておくことが考えられます。

- また、自社株買いに対する投資家の見方にも留意が必要です。自社株買いは、会社の資金を使って自社株を買う行為ですので、これを決定する経営者は、現在の株価が割安であり、成長投資よりも自社株を買ったほうがリターンをあげられると認識していることを市場に示す「シグナリング効果」があると

言われており、投資家はそういう視点からも自社株買いを評価します。したがって、投資家から見て株価が高い水準にある状況下で自社株買いをする場合には、経営者がそれでも割安だと判断しているのかどうか、それはどういった根拠に基づいているのかが、投資家の関心事となります。そこで、CB発行と同時に行うか否かに関わらず、自社株買いを行う場合には、これに先立って、社内でDCF法等に基づいて計算した自社の本源的な企業価値と、現在の株価から計算される時価総額とを比較し、前者が後者を上回っているか、その乖離幅に照らして自社株買いが自社の資本コストを上回る収益率の投資だと言えるかどうかなどを予め検証しておくことが考えられます。

ポイント2. 自社株買いのための資金調達手段としての適切性

(想定される質問の例)

- ✓ リキャップCBとは、自社株買いのための資金調達手段として、CBを用いる手法であるところ、
 - 手許現金を用いないのはなぜか。
 - 銀行借入れを用いないのはなぜか。
 - 普通社債を用いないのはなぜか。

(解説)

- 2つめのポイントは、自社株買いをするための資金を調達するための手段として、CBが適切なのかどうかという点です。上場会社の資金調達には、様々な手段があります。事業活動において資金が必要な局面では、手許現金を用いる、銀行から借入れる、社債を発行する、新株式を発行するなどの手段が、状況に応じて使い分けられています。投資家が念頭に置いているコーポレート・ファイナンス理論の考え方によれば、これらの手段には、優先順位があるとされています。上場会社の資金調達は、原則として、①手許現金、②負債（デット）、③株主資本（エクイティ）の順で優先するとされているのです（この考え方を、「ペckingオーダー」といいます）。すなわち、この①～③の順番で調達コストが大きくなるため、手許現金に余裕があるようであれば、まずそれを使い、それでも不足する場合は財務の健全性を保つ範囲で銀行借入れや普通社債を使い、最後に株主資本の増加をもたらす調達を行う

ことが経済合理的と理解されています。また、既存株主の視点からは、株式価値の希薄化の生じない手許現金や借入れをエクイティ・ファイナンスに優先して使うことが期待されています。

- こういった優先順位の中で、CBは、どこに位置するでしょうか。CBは、株式に転換される可能性のある負債ですので、②負債と③株主資本の中間、2.5番目に位置します。したがって、①手許現金、②負債よりも後に検討するのが通常だということになります。よって、例えば、①手許現金を十分に保有している上場会社がりキャップCBを行うことが既存株主から受け入れられるためには、手許現金を自社株買いに使うことが適切でない理由や、CBを使うことが最適である積極的な理由について、既存株主に対して明確に説明することが必要です。
- さらに、銀行借入れや普通社債（SB）といった、通常の負債による調達手段も、ペッキングオーダーの考え方からすればCBよりも優先的に検討することが期待されている手段ですので、これらの手段を用いるよりも、CB発行が適切であると判断した理由についても、明確な説明が必要となります。
- 上場会社がCB発行を選択する理由として挙げられることが多いのが、CB発行の場合、利息を付さずに（ゼロクーポン）、すなわち、金利の負担なしで資金調達ができる点が、銀行借入れや社債発行よりも有利であるため、調達コストが低いということです。しかしながら、CBは、普通株式に転換される可能性のある潜在株式ですので、既存株主の立場から見ると、実は、そのコストはゼロではありません。上場会社が金利の負担なしで調達できるのは、CB購入者に対して、利率がゼロでも十分な利益が出るほどのオプション価値を提供しているからではないか、さらに、低金利の環境下においては、ゼロクーポンで調達できるメリットは小さいため、既存株主から見ると、それと引き換えにCB購入者に売り渡しているオプションの価値が釣り合っていないのではないかと指摘もあります。資金調達の方法としてCBを用いた理由を説明する際には、そういった指摘があることも踏まえた説明を行うことが考えられます（ポイント5もご参照ください）。CB以外の調達手段を用いる場合にも、以上に述べた優先順位に照らした考え方を整理しておくことで、投資家とのコミュニケーションが円滑になると考えられます。

