

日本企業のエクイティファイナンス — ファイナンスはROEを引き上げたか —

金融研究部 研究員 湯前 祥二 研究員 海野 基

《要 旨》

1. エクイティファイナンスは企業のバランスシートを大きく変えた。総資産に占める株主資本の割合はオイルショック以降上昇しはじめ、その上昇は更に、80年代後半のエクイティファイナンスのラッシュにより加速された。これは、株主資本の比率を高めることにより、以降の低成長経済において、金利変動のリスクを極力抑えられる財務構造を目指した結果と思われる。
2. 日本企業の株主資本利益率（ROE）につき、分布状況を表すパーセンタイル値で見ると、80年代のROEが傾向的に低下していることが分かる。また、ROEが長期プライムレートを下回る企業の割合が、80年代を通して全体の約半分を占めている。
3. 「資本金と資本準備金の合計の増加額」をエクイティファイナンスと見なして、76年度から92年度のデータを用いて分析すると、エクイティファイナンスとROEの上昇には長期的な関係が見られない。但し、業績不振企業の場合、エクイティファイナンスによってその期のROEが上昇するという関係が見られる。これは第三者割当てなどの救済策の効果と思われる。一方、業績好調企業の場合、エクイティファイナンスによってROEが低下するという関係が見られる。
4. エクイティファイナンス前後の財務指標の動きを見ると、ROEは、エクイティファイナンス時に一段上昇しその後もゆるやかに上昇する。すなわち、財務レバレッジの低下が続く。また、利払前事業利益率はエクイティファイナンス以降傾向的に低下する。これらの結果、ROEは低下が続くことになる。
5. エクイティ債は、将来、株式の新規発行につながる可能性があり、潜在株式と呼ばれる。89年末からの株価下落に伴い、多くのエクイティ債は、依然、潜在株式のまま残っている。
6. この潜在株式を考慮した上で、ROEを分析すると、多くの潜在株を残したままの企業の低収益性が浮かび上がる。また、こういった企業の株式は、表面上は割安に見えるが、投資家は潜在株式の効果を正しく認識した上で企業評価していたものと考えられる。
7. 今後ファイナンスが再び活性化する前に、これに対する企業や投資家のあり方を冷静に議論していく必要がある。資金が必ずしも有効に用いられなかった過去の経験から考えて、少なくとも、調達資金の使途や投資の効果についてより広範な開示を行なうことが必要だろう。

目次

はじめに

1. エクイティファイナンスの推移
2. 日本企業の株主資本利益率の時系列推移
 - (1) 時系列推移
 - (2) 長期プライムレートとの比較
3. エクイティファイナンスと株主資本利益率
 - (1) ファイナンス実施企業の ROE の推移
 - (2) エクイティファイナンスの ROE への寄与
 - (3) 株主資本の増加が ROE 上昇につながるメカニズム
 - (4) エクイティファイナンスと配当性向
4. 潜在株式と株主資本利益率
 - (1) 高潜在株グループの ROE
 - (2) 高潜在株グループの益利回り
 - (3) 高潜在株グループの平均資本金

おわりに

はじめに

日本企業のエクイティファイナンスを、80年代後半から現在まで概観すると、ラッシュから機能停止に至るまで大きく揺れた10年間であった。しかし、このファイナンスが株主に利益をもたらしたか否かについては、これまで、十分な分析がなされていないように思われる。ファイナンスが再び活発化する前に、これに対する企業や投資家のあり方を冷静に議論し、再構築しておく必要があるだろう。

そこで、これまでのエクイティファイナンスの概況や、株主の利益に与えた影響を整理し、今後のファイナンスのあるべき姿に関する議論の材料の一つを提供できればと考えた。

このレポートは、次のような構成となっている。

まず第1章では、日本企業の資金調達の動向をエクイティファイナンスを中心に概観する。また、資金調達が財務構造に与えた影響を調べる。

第2章では、日本企業の株主資本利益率(ROE)水準について、時系列の推移を見る。株主から見た企業の収益性の実情を確認することにより、第3章の分析の基礎を提供するものである。

第3章では「資本金と資本準備金」の増加に着目し、エクイティファイナンスがROEに与えた影響を見る。調達された資金の有効活用により、収益率が高まったか否かを検証する。

第4章では、現在の潜在株式に着目し、ROEの状況を見る。この章の分析は、第3章の分析と互いに補う関係にある。すなわち、エクイティファイナンスによる調達のうち、未転換の転換社債と未権利行使のワラント債は、第3章の分析対象である「資本金と資本準備金」に未だ反映されていない部分だからである。

1. エクイティファイナンスの推移

企業の資金調達手段には、①銀行借入や社債発行などのデットファイナンス、②現在もしくは将来の新株発行を前提としたエクイティファイナンス、③利益の内部留保、などが挙げられる。このうち後二者は株主資本の増加につながる。これまで、株主資本は金利変動のリスクを抑えるために欠かせないものとして、各企業ともその充実に努めてきた。特に80年代後半からは、株価の上昇を背景に、日本企業のエクイティファイナンスは年々増加していった。ここではエクイティファイナンスに焦点をあて、その推移を見ていく。

エクイティファイナンスの内訳としては、①有償増資(新たな資金の払い込みが行われる株主割当、公募、第三者割当、新株引受権付社債の現金振込分)と、②転換社債・新株引受権付社債(以下、ワラント債)などの、いわゆるエクイティ

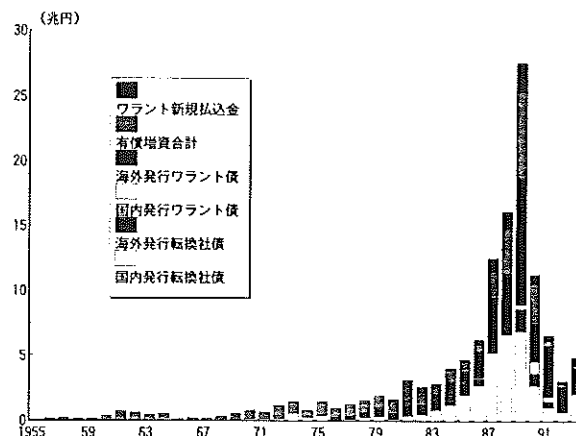
債¹発行がある。そこで、まずエクイティファイナンスによる企業の資金調達額の推移を示す（図1、表1）。

表－1 エクイティファイナンスの推移

歴 年	転換社債		新株引受権付社債		有償増資				合計 (億円)
	国内	海外	国内	海外	株主割当	公募	第三者割当	WB払込	
1955					641	5	2		648
56		61			1570	44	22		1697
57					1992	54	6		2052
58					1596	49	0		1645
59					1526	103	2		1631
1960					3314	347	7		3668
61					6319	799	6		7124
62		167			5868	195	28		6258
63		182			4096	361	73		4712
64		207			5248	35	31		5521
65					1145	2	27		1174
66					2023	14	80		2117
67		54			1937	49	36		2076
68					3029	95	23		3147
69		302			4467	550	48		5367
1970	960	252			5380	1380	51		8023
71	1056	54			4093	835	442		6480
72	1250				2839	6651	924		11664
73	5220				3441	5651	301		14613
74	2588	60			2437	2775	229		8089
75	4010	851			7714	2215	82		14872
76	590	2115			1795	5004	88		9592
77	1200	1952			2905	6035	285		12377
78	2925	3391			2675	5654	638		15283
79	3710	5942			2619	6288	628		19187
1980	1140	4847			903	8808	809		16507
81	3635	8125	200		4935	13963	366		31224
82	4775	6410	440	980	2238	11026	205	25	26099
83	8270	10677	100	1286	1348	4715	1651	303	28350
84	12085	13353	130	4511	908	8210	658	65	39920
85	20150	10937	100	6927	1826	5057	335	1373	46705
86	27555	4337	1360	20399	694	4000	304	3727	62376
87	52560	10033	330	32325	4363	13937	1092	10738	125378
88	66500	9341		37703	7873	25820	1039	13090	161366
89	69215	16882	3850	96945	7262	58303	1023	21898	275378
1990	27270	9111	9250	29400	8249	19754	3146	6776	112956
91	10915	3841	3815	39231	2180	1258	1035	3603	65878
92	6960	2851		16770	1106	40	1022	2031	30780
93	20365	1887		18438	479	74	1504	6172	48919

(出所) エクイティ債：公社債年鑑（公社債引受協会）
有償増資：証券統計年報（東証）

図－1 エクイティファイナンスの推移



(出所) 表1に同じ

注目される点として、①72年を境に、有償増資形態の株主割当増資から公募（時価発行）増資への移行、②87年から90年までの資金調達額全体の著しい増加、③その後の株価下落によるエクイティ債発行の減少と公募（時価発行）増資の実質停止、が挙げられる。

上記のうち、87年以降は、それまで（80年以降）毎年1～6兆円台であったエクイティファイナンスによる資金調達額が一挙に倍増した。特に89年の調達額27.5兆円は、80年から86年までの7年間の調達総額（25.1兆円）に匹敵し、最大規模となっている。

調達手段別では、国内転換社債、海外ワラント債、公募（時価発行）増資の増加がこの時期目立っており、中でも海外ワラント債は、ピークの89年に約10兆円の発行となった。これは当年のエクイティファイナンスの実に40%を占めていた。

