

企業資金調達の再考

金融研究部 川北 英隆

《要 旨》

- ①現在、上場企業の資金調達は、株式時価発行、転換社債、新株引受権付社債というエクイティーものが中心になっている。
- ②エクイティーファイナンスに対しては、投資家側の要請もあって利益配分ルールが設けられているが、それにもかかわらず配当性向は極端に低くなっている。
- ③エクイティーファイナンスに関しては、配当性向の問題（投資家にとってインカムゲインとキャピタルゲインは同質かという問題）、潜在株の発生、エクイティーファイナンスのコストという観点から検討を行う必要がある。
- ④潜在株については、それが市場全体として株価の抑制要因になっているとは判断できない。ただそれが浮動株を増加させ、株価の変動を増幅させるという可能性に注意を払うべきである。
- ⑤配当性向の問題に対して、内部留保が財テクなどに利用される場合、株主の立場から見ればその資金を配当として受け取るほうが望ましい。また安定的な株式保有を要請されている株主にとっては、配当収入だけが重要であって、株価の上昇は何ら実質的な意味を持たない。
- ⑥エクイティーファイナンスのコストについて、簡易収益モデルを作成し、資金調達手段毎に一定期間後の内部留保額を比較することにより検討すれば、新規投資の収益率の高い企業ほど借入による調達が有利になる。この要因は、エクイティーファイナンスに伴う利益配分ルール（一定水準の配当性向の公約）、およびエクイティーファイナンスの結果として必然となる株式安定化のためのコストの必要性（持ち合い資金の必要性）である。
- ⑦企業にとって、エクイティーファイナンスのコストを借入に比べて絶対的に有利なものとするには（株式安定化に必要なコストは仕方ないものとして）、利益配分ルールの見直しもしくは廃止が要望されることになる。
- ⑧利益配分ルールの廃止は、配当に関する企業意思の尊重という観点に限定すれば、理論的に正しい。しかし、企業の株式安定化に対する希望や年金資産などの効率的な運用への希望と果たしてどこまで整合的なのか、という点を十分に考慮しなければならない。利益配分ルールについては、このような問題を含め、総合的な観点から検討する必要がある。

上場企業の資金調達は、金融機関の借入からエクイティファイナンスへと重点を移している。市場環境に応じてエクイティファイナンスによる調達額に変化はあるが、傾向としてはその規模を急速に拡大してきている。^(注1)

エクイティファイナンスについては、仲介者（証券会社など）、市場制度などの視点からも見る事ができる。しかしここでは、主として上場企業と投資家の立場から、資金調達手段としてのエクイティファイナンスの状況と、その問題点を考えてみたい。^(注2)

1. エクイティファイナンスの現状

(1) 証券市場からの資金調達の状況

まず表-1によって、上場企業を中心とする大企業が証券市場を活用して資金調達を行ってきた状況をまとめておく。

- ①株式の額面発行と普通社債発行に、株式の時価発行が本格的に加わったのは1969年（昭和44年）である。^(注3)それまで株式の時価発行に対しては制約的ないしは限定的な意見が強かった。しかし、自己資本比率が20%を割るなどから資本構成の是正が必要と考えられる状況になったことや、1965年当時の証券不況は額面発行による株式の過剰供給に一因があると考えられたことなどにより、証券取引審議会などを筆頭として、時価発行を望ましいとする方向が強くなったのである。^(注4)
- ②国内の転換社債（CB）も1966年（昭和41年）に発行が開始されたが、主要な調達手段になるには時間がかかった。
- ③第一次石油危機（1978年）当時の株式市場の下落が一段落してしばらくは、株式時価発行による資金調達が全盛であった。これにより企業は、資金調達コストの低減とともに、自己資本比率の向上と収益の安定を図った。^(注5)
- ④1980年の外為法の原則自由化など金融の国際化を背景に、海外CBの発行が盛んになり、株式の時価発行を凌いだ。海外CBの場合、発行条件が市場実勢を反映する

(注1) 最近では、1990年に入って株価が急落したことに伴い、一時的にエクイティファイナンスは自粛されてきた。

(注2) 本稿は、川北英隆「潜在株式の増大と株式市場」（ニッセイ基礎研究所調査月報1988年9月号）をリバイスし、議論を深めたものである。

(注3) 1961年頃にも、第2部市場開設などを契機として、額面発行と時価発行を並行させることがブームとなった。しかしこの動きは、その後1965年まで株式市場が低迷したことによって頓挫した。

(注4) 山一証券・山一証券経済研究所編『我が国企業の資金調達』（商事法務研究会、1977年）参照。

(注5) 自己資本比率が高いと収益の安定性が高い。たとえば、次のような例を考えてみるとよい。

A企業：自己資本20、借入金80（総資本100）

B企業：自己資本50、借入金50（総資本100）

利払前総資本事業利益率10%、借入金利率6%、この場合、

A企業の利払後利益：5.2（ $100 \times 0.1 - 80 \times 0.06$ ）

B企業の利払後利益：7.0（ $100 \times 0.1 - 50 \times 0.06$ ）

借入金利率を4%、8%と変化させると、A企業の利益は6.8、3.6と大きく変化するのに対して、B企業の利益は8.0、6.0と変化するとどまる。つまり、自己資本比率が高いと、金利の変化にかかわらず収益は安定的である。

(億円、%)

