

## 〈論 説〉

# わが国企業によるエクイティ・ファイナンスの進展

高 田 光 明

### 第1節 はじめに

エクイティ・ファイナンスとは、新株発行を伴う資金調達のことであり、その典型が増資である。他には、転換社債と新株引受権付社債による資金調達がある。転換社債は、所定の転換請求期間中に社債権者が希望すれば、所定の転換価額で、社債をその発行会社の株式に転換できる権利を付与された社債である。新株引受権付社債は、所定の新株引受権行使期間中に、発行会社の新株を、一定の発行価格（権利行使価格）で一定金額引き受けることができる権利である新株引受権が付与された社債である。転換社債と新株引受権付社債は、それぞれに付与されている株式転換請求権と新株引受権が行使されれば新株式が発行されることになるので、これらの社債発行による資金調達もエクイティ・ファイナンスに含まれるわけである。

増資であれば、ただちに、株式発行を通じての調達資金（以後、株式資本と呼称）の増加となるし、転換社債の場合、転換権が行使されると、その分だけ転換社債が株式資本に入れ替わっていく。また、新株引受権付社債も、後で詳しく論じるように、権利行使が行われて企業にもたらされる株式資本の分だけ、償還時には株式資本へ切り替わることになる。エクイティ・ファイナンス

は、株式資本の増加につながるという点で、企業財務上重要な意義がある。株式資本は、企業の法律上の所有者である株主が実際に払い込んだ資本部分であり、企業が存続する限り原則として企業に留まっているものであるから、各種の企業資本のうち最も基礎的な部分を構成する。したがって、株式資本の増加は、企業の財務的基盤を拡充し、企業の対外的信用を強化する作用がある。

1980年代後半において、外部資金調達に占めるエクイティ・ファイナンスの割合の増加には著しいものがあった。しかし、エクイティ・ファイナンスの進展があまりにも急激であったため、90年代に入って様々な問題が顕在化してくる。わが国企業によるエクイティ・ファイナンスは、曲がり角にさしかかったといえる。本稿は、わが国企業によるエクイティ・ファイナンスについて歴史的に概観し、浮き彫りとなった問題点を論じることを通して、エクイティ・ファイナンスのあるべき姿を探る手掛かりを得ようとするものである。

図表1 証券金融と借入金融の内訳

年度	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
借入金融	83.5	82.4	82.2	83.6	87.1	69.2	67.8	30.3	△ 9.9
短期借入金 <sup>(1)</sup>	37.9	29.1	49.3	49.8	54.3	27.6	28.3	43.4	38.3
長期借入金	45.6	53.3	32.9	33.8	32.8	41.6	39.5	△13.1	△48.2
証券金融	16.5	17.6	17.8	16.4	12.9	30.8	32.2	69.7	109.9
普通社債	8.1	11.7	11.3	13.0	8.6	19.4	19.2	41.1	49.1
エクイティ・ファイナンス	8.4	5.9	6.5	3.4	4.3	11.4	13.0	28.6	60.8
新株引受権付社債									
転換社債									
増資 <sup>(2)</sup>	8.4	5.9	6.5	3.4	4.3	11.4	13.0	28.6	60.8
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

調査対象：原則として、資本金10億円以上の上場企業（金融・保険業を除く）。な

注(1) 短期借入金には受取手形割引残高を含む。

注(2) 増資には株式払込剰余金を含む。

## 第2節 借入金融偏重の是正

1973年のいわゆる石油ショックを契機として、経済が高度成長期から低成長期に移行したのに伴い、第二次大戦後から続いてきた借入金融偏重の傾向に是正の兆しが見られるようになった。図表1は、企業が毎年度新たに調達した資金総額のうち、証券金融と借入金融による金額の合計を100%として、両者の範疇に入る資金調達手段の構成比を計算したものである。本表によって、証券金融と借入金融との割合について観察してみると、1970年代の前半までは、証券金融が20%にも満たず、借入金融が80%を越えている。ところが、1970年代後半になると、両者の割合が接近し始め、証券金融の割合の方が上回る年度も出てくる。

このような変化をもたらすのに大きく関係しているのが、長期借入金の割合

〔増減(△)額構成比%〕

1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
64.5	65.5	56.7	55.8	14.4	9.1	2.1	△23.4	15.7	28.0	18.6	42.2
56.6	26.3	27.8	30.3	23.4	35.0	10.3	△32.3	10.9	28.7	13.6	5.5
6.9	39.2	28.9	25.5	△9.0	△25.9	△8.2	8.9	4.8	△0.7	5.0	36.7
36.5	34.5	43.2	44.2	85.7	90.9	97.9	123.4	84.3	72.0	81.4	57.9
20.3	10.9	11.3	14.2	△0.3	15.8	15.6	11.6	△0.2	△2.3	△2.7	23.6
16.2	23.6	31.9	30.0	86.0	75.1	82.3	111.8	84.5	74.3	84.1	34.3
				8.4	7.4	20.8	31.6	24.1	24.9	33.0	17.4
	0.5	6.0	7.2	35.1	30.3	14.0	31.0	19.7	8.1	15.4	△1.5
16.2	23.1	25.9	22.8	42.5	37.4	47.5	49.2	40.7	41.3	35.7	18.4
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

お、図表3以下においても、調査対象の範囲は同じである。

成2年度版、昭和51年度版は未発行)により作成

の急激な減少と、増資の割合の大幅な増加であろう。長期借入金の利用が減って、増資が増えてきたのには、次のような理由があると考えられる。

#### (1) 他人資本コストの確定的性格

借入金のような他人資本に対して、企業は、獲得利益の有無・多少に関係なく、前もって契約で定められた率で、定められた期日に、利子を支払う必要があるため、その資本コストは確定的である。他人資本に対する確定的利子負担は、企業の業績が順調である限り、企業にとってプラスに作用する。しかし、企業業績が停滞すると、他人資本コストのこのような確定的性格は、逆に企業利益を圧迫するようになる。他人資本への依存度が高い企業の場合ほど、このことは顕著に現れる。