エクイティ債は社債部分と、株式のコールオプション²部分に分けられる。エクイティ債のクーポンレートは、オプション価値相当部分を普通社債のクーポンレートに比べ低く設定できるため、企業は発行当初、クーポンレート低下による収益

¹ 転換社債、ワラント債はともに、一定期間内に一定の条件のもとで発行会社の株式を取得できる社債であるため、普通社債と区別してエクイティ債と呼ばれる。社債としての収益のほか、株式のコールオプション部分を持つため、発行時の利率は普通社債よりもオプションのプレミアム分だけ低く設定される。

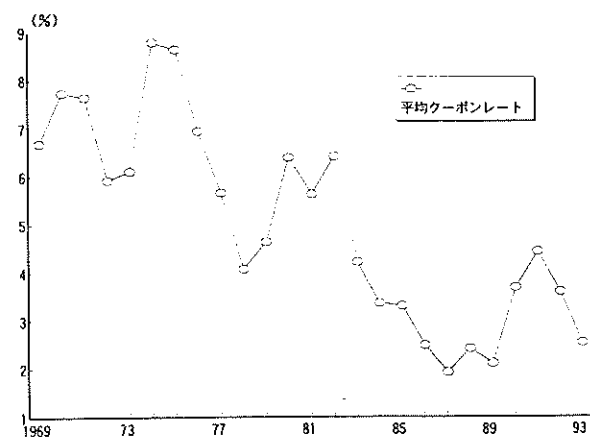
² 当該株式を所定の価格で将来に買い付ける権利。

向上効果を享受できる³。特に、エクイティ債発行が激増した80年代後半は低金利期で、加えて投資家の株価上昇期待を反映して、株式のコールオプション価値であるワラント価格が高く評価されたことから、エクイティ債のクーポンは極めて低い水準となった(図2)。つまり、エクイティ債のコールオプション部分が投資家に対する甘味料になったのである。

このため、海外発行の外貨建てエクイティ債の中には、為替予約を行うことにより、円建てベースでマイナス金利となる場合も生じた⁴。また、米国などでは上場されている、個別銘柄のコール・プットオプションが日本に存在しないことも、国際資本市場における本邦企業のワラント債発行増に寄与していたものと思われる。

外貨建て転換社債にも同様のことが言えるはずであるが、80年代を通して大幅な伸びは見られない。これはワラント債の場合には権利行使後も社債部分が残る、償還を迎えるのに対し、転換社債は株式転換後、社債が消滅するためである。つまり、投資家の転換権行使のタイミング次第で、いつ、どれ位のキャッシュ・アウトフロー(クーポ

図-2 エクイティ債の平均クーポンレート

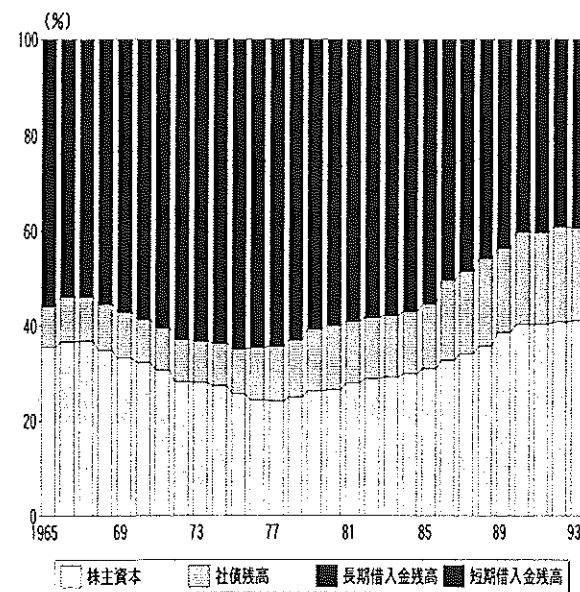


(出所) ニッセイ基礎研究所

ン、償還資金の支払い)が生じるかの予測が困難なため、外貨建ての元利金の為替予約が難しかったためと考えられる。

エクイティファイナンスは企業のバランスシートを大きく変えた。72年以降、増資形態が変化して公募(時価発行)増資が拡大し、資本市場からの調達額(株主資本+社債残高)は増加していたが、特にオイルショック後の75年以降、調達資金残高に占める比率も上昇を示すようになった(図3)。逆に長期借入金の残高比率が低下している。つまり、オイルショック後の低成長経済において、株主資本や将来株主資本になるエクイティ債の比率を大きくし、事業環境の変化や金利変動のリスクを極力抑えられる財務構造への転換を目指したものである。特に、80年代後半のエクイティファイナンスのラッシュにより、この動きが加速されたのである。

図-3 調達資金残高比率



(出所) ニッセイ基礎研究所

³ ただし、日本公認会計士協会は、現行のこのような会計処理を見直し、ワラント部分を費用として損金処理することを義務付けた。ここでは、標準的な債券流通実勢から、個別に銘柄格差を勘案して社債部分とワラント部分の価値を決定し、額面と社債部分の差額(ワラント部分)は繰延資産として毎期償却される。この結果、クーポンの低いワラントでも、ワラント部分の償却を加えると会計上のコストが増大するため、企業のコスト認識に大きな影響を与えることになるだろう。

⁴ エクイティ債に付帯している甘味料のため、発行地の金利より低いクーポンを設定できることになるが、日本との金利差を反映して決まる為替レートで為替予約を行うことにより、このようなマイナス金利が生じる。

2. 日本企業の株主資本利益率の時系列推移

(1) 時系列推移

まず、株主資本利益率（以下、ROE）の推移を時系列に見てみよう（図4）。

ROEは、税引後の当期利益を株主資本で割った値であり、株主が経営陣に付託した資本が、いかに効率的に運用され、どれほどの収益を生み出したかを示している。つまり株主にとって、経営に対する重要な評価基準である。

ROEの平均値⁵を見ると、年毎のぶれは大きいものの、80年代初めをピークに低下傾向にある。80年度に10%となった後、81年度に大幅に低下。82年度から85年度まで横這いで推移した後、86年度に円高の影響でさらに落ち込んでいる。89年度には80年度以来の高い水準まで回復したが、その後は低下が続いている。

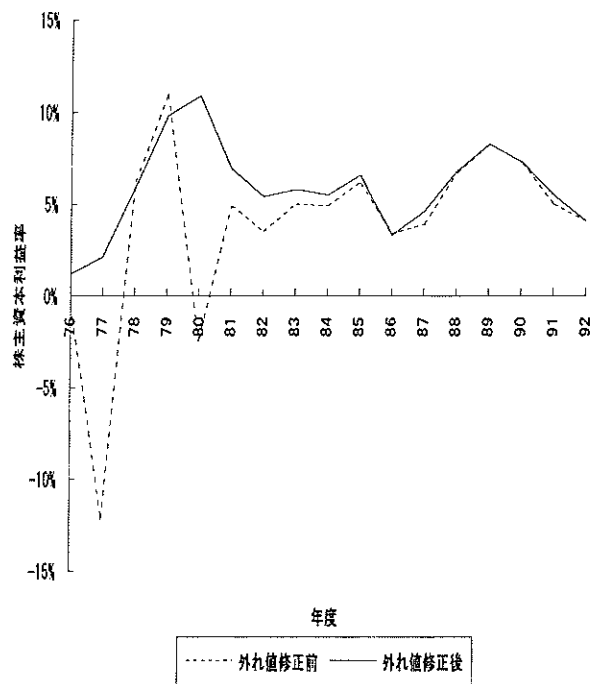
次に、データのぶれを小さくするために「外れ値」の修正を試みよう。これは、中心からとび離れたデータを異常値として認識し、少し中心に寄せる修正を行うもので、この結果データの安定性を高めることが可能になる。具体的には、全ての銘柄、全ての期間のデータの標準偏差を算出して、平均から標準偏差の3倍を超えて離れたデータを、その境界（平均から3標準偏差）の値に置き換えた。修正後に再び平均をとってみると、特に傾向からのぶれが大きかった77年度に、ROEがより妥当な水準に修正されている。80年代前半の動きも、外れ値修正前に比べると、安定した推移を示している。

外れ値修正により安定度が増したことから分かるように、分析対象データである「各企業のROE」は、その分布が左右対称ではなく、かつ

大きくとび離れた異常値がある。このような場合には、単純な平均値は、そのデータの集まりを代表する値としては不適當であり、全体の分布の様子をより詳しく見るのが可能なパーセンタイル⁶による分析の方がより妥当である。データの中から遠い辺縁部分が不安定な対象を調べる場合には、平均値による分析は、データの大勢の動きを誤解しやすい特性をもっている。

実際のデータを見よう。図5には、外れ値修正前後の平均値、そして5、25、50、75、95の各パーセンタイル値を示した（各パーセンタイル値は、外れ値修正前後で変化しなかった）。50パーセンタイル値は、安定的に推移しており、かつ80年代を通して、傾向的な低下が見て取れる。そして、下から2本目の25パーセンタイルの線と、上から2本目の75パーセンタイルの線の間