ポイント3. 資本政策の基本方針との整合性

(想定される質問の例)

- ✓ 収益力・資本生産性等に関する目標としてどのような指標を提示しているか。その実現のために何を実行するのか。実施しようとする財務戦略上の施策は其中でどのように位置づけられるのか。
- ✓ リキャップCBにより資本再構成（負債資本比率の最適化）を企図している場合、目標としている資本構成（負債資本比率等）はどのようなものか。
- ✓ リキャップCBの場合、将来、株価が上昇してCBの転換が進んだ場合には資本再構成の効果が元に戻る可能性があることについてどのように考えているか。

(解説)

- 資本生産性の向上を目指すことは投資家からも歓迎されると考えられますが、資本生産性の向上が持続的なものでなければ、持続的な企業価値の向上にはつながりません。また、リキャップCB等の財務的な手法を用いたレバレッジ（総資産÷自己資本。自己資本比率の逆数）の向上よりも、マージン（純利益÷売上高。利益率）の改善を優先した方が好ましいとの指摘もあります。これを踏まえて、まずは、自社の収益力や資本生産性等に関して、どのような目標を掲げているのか（コーポレートガバナンス・コード 原則5-2参照）、その実現のために何を実行するのか、その中で、実施しようとする財務戦略上の施策がどのような役割を果たすのかについての説明があると、投資家として理解しやすくなると考えられます。

【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

例えば、リキャップCBを用いた資本再構成により最適な資本構成に近づけ、資本生産性（ROE等）を高めることを標榜するのであれば、自社にとって最適と考えられる資本構成（負債資本比率等）の水準を予め示したうえで、これに近づけるための手段としてリキャップCBを選択したことを説明できれば、投資家の納得を得やすと考えられます。

- 前述のとおり、リキャップCBを実施すると、資本が減少して負債が増加し

ますが、将来、自社の株価がCBの転換価額を上回れば、CBの保有者による株式への転換が進み、負債が減少し資本が増加することが見込まれます。上場会社がリキャップCBを行う目的として資本再構成を通じた資本生産性の向上を挙げている場合もありますが、リキャップCBは株価が上昇したら資本再構成の効果が元に戻ってしまう可能性のある手法ですので、これを用いて資本再構成をすることには疑問を感じる向きもあるかもしれません。仮に実際に転換が進んで負債資本比率が元の水準に戻ってしまった場合に、同じようにリキャップCBを繰り返す必要が出てきてしまうのではないかとことを問われる可能性もあります。そういった場合にどのように対応するのか（再度、リキャップCBを行うのかどうか、など）ということも含め、考え方を整理しておくことが考えられます。

ポイント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

（想定される質問の例）

✓ 例えば、CB発行時の株価への影響を緩和するための自社株買い、又は自社株買いを迅速に行うためのCB発行、といった狙いがあるのか。

（解説）

- リキャップCBは、「CB発行による資金調達」と「自社株買い」の組み合わせです。このふたつを同時に行う理由として、個別の事情があるのであれば、それを明確に説明することが投資家の理解を得るために重要です。個別事情の例としては、大きくふたつが考えられます。ひとつは「CB発行による資金調達」を円滑に行うために、同時に自社株買いを行うというもの。もうひとつは、「自社株買い」を円滑に行うために、同時にCB発行を行うというものです。
- ひとつめの例は、「CB発行による資金調達」を行うことが主たる取引で、これを円滑に実行するため、同時に自社株買いも行うというものです。CB発行による資金調達の目的は設備投資など、通常のCB発行と変わるところはありませんが、調達資金の一部を自社株買いに充てます。
- CBが発行されると、将来的に新株予約権が行使されて発行済株式数が増加し、既存株主の1株あたりの持分が希薄化する可能性が生じます。また、C

Bに投資する投資家の中には、CB購入と同時に株式を空売りすることで、株価下落のリスクをヘッジする投資行動をとる投資家も存在するため、株の空売りによって需給への影響が生じます。このため、CBの発行を公表すると、株価が一時的に下落する傾向があると言われていています。親株の株価が下落してしまうと、CBの条件決定にも悪影響が生じますので、株価の下落を阻止または緩和するため、自社株買いによって空売りによる需給悪化に向かい、ヘッジ売りによる需給悪化の影響を（一部）相殺したうえでCBの条件決定を行うことを狙いとして、CB発行時に自社株買いを合わせて行う例があると言われていています。