それに対して、株式資本のコストとなる配当金は、企業の獲得利益から分配されるものであり、原則として、その獲得利益の大きさに応じて配当金額が決められる。企業は、業績が不振で利益が減少した場合、配当金を減額したり、無配にすることも許されており、株式資本のコストは弾力的性格を持っている。したがって、企業の収益力が低下したとき、株式資本のコストが持つこのような弾力的性格は、企業利益の下落幅を緩和させる緩衝物として機能する。低経済成長のもとで企業業績の停滞を余儀なくされる時期を迎えて、企業は、以上のような両者の資本コストの性格の相違を意識するようになったのである。

#### (2) 長期安定的資金に対する需要

長期借入金よりも長期にわたって安定的に利用可能な資金に対する企業の需要は、かねてより強く存在したはずである。設備資産に投下された資本は、設備資産の耐用年数の間の各期間に減価償却費として計上される分ずつが、他の費用とともに収益に対応させられることを通して、収益によって、企業により調達されたときと同じ現金の状態へと戻ってくる。企業の資本が設備投資に充てられると、元の現金の状態では回収されるまでには長期間かかる。したがって、設備投資を他人資本で賄った場合、他人資本が元の現金の状態では回収されて企業から引き上げられることが可能になるまでに、その返済期限が到来して

しまうと、企業は、借換えを行うか、そうでなければ、外部から新規に資金調達するとか運転資金を圧縮するなどにより、返済に充てる資金を返済すべき額だけ別に用意しなければならなくなる。

借入金は、返済期限が長いものでも5年から最大限10年ぐらいまでであり、設備投資のような長期資金需要を賄う資金源としては、利用可能期間の面で安定性に欠ける。しかし、長期資金需要を充足するための資金調達において、企業は、長期間にわたって安定的に利用可能かどうかという資金の長期安定性に配慮しようとしても、証券市場が未発達なため、長期借入金でとにかく必要資金を確保せざるをえなかった面が多分にあったといえる。そのようなやむなく長期借入金に頼らざるをえなかった資金需要の分が、証券市場の発達とともに、増資により賄われるようになってきたと考えられる。

### (3) 時価発行増資の定着

株式市場で株価が上昇基調に推移し、株式の時価発行を行いやすい環境が整って、時価発行増資が盛んになってきたことにより、企業にとって増資が資金調達手段として魅力あるものとなった。まず、時価発行増資では、広く不特定多数から新株式の引受を募集する公募の方式を採用するのが普通であるから、株主割当の場合と比較すると、はるかに巨額の資金調達が可能となる。

株式の時価発行は、額面発行の場合よりも、1株について、株式の発行時の時価にもとづく発行価額が、その額面を超過する額（プレミアム）の分だけ余計に資金調達が可能である。したがって、時価発行増資は、額面発行増資に比べると、同じ発行株式数であれば、プレミアム分だけ自己資本の充実に貢献することになるし、また、目標調達額を満たすのに、発行株式数が少なくすむので、それだけ増資に伴う配当負担増を軽減できるという長所が企業の側にある。

株式市場において、1960年代の末頃から株式時価発行を是認する雰囲気広まったのには、株式投資尺度に対する投資家の考え方の変化も大きく影響しているといえよう。企業が増資を行う場合、それまでは、額面発行・株主割当が慣行となっていた。そこで、株主は、増資に際して、株価が額面を上回ってい

るとき、その超過分だけ増資プレミアムを得ることができたので、従来、このプレミアムと配当金額とが、我国の株式市場における株価の主要形成要因となっていたのである。したがって、時価発行増資は、増資プレミアムに対する株主の期待を裏切るものとして株主の側に好ましく受け取られなかった。

ところが、外国人投資家の影響によって、1株当たり利益の大きさとその成長性が、将来の株価の値上がりや増配に密接な関係を持つという認識が高まり、株式投資尺度として重視されるようになってきた。そうなるに伴い、額面発行増資であると、1株当たりの正味財産が減少するので、収益力のよほどの伸びがあったとしても、まず1株当たり利益が低下することになり具合が悪いと投資家の間で考えられるようになり、時価発行増資を是認する土壌がつけられたのである。

### 第3節 エクイティ・ファイナンスの多様化

#### 1 転換社債

1970年代ぐらいまでは、エクイティ・ファイナンスといえば、もっぱら増資であった。しかし、1980年代前半に、エクイティ・ファイナンスの割合が一段と増加するだけでなく、その手段が多様化してくる。図表2において、株式発行による調達額に占めるプレミアムの高さと、広く不特定多数を募集対象とするところから時価発行となる公募が募集方法に占める構成比とから推測できるように、時価発行が1970年代後半の時期に完全に定着するに至る。この時価発行を中心とする増資は、図表1に見られる如く、1970年代後半から、証券金融と借入金融との構成比の中でかなりの割合を占めるようになる。とくに、1983年度以降、増資の構成比が、その前年までの数年度の場合に比較して倍近く延びたまま推移しているのが目を引く。そして、株式の時価発行が軌道に乗ってきたことを受けて、今度は、時価転換社債がエクイティ・ファイナンスの