図4 株主資本利益率（平均値）の推移



（出所）ニッセイ基礎研究所

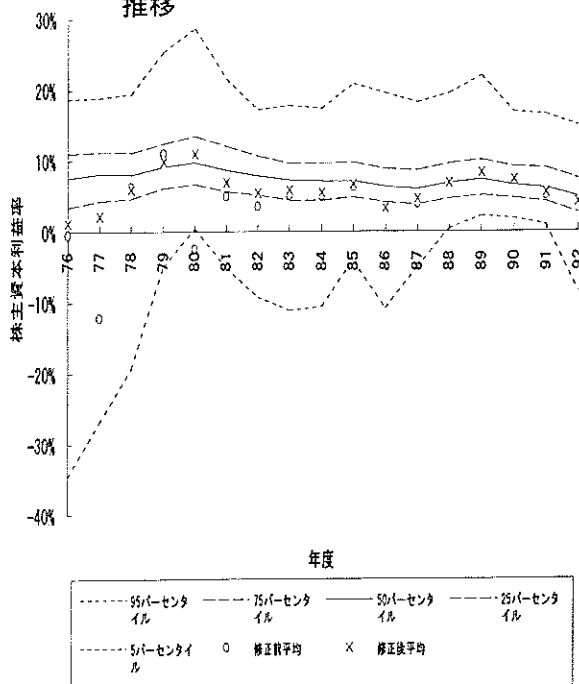
⁵ 分析に用いたデータは、東証1部上場銘柄で、期間は、76年度から92年度。各年4月時点で判明している直近決算（通常、前年1月決算～12月決算まで）のデータを採用している。途中で上場廃止、被合併となる銘柄は、全期間でデータから除いた。ROEは、当該期の当期利益を（期首期末の平均ではなく）年度末の株主資本で割って算出した。個別銘柄のROEを求めて、単純に平均した。

⁶ 50パーセンタイルとは、データを大きさの順に一列に並べた際に、中央にあるデータ値のことであり、メディアンともいう。この値は、データの分布が左右対称の場合には平均値と同じになる。同様に、25パーセンタイルは、列の端から（全体の）25%位置にあるデータの値、5パーセンタイルは端から5%位置にあるデータの値である。

に全体の50%の企業が収まることになるが、この帯の推移を見ても、50パーセンタイル値の推移とほぼ同じで、80年代を通して傾向的な低下が見て取れる。平均値で見ると、81年度から85年度までは、ROEは横這い、ないしわずかな上昇傾向にあった。また、90年度以降の落ち込みが急であった。しかし、50パーセンタイル値（もしくは25パーセンタイルと75パーセンタイルの間の帯）で見ると、81年度から85年度までの時期も緩やかな低下傾向が続いており、また90年度以降の低下も比較的緩やかなことが分かる。

5パーセンタイル、95パーセンタイルの線は、他の25、50、75各パーセンタイルの線の動きと比べて、動きが荒い。これは、株主資本比率の低い銘柄群ほどROEの変動が大きいと思われる。株主資本比率が小さい企業では、財務レバレッジ⁷が大きく働いて、利益額の小さな変動でも、ROEベースでは大きな変動になるからである。

図-5 株主資本利益率（パーセンタイル値）の推移



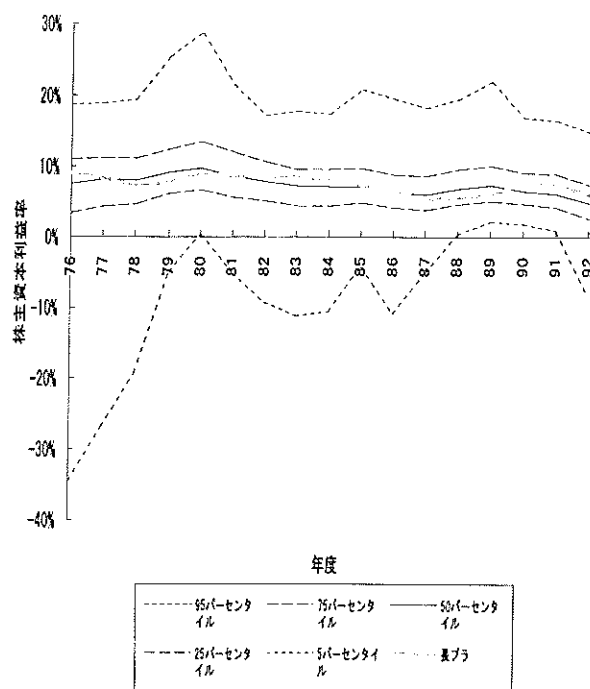
(出所) ニッセイ基礎研究所

外れ値修正前・後の平均値は、50パーセンタイル値の上下に、大きくぶれながら変動している。これは、変動の大きい辺縁（95パーセンタイル以上、5パーセンタイル以下の部分）の数値を反映しているためで、特に修正前の平均値はぶれが大きい。80年度の修正前の平均値が5パーセンタイル値を下回るほどのマイナスなのは、極端に大きいマイナスの外れ値の影響を受けたためである。

(2) 長期プライムレートとの比較

ROEの（推移ではなく）水準そのものを検討するために、長期プライムレート（以下、長プラ）と比較してみよう（図6）。長プラは、ROEの25パーセンタイルと75パーセンタイルの間の帯の中を推移している。ROEが長プラを上回る企業の割合は、計測期間を通して50%前後で推移している（図7）。この割合が最大になったのは89年度の67%であるが、この期でも3分の1の

図-6 株主資本利益率と長期プライムレート



(出所) ニッセイ基礎研究所

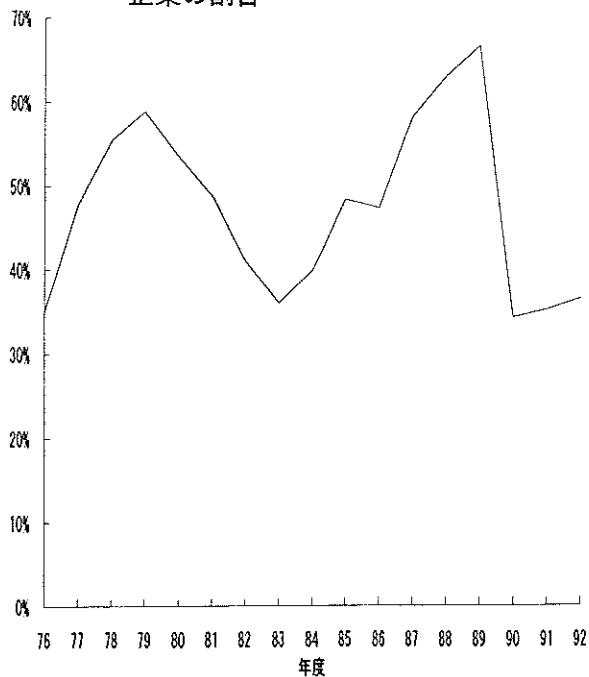
⁷ 株主資本利益率 = (1 - 税率) × {総資産利払前事業利益率 + (総資産利払前事業利益率 - 負債利子率) × 負債 / 株主資本} という関係によって、株主資本比率が低い場合には、総資産利払前事業利益率の小さな変動が、ROEベースでは大きな変動に拡大されること。

企業のROEが長プラを下回る状況だったことになる。また、半数以上の企業が長プラを上回るROEを達成できた年度は、17期のうち8期しかなかった。

個別銘柄別に見ると、常にROEが長プラを上回る（もしくは下回る）銘柄は少ない。全計測期間でデータがある1262銘柄の内、ROEが長プラを常に上回ってきた銘柄は14銘柄、逆に常に下回ってきた銘柄は53銘柄であった。

株式は、株主資本という出資金に対して、毎年度、当期利益を受け取る債権と見ることもできる。但し、事業に失敗すれば、株主資本の一部、あるいは全部を失うリスクもある。従って、もしも、貸付による収益（長プラ）と株式による収益にあまり差がなく、期待収益が同じならば、わざわざリスクの大きい株式に投資することは、通常の投資家にとって合理性を欠く。従って、リスク・プレミアムを考慮すると、約半数の企業でROEが妥当な水準（及第点）に達していない状況にあったことになる。

図-7 株主資本利益率が長期プライムを超える企業の割合



（出所）ニッセイ基礎研究所

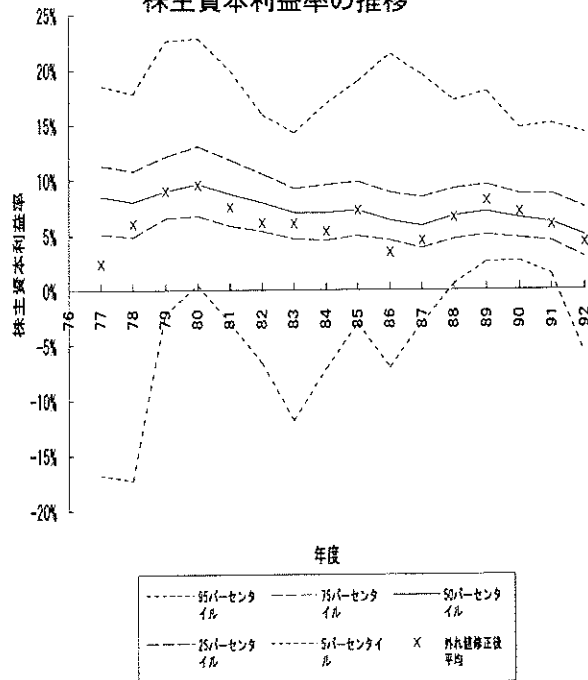
3. エクイティ・ファイナンスと株主資本利益率

(1) ファイナンス実施企業のROEの推移

株主資本利益率（ROE）の水準の低さは、特に株主資本を積み増している場合に問題が大きい。経営陣は、相当な収益が見込める事業機会がないような場合には、新規に株主資本の積み増しをするべきでない。エクイティファイナンスは控えるべきだし、現在まで蓄積されてきた内部留保は、株主に配当等の形で返還すべきである。株主は、返還された配当金を、企業に預けておくよりも、もっと有利な先に投資できるだろう。