表一 1 証券市場における企業の資金調達

	株			式①			転換社債②			ワラント社債③			普通社債			合計			①+②+③ 時価総額	
	国内	海外	計	国内	海外	計	国内	海外	計	国内	海外	計	国内	海外	計	国内	海外	計		
1966年度	1,938	—	1,938	100	—	100	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6,197	2.1
1967	2,528	—	2,528	—	54	54	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8,116	2.7
1968	3,241	21	3,262	—	108	108	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8,718	2.6
1969	5,296	176	5,472	125	464	589	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11,214	3.2
1970	6,613	18	6,631	1,145	162	1,307	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	14,021	4.7
1971	5,410	—	5,410	850	—	850	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	14,893	2.7
1972	12,982	16	12,998	2,880	—	2,880	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	22,431	3.2
1973	7,314	19	7,333	4,103	—	4,103	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	20,030	2.9
1974	6,125	—	6,125	2,835	203	3,038	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	20,052	2.4
1975	9,024	211	9,235	3,310	1,820	5,130	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	32,337	3.2
1976	8,294	906	9,140	555	1,583	2,083	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25,032	2.0
1977	7,095	587	7,682	1,625	2,211	3,836	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	25,391	2.1
1978	10,329	134	10,463	2,770	4,281	7,051	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	31,918	2.5
1979	6,605	148	6,753	3,535	5,561	9,096	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	30,616	2.2
1980	11,601	1,077	12,678	965	5,149	6,114	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	30,407	2.4
1981	17,932	2,374	20,806	5,260	10,247	15,507	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	50,137	3.9
1982	10,154	626	10,780	4,175	6,273	10,448	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	39,643	2.2
1983	8,495	778	9,273	8,610	11,914	20,524	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	44,067	2.5
1984	8,148	494	8,642	16,115	12,270	28,385	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	59,937	2.5
1985	6,513	107	6,620	15,855	9,479	25,334	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	64,996	2.1
1986	6,316	6	6,322	34,680	4,852	39,532	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	93,019	2.3
1987	20,839	390	21,229	50,550	10,532	61,082	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	134,080	3.4
1988	45,625	165	45,790	69,945	10,665	80,610	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	192,137	3.6
1989	75,630	3,364	78,994	76,395	17,389	93,784	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	283,115	4.2

(注) 時価総額は当該年末の全国証券取引所上場銘柄ベース。

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」等により作成。

よう自由に決定でき、結果として低クーポンが魅力になった。

- ⑤国内CBは、この海外CB発行額の急増も一因となり発行条件の弾力化が図られたことから、1984年頃から増加し、現時点では主要な資金調達手段になっている。また国内CBの場合、CB流通市場が整備されているため、転換の速度が遅いのも魅力になっている。
- ⑥1981年の商法改正によって、新株引受権付社債（WB）の発行が認められた。最初は海外WBが、市場実勢を反映した発行が可能でありまた当初から分離型の発行が認められていたこと^(注6)から、主要な資金調達手段に成長した。1984年の為替実需原則の撤廃によって為替スワップが自由になったことも、海外WBの発行増加に寄与している。またこの海外WBの大量発行にともなって、ワラントが国内市場に還流し、その活発な売買市場が形成されるという派生効果もたらされている。
- ⑦国際決済銀行（BIS）による自己資本比率規制の導入を契機に、普通社債とワラント債を除いて、銀行の資金調達が弾力化された。銀行は1992年末の自己資本比率基準（8%以上）を達成するため、ここ3年程度にわたり、株式、CBによる大量の資金調達を行って^(注7)いる。
- ⑧最近の資金調達は、株式時価発行（中間発行を含む）、国内CB、海外WBというエクイティーものが中心になっている。
- ⑨普通社債については、為替実需原則の撤廃以降、スワップ取引を組み合わせ、海外市場での発行が活発化したこともあったが、資金調達の主流とはなっていない。

(2) エクイティーファイナンスの一般的問題点と規制

株式の時価発行開始以降、急速に広まったエクイティーものを中心とする資金調達と、それに伴う株式市場の環境変化は、様々な議論を呼んでいる。その中で、次のようなものが代表的であろう。

- ①配当利回りの低下。株式に対する市場の一般的な評価基準が、債券利回り、株価収益率（一株当たり利益／株価）、一株当たり純資産（時価評価ベース）というように変化するとともに、株式時価に対する配当の比率は低下傾向をたどってきた。現在の配当利回りは0.5%程度と、投資家にとって取るに足らない水準である。このため株式投資は、キャピタルゲイン中心とならざるをえない。幸いにも、この5年間の株価上昇率（東証第1部）は年平均26%と非常に高い水準にあった。

(注6) 国内市場で分離型WBの発行が認められたのは、1985年末である。また海外で発行された分離型WBに対して、国内市場への持ち込みが認可されたのは1986年初である。

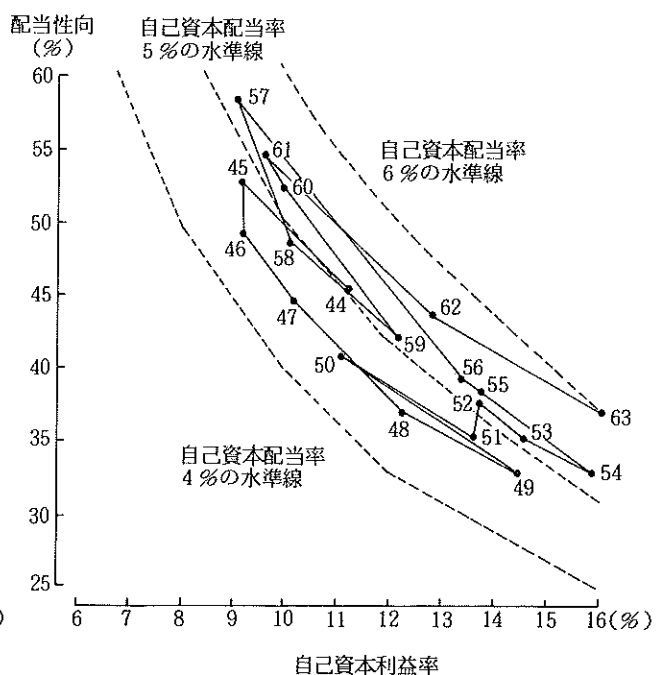
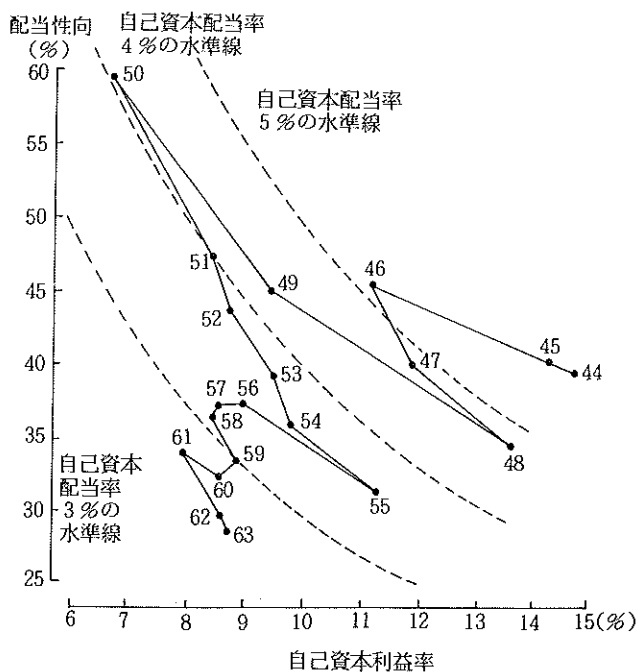
(注7) 長短分離制度（銀行に対して長信銀のみに金融債の発行を認めるという制度）を原則としつつも、1985年に銀行による海外CBの発行が解禁され、ついで87年には国内CBも解禁されている。また、CBで調達した資金の用途については、通達により設備投資等に限定されていたが、1990年にこの制限が解除された。

