日本企業の資本政策について

―望ましい現金保有、株式発行、配当、自社株買いとは―

鈴木健嗣

ただいま御紹介にあずかりました、一橋大学の鈴木でございます。

私は、コーポレート・ファイナンス、中でもエクイティ・ファイナンスを中心に研究を行っています。今日は、「日本企業の資本政策について」というタイトルで、現金保有、株式発行、配当、自社株買いの四つに焦点を合わせてお話をさせていただきます。

一、資本政策を取り巻く環境

最初に最近の資本政策を取り巻く環境を見ていきます。近年、アベノミクスと金融緩和を背景に、企業業績の改善が進み、現金保有が増加するとともに、配当や自社株買いも増加してきています。他方、エクイティ・ファイナンスは減少してきています。

二〇一四年八月に、「『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」の最終報告書が出されました。これは、伊藤邦雄一橋大学大学院教授（当時）を座長として経済産業省に設置された研究会の報告書で、一般に「伊藤レポート」と呼ばれています。ここでは、「グローバルな投資家と対話をする最低ラインとして八％を上回るＲＯＥを達成することに各企業はコミットすべきである」との提言が掲げられています。

このレポートが出された後、企業の成果指標の一つとして、従来以上にＲＯＥが注目されるようになりました。ＪＰＸ日経インデックス四〇〇（いわゆる「投資家にとって投資魅力の高い会社」で構成）の組み入れ銘柄の選定に当たっては、ＲＯＥが定量的指標の一つとして取り上げられています。

また、ＩＳＳ（議決権行使助言会社）も、ＲＯＥを議決権行使に当たっての判断基準の一つとし、ＲＯＥが五％を下回る企業には反対票を投じるよう推奨しています。しかし、ＩＳＳが議決権行使の際の基準としてＲＯＥを掲げている国は、日本以外にはありません。つまり、ＩＳＳのＲＯＥ重視の姿勢は、決して世界的なものではないのです。日本において、ＲＯＥを引き上げようという動きがあることを捉えて、ＩＳＳも、それに乗っかる形でＲＯＥを議決権行使基準として取り上げているわけです。

ＲＯＥを引き上げるためには、どのような資本政策が考えられるのでしょうか。ビジネスの内容、組織、経営戦略を変更しなくても、比較的簡単に、しかも即時にＲＯＥを引き上げることができます。例えば、エクイティ・ファイナンスを行わず、自己資本を増やさないようにすれば、ＲＯＥを上げやすくなります。また、自社株買いを行ったり、配当を行ったりして、自己資本と現金

保有を減らせば、ＲＯＥを引き上げることが可能です。

自社株買いとＲＯＥの関係について、簡単な例を挙げて御説明します。現金保有が五億円、純利益が一億円、営業資産が三〇億円、株主資本が一五億円、負債が二〇億円という企業を考えます。ＲＯＥは純利益を株主資本で割ったものですから、この企業のＲＯＥは、純利益一億円を株主資本一五億円で割って六・六七％となることがわかります。しかし、現金五億円で自社株買いを行えば、この企業のＲＯＥは一〇％になります。さらに、五億円を負債調達し、五億円の現金と合わせて、一〇億円の自社株買いを行いますと、ＲＯＥは二〇％まで上昇します。つまり、分子の純利益を変えなくても、分母の自己資本を変えるだけでＲＯＥはあっという間に変わります。ビジネスを変えなくても、ＲＯＥを変えることができるわけです。

「伊藤レポート」のＲＯＥを引き上げるべきとの提言は、本来、分子の利益を増やすことを意図して出されたものでした。しかし、提言が出された後、企業の間には、見せかけのＲＯＥを改善するために、自己資本を引き下げようとする動きがしばしば見られます。

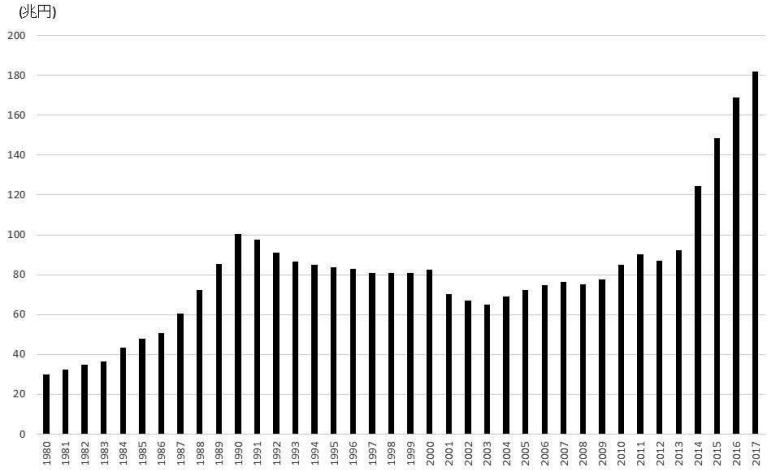
二、現金保有

（日本企業の手元流動性）

一九八〇年から二〇一七年までの間について、上場企業の現預金と短期有価証券を合わせた金額の推移を見てみます（図表１）。土地バブルの最中の一九九〇年には、これらの合計は約一〇〇兆円でした。アベノミクス開始後の二〇一三年、一四年以降は約一八〇兆円になり、最近では二〇〇