株主資本を積み増すケースとしては、通常、エクイティファイナンスがまず思い浮かぶが、配当支払後の利益の内部留保も、株主に帰属する資産を新規に企業に付託するという意味では、エクイティファイナンスと変わらない。ほぼ全ての企業が76年度以降に、一度は内部留保を実施している。従って、前章で見たように、ROEの水準が長プラ並みしかない平均像と合わせ考えると、多

図-8 エクイティファイナンス実施企業の株主資本利益率の推移



（出所）ニッセイ基礎研究所

くの企業が ROE 水準に加え、株主資本の積み増し姿勢においても、問題を含んでいると言えよう。

76 年度以降、一度でもエクイティファイナンスを実施したことがある（と見込まれる）企業の ROE の推移を見よう（図 8）。ここでは、「資本金と資本準備金の合計の増加額」を、エクイティファイナンスと見なし、これが一度でもプラスとなった企業につきパーセンタイルをプロットした。全体の様子は、全企業を対象にした場合と、ほとんど変わらないことが分かる。

細かく見るために、各パーセンタイルにつき、全企業の場合との差（ファイナンス実施企業の ROE から全企業の ROE を引いた値）をとって見よう（図 9）。目盛りの最大値が小さく（12%）なっている点に注意願いたい。分布の中心に近い 25、50、75 各パーセンタイルでは、ファイナンス実施企業と全企業の差はほとんどない。しかし、5 パーセンタイルではファイナンス実施企業の ROE が高い。これは、例えば、「業績不振の企業が、第三者割当て有償増資を伴う再建策で業

績を回復させた」ケースを含むためと思われる。逆に 95 パーセンタイルでは、ファイナンス実施企業の ROE が、全企業に比べ低くなっている。

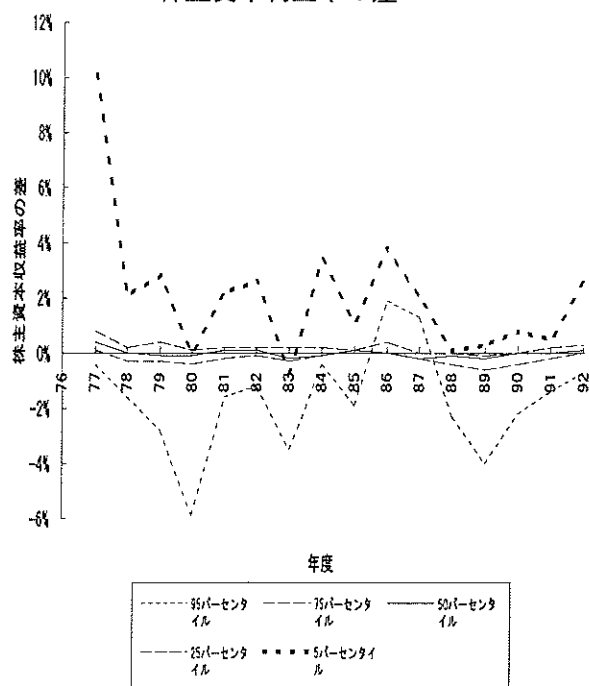
(2) エクイティファイナンスの ROE への寄与

エクイティファイナンスや内部留保による資金調達と、その後の ROE の向上との関係を見てみよう。

ROE の上昇ポイント数を、前期以前のエクイティファイナンスや内部留保を用いて回帰分析した（表 2）。ここでは、ある期の ROE の上昇ポイントと、その期から 6 期前までのエクイティファイナンスや内部留保との関係を調べた。例えば、「① 91 年度末から 92 年度末にかけての ROE の上昇ポイント」について、「② 92 年度のエクイティファイナンス」との関係（①と②の関係）、「③ 91 年度のエクイティファイナンス」との関係（①と③の関係）、といった具合に順番に見てみたのである。

まず、エクイティファイナンスと ROE の関係については、ROE の上昇ポイントを「エクイティファイナンスの、前期末株主資本に対する比率」で回帰分析した。これによると、株主資本の増加と ROE の上昇には、長期的にプラスの関係が見られない。前期以前のファイナンスについては、統計的に考えて、両者が互いに関連していない可能性が高い。

図 9 ファイナンス実施企業と全企業の株主資本利益率の差



（出所）ニッセイ基礎研究所

表 2 エクイティファイナンスの株主資本利益率への寄与（回帰分析）

	ファイナンス						
	当期	-1期	-2期	-3期	-4期	-5期	-6期
パラメーター	0.008	0.002	0.000	0.001	-0.004	0.001	0.000
T値	10.319	1.305	-0.099	0.311	-2.769	0.721	-0.321
P値	0.0%	19.2%	92.1%	75.6%	0.6%	47.1%	74.8%

	内部留保						
	当期	-1期	-2期	-3期	-4期	-5期	-6期
パラメーター	0.299	-0.195	-0.115	-0.065	-0.037	0.005	-0.023
T値	52.296	-19.041	-7.518	-3.601	-1.839	0.249	-1.027
P値	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	80.4%	30.4%

（出所）ニッセイ基礎研究所

しかし、当期のエクイティファイナンスと当期のROE上昇には有意なプラスの関係がある。これには、業績不振企業が第三者割り当てなどの救済策により、業績回復を果たした例が含まれるためと思われる。そこで、業績が好調な企業（ROEが25パーセント以上）と業績が不振な企業（ROEが25パーセント未満）とに分けて、エクイティファイナンスの効果を見る（表3）。すると、当期のエクイティファイナンスが当期のROEに及ぼした効果は、業績好調企業にはマイナス、不振企業にはプラスとなっている。好調企業へのマイナス効果は、調達資金が総資産の肥大化のみをもたらし、利益の増加につながらなかったことを示している。また、不振企業へのプラス効果は、上記の再建策の効果を示すものであろう。従って、通常のケースでは、エクイティファイナンスに業績を向上させるような効果は見られない。

次に、内部留保とROEの関係を見る。ROEの上昇ポイントを「株主資本の増加からエクイティファイナンス分を控除した額の、前期末の株主資本に対する比率」で回帰分析した。当期については、当期利益から内部留保されるため、両者にプラスの関係が見られるが、これは当然、内部留保が当期利益に貢献した訳ではない。当期より前を見ると、内部留保は、ROEに対し2～3年間マイナスの寄与をしているようだ。これは、ある期に不動産の売却益など特別利益を計上した企業では、その翌期にROEが低下してしまう、といった特殊ケースを含むためと思われる。従って、単純に経営のパフォーマンスが低いとは評価できない点に注意を要しよう。

表-3 当期のエクイティファイナンスの
当期株主資本利益率への寄与(回帰分析)

パラメーター	株主資本利益率	
	25パーセント以上	25パーセント以下
T値	-0.061	0.007
P値	-35.799	18.818
	0.0%	0.0%

(出所) ニッセイ基礎研究所

しかし、内部留保については、図6でも見たように、これまで必ずしも高い収益率で活用されてこなかったことも事実である。従って、内部留保を配当として株主に払い戻す方針を採っていれば、投資家はこの資金を別途、有利に運用することができたはずである。しかし、これまで、実際にこのような増配が実施された例は、極めて少ないのではなかろうか。

(3) 株主資本の増加がROE上昇につながるメカニズム

前項で定量的な回帰分析を行ったが、エクイティファイナンスとROEの向上につき、プラスの関係が認められないことが分かった。そこで次に、エクイティファイナンスの実施という定性的な事実に着目して、その前後の各財務指標の動きを見てみよう。

① 2つのルート

株主資本の増加が、ROEの向上につながる場合としては、前向きのルートである「総資産利払前事業利益率⁸の上昇」と、後ろ向きのルートである「利払前事業利益率が低い時の財務レバレッジの低下（株主資本比率の上昇）」の2つのルートに加え、それらの組み合わせが考えられる。

前向きルートは、株主にとって望ましく、エクイティファイナンスで調達された資金が利益率の高い事業に投資され、そこから得られた収益が総資産利払前事業利益率を上昇させる。その結果、配当もしくは内部留保が増加し、株式市場での評価（株価）も高まる。内部留保は、再び利益率の高い事業への投資が期待される。

後ろ向きルートは、特にエクイティファイナンスによる資金調達の後では問題が多い。もしも、総資産利払前事業利益率が低いケースでは、借金返済で株主資本比率を上げることにより金利負担を軽減し、ROEを向上させる。逆に、利払前事