- ②プレミアム還元の問題。株式の時価発行が本格化するとともに、時価発行によって発行企業が得たプレミアム（時価ベースでの新株発行価格と額面との差額）を配当として株主に還元すべきとの要求が高まった。^(注8)
- ③プレミアム還元要求を背景とし、またエクイティーファイナンスを無秩序に行わせないようにという配慮から、エクイティーファイナンスに際して発行企業が守るべき「プレミアム還元に対する自主ルール」が設けられた。これが利益配分ルールである。このルールは1986年に配当性向方式に統一され（調達後の3年間の配当性向を公約）、89年には2年間の配当性向を公約するよう緩和されている。
- ④以上の措置にもかかわらず、上場企業の平均配当性向は28%（1988決算年度、金融・保険業界を除く）と極端に低くなっている。また、自己資本利益率（税引後利益／自己資本）は7.8%（同）と、長期的に低下傾向を示している（図－1参照）。

図－1 自己資本利益率と配当性向

<日本>

<アメリカ>



- (注) 1. 図中の数字は年度（昭和）を示す。
 2. 図中の点線は、自己資本配当率 = 自己資本利益率 × 配当性向という関係から求められた自己資本配当率の水準を示す。
 3. 銀行・保険業を含む全産業ベース。
 (資料) 全国証券取引所協議会「配当状況調査」

- (注) 1. 図中の数字は暦年（昭和）を示す。
 2. データ・ソースはF.T.C「Quarterly Financial Report for Manufacturing Mining and Trade Corporations」の製造業総合。

(注8) 1967年に証券団体協議会で時価発行増資に対する積極的な提案がなされた。これを受けて、生命保険協会と全国銀行協会連合会は、時価発行に対してプレミアム還元を要望した。このような環境の中で時価発行が本格化したわけであるが、1973年には時価発行増資に対する自主ルールが証券業界によって導入された。これがいわゆる利益配分ルールである。このルールはその後の改定を経て、現在は配当性向方式となっている。

2. 問題提起

ここでは現時点まで展開されてきた株式の時価発行に関する議論の再考という観点をも含め、エクイティーファイナンスについて次のような視点を念頭に、検討を加えたい。

一つは、エクイティーファイナンスの増加とともに常に問題となっている、配当性向についてである。配当性向が低水準であることに対して、一般には次のような議論がなされている。つまり、

- ①株主（投資家）にとっては、インカムゲイン（配当収入）であれキャピタルゲイン（株価上昇）であれ、収益であることに区別はなく、
- ②企業が利益を配当として支出する代わりに、それを内部留保して企業の利益成長のために活用すれば、結果として株価の上昇がもたらされ、配当と同じ効果を生じる、というものである。このような一般的な議論が正しいのかどうかである。

もう一つは、エクイティーファイナンスがもたらす発行株式数の増加である。とくに潜在株式数の増加が様々な面で影響をもたらすという点である。

またエクイティーファイナンスは、企業が相対的に安価な資金調達を求めたことから、急速に増大した。しかし、総合的に見て、本当に安価なのかどうか、配当問題や潜在株式の問題を含め、総合的に考えてみたい。

3. エクイティーファイナンスの総合評価

(1) 潜在株式数の推移

まず最初に、エクイティーファイナンスに伴う潜在株式数の推移についてみておく。

表－2は潜在株式数全体の状況を、表－3は企業毎の潜在比率割合の分布を見たものである。これによれば、

表－2 潜在株式数の推移

(単位：億株、%)

	CB、WBの 潜在株式数①	CB、WB 発行企業の 発行済株式数②	全 国 上場株式数③	①/②	①/③	②/③
1985/1末	125.4	1,388	2,594	9.0	4.8	53.5
88/1末	161.1	2,040	2,912	7.9	5.5	70.2
89/1末	188.6	2,415	3,070	7.8	6.1	78.7
90/1末	232.8	2,759	3,258	8.4	7.1	84.7

(資料) 東証「証券統計年報」他

表－3 潜在株式比率の分布

(単位：%)

(%)	1985/1末	88/1末	89/1末	90/1末
0～	28	25	25	32
5～	26	27	29	28
10～	20	20	20	20
15～	13	15	14	11
20～	6	6	6	5
25～	3	3	2	2
30～	4	3	3	1
合計	480社	780	905	971

(注9) ここでの潜在株式とは、既発行のCBのうちの転換権未行使部分と、既発行WBのうちの新株引受権未行使部分が各々行使されたとして、それらによって新規に発行されるであろう株式を指す。