図表2 全国上場会社増資状況

〔単位 億円〕

年	株主割当			公募			第三者割当			株式合計 <sup>(2)</sup>		
	件数	調達額	資本準備金等組入額 <sup>(1)</sup>	件数	調達額 (構成比%)	資本準備金等組入額	件数	調達額	資本準備金等組入額	件数	調達額	資本準備金等組入額
1970	316	5,380	—	203	1,380 (20.3)	1,158	18	51	15	537	6,812	1,174
1971	220	4,092	—	147	835 (15.6)	675	24	441	244	391	5,369	920
1972	180	2,838	27	275	6,651 (63.9)	5,764	43	924	793	498	10,414	6,585
1973	177	3,440	23	256	5,650 (60.2)	4,605	45	301	209	478	9,392	4,838
1974	214	2,436	—	193	2,774 (51.0)	2,316	31	228	190	438	5,440	2,507
1975	166	7,713	39	103	2,215 (22.1)	1,947	16	82	51	285	10,011	2,038
1976	102	1,795	31	181	5,004 (72.7)	4,383	11	87	58	294	6,887	4,473
1977	120	2,905	13	238	6,035 (65.4)	5,414	48	285	191	406	9,226	5,618
1978	66	2,674	—	195	5,653 (63.0)	4,851	52	637	412	313	8,966	5,263
1979	54	2,618	—	229	6,287 (65.9)	5,411	42	627	513	325	9,534	5,924
1980	34	903	—	218	8,808 (83.7)	7,992	28	808	653	280	10,520	8,645
1981	67	4,935	152	249	13,962 (72.5)	12,330	20	366	316	336	19,264	12,800
1982	45	2,237	277	209	11,025 (81.7)	9,500	14	205	150	272	13,493	9,949
1983	18	1,347	357	72	4,715 (58.8)	4,167	23	1,651	1,364	131	8,017	6,117
1984	23	908	315	128	8,209 (78.7)	7,504	18	658	498	208	10,431	8,871
1985	40	1,826	1,211	103	5,057 (58.9)	4,634	18	334	278	231	8,591	7,268
1986	27	694	506	76	3,999 (45.8)	3,784	16	304	265	235	8,725	7,845
1987	26	4,363	3,970	99	13,937 (46.3)	13,454	22	1,092	934	388	30,130	27,965
1988	40	7,873	7,428	157	25,820 (54.0)	25,090	23	1,039	933	536	47,823	45,484
1989	32	7,262	6,756	227	58,302 (65.9)	56,350	22	1,022	973	716	88,486	84,733
1990	39	8,242	7,769	121	19,753 (52.1)	19,099	21	3,146	3,015	578	37,924	36,365

注(1)資本準備金等組入額は、資本準備金組入額と資本組入額のうち券面総額を超える金額との合計額であり、プレミアムを指す。

注(2) 1982年以降の株式合計には、新株引受権付社債の権利行使分を含む。

東京証券取引所調査部編、証券統計年報（昭和62年版）、および日本銀行調査統計局編、経済統計年報（平成3年版）により作成

手段として注目されるようになるのである。

転換社債とは、所定の転換請求期間中に社債権者が希望すれば、所定の転換価額で、社債をその発行会社の株式に転換できる権利を付与された社債である。額面転換社債が、発行企業の株式の額面価格を基準にして株式への転換が行われるのに対して、転換社債の募集時における発行企業の株価を基準とした一定の価格に転換価額を定めてあるのが、時価転換社債である。額面転換社債は、わが国において、1949年から1963年にかけてわずかな発行例しか存在しない<sup>10)</sup>。株式の時価発行が軌道に乗るとともに盛んに発行されるようになった時価転換社債により、わが国企業による転換社債の発行が定着した。転換社債の構成比は、1983年度から急増している（図表1参照）。転換社債は、発行企業にとって次のような好都合な点を持っている。

#### (1) 低利率で発行可能

転換社債は、付与されている転換権が社債権者により行使されると、あらかじめ定められた転換価額で株式に転換可能な社債であるから、潜在的株式としての性格を持っている。転換社債の社債権者は、発行企業の株式の市場価格が転換価額よりもいくら高くなろうと、転換権を行使すれば、その転換価額で、転換社債に換えて株式を入手できる。したがって、転換されることになる発行企業の株式の市場価格が転換価額を上回って高くなっていくと、転換メリットが生じてくるので、転換社債の市場価格は株価に連動して上昇する。そのような状況になれば、社債権者は、転換社債自体の売却または転換権行使により投資妙味を得ることができる。このように、転換社債には投資家にとって魅力となる転換権が付与されているので、発行企業の側に見てみると、その魅力のある分だけ普通社債よりも低い利率で転換社債を発行できるのである。

#### (2) 発行・消化が容易

転換社債は、潜在的株式としての性格を持っている関係で、転換されることになる株式の市場価格に影響されて、その市場価格が変化する。とくに、発行企業の株価が転換価額を越えて上昇していくと、前述したように、転換メリットが生じてくるので、転換社債は、潜在的株式としての側面が評価されて、そ



の市場価格が株価に連動して上昇する。しかし、反対に、株価が転換価額を上回らずに下落していても、転換社債の市場価格は、株価に連動してどこまでも下がることはなく、株価と転換価額から割り出した理論上の価格よりは上の水準で下げ止まる傾向にある。転換社債は、社債権者が転換権を行使しないかぎり、あくまでも社債であるから、每期確定的利息を受け取れるし、償還期限が到来すれば社債として額面での償還を受けることができる。そこで、株価の下落局面になると、転換社債は、こうした社債としての側面が評価され、下値への抵抗力を発揮するわけである。

転換社債は、投機性のある株式としての妙味と堅実性のある社債としての安全とを兼ね備えている。社債権者は、保有している転換社債を、自分の判断で、そのまま社債として持ち続けることもできるし、転換権を行使して株式に換えることもできる。転換社債が、このような二重的性格をもつため、株式投資に対しては躊躇しがちな安全志向の強い投資家層も含む幅広い範囲の投資家を引き付けるので、企業にとっては、その発行・消化が容易になるのである。

### (3) 配当負担急増の回避

時価発行増資では、発行株式数が一度にまとまって増加するので、配当負担も一挙に増すことになる。しかし、時価発行による調達資金が設備資産等の取得に充てられても、それらの資産を利用する事業が即座に軌道に乗るとは限らないので、利益成長力がかなり見込める企業でも、しばらくは一株当たり利益が希薄化し、配当負担増が重荷となるおそれがある。

それに対して、転換社債の場合、株式への転換があるまでは、社債として低率の利子負担で済む。そして、転換権の行使は、株価が転換価額を越えて上昇し、転換メリットが生じてくるにしたがって徐々に進むのが通常であるから、発行株式数が一時に増加することはない。それゆえ、負担すべき配当金も急増するわけではない。しかも、転換権の行使を促すような水準まで株価が上昇してくるとするのは、転換社債による資金の営業活動での運用が軌道に乗って、発行企業の利益が順調に伸び、転換権行使に伴って発行株式数が増加してきても、一株当たり利益が、当該転換社債発行時のときと比べて減少しないだけの