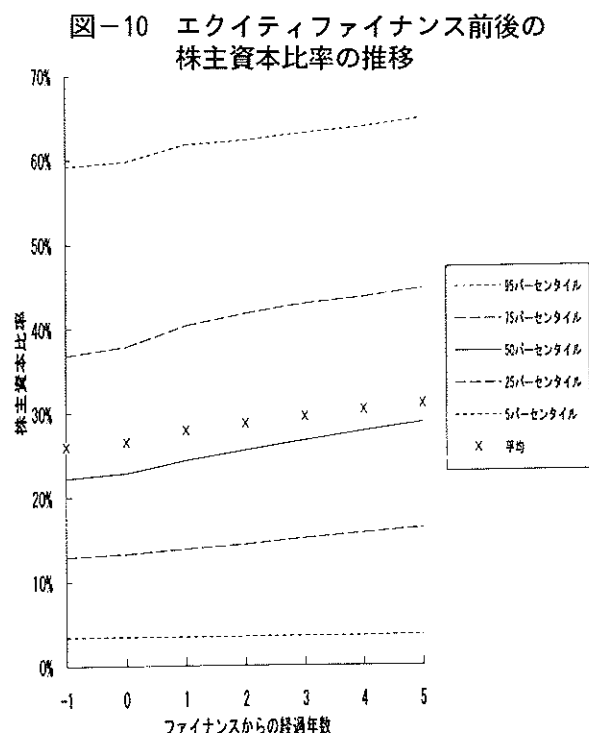
⁸ 「経常利益プラス支払い利息」の総資産に対する比率と考えて良い。資本負債構成の影響を排除した収益力の比較に用いる。

業利益率が高いケースでは、このようなメカニズムはROEを低下させる結果になる。

投資家の立場にたつと、長期的に、金利水準を下回る利益率しか期待できないような事業には、投資する妙味に乏しい。従って、前向きルートにより、利払前事業利益率が上昇することを前提にしなければ、エクイティファイナンスによる資金調達には、投資家には納得しがたい。

②エクイティファイナンス前後の株主資本比率の推移

後ろ向きルートの効果を確認するために、エクイティファイナンスを実施した期の前後の、株主資本比率（株主資本／総資産）の推移（図10）を見た。エクイティファイナンス実施時に一段の上方シフトがみられ、その後もゆるやかな上昇を続けていることが分かる。これは、利払前事業利益率が負債利率（金利）より高い水準の場合には、ROEが低下することを意味する。逆に、利払前事業利益率が負債利率より低い場合には、ROEは向上する。



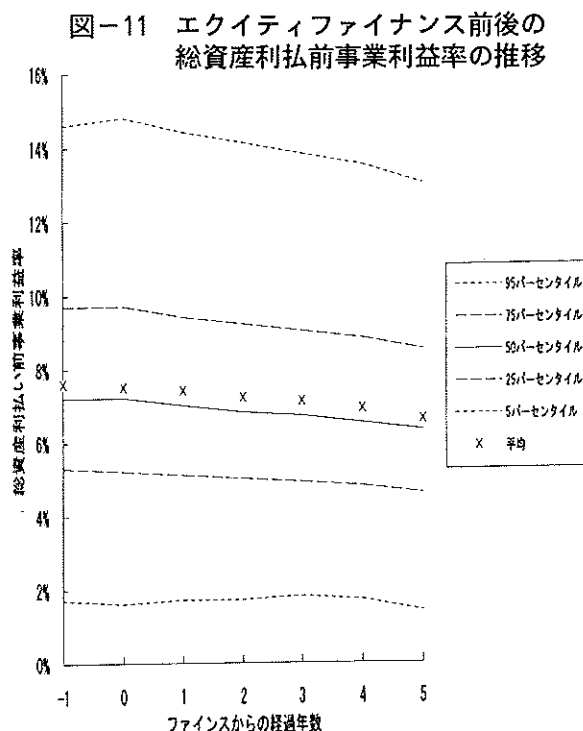
（出所）ニッセイ基礎研究所

③エクイティファイナンス前後の総資産利払前事業利益率の推移

前向きルートの効果の確認のために、エクイティファイナンス前後の利払前事業利益率の推移（図11）を見た。これによると、エクイティファイナンス直前まで横這いで推移してきた利益率が、エクイティファイナンス以降、傾向的に低下する様子が見てとれる。どうも、「エクイティファイナンスで調達された資金が、採算の良い事業に投資されて、全体の利益率が上昇する」といった効果は見られない。これを、売上高利払前事業利益率と売上高回転率に分解すると（図12、図13）、売上高回転率（売上高／総資産）の低下が総資産利払前事業利益率の低下の原因であることが分かる。つまり、エクイティファイナンスによる資本増加が、資産の肥大化をもたらし、利益の増加には寄与していないのである。

④エクイティファイナンス前後のROEの推移

以上の財務レバレッジ（株主資本比率）と、総資産利払前事業利益率の効果を掛け合わせた、



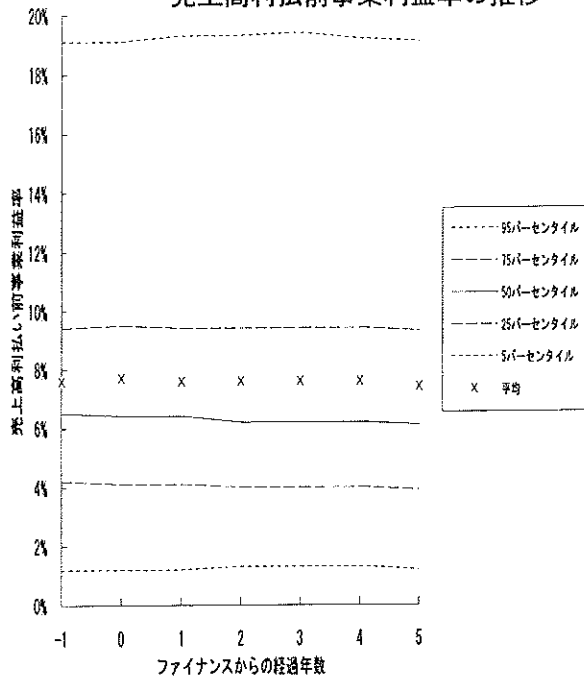
（出所）ニッセイ基礎研究所

ROEの推移はどうか(図14)。

平均値で見ると、エクイティファイナンス直後のROEが上昇している。しかし、パーセンタイルで見ると、エクイティファイナンス後のROEは傾向的な低下を示しており、特に最もROEが高

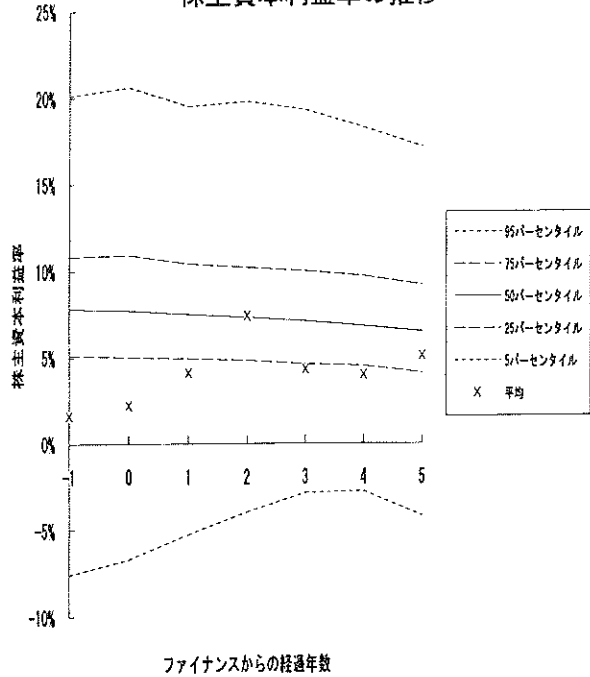
いグループ(95パーセンタイル)では、エクイティファイナンス直後の急激な低下と、その後の傾向的な低下が分かる。他方、最も利益率が低いグループ(5パーセンタイル)では、利益率の改善が見てとれるが、業績不振企業が第三者割り当