①全上場株式数に対する潜在株式数の割合は、エクイティーファイナンスの活況とともに上昇を示しており、1990年1月末では7.1%に達している。エクイティーファイナンスを行う企業層の拡がりがこの一因である。

②ただし実際にCBやWBを発行している企業に限定すれば、既発行株式数に対する潜在株式の割合は横ばい気味である。株式市場の株価上昇基調もあって、潜在株式の顕在化が順調に進んだことに一因があろう。

③潜在株式が15%以上と極端に多い企業の割合は減少し、10%以下の企業の割合が増加している。

潜在株式数の割合と株価については、1988年～90年の期間を分析したが、明確な因果関係は見られない。^(注10) 株価を決定する要因が、たんに潜在株式数だけでないからであろう。ただ、次の点には注意を払う必要がある。

①銀行がエクイティーによって本格的なファイナンスを始めて以降、株価上昇率は市場平均を下回っている（表-4）。平均的な潜在株式数の割合は大きくないが、常にファイナンスを行って株式の供給が行われていることを考慮する必要がある。

②潜在株式が浮動株としての役割を果たすことがより重要である。上場株式の投資家別保有状況（時価ベース）を見ると、表-5のとおりである。特定金銭信託（特金。

表-4 銀行の潜在株と株価

	銀行の潜在株比率	直後3ヶ月間の 株価上昇率	同 期 間 の TOPIX上昇率
1988/1末	3.9%	11.2%	13.7%
89/1末	4.4	▲5.4	0.1
90/1末	2.6	▲19.7	▲19.4

(資料) 東証「証券統計年報」他

表-5 投資家別株式保有状況（時価ベース）

(%、兆円)

	'80/3	'85/3	'86/3	'87/3	'88/3	'89/3	(時価総額)
都銀・長信銀・地銀 信託（証券投資信託、年金信託除き）	17.5	17.4	18.4	14.9	14.9	15.7	80.9
証券投資信託	2.3	1.5	1.7	1.9	2.6	3.1	16.0
年金信託	0.5	0.5	0.8	1.0	1.1	1.0	5.3
生命保険	11.3	12.1	12.3	12.8	12.4	12.6	65.0
損害保険	4.8	4.1	4.1	4.0	4.0	4.1	21.1
その他金融機関	2.2	2.4	2.4	2.5	2.6	2.0	10.1
証券会社	1.9	1.8	1.9	2.1	2.3	2.3	11.9
事業法人・その他法人	26.6	29.5	28.8	30.1	30.2	29.0	149.8
政府・地方公共団体	0.4	0.4	0.3	0.9	0.5	0.4	1.9
外国人	3.0	7.4	7.0	5.3	4.1	4.3	22.0
個人・その他	29.5	23.0	22.3	20.1	20.4	19.9	102.8
時価総額計	71.6	183.2	236.1	354.6	432.2		516.3

(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

(注10) 対象期末の潜在株式比率を5%毎に区切ることで、群団を作成し、各々群団について対象期末から3ヶ月間の株価上昇率を比較したが、結果は対象期によってまちまちであった。

運用は投資顧問会社など)、金銭信託以外の金銭の信託(金外信)を別途推計し、年金信託、外国人などと足し合わせれば、いわゆる機関投資家としての投資行動を行うものの割合が求められる。^(注11)その保有割合の合計値は1989/3末で11.0%と見られ、80/3末の5.8%はもちろん、85/3末の10.0%と比較しても増加傾向を示している。これらの投資家が保有する株式の大部分は、浮動株として認識すべきであろう。これに潜在株という浮動株を加えれば、本来的な浮動株比率はおおよそ17%^(注12)になる。これらの浮動株は、日本の安定株式保有の構造を揺るがす要因として働く。

これらの浮動株が、株価形成に対して不安定さをもたらすことについては後述する。

- ③なお、エクイティファイナンスの総量を上場企業の時価総額と比較すれば、先に示した表-1にあるように、1989年度の水準はピークであった70年度に近い。1990年に入っての株価の調整は、このような大量の株式供給と無関係ではないだろう。

(2) 配当性向の問題

配当性向の低下とそれに伴う配当利回りの低さ、その一方での株価上昇率の高さは先に述べたとおりである。インカムゲインとキャピタルゲインを合わせた株式の総合収益率は、今まで非常に高かった。また株式の収益率の高さこそが、1985年頃から投資顧問会社をはじめとする機関投資家をして、こぞって資金を株式に投入させた背景でもある。この機関投資家の資金投入が、日本の株価を一段と押し上げ、キャピタルゲインをさらに高めた一因であることも否めないだろう。結果だけを判断すれば、日本の投資家は幸せだったのである。

しかし今後ともそうなのか。配当性向に関連して考慮すべきと思える点は次のとおりである。

- ①理論的には、税金の問題を考えなければ、企業が期中の利益を内部留保しようが、配当として株主に配分しようが結果は同じである。また同様に、企業が経営に必要な資金を内部留保でまかなおうが、借入として調達しようが結果は同じである。^(注14)つまり、配当性向がどのような水準であろうと、株主の利害には関係のないことである。

(注11) ここでの機関投資家とは、純粋に証券から発生する投資収益だけを目的として、証券の取得・売買を行う投資家としておく。

(注12) 厳密には、外国人(投資家)の中から日本企業との提携・合併を目的とし株式を保有している場合を除外し、浮動株比率を算定する必要がある。

(注13) これ以外に浮動株があることを否定しているわけではない。少なくともこれだけの部分は浮動株として認識すべきということであり、また市場に大きな影響を与えるということである。

(注14) 企業が株主の所有であるとするならば(そして税金の問題を無視すれば)、期中の利益が企業に内部留保されようが、株主に配当されようが、株主の持ち分には変化がない。満期途中に発生する利息部分をも複利運用する銀行預金や債券(長信銀のワイド)などをイメージとして思い浮かべればよい。また、①内部留保した資金を用いて企業が年率10%の収益を生み出す場合と、②収益はすべて株主配当として社外に流出させる一方で6%の借入資金(金額は支払った配当と同額)を用いて10%の収益を生み出す場合を比較すれば、株主にとっての結果は同じである。つまり、①の場合は株主の企業に対する持ち分が直接10%の収益を生んでいるが、②の場合は、企業に対する株主の持ち分は4%(10-6)の収益しか生まないものの、株主の手元にある配当相当分の資金は(平均的な運用さええば)6%の利息を生み出すのだから、株主としての収益合計では、①と②は同じ結果になる。