- この場合、CB発行による調達資金の使途の合理性の説明はもちろん、株の空売りによる株価（およびCBの発行条件）への悪影響の程度の見込みや、自社株買いを同時に行うことがその緩和策として合理的であることの説明を行うことで、既存株主の納得性を高めることができると考えられます。
- ふたつめの例は、「自社株買い」を行うことが主たる取引で、これを円滑に実行するため、同時にCBの発行を行うというものです。自社株買いを行う動機は様々あり得ます。例えば、余剰資金を株主に還元すること、自社株買いを行うことで自己資本を圧縮し、資本構成を調整することのほか、大株主が政策保有の解消などのために株式を放出する際の需給悪化を相殺しようとするなどがあります（ポイント1参照）。
- しかしながら、現実には、必ずしも思うだけの自社株をすぐに市場で買い付けることができるとは限りません。市場における自社株の流動性に比して大量の自社株買いを行おうとした場合には、市場ではそれに見合った株の売りが出ないため、買付けに時間がかかってしまうこともあり得ます。こうした場合にCBを発行することで、先述のCB投資家による株の空売りを誘発し、平常時の流動性を上回る自社株買いを短期間で実現する例もあると言われていています。
- したがって、株主に対しては、短期間で自社株買いを完了することが必要となる事情や、将来の発行済株式数の増加による株主資本の増加をどのように考えているのかといった方針を分かりやすく説明することで、納得性を得やすくなると考えられます。

ポイント5. CBの条件決定の適切性

(想定される質問の例)

- ✓ 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。

(解説)

- ポイント5及び6は、リキャップCBに限らず、CB全般についての留意点です。CBは、会社法上、新株予約権付社債に分類され、その発行には、(新株予約権部分の発行について) 会社法上の有利発行規制が及びます。したがって、CBの発行にあたっては、公募であれば需要の積み上げによって、第三者割当による発行であれば、独立した算定機関による算定書を取得する等したうえで、価格を決定するというプロセスがとられることが一般的です。
- しかしながら、オプション価値の評価は複雑であり、相応のプロセスを踏んでいても、価格の妥当性について必ずしも全ての株主・投資家から納得を得られるとは限りません。ポイント2で紹介したペッキングオーダーの考え方によれば、CBは将来の希薄化が見込まれる株主資本（エクイティ）に近い資金調達であるため、その調達コストは銀行借入れや普通社債などの負債（デット）による資金調達よりも大きいはずと理解されています。だとすると、ゼロクーポンで調達できるとはいっても、負債部分の金利がゼロになるというメリットがあるだけではコストに見合わないという考え方も成り立ちうるどころです。条件決定の妥当性については、そういった考え方もあるということを踏まえた丁寧な説明を行うことが望まれます。

ポイント6. CBのアップ率のメッセージ性

(想定される質問の例)

- ✓ 希薄化を抑制するために転換価額を高く設定しているということは、経営陣としては、株価がそこまでは上がらないと考えているのか。

(解説)

- CBの転換による将来の希薄化を抑制するため、転換価額をCB発行時の株価よりも高く設定する例も少なくありません。CB発行時の株価に対して転換価額をどれだけ高く設定したかの比率を「アップ率」と呼びますが、このアップ率が高ければ、将来の転換可能性が小さくなりますし、転換されたときに発行される株式の数も少なくて済みます。その意味で、CBの発行に当たって一定のアップ率を設定することは、既存株主の希薄化懸念に対する配慮とも言うことができ、上場会社がリキャップCBを実施した際の適時開示資料にも、アップ率を高く設定したことによって希薄化を抑制している旨の説明をしている例が見受けられます。
- しかしながら、既存株主の目から見た場合に、希薄化抑制のために転換価額を現在の株価よりも高く設定することが常に好意的に捉えられるわけではないことにも留意が必要です。そうした転換価額であれば希薄化を抑制できると経営陣が考えているということは、別の見方をすれば、その転換価額に株価が到達する見込みは高くないと経営陣が考えているという意味にも捉えることができます。このように、株主からは、転換価額が株価の上限や目標であるというメッセージだと捉えられてしまう可能性があることも、十分に踏まえておくことが、円滑なコミュニケーションに資すると考えられます。

以上