図-12 エクイティファイナンス前後の売上高利払前事業利益率の推移



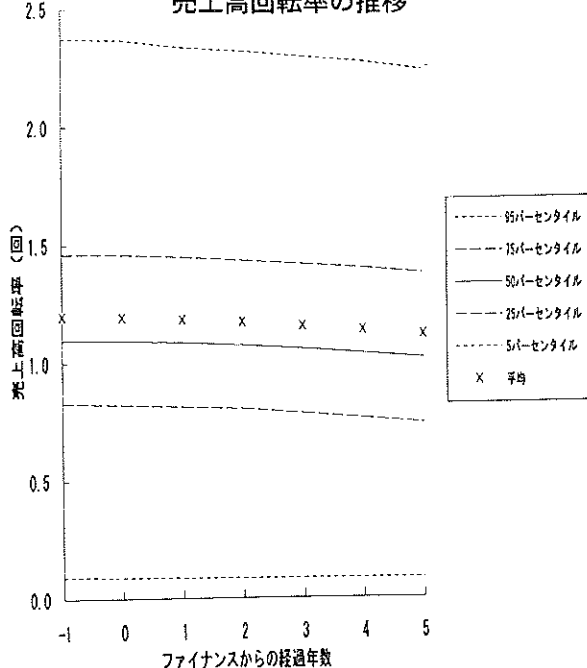
(出所) ニッセイ基礎研究所

図-14 エクイティファイナンス前後の株主資本利益率の推移



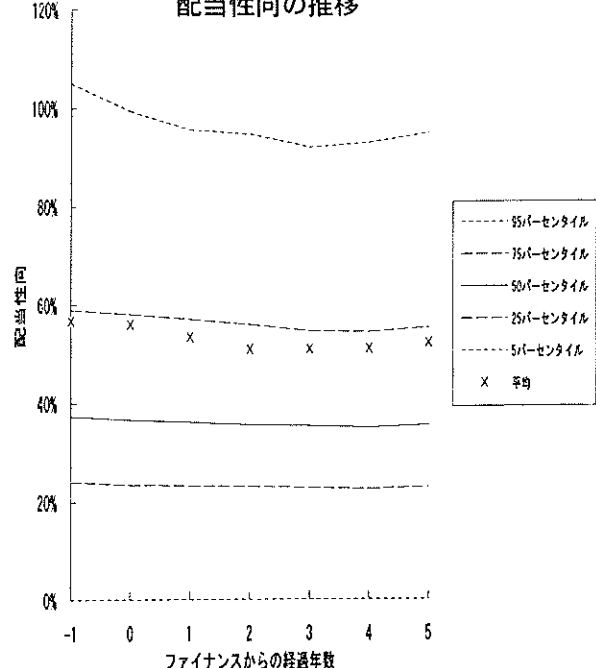
(出所) ニッセイ基礎研究所

図-13 エクイティファイナンス前後の売上高回転率の推移



(出所) ニッセイ基礎研究所

図-15 エクイティファイナンス前後の配当性向の推移



(出所) ニッセイ基礎研究所

て等の再建策により、回復したケースを含むためと思われる。この結果は、表3や図9で分析した結論と整合する。

(4) エクイティファイナンスと配当性向

最後に、ファイナンス前後の配当性向の推移を見てみよう(図15)。配当にはゼロ(無配)という下限があるため、5パーセンタイルは全てゼロになっている(すなわち、エクイティファイナンスの1期前から5期後まで、無配の企業が全体の少なくとも5%存在するのである)。

75、95各パーセンタイルについては、エクイティファイナンスの前後で、傾向的な低下がみられる。5年間で見る限り、エクイティファイナンスで調達した資金の投資成果を積極的に株主に還元して行くという姿勢に乏しいようである。

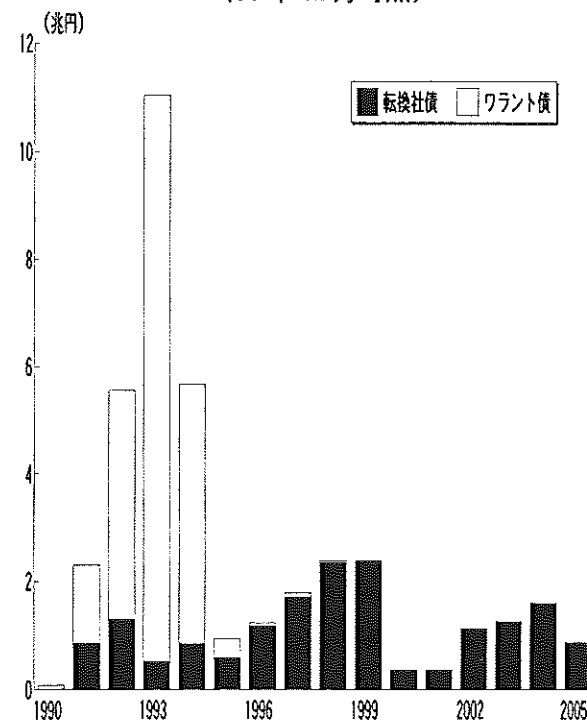
4. 潜在株式と株主資本利益率

80年代後半のエクイティファイナンスのラッシュは、その後の株価下落に伴い、多くの潜在株式⁹を残す結果になっている。ニッセイ基礎研究所の試算によると、94年2月現在、全国上場・店頭企業の潜在株式は約260億株で、発行済株式数の約8.8%に相当する。

そこで、エクイティ債の90年12月、および93年12月時点での各満期分布を示す(図16、17)。当時は、エクイティ債の発行時に比べて株価が大幅に下落しており、将来に株価の急回復がない限り、この満期分布がそのまま償還予定額になってしまう状況にあった。

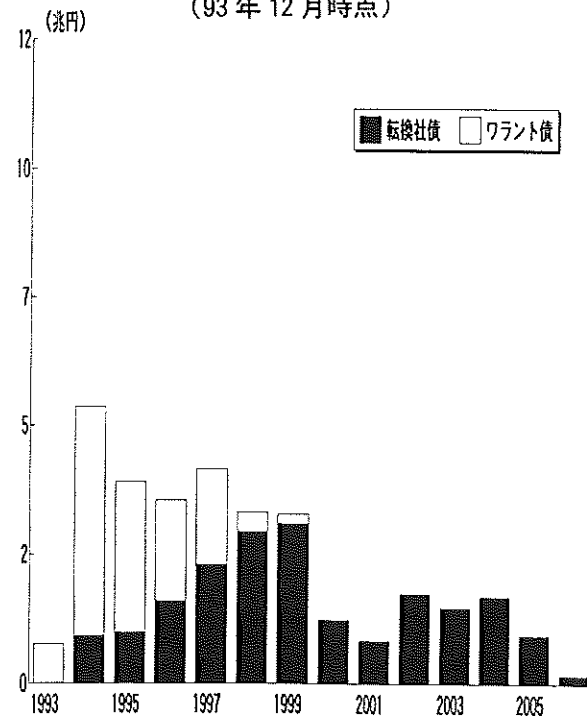
93年中に10兆円を超える多額の償還が行われたことは記憶に新しいが、そのほとんどがワラント債であった。第1章のファイナンスの実績データと合わせて考えると、93年に償還を迎えた銘柄の多くが、株価上昇局面の89年に発行された、

図-16 エクイティ債の満期分布
(90年12月時点)



(出所) ニッセイ基礎研究所

図-17 エクイティ債の満期分布
(93年12月時点)



(出所) ニッセイ基礎研究所

⁹ 転換社債・ワラント債は、社債としての性格を持つ反面、将来、転換もしくは権利の行使により株式の新規発行をともなうことから、その新規発行の可能性のある株式は潜在株式と呼ばれる。

償還期限が4年の銘柄が中心であったことが推察される。これらの銘柄は、発行以降、株価が行使価格を上回することは稀であった。

また、90年4月以降、株式市場低迷下で事実上休止状態にあった公募（時価発行）増資については、93年12月に大蔵省が規制緩和策を発表し、早急に再開が望ましいことになった。ただし、完全に自由化すると、野放図なエクイティファイナンス・ラッシュを招く恐れがあるため、大蔵省は「当面は投資魅力が高く、株主・投資家にとり利益になるような銘柄」につき再開を認めることにしたのである。時価発行には、①株主資本利益率（ROE）10%程度以上、かつ②時価発行後20%以上増配の実施といった数値基準が設けられたが、更に、③潜在株式数の発行済株式数に対する割合（潜在株比率）が10%未満で、潜在株式数が少ないことも条件に加えている。

そこで、東証上場銘柄（金融機関除き）を対象に、各企業ごとの潜在株比率を月次で算出し、10%を境に上下2つのグループ（高潜在株グループ、低潜在株グループ）に分け、分析を行うことにした。銘柄数をみると、高潜在株グループが約340～490、低潜在株グループで約970～1110となっている。以下のグラフで示された値は、各グループの50パーセンタイル値であり、（第2章と同様）外れ値修正を行っている。また、データの制約から分析期間は90年8月以降とした。

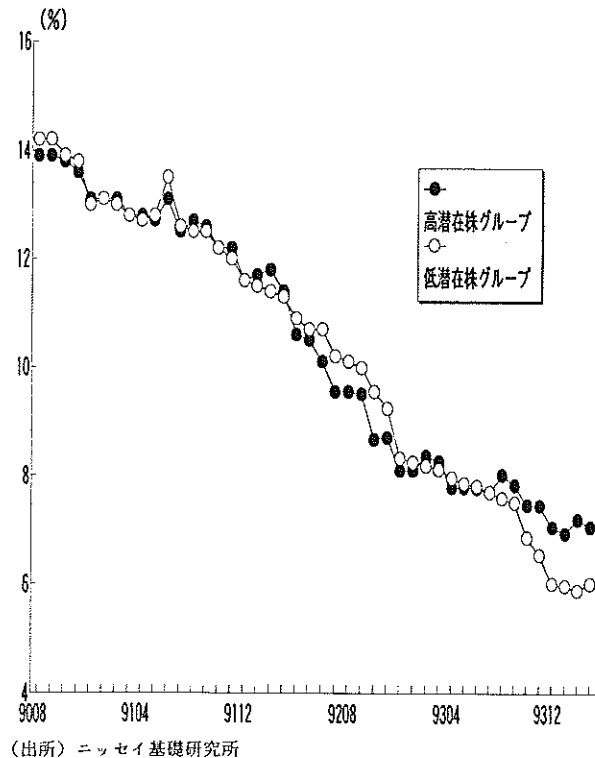
(1) 高潜在株グループの ROE

高潜在株グループと低潜在株グループそれぞれにつき ROE の推移を見てみよう（図 18）。利益には当期利益でなく経常利益を用いたが、これは予想益利回りのような投資価値指標を評価する場合、特別損益など会計処理上の恣意性をできるだけ排除したかったためである。以下、本章での利益は、特に断らない限り経常利益のことである。