- ②しかし現実問題として、まず第一に内部留保が設備投資に用いられることなく、企業の内部で証券投資や預金などの形態で運用される場合についてである。この場合、株主の立場から見れば、本来的には自己の資金の一部分を企業に一任運用委託していることと同じと考えられる。これに際して問題なのは、
- a. 一般の場合、企業は専門的な運用機関でない（ノウハウ面で専門機関に劣る）、
 - b. 運用の期間、対象、金額などが特定されていない、
 - c. 株主が独自に保有している金融資産とこの「企業に運用を委託している金融資産」とを合算した場合、最適な金融資産構成（ポートフォリオ）となっているとは限らない、^(注15)
 - d. ある時点で最適であっても企業の自由意志でポートフォリオが変化して最適でなくなる、というような点である。^(注16)
- ③現実問題としての第二の点は、理論値（例えば配当割引モデル）に合致した株式の価格形成がなされているわけでないということである。理論値（に近い）かどうかの計測も至難である。株主配当に回されなかった内部留保が何らかの形で株価に反映されるとしても、それが適切に反映され、適切に維持されるとは限らない。つまり、内部留保が株価に反映される状況には不確実性がある。配当という確実な収益の方が、「内部留保が間接的に株価に反映される」という（現実市場での）不確実な収益よりも価値が高い。
- ④現実問題としての第三の点は、安定保有（を依頼されている）株主にとっては、内部留保の反映に伴う株価上昇には実質的な意味がない、ということである。価格下落と、それによる評価損の計上さえ回避されればよいのである。期中の企業収益は、できる限り配当として還元してもらい、企業として資金が必要になれば証券市場からの調達なり、借入でまかなってもらいたいということになる。ただし、相互持ち合いの場合は状況が異なる。もちろん持ち合いの場合といえども、相手企業の増配は経常利益段階ではプラスである。しかし、総合的な資金の出入りではマイナスであるという点が、たんなる安定株主との差異である。つまり、持ち合いの相手が増配するということは、自社に対する増配への要請に直結する。上場株式の100%が持ち合いされているわけではないから、増配した一部分は、個人株主や機関投資家などの持ち合い外の株主に漏出する。この漏出部分をどのように評価するかであるが、普通は広義のコストとして企業に認識されるだろう。また税金の問題もある。

(注15) 最適とはポートフォリオをリターン（収益）とリスク（収益のぶれ）の観点から評価して最適である、ということの意味している。つまり、同一のリターンを得るのに最小のリスクで、もしくは同一のリスクをとる場合に最大のリターンが得られる、というポートフォリオを組むことである。

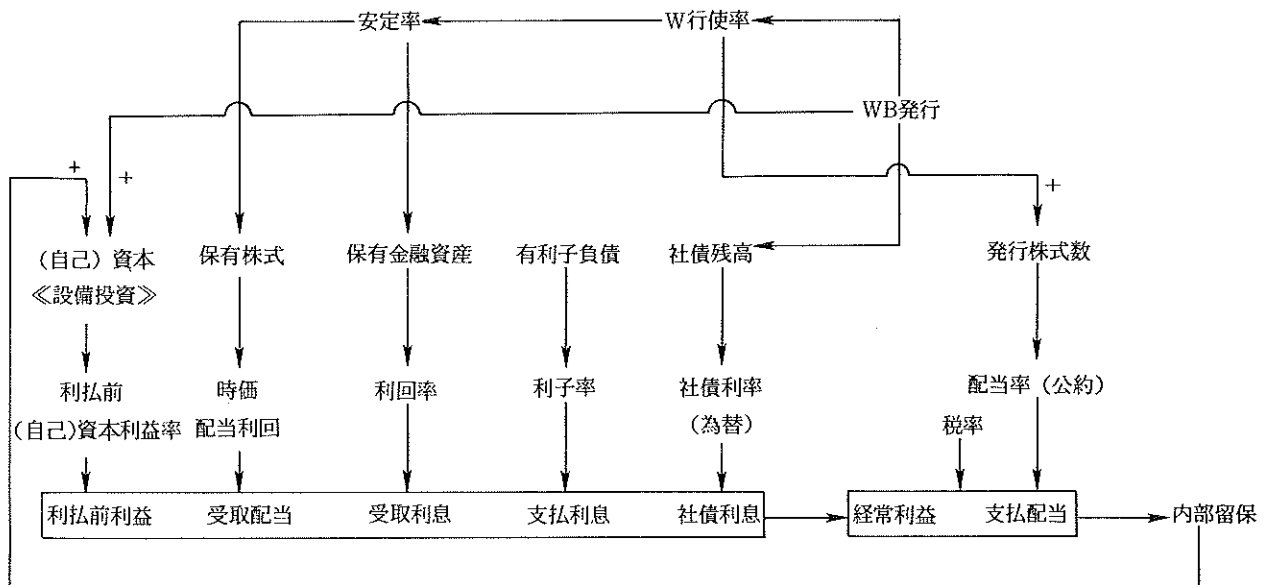
(注16) 配当ないしは企業収益の年毎のキャッシュフローを、一定の割引率（投資家が要求する期待収益率）を用いて現在価値に引き戻し、それを合計した値が理論株価であるとする株価モデルである。

(3) エクイティファイナンスのコスト

ここでは、株主と企業は別個の意思を持つ経済主体であり、企業にとっては配当による資金の流出は一種のコスト（もしくはコストに近いものとして認識されるもの）^(注17)でしかなく、企業にとって望ましくない、という立場で分析を行う。別の言い方をすれば、企業にとっては配当での資金流出を抑制して、できる限り資金の内部留保を図ることが望ましいという立場である。