利益成長が達成されているはずのときであろう。したがって、企業の側には、転換社債により配当負担増が重荷とならないように新株式発行数を増加しうるといふ利点がある。

企業は、転換社債により、時価発行増資にはない以上のような長所を生かして、資金調達を行える。それだけではなく、転換社債は、転換価額が転換社債発行時の株価を基準に定められている関係で、転換請求があつて株式に転換してくると、その転換分ずつが、株式資本へ入れ替わり、当該転換社債発行時に時価発行増資が実施されていたのと同様な資金調達効果を企業にもたらす。転換社債の発行が盛況になった背景には、転換社債が、時価発行増資にない長所を持ち、結果的に、時価発行増資と同様な資金調達効果を期待できるという、迂回的な時価発行増資の手段となることがあげられよう。

## 2 新株引受権付社債

新株引受権付社債は、1981年の商法改正によってわが国に導入された。新株引受権付社債とは、所定の新株引受権行使期間中に、発行会社の新株を、一定の発行価格（権利行使価格）で一定金額引き受けることができる権利である新株引受権が付与された社債である。新株引受権付社債には、社債本体から新株引受権部分を分離して譲渡することが許される分離型と、そうすることが許されない非分離型とがある。分離型は、新株引受権付社債の導入時には認められていなかったけれども、1985年12月に解禁され、以後に発行される新株引受権付社債はすべて分離型となっている。分離型が認められた影響もあつて、図表1に見られるように、新株引受権付社債の割合は、1985年度以降急増しており、導入後短期間のうちに、エクイティ・ファイナンス手段の柱の一つに新株引受権付社債が成長していることが分かる。新株引受権付社債は、発行企業にとって次のような長所をもっている。

### (1) 多重的性格

転換社債では、転換権行使により発行されることになる株式の総額は、当該

社債の発行総額に対して1対1である。それに対して、新株引受権付社債の場合、発行会社は、新株引受権の行使に伴って発行されることになる株式の総額が、当該社債の発行総額に対して占める割合を、1対1を上限として、たとえば、1:0.8、1:0.5というように、発行時に自由に決定できる。この割合を新株引受権の付与率という。発行会社は、新株引受権の付与率によって、券面額が100万円の場合を例にとれば、仮に行使価格を1,000円であるとする、100万円券に付与される新株引受権で購入できる株式数を、100万円分の1,000株を上限として、80万円分の800株とか50万円分の500株などに決められるということである。

この新株引受権の付与率をどう決めるかにより、新株引受権行使に伴う株式資本の増加を、発行企業の都合に合わせて調整することができる。そこで、新株引受権付社債では、この付与率の決め方と、新株式に対する払込を、現金ではなく、新株引受権付社債で代用することを認める代用払込型を採用するかどうかによって、転換社債に類似した形態から普通社債に近い形態までの様々な性格を持たせることが可能となる。新株引受権付社債は、たとえば、付与率を100%として代用払込型を採用した場合、転換社債に類似したものとなるし、代用払込型を採用せずに付与率を下げていくほど、普通社債に似たものとなってくる。

## (2) 低利率で発行可能

新株引受権は、その値動きの振幅が、発行企業の株価の変動に比べて数倍になるという特徴を持っている。株価が権利行使価格を上回って上昇していった場合、新株引受権の市場価格は、その何倍もの率で上昇する。たとえば、権利行使価額1,000円、付与率1:1の新株引受権の場合は、発行企業の株式を市場価格に関係なくその行使価額で購入できるのであるから、株価が1,100円であれば、理論上100円(1,100-1,000)の価値を持つことになる。この理論価格は、株価が1,100円から1,200円に上昇したとすると、200円になる。しかも、株価の上昇局面では先高期待から、新株引受権の実際の市場価格は、理論価格よりも高くなるのが普通である。

したがって、投資家は、株価が順調に上昇していくと、新株引受権自体の売却または権利行使を通じて大きな投資妙味を得られる。株価の上昇率を大幅に上回る投資効率を期待できるのである。しかし、新株引受権は、株価の下落局面では、株式よりも大きく下げるし、株価が権利行使価格を上回ることなく権利行使期間が過ぎてしまうと、権利行使・値上がり益獲得の機会のないまま価値が無くなってしまう。新株引受権は、危険が大きい半面、株価がうまく上昇すれば、投資額単位当たりに対して大きな投資収益を狙える可能性がある。新株引受権付社債に付与されている新株引受権は、以上のような魅力を持ち投資家を引き付けるので、発行企業の側は、その魅力のある分だけ普通社債よりも低い利率で新株引受権付社債を発行できる。

### (3) 無理のない増資

転換社債の場合、株式への転換が行われると、社債が消滅してその分だけ株式資本が増加するのであるから、その時点で新たに資金が企業にもたらされるわけではない。しかし、新株引受権付社債では、代用払込型を採用しない場合、新株引受権が行使されても、当該社債のほうもそのまま存続するので、新株引受権行使に伴い、順次、新規資金が株式資本として企業に入ってくることになる。

新株引受権の行使は、通常、発行企業の株価が権利行使価格を越えて上昇し、権利行使メリットが生じてくるにしたがって徐々に進むので、発行株式数が一挙に増加することではなく、配当負担の急増を避けられるし、先に、転換社債のところで述べたのと同様な理由により、配当負担増が重荷とならなくて済むように新株式発行数を増加しうる。この無理のない状況下での増資の実施という点については、新株引受権付社債の場合、新株引受権の付与率の決め方により、株式資本の増加を調整できるという特徴があるから、転換社債よりもさらに好都合である。

新株引受権行使に伴う新株発行により株式資本として調達される資金が、新株引受権付社債の償還に利用されると、その分については、償還後に、新株引受権付社債による資金を充てていた用途が株式資本で賄われている形となる。

したがって、発行企業の側からみれば、新株引受権が行使されると、その行使分ずつ、新株引受権付社債発行時にその時の株価を基準とする時価発行増資を行っていたのと同様な結果となる。

新株引受権の付与率を100%として、新株引受権行使により発行されることになる株式の総額を、新株引受権付社債の総額と同額にするようにすると、権利行使が完全に進めば、権利行使に伴う新株発行を通して調達される株式資本分の資金で、当該社債の償還を賄えるので、償還資金を別に手当てする必要はなくなる。そして、償還後には、新株引受権付社債による資金を充てていた用途が、すべて、株式資本で運用されている形となり、新株引受権付社債が株式資本にすっかり入れ替わっていることになる。