90年代を通じての ROE 低下が、ここでも確認される。全体としては両グループとも似たよう

な推移である。

図-18 株主資本利益率の比較



では、エクイティ債発行企業は、株主からみて平均並みの経営効率をあげてきたのであろうか。まず、有利子負債利率の推移を見てみる（図 19）。毎年、決算発表が集中する7月に不連続が生じているが、高潜在株グループの方が常に低金利での経営が可能であったことが分かる。これは、第1章で見たように、エクイティ債のクーポンレートが低く、支払利息が少なくすんだためである。

しかし、エクイティ債が償還され、普通債や借入れに代替されると、支払金利が上昇し、高潜在株グループ企業の優位性は消滅してしまう。そこで、この効果を確かめるために、総資産利払前経常利益率で比較してみた（図 20）。利払前経常利益ベースでは、概ね、エクイティファイナンスを多く実施したと思われる企業群（高潜在株グループ）の利益率が、それほど実施しなかったと思われる企業群（低潜在株グループ）の利益率を下回っている。

図-19 有利子負債利率の比較

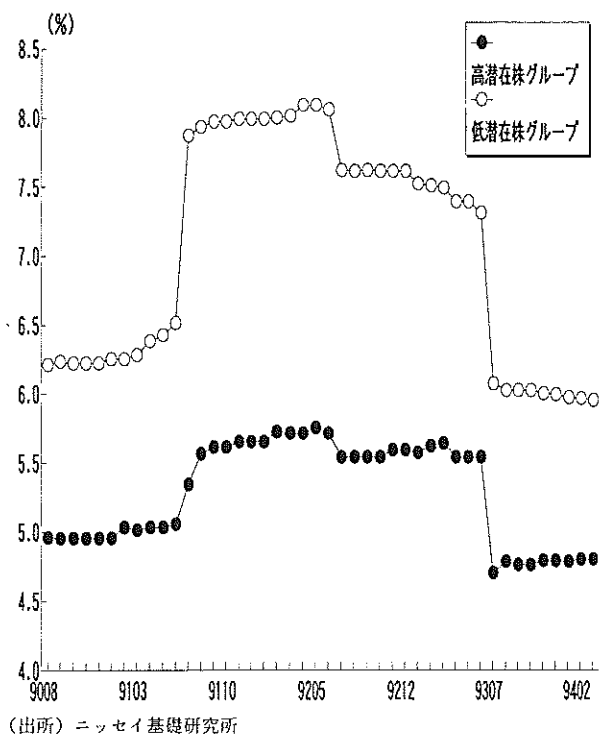
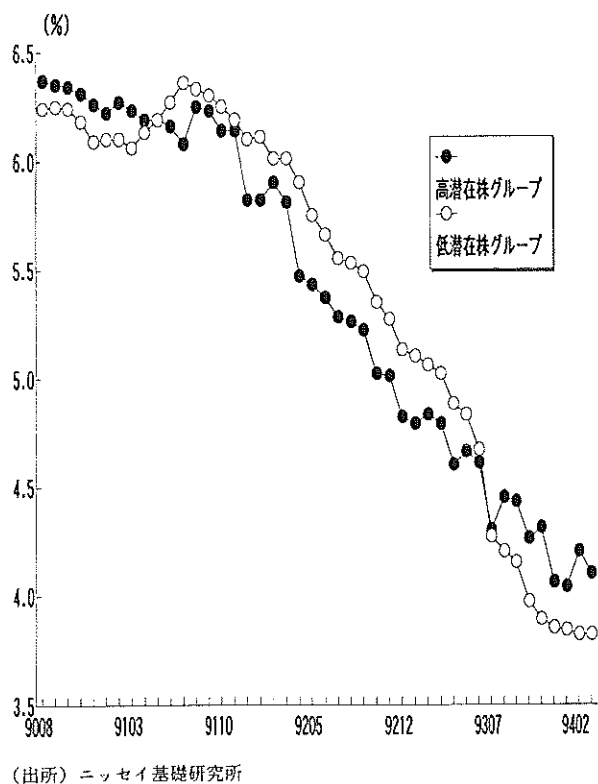


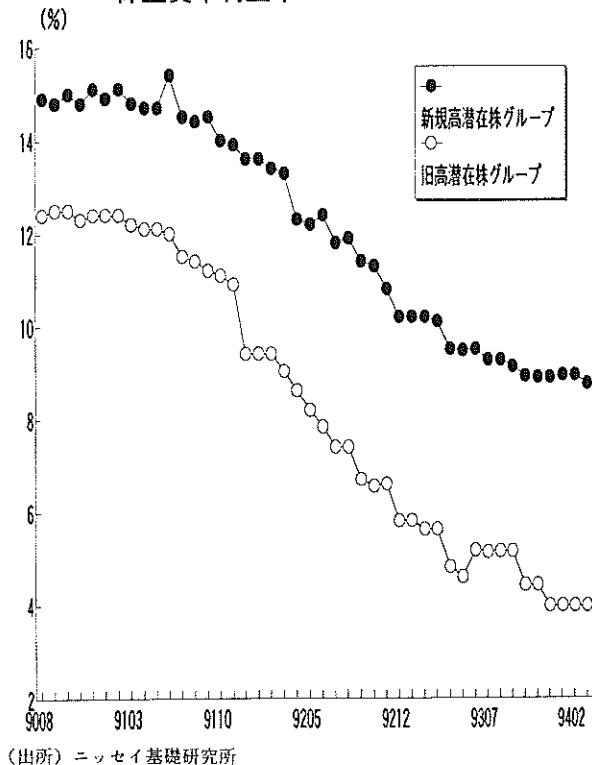
図-20 総資産利払前経常利益率の比較



もっとも、93 年代後半から 94 年初にかけて、高潜在株グループの利払前経常利益率が、低潜在株グループを上回るようになってきている。これは 93 年の大量償還により、銘柄が入れ替わった影響が大きいと思われる。この効果を確認するために、94 年 3 月と 90 年 8 月の高潜在株グループを比較し、入れ替った銘柄の ROE を比較した。

図 21 は、「90 年 8 月に高潜在株グループに入っていなかったが、94 年 3 月までに高潜在株グループに新規に加わった銘柄」(新規高潜在株グループ)と、「90 年 8 月には高潜在株グループに入っていたが、94 年 3 月には入らなくなった銘柄」(旧高潜在株グループ)の ROE の推移を示す。

図-21 高潜在株グループで入れ替わった銘柄の株主資本利益率



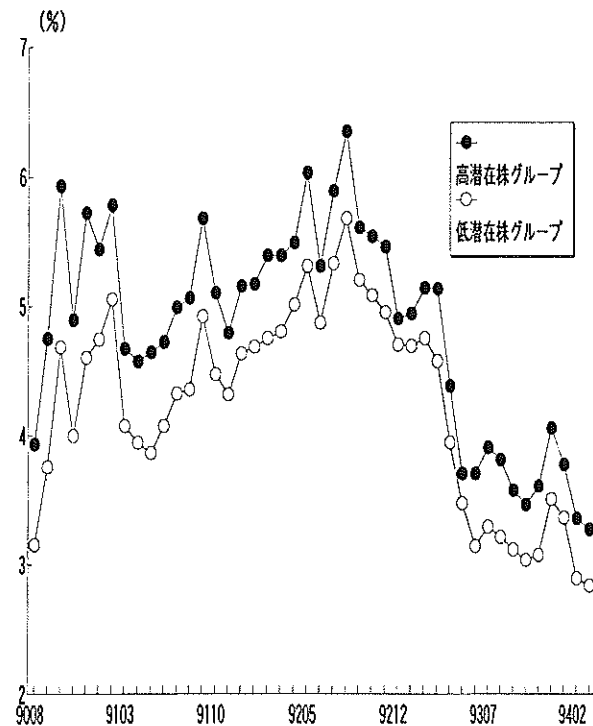
これを見ると、両グループの ROE の格差が拡大しているが、92 年 4 月に導入された新しい利益配分ルール(基準配当性向の公約・発表)に従って、新規にエクイティ債を発行した銘柄の中に、ROE の高い優良銘柄が含まれていた可能性があるようだ。

(2) 高潜在株グループの益利回り

潜在株比率の高低が、株価の割高割安に関係があるか否かを確認するために、予想益利回りの推移を見てみよう(図22)。

益利回りの水準は、全期間で高潜在株グループの方が高く、割安になっている。これは、潜在株比率の低い銘柄の投資魅力が高いことを前提とした大蔵省の数値基準と矛盾しているように見えるが、そのような見方でよいのだろうか。