分析の方法（簡易モデルによる）は次のとおりである（図-2にはWBの場合のモデルの考え方が例示されている）。

図-2 資金コストモデルの流れ（ワラント債の例）



- ①資金調達手段として、借入とWBなどのエクイティファイナンスの比較を行う。
- ②比較の方法は、同額の資金調達を行ったとき、一定年限が経過した時点で、どの資金調達が最も大きな内部留保を生み出したかに基づく。
- ③資金調達の比較を行うために、標準的な企業を想定する。想定の手として、自己資本額、有利子負債額、発行済株式数、利払前自己資本事業利益率^(注18)を用いる。標準的な企業の数値としては、東証上場企業（金融・保険を除く）の平均値をベースとした。また資金調達時点の株価も上場企業の平均値近くに設定する。
- ④資金調達は投資目的とする。投資は一定の収益を生み出す。モデルではその収益を簡略化して、利払前自己資本事業利益率^(注19)を用い、算出する。また最終的に内部留保された資金は、証券投資や借入返済資金として活用される部分を除き、同様の利益

(注17) ファイナンス時に公約する2期間の配当性向さえ守れば、その後は増益を達成しても減配するという傾向（1990年5月25日の日本経済新聞の記事）は、このような立場を支持している。

(注18) 利払前自己資本事業利益率 = (営業利益 + 受取利息 + 配当金) / 自己資本、で計算している。

(注19) このモデルでは、平均利益率と限界的（新規投資に適用する）利益率の二種の利払前自己資本事業利益率を用いている。

率で再投資されるものとする。

⑤以上は資金調達方法にかかわらず共通である。資金調達によって異なるところは次のとおり。

a. 投資資金を借入によって調達した場合；利払前事業利益から借入に対する利子が支払われる。配当に関しては、増益に応じて若干の増配が行われる。以上の結果、内部留保される金額が確定する。

b. 投資資金を海外WB（分離型）によって調達した場合；利払前事業利益から社債利息（先物為替を予約することにより円ベースで金額が確定する）を支払う。満期時点には先物予約に基づく為替差益により、償還差益が発生する。一方、権利行使に伴い、資金の流入と新株の発行が発生する。まず発行された新株は持ち合いを通じて60%が安定化される。新規流入資金の一部はその持ち合いのための資金として使用され、残りは社債償還資金として、満期まで市中金利で運用される。社債償還に際して不足する資金は借入でまかなわれる。また配当に関して、当初の公約配当性向を達成するのに必要な一株配当が支払われる。公約達成後の増配と減配はない。以上によって、内部留保金額が確定する。

c. 投資資金を国内CBによって調達した場合；海外WBとの基本的な差異は、為替を考慮しないこと、債券の償還がないこと（すべての債券は株式に転換されると仮定している）、権利行使に伴う新規資金の流入がないので株式持ち合い資金は借入によって賄われること、である。その他は海外WBと同様のプロセスに従う。以上により、内部留保金額が確定する。

このような簡易モデルによって、借入、海外WB、国内CBという代表的な資金調達手段を比較したのが表-6である。表では、新規投資の利益率（利払前自己資本事業利益率の変動）によるコストの差異を見るため、2つのケースを用いた。分析の期間は、CB、WBの償還期限5年に、償還後の1年間を加えた6年間である。以下では、特に表示しない限り、この6年間、もしくは6年目末の値を比較する。

この結果から、次のようなことが判明する。

①ケース1のように利益率が15%の場合、内部留保の累計額ではどの資金調達手段を採用しても、結果には大差がない。一方、最終年の利益留保額は借入による場合が大きいので、7年目以降を計算すれば、借入が最も有利になってくる。

②最終年における借入の有利さは、一つには、配当による社外流出金額の差に依拠している。^(注20)

③しかしながら、自己資本総額ではエクイティファイナンスを行った分だけCB、WBが大きくなるという当然の事実を考慮すれば、借入の有利さは資金効率のよさ

(注20) 一株当たり配当1円の差は、借入による資金調達ベースで2億円/年の資金流出の差になる。

表-6 資金調達コストの比較

《モデル企業の姿》

当初自己資本500億円
 当初有利子負債700億円
 発行済株式数2億株
 利払前自己資本事業利益率25%

《資産調達時点の環境》

国内金利6%
 米国金利8%
 株式時価利回り0.5%
 円/ドル為替155円
 ドルディスカウント率2%/年
 時価1,510円
 税率50%

《資金調達の前提条件》

	借入	C B	W B
資金調達額	155億円	155億円	1億ドル
期限	5年	5年	5年
利率	6% (円)	2% (円)	4% (ドル)
権利行使価格	—	1,550円	1,550円
権利行使率	—	20%/年・均一	20%/年・均一
公約配当性向(2年間)	—	25%	25%
株式安定化率	—	60%	60%

《資金調達の結果》

ケース1—新規投資利益率(利払前自己資本事業利益率)15%

	借入	C B	W B
利益留保額累計 (調達期から6期間)	267億円	263	274
6期目税引後利益	65億円	66	67
6期目利益留保額	53億円	52	52
6期目配当/株	6円	7	7
6期末自己資本額	714億円	867	877
6期末有利子負債額	855億円	793	778
自己資本税引後利益率	9.0%	7.7	7.6

ケース2—新規投資利益率(利払前自己資本事業利益率)10%

	借入	C B	W B
利益留保額累計 (調達期から6期間)	233億円	233	243
6期目税引後利益	54億円	56	56
6期目利益留保額	44億円	44	44
6期目配当/株	5.2円	6	6
6期末自己資本額	689億円	844	854
6期末有利子負債額	855億円	793	778
自己資本税引後利益率	7.8%	6.7	6.6

注: 数値は四捨五入したものである。

にも求めなければならない。つまりエクイティーファイナンスの場合、株式安定化のための資金が必要となり、その資金がほとんど利益を生み出さないため、借入と比較して資金効率が悪化することになる。