企業は、新株引受権付社債の発行により、すでに述べたような時価発行増資にはない長所を生かして資金調達を行え、しかも、結果的には、発行時に時価発行増資を実施していたのと同様な資金調達効果を期待できる。新株引受権付社債も、また、転換社債の場合と同じく、迂回的時価発行増資の手段としての性格を持っているといえよう。

1980年度以降におけるエクイティ・ファイナンスによる調達額は、図表3のとおりである。87年度7兆1千億円、88年度9兆3千億円、そして89年度17兆3千億円と急拡大を続けており、86年度までの各年度の金額と比べると、それらの調達額がいかに巨額であるかが実感される。エクイティ・ファイナンスが、以上のように、多様化しつつ著しい発展を遂げた結果、1983年度以降、80年代の終わりまで、各年度における仕入債務を除く外部資金調達のほとんどが、エクイティ・ファイナンスであるといってもよい状況になっている（図表1参照）。

1970年代後半における外部資金調達に占めるエクイティ・ファイナンスの割合の上昇は、企業の資金需要の減少に支えられた面も多分にあった。それに対して、80年代半ば頃から始まるエクイティ・ファイナンスの比重の上昇は、企業の資金需要が大幅に増加しつつある状況のもとである。このような変化に、企業外部からの資金調達方法として、エクイティ・ファイナンスが本格化している様子がはっきりと表れている。

図表3 エクイティ・ファイナンスによる調達額

年度	1980	1981	1982	1983	1984
新株引受権付社債				198,691	233,795
転換社債	26,317	414,034	351,728	847,053	957,494
増資	1,210,346	1,977,723	1,250,044	1,129,016	1,248,787
合計	1,236,663	2,391,757	1,601,772	2,174,760	2,440,076

日本銀行調査統計局編，主要企業経営分析（昭和56年度版～平成2年度版）から

## 第4節 現状とその問題点

### 1 財務体質の改善状況

株高・低金利を背景とした積極的なエクイティ・ファイナンスを梃子に，企業は，急速に財務体質を改善させてきた。この点について，調査対象企業全体に関して見てみると，89年度まで，財務安全性を示す代表的指標である自己資本比率は，一貫して上昇を続けてきたし，有利子負債利率も継続して低下している（図表4参照）。自己資本比率向上の中身を見ると，80年代前半では，エクイティ・ファイナンスによる資金が借入金返済に充てられ，借入金のエクイティ・ファイナンス資金への置き換えが進んだことが中心的要因として上げられる。また，80年代後半においては，発行が急増した転換社債・新株引受権付社債の権利行使が株高を追い風に進行し，そのことによって社債が減少するとともに株式資本が増加したことが，自己資本比率向上に主として貢献している。

有利子負債利率の低下には，転換社債・新株引受権付社債の発行により，借入金よりも低コストの資金を調達可能であったことが寄与している。企業が，転換社債・新株引受権付社債により，きわめて低利の資金を調達できたのは，すでに述べたように，両者に付与されている転換権・新株引受権がそれぞれ

〔単位 百万円〕

1985	1986	1987	1988	1989	1990
671,488	1,188,595	2,022,720	3,123,616	6,789,811	1,529,588
451,998	1,165,989	1,654,953	1,016,812	3,169,025	△ 131,801
1,568,407	1,848,765	3,440,765	5,194,991	7,347,169	1,618,912
2,691,893	4,203,349	7,118,438	9,335,419	17,306,185	3,016,699

算出

れ利子率を下げるように機能しているからというだけではなく、当時の特殊要因として、株価が上昇基調にあったときに投資家の間に支配的となる投資観が背景にあったからである。

その時期、株価は、短期的にはともかく、中・長期的には、たえず上昇基調にあったといってよく、下落局面などありえない雰囲気につつまれていた。そこで、投資家は、株価上昇にともなう投資妙味に多くを期待できたため、転換社債や新株引受権付社債の利子率にあまり関心を持たなかったのである。投資家のこのような投資観を背景に、企業は、極端に低い利子率でも転換社債や新株引受権付社債を発行することが可能であったのである。

財務安全性に関するこれらの比率の改善は、盛んに実施されたエクイティ・ファイナンスが企業にもたらした好ましい結果であるといってよいであろう。しかし、ここで問題になるのは、活発なエクイティ・ファイナンスを通じて増加させてきた株式資本を含む自己資本に対して企業がどのくらい利益を獲得しているかを示す自己資本利益率が、エクイティ・ファイナンスが活発に行われてきた時期を通して現在に至るまで、伸び悩んでいるという事実である（図表5参照）。

企業の資産が負債を上回る額は、正味財産といわれる。資本は、その価値を具体的に現す資産として観察されるから、資産のこのような超過額は、企業に存在する総資本が負債を上回る分であり、企業が負債をすべて返済してしまったとした場合に、企業にまだ存在する資本の有高を意味する。つまり、正味財

図表4

〔単位 %〕

年度	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
自己資本比率	17.86	18.42	19.06	20.32	21.07	22.77	24.16	24.96	25.84	26.42	26.43
有利子負債利率	9.71	9.26	8.49	7.86	7.58	7.28	6.55	5.86	5.68	5.88	6.72

日本銀行調査統計局編，主要企業経営分析（昭和56年度版～平成2年度版）により算出

図表5

〔単位 %〕

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
自己資本当期利益率	11.88	8.29	8.68	8.20	8.96	8.30	6.56	7.02	7.87	7.75	7.22
利子控除前総資本経常利益率	8.81	7.63	7.12	7.16	7.56	7.22	6.32	6.36	6.80	6.66	6.58

日本銀行調査統計局編，主要企業経営分析（昭和56年度版～平成2年度版）により作成

産の額は、株主以外の資金供給者がいなくなったとした状況で企業に残っていることになる資本の有高であるから、すべて株主に帰属する資本というわけであり、株主が実際に払い込んでいる資本である株式資本がどのくらいに関係なく、その正味財産の額だけ、自己資本が企業に存在することを表している。