図-22 予想益利回りの推移

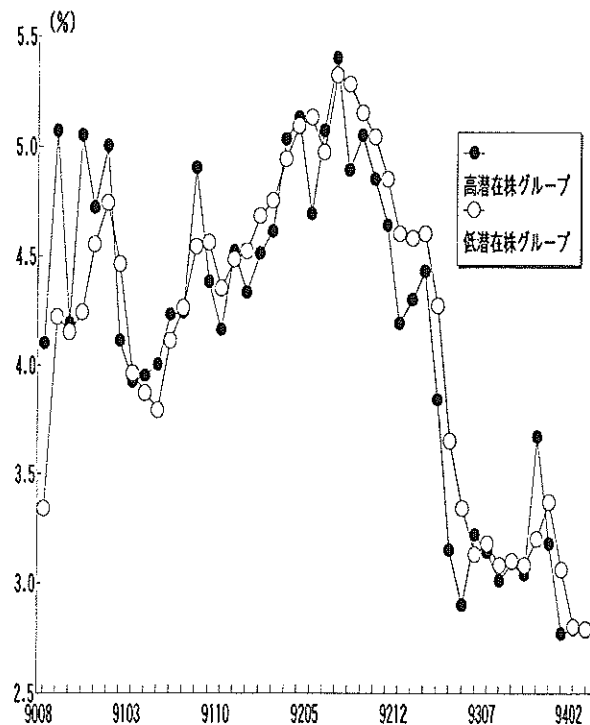


(出所) ニッセイ基礎研究所

ここで、益利回りは一株利益(EPS)／株価であるが、EPSを計算する際に用いる株式数には潜在株式数が含まれていない。つまり、図22の益利回りには、エクイティ債が転換・行使された後の状況が考慮されていないことになる。そこで、対象企業のエクイティ債が完全に転換・行使された後の(完全に希薄化された後の)EPSを使って、益利回りを求めてみた(図23)。高潜在株グループの割安感がなくなり、低潜在株グループより割高な時期が頻出することが分かるだろう。

つまり、高潜在株グループの益利回りの高さは、(業績の悪さに呼応した株価の低迷によって、エクイティ債の転換・権利行使が進まなかったため)、既発行株式数の相対的な少なさが見かけ上のEPSを押上げた結果ともいえる。

図-23 完全希薄化後予想益利回りの推移



(出所) ニッセイ基礎研究所

米国企業の決算書には、将来発行される可能性のある潜在株式まで加味した株式数で純利益を割った、完全希薄化後のEPSの記載が見られるようになってきている。米国の投資家はEPSの動向に敏感であり、このため、EPSが希薄化してしまう増資に対して、非常にシビアな態度を示すのである。これに対し、日本の投資家はEPSより利益の絶対額を重視しがちであったため、経営者の資本コストを無視した経営を許し、ROEの傾向的低下を招く結果になってしまった。

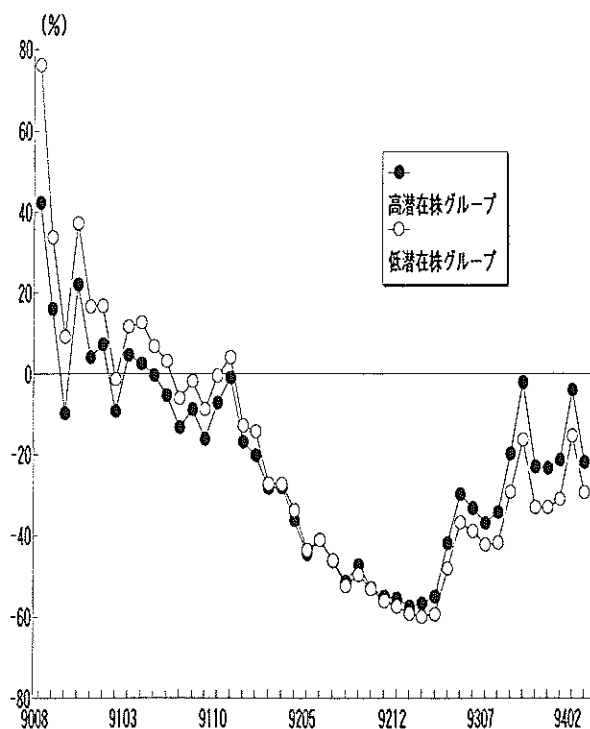
図23の益利回りは完全希薄化後のものであるが、その後の株価の推移から判断すると、結局、図22に近い状況のまま償還を迎えたことになる。従って、高潜在株グループの益利回りが高く、割

安な理由を、希薄化に求める説明では不十分であろう。

別の理由として考えられるのは、「いずれ借替えや普通社債の発行により有利子負債利率が上昇し、利益水準の低下が予想される」ことである。これを投資家が見越して、見かけの利益通りには投資価値を評価していなかったとすれば、高潜在株グループが一見割安に放置されていた理由が説明できるだろう。

次に、両グループの現在までの投資収益率を見よう。図 24 では各時点での過去 36 ヶ月間の投資収益率の推移が示されている。これを見ると、92 年央までの高潜在株グループのリターンは、低潜在株グループと比べて相対的に低く推移しており、一層、転換・行使が進みにくかったことが分かる。また、93 年以降に高潜在株グループのリターンが高くなっているが、これは先に見たように、93 年のエクイティ債大量償還によって、高潜在株グループ内の銘柄が入れ替わった効果と思われる。

図-24 過去 36 ヶ月間投資収益率



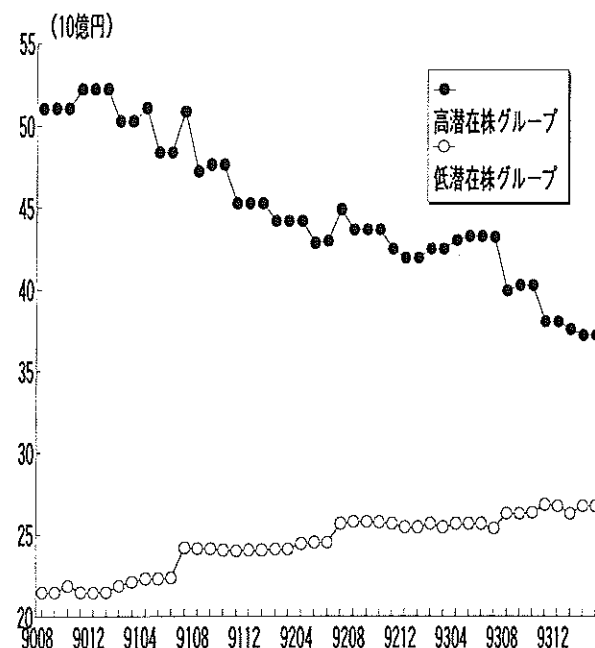
(出所) ニッセイ基礎研究所

以上、ROE の下降は一見グループによる違いがないように見えたが、その実、高潜在株グループでは「折角の低クーポンによる調達資金が、利益率の低い運用にしか回されなかった」結果、その非効率的な経営のコストは、投資家の負担になってしまったのである。

(3) 高潜在株グループの平均資本額

最近、高潜在株グループの平均資本額の低下が鮮明になってきている(図 25)。これはエクイティ債発行が、米国で見られるように、店頭登録など中堅・中小企業による限界的な資金調達手段に近づいてきたことを感じさせる。つまり日本でも、借入金では資金調達が困難な企業が、その高い成長力を担保に、旺盛な資金需要をエクイティ債発行で賄いつつあるようだ。これに対し成熟期に入った大企業は、これまでに培われてきた信用力を活用した(高格付け)普通社債を発行していくものと思われる。

図-25 平均資本額の推移



(出所) ニッセイ基礎研究所

おわりに

エクイティファイナンスが、もしも、発行企業にとりコストの安い資金調達手段なら、投資家にとっては、魅力の乏しい投資対象ということになる。エクイティファイナンスを引き受ける投資家が、配当だけを当てにして投資することは少ない。むしろ、調達資金が有効に活用されて、高い株主資本利益率（ROE）が実現することを期待している。株式は社債と異なり、投資元本を失う可能性も高い。従って、そのリスクを考慮すると、長期金利を上回る投資収益率が期待されるのは当然であろう。

エクイティファイナンスで調達した資金を低コスト資金と考えて、利益率の低い投資を行ったり、安易に借金返済に用いると、ROEは低くなる。投資家に、このような「苦い経験」が積み重なれば、エクイティファイナンス自体が困難になるだろう。

これまで、株価の値上がりで十分に報いてきたのではないか、という反論もあろう。しかし、この反論は最近の株価下落により否定された。また、合理的に考えれば、株価の値上がりも、当該企業の収益性、特に ROE や一株利益（EPS）と無縁ではないはずである。

エクイティファイナンスを実施する企業には、確実に ROE、EPS の向上を達成する義務がある。つまり、その設備投資が、増収だけではなく、増益に結び付かなければ失敗である。エクイティファイナンス資金が必ずしも有効に用いられなかった過去の「苦い経験」から、発行企業は投資家に対し、調達資金の使途や投資の効果（利益計画、配当政策）につき、より広範なディスクロージャを積極的に行っていくことが必要と考える。

訂正とお詫び

前月号（94年7月）の調査月報に下記の通り誤りがありましたので、お詫びとともに訂正させていただきます。

P.22 要旨 4. 1行目

誤：ROE は、

正：株主資本比率は、