- ④資金効率の差は、自己資本利益率（税引後利益ベース）に端的に表されている。
- ⑤ケース2のように利益率が10%に低下すると、利益留保額の累計ではWBが最も大きくなる。借入とCBでは差異はない。
- ⑥この場合、最終年の利益留保額では、借入、CB、WBで差異はない。
- ⑦以上の2つのケースを比較すれば、利益率の高い企業（つまり成長企業）では、エクイティーファイナンスよりも借入の方が有利な資金調達手段になる。利益率の低い企業では、エクイティーファイナンスが相対的に有利になる。この差は、エクイティーファイナンスの長所と短所それぞれの大きさによってもたらされる。すなわち、エクイティーファイナンス資金の表面上の有利さ（借入に比べて表面利率が低い）という長所と、その後の株式安定化による資金効率の悪化および配当性向の公約にともなう流出資金の多さという短所の比較である。

(4) エクイティーファイナンスの総合評価

以上を総合しつつ敷衍を行えば、エクイティーファイナンスに際して、次のような問題点を念頭に置く必要がある。

- ①時価発行はもちろんのこと、CB、WBも（株価が権利行使価格を上回り）権利行使が進めば、新規株式の供給としての役割を果たすこと。従来の株式安定状況を維持しようとするれば、新規の安定化対策が必要になる。安定化を進めなければ、浮動株が増大し、市場環境が悪化した場合の株価圧迫要因になるか、企業買収に際して株式の買い集めが容易化する。
- ②逆にCB、WBの権利行使が進まなければ、債券の満期時点で償還資金を調達する必要性が発生する。この場合は株価が権利行使価格を下まわり低迷しているのであるから、エクイティーファイナンスを再度用いることは投資家の不信を生む。借入で資金調達を行うことになろうが、資金繰りに不安が生じる。ましてや、投資家側に早期償還要求条項（プットオプション）が付与されているファイナンスの場合（たとえばスイスフランCB）、そのオプションの価値を十分に検討する必要がある。
- ③エクイティーファイナンスと借入による資金調達を比較すれば、借入による調達の場合、その後の内部留保を厚く持てる可能性が強い。調達資金の表面金利だけでなく、株式の安定化に要する費用や利益（プレミアム）配分ルールに基づく配当という資金流出を勘案する必要がある。これらを総合的に判断すれば、借入のほうが

企業として望ましいという状況も大いにありうる。少なくとも、エクイティーファイナンスが絶対的に有利だという状況はない。

- ④とくに成長企業にとっては、エクイティーファイナンスに伴う配当性向の公約の影響度が大きい。これは、期中利益の急速な増加が、配当支払いによる外部への資金流出を急増させることによる。成長企業にとって、旺盛な資金需要の充足と、経営安定を目的とした自己資本比率の維持・向上を両立させるには、配当支払いによる外部への資金流出を極力抑えることが有力な戦略となる。^(注21) 極端な場合、成長力に対する投資家の客観的な理解が得られているのなら（また得やすい）、無配であってもかまわない。エクイティーファイナンスに伴う一定水準の配当性向の義務化は、このような選択の余地を成長企業から奪ってしまう。
- ⑤逆に、成長力のない企業がエクイティーファイナンスによって資金調達し、たとえばその資金を財テクに使用することは、若干の浮動株の発生を容認することと資金の効率性を考慮しないという前提の下では、企業にとって内部留保を増大させる有力な手段になる。しかし株主にとって有利でないことは、先に述べたように株主にとって望ましいポートフォリオの構築になるのかどうかの議論から明らかであろう。株主としては、成長力のない企業からはできる限り多くの資金を、できるだけ早い時期に配当として受け取り、それを株主自身の判断で望ましい先に投資することが最良である。たとえば個人などの場合でも、運用資産が指定されている証券投資信託などを購入した方が、まだしも望ましいポートフォリオ構築に近づくことができるのである。
- ⑥エクイティーファイナンスの大きな意義は、自己資本の充実、ひいては企業経営の安定化の達成を期間損益のみに頼ることなく、早期に達成できることにある。しかし逆に、そのような状態が既に確保されているのならば、果たしてそれ以上の自己資本が早期に必要なのかという疑問が生じる。株主としては、自己資本（株主の持ち分）がいかにも有効に活用されているかが最大の関心である（また最大の関心であるべきである）。自己資本が、本来の企業目的でない財テクに使われている^(注22) というのは論外であろう。

(注21) エクイティーファイナンスによっても自己資本比率の向上を図れるが、浮動株が大量に発生するという問題を別途、処理しなければならない。

(注22) 1988年度の自己資本比率（東証上場企業）は全産業（金融保険除き）で29%、製造業で37%に、また現預金と有価証券（流動資産）はそれぞれ全資産に対して19%、22%に達している。

結びにかえて

以上から容易に導けるように、上場企業の立場からすれば、資金調達に関する最大の障害は利益配分ルールである。^(注23)成長企業の資金調達の効率化を促進するためにも、理論的にはルールの廃止が望ましい。しかし現実には、本当にそこまで単純なのか。

ここで思い起こす必要があるのは、企業にとって重要な政策である株式安定化という行為の持つ意味である。この株式安定化が資金調達コストを引き上げるとしても、企業としては、エクイティファイナンスを行ったからには背に腹は変えられない（安定化は必要だ）という判断も成立する。

しかし、株主の立場からは見方が異なる。第一に安定化されている株式に対しては、配当（インカムゲイン）が株価上昇よりも重要であるが、この点は既に述べた。

しかし、もう一つ重要なのは、株式ないしは市場制度に対する発行企業の認識が全体として矛盾を含んでいるという点である。つまり、企業としてはファイナンスなどに伴い供給された株式を、その本来的な価値にかかわらず優先的に安定化させたいという意図が存在する。安定化を依頼する相手は、たとえば年金信託（信託銀行）や生保^(注24)である。その一方で、投資顧問会社などによる効率的な（客観的な価値基準に基づく）資金運用が、企業側でも渴望されている。その代表的な資産が年金である。この取り合わせは何を意味しているのであろう。