この正味財産の額は、順調に利益を獲得できている企業であれば、通常、株式資本の他に、利益処分の結果企業に残っている留保利益を含む。正味財産といわれるこのような自己資本の有高は、株主が、企業の将来性に賭けて運用を企業に委託している資本部分を意味する。したがって、企業は、自己資本に対する利益が持続的に成長するように努めて、資本運用を委託した株主の期待に答える必要がある。

自己資本利益率は、自己資本を含めた企業の使用総資本の収益力に加えて、有利子負債利率と資本構成にも影響される。有利子負債利率が高いほど、営業利益から控除される支払利子額が大きくなるので、自己資本に対する利益は小さくなり、自己資本利益率は低下する。図表5によれば、有利子負債利子



率は低下傾向にあったのであるから、有利子負債利率は、自己資本利益率を改善するように作用していたといえる。また、負債の割合が多いほど、やはり、支払利子額は大きくなる。しかし、資料に見られるように、自己資本比率が向上して負債の割合が小さくなることで、自己資本利益率に有利に影響するとは必ずしも限らない。

利子の支払額は、負債を含む総資本によって生み出される利益の有無・多少に関係なく、契約で定められているから、利率を上回る総資本の収益力がある場合、負債部分によって生み出されたとみなせる利益がその負債に対する利子を超す額は、自己資本に対する利益をそれだけ増加させることとなる。すなわち、総資本利益率が利率を上回っている状況では、負債の利用が、自己資本利益率を押し上げる。負債のこのような槌子の作用は、負債の割合が高いほど大きく働く。したがって、負債比率が低下して槌子の作用が弱まったことが、自己資本利益率にマイナスに影響している面もあると思われる。しかしながら、総資本利益率として利子控除前総資本経常利益率を選び、利子控除前総資本経常利益率と自己資本利益率とを比較した図表5を観察してみると、総資本利益率の低下に歩調を合わせて自己資本利益率は下げてきているので、自己資本利益率の低下基調は、基本的には、総資本の収益力に原因があるといえよう。

資本利益率は、次の等式から理解されるように、資本の利用効率を表す資本回転率と、資本の収益性を表す売上利益率とに分解される。

$$\frac{\text{利益}}{\text{資本}} = \frac{\text{売上高}}{\text{資本}} \times \frac{\text{利益}}{\text{売上高}}$$

企業が、購買・生産・販売という営業活動を主とする企業の諸活動を遂行するに伴って、その諸活動に投下した資本は消費され、その見返りとして回収獲得されてくる資本に入れ替わっていく。このことを資本の回転という。企業が、資本利益率を高めるためには、すなわち、企業の諸活動により資本の消費を上回る回収獲得が行われ、資本が自己増殖して生み出される利益が、投下資本に対してできるだけ多くなるようにするためには、次の二つの点に留意する

必要がある。

企業は、その諸活動遂行に伴うこのような資本の回転が少しでも速くなると、企業活動に投下した資本に対して、その企業活動から回収獲得されてくる資本を意味する収益の割合ができるだけ多くなるように、資本を投下し運用する必要がある。この資本の利用効率の側面が、資本回転率で示される。また、同時に、企業は、その諸活動からの資本の回収獲得を意図した資本の消費をなるべく低く抑えて、そのような資本の消費を意味する費用を少なくし、資本の消費分に対する回収獲得分の割合をできるだけ高める必要がある。この資本の収益性の側面が、売上利益率として示されるのである。

資本利益率は、資本回転率と売上利益率との合成されたものであるから、資本利益率のどこに問題があるか知るには、これらの二つの比率について検討しなければならない。そこで、企業の使用総資本の収益力を示す総資本利益率を利子控除前総資本経常利益率でみて、その低滞原因を、資本の利用効率と収益性という二つの側面から分析してみることにしたい。図表6は、調査対象企業全体に関する利子控除 総資本経常利益率・総資本回転率および利子控除前売上高経常利益率の変化を示したものである。この図表から読み取れるように、資本利益率の低迷は、資本回転率の方に、つまり、活発なエクイティ・ファイナンスにより増加させてきた資本の投下・運用のし方に問題があったからということが分かる。

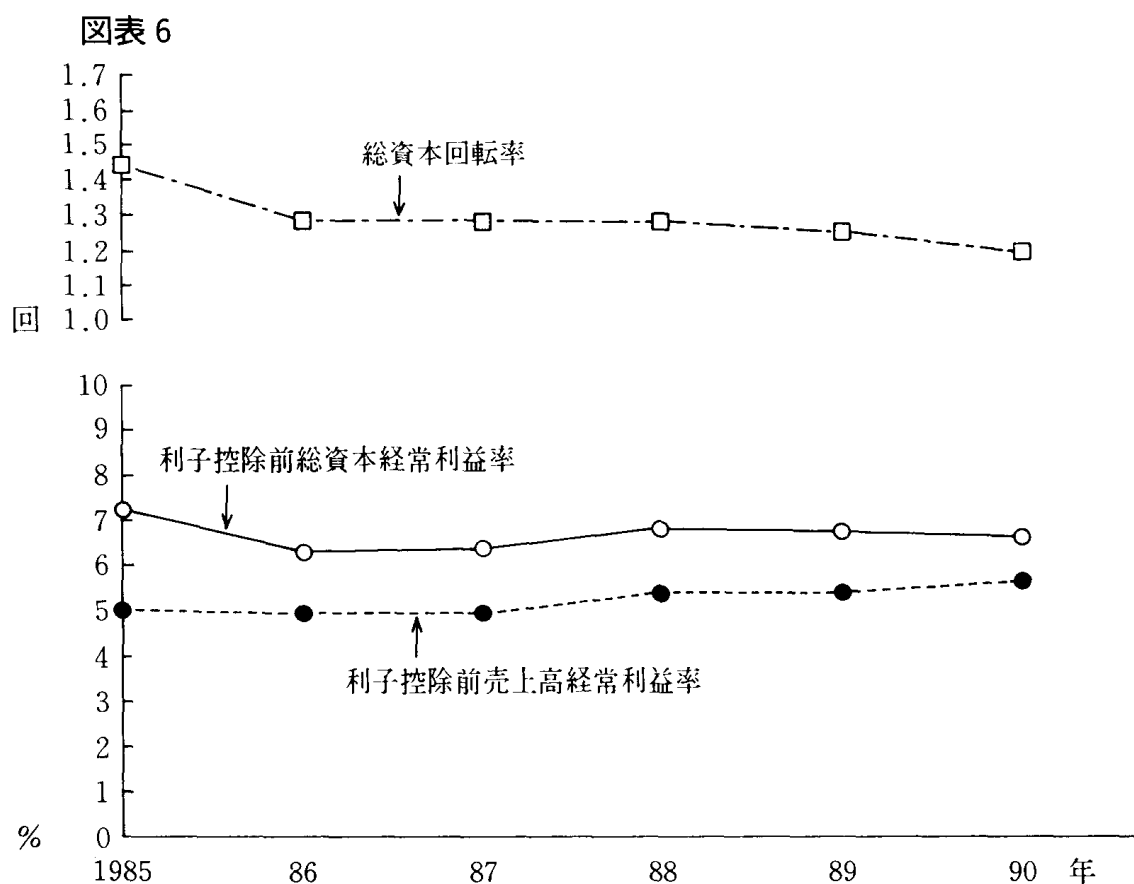
## 2 エクイティ・ファイナンス資金の使い方

株式資本は、企業の所有者である株主が払込んだ資本部分であり、原則として、企業が存続する限り企業に留まっているから、各種の企業資本のうち最も基礎的な部分を構成する。企業は、株主に見放されないように、この株式資本に対して、業績がよほど悪化しない限り、少なくとも同業他社並みの水準の配当を行わなければならない。業績に応じて配当額を変更できるので、株式資本のコストには弾力的性格があるといっても、長い目で見れば、株式資本は、あ

る一定水準以上のコストが半永久的にかかる資金源泉であるといえる。

転換社債・新株引受権付社債による資金も、将来、このような性格を持つ株式資本に切り替わることが期待されている。したがって、増資だけではなく、エクイティ・ファイナンスによる資金は、本来、企業の営業活動の物的基盤となって長期間保有され、持続的に収益獲得に貢献しうる設備資産のような長期的運用形態として利用されるべき性格のものである。それゆえ、株式資本もしくは潜在的株式資本としての性格を有するエクイティ・ファイナンス資金を企業が導入するのは、主に、設備投資額に内部資金（留保利益+減価償却費）が不足する場合であるはずである。

ところが、設備投資額のうちどのくらいを内部資金で賄っているかを示す自己金融比率は、80年代半ばから、100%に近い水準で推移している（図表7参照）。この時期、企業の設備投資は増え続けているにもかかわらず、設備資産の伸びに伴う減価償却費増を負担し、かつ内部留保を増加できるだけの企業取



日本銀行調査統計局編、主要企業経営分析(昭和60年度版～平成2年度版)により作成

益の拡大はあったため、設備投資を内部資金で賄えなかった不足幅が広がっていない。このようにみえてくると、そもそも、80年代後半においてあれだけのエクイティ・ファイナンスを実施するのに見合う資金需要が実際に存在したのかという疑問が出てくる。

企業資本の運用状況を概観するために、エクイティ・ファイナンスがピークとなった1989年度を例にとり、エクイティ・ファイナンスが盛んになろうとしつつあった1980年度の場合と比較することにしたい。図表8は、両年度において、新規の資金をどこから調達してどのように運用したかを示している。1980年度では、エクイティ・ファイナンスによる資金が設備資産の取得に充てられているのに対して、1989年度では、設備投資額に対する内部資金の不足分を大幅に上回る金額が、エクイティ・ファイナンスにより調達されていたわけである。エクイティ・ファイナンス資金のほとんどが手元流動性（現金・預金＋一時所有有価証券）や投資その他の資産として運用されていることが分かる。

1989年度において、本業での実物投資に使われていないエクイティ・ファイナンス資金が多いことに注意すべきである。手元流動性へ投じられているエクイティ・ファイナンス資金が著しく増大したのは、いわゆる財テク志向の高まりで、企業が、特定金銭信託やファンド・トラストなどにエクイティ・ファイナンス資金を積極的に振り向けてきたためである。エクイティ・ファイナンス資金のうちかなりが、余剰資金の運用手段というべき運用のし方に回っていたことが理解される。エクイティ・ファイナンスにより企業が大量の資金を調達したのは、エクイティ・ファイナンス資金で賄うべき長期的資金需要が存在したからというよりも、特定金銭信託やファンド・トラストといった財テク的な