「安定化」と「客観的な運用」が必ずしも整合的な要望でないことはすぐに理解できる。むしろ一般的には、安定化の要望の強い株式ほど客観的な投資基準に当てはまらず、投資対象から除外すべきという場合が多いかもしれない。

しかしそれにも増して真剣に考えなければならないのは、客観的な運用を行う投資家、すなわち機関投資家が（世間一般に望まれているように）登場すれば、日本の株式市場の価格形成が大きく変化するという可能性である。

表一七は、主要な投資家が最近時点でどのような株式投資を行ってきたかを示したものである。これによれば、日本において機関投資家と目される証券投資信託、年金信託は、株式市場の時価構成の変動と同じ向きの投資（順バリ）行動を行う割合が高い。これは、生保や事業会社などの安定的と目される株主と逆の投資行動である。また、証券投資信託や年金信託と生保や事業会社とをポートフォリオの変動状況で比較すれば、前者の方が大きい。言い換えれば、機関投資家的な投資家が増加すれば、株価の変動が大きくなり不安定化する可能性が高まる。なお、外国人は機関投資家とし

(注23) 1986年に利益配分ルールが配当性向方式に改められた背景には、企業の配当政策は本来個々の企業の判断に委ねられるべきものであるとの、発行企業からの声があった（大蔵省証券局年報—昭和61年版参照）。

(注24) たとえば1990年5月11日の日本経済新聞には、企業が厚生年金基金を設立するに際して、自社株の購入を生保や信託銀行に要請するケースが増えているという趣旨の記事が掲載されている。

て典型的な順バリであり、一方、銀行・信託は安定的な投資行動に近い（ただし統計の制約上、特金などの純投資部分が「銀行・信託」に混入しているため、正確な比較はできない）。

以上を踏まえて、株式市場に対する個人的な要望を述べておく。

- ①利益配分ルールについては、日本の株式市場をどう考え、どう改革するのか、その明確なビジョンを提示する中で再考すべきである。たんなる配当という、狭い領域の議論に止どまるべきでない。
- ②株式安定化と相互持ち合いという現在の上場企業の行動を明確にするには、商法で禁止されている自己株式の取得を認めるよう検討すべきである。
- ③株式市場の安定を図るためには、機関投資家の対抗力として、個人株主の育成を工夫する必要がある。その方策としては、株式の最小売買金額（最小取引単位×株価）を引き下げることが早急に望まれる。200万円近い資金が必要というのは相当に高い。株式分割の促進が一つであろう。

表一七 投資家別の株式ポートフォリオ（主要業種）

	建設	食品	繊維	化学	鉄鋼	機械	電機	輸送機	商業	金融	不動産	陸運	電気
市場時価 構成(%)	3.6 4.9 ○	3.1 2.6 ×	2.2 1.8 ×	8.2 7.1 ×	2.1 4.6 ○	2.9 3.3 ○	12.0 9.1 ×	4.6 5.9 ○	7.0 6.9 ×	28.4 28.6 ○	2.3 1.7 ×	3.6 3.8 ○	6.5 5.5 ×
銀行・信託	0 4 ○	3 0 ×	14 11 ×	12 11 ×	14 24 ○	7 6 ×	-9 4 ○	50 27 ×	10 15 ○	-18 -20 ×	0 6 ○	-11 -8 ○	15 11 ×
生保	-31 -31 ×	-7 0 ○	14 17 ○	-1 6 ○	0 2 ○	-3 9 ○	-17 -7 ○	2 -2 ×	-24 -19 ○	11 6 ×	-22 -29 ×	6 13 ○	66 65 ×
損保	-28 -35 ×	3 0 ×	-23 -22 ○	10 4 ×	0 2 ○	-14 -15 ×	-26 -22 ○	67 56 ×	30 35 ○	-2 -3 ×	-4 -18 ×	-6 -3 ○	-32 -31 ○
証券投資信託	33 61 ○	-13 39 ○	32 50 ○	42 63 ○	-14 22 ○	-17 0 ○	141 79 ×	-37 -18 ○	-26 -3 ○	-75 -67 ○	139 53 ×	-50 -3 ○	-42 -51 ×
年金信託	-8 16 ○	7 8 ○	82 72 ×	81 32 ×	24 41 ○	-7 -18 ×	69 45 ×	0 -17 ×	-33 3 ○	-67 -44 ○	117 53 ×	6 32 ○	-20 -38 ×
外国人	8 35 ○	-13 -35 ×	-9 -11 ×	39 34 ×	-52 -28 ○	-3 6 ○	113 58 ×	13 63 ○	20 28 ○	-62 -47 ○	117 53 ×	-26 -13 ○	-62 -56 ○
事業会社	-14 -18 ×	-29 -23 ○	-46 -39 ○	-40 -34 ○	-14 -15 ×	-21 -21 ×	-18 -26 ○	-15 -14 ○	-10 -16 ×	63 61 ×	-8 -6 ○	-25 -32 ×	-63 -58 ○
個人	33 22 ×	36 31 ×	32 39 ○	20 11 ×	19 -6 ×	28 12 ×	5 20 ○	-23 -25 ×	19 15 ×	-43 -44 ×	-22 -18 ○	58 53 ×	39 44 ○

(凡例) ①投資家別の最初の欄は、'86/3末の株式ポートフォリオの業種別時価構成が市場の時価構成からどの程度乖離しているかを示す。

《乖離 = (投資家別業種別時価構成比率 / 市場時価構成比率) × 100 - 100》

②次の欄は同じく'89/3末の状況。

③最後の欄は市場の時価構成との比較で見た投資行動('86/3→'89/3)。

なお、○は投資家のポートフォリオ上、市場構成との比較で増加した業種。×は同じく減少した業種。

(市場時価構成の○は構成比増加、×は減少した業種)

(注) 銀行・信託には証券投資信託と年金信託を含まない。

全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」に基づき作成。