図表7 自己金融比率

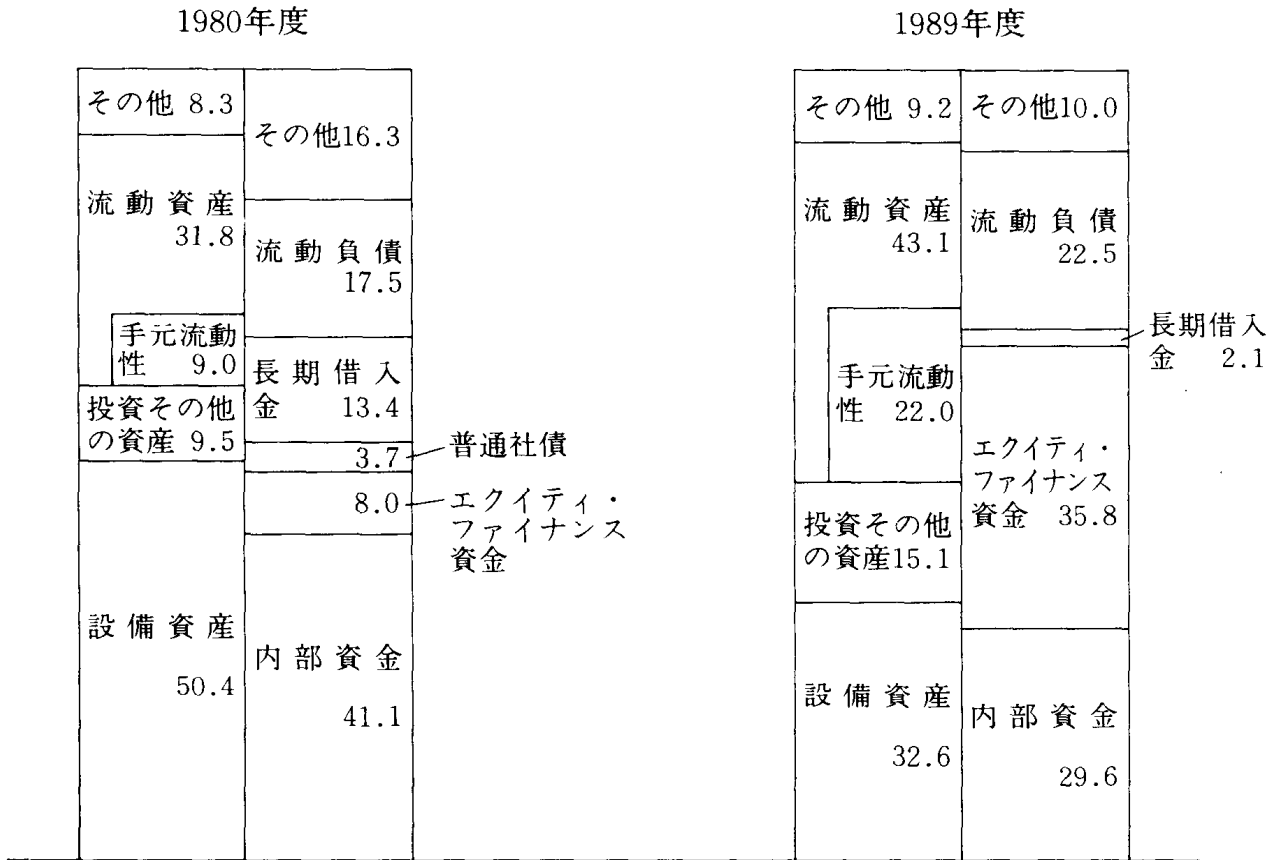
〔単位 %〕

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
81.6	70.9	73.2	87.6	96.9	93.3	90.4	98.5	98.5	90.6	83.7

日本銀行調査統計局編、主要企業経営分析（昭和56年度版～平成2年度版）から算出

図表8 新規資金の源泉と使途

[単位 %]



日本銀行調査統計局編, 主要企業経営分析(昭和55年度版, 平成元年度版)により作成

運用形態を拡大するためであったといってもよい。

設備投資等の資金需要が実際に発生したときに企業が証券市場から適時に所要額を有利な条件で調達できるとは限らない。したがって、企業は、将来の資金需要を見込んで、証券市場の環境が企業にとって望ましいときに、エクイティ・ファイナンスを実施することも必要であろうし、そのような理由から調達したエクイティ・ファイナンス資金を、設備投資等の本来の用途に充てるまで手元流動性の形態で運用することもやむをえないであろう。しかし、エクイティ・ファイナンス資金を大量に、設備投資等の長期的資金需要にいつまでも向けずに手元流動性の形態で保有していることは、この資金が株式資本もしくは潜在的株式資本としての性格を有するという点を無視した行為であるといえよう。

特定金銭信託やファンド・トラストに代表されるような財テク的資本運用の効率性が、本業での資本の運用効率よりも高くなることはあるとしても、その

ような現象は、たぶんに一時的・偶然的なものであり、持続するはずがない。実際、企業がエクイティ・ファイナンス資金で積極的に増加させてきた手元流動性の中には、株価下落により大きな含み損を抱えて、取り崩すに取り崩せない状態となっているものも多いようである。このことは、手元流動性の形態にある資本のうちかなりの分が、回転しないまま目減りしていることを意味する。

企業は、エクイティ・ファイナンスにより極めて低コストの資金を調達可能であったことから、活発なエクイティ・ファイナンスを実施して大量に資金調達し、その大量の資金の多くを手元流動性として運用してきた。その結果、企業の使用総資本が増加した割には、そのことが収益の伸びに結びついていないのである。エクイティ・ファイナンス資金が、その性格にあった用途である設備投資等の長期的資金需要に対する見通しにもとづいて調達され、これらの用途に充てられて効率的に運用されていれば、総資本回転率はこのように悪化してこなかったはずである。

企業の株価は、90年代に入ると、エクイティ・ファイナンスが活発に実施された80年代後半における水準よりもはるかに下の方まで急落する。そこで、株式の新規発行が株価の圧迫要因となるのを避けるため、エクイティ・ファイナンスは、1990年3月に中断を余儀なくされた。転換社債・新株引受権付社債については、同年7月に発行市場が再開したけれども、起債額の上限を発行済株式の10%とする制限が付けられている。また、公募時価発行増資は、約2年間強が経過した現在も停止状態にあり、まだ再開のめどが立っていない。

以上のような事情から、エクイティ・ファイナンスによる調達額は、90年度において、前年度と比較して80%を越える落ち込みを示しており、91年度ではさらに減少すると予想される（図表3参照）。エクイティ・ファイナンスの発行市場が正常に機能するまでにはなおしばらく時間がかかりそうである。このような状況をもたらしている株価の長期低迷は、根本的には、エクイティ・ファイナンス資金に対する企業の運用姿勢に起因する総資本回転率の悪化により、自己資本利益率が伸び悩んでいることを反映しているといえる。

(1992年6月)

**【注】**

山一証券株式会社・山一証券経済研究所編，我が国企業の資金調達——その回顧と展望——（商事法務研究会，1977年），189頁。

**【主要参考文献】**

後藤猛著，新版転換社債とワラント債（東洋経済新報社，1986年）。

東京証券取引所調査部編，証券統計年報，昭和62年版（東京証券取引所調査部，1988年）。

日本銀行調査統計局編，主要企業経営分析，昭和45年度上期版～平成2年度版〔昭和51年度版は未刊〕（日本銀行，1971年～1991年）。

——，経済統計年報，平成3年版（日本銀行，1992年）。

諸井勝之助著，経営財務講義（東京大学出版会，1979年）。

山一証券株式会社・山一証券経済研究所編，我が国企業の資金調達——その回顧と展望——（商事法務研究会，1977年）。

若杉敬明チーム著，構造変化の企業金融に与える影響（大蔵省印刷局，1987年）。