図表１

現預金＋短期有価証券総額の推移（上場企業）



兆円近くまで増えています。

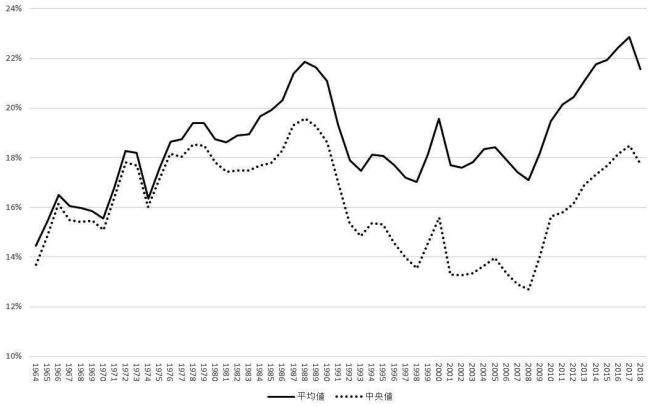
次に、一九六四年から二〇一八年までの間の上場企業の手元流動性比率の推移を見てみます（図表２）。手元流動性比率は、現預金と短期有価証券を合わせた金額を総資産で割ることによって求められます。最近の上場企業の手元流動性比率は、平均で二二％弱、中央値で一八％弱となっています。一九八〇年代後半から九〇年代前半の土地バブルのときも、平均は約二二％となっていました。最近の上場企業は、その当時と同程度の手元流動性を保有していることになります。

（諸外国との比較）

日本企業の手元流動性比率は、米国企業と比べて高いのでしょうか、低いのでしょうか。多くの方は、日本企業の方が高いと考えておられるように思います。

図表２

手元流動性比率の推移



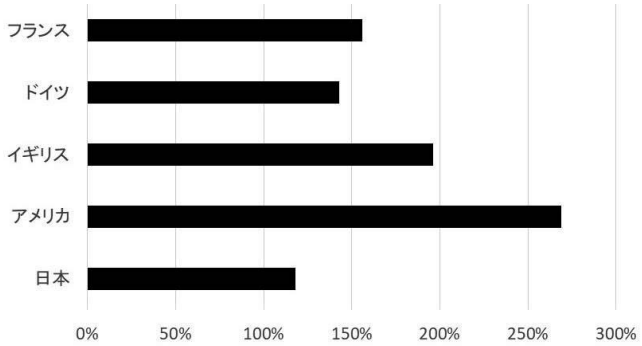
✓手元流動性比率＝（現預金＋短期有価証券）／総資産
✓2018年は3月期まで

一九九五年にRajan and Zingalesが行った研究を見てみます。一九八〇年代のデータを使って、Cash and short-term investmentsをAssetsで割った比率を見ますと、米国は一一・二％、日本は一八・四％、ドイツは八・八％、フランスは一〇・三％、イタリアは一〇・五％、イギリスは一一・四％、カナダは八・二％で、日本の手元流動性比率は圧倒的に高いという結果になっています。

次に、二〇一五年にPinkowitzたちが行った研究を見てみます。これによりますと、米国企業の手元流動性比率の平均値は、一九九八年の一六％から、二〇一〇年前後では約二一％まで上昇してきています。米国以外の企業も、先進国、開発途上国にかかわらず上昇してきておりますが、米国企業の場合は上がり方が大きく、水準も平均で二〇％を超えるところまで来ています。この研究の

図表３

2006年から2016年までの手元流動性の変化（平均値）



（注）フランス・ドイツ・米国・英国はそれぞれ CAC40、DAX30、FTSE100、S&P Global LargeCap（US）の採用 銘柄のうち、金融や過去に遡って数値が取得できない企業等の一部銘柄を除いた 271 社。日本は日経平均株価 採用銘柄のうち、金融や過去に遡って数値が取得できない企業等の一部銘柄を除いた 188 社。

（出所）2018年大和総研資料

ポイントは、米国企業の手元流動性比率が極めて高いことを指摘するところにあります。

二〇一八年の大和総研の資料（図表３）において、フランス、ドイツ、イギリス、米国、日本の大企業の手元流動性比率の平均値が、二〇〇六年から二〇一六年までの間にどれだけ増えたかが分析されています。それによれば、日本企業は約一一〇％となっている一方、米国企業では二〇〇％を超えており、イギリス企業は二〇〇％弱、ドイツ企業、フランス企業は約一五〇％となっています。つまり、主要国の企業の手元流動性比率の伸び方は、日本企業を大きく上回っている状況です。

（米国主要企業の現金保有）

二〇一九年六月時点の米国主要企業の現金保有の状況を見てみます。マイクロソフトの現金保有

比率（先ほどの手元流動性保有比率と同義です）は五〇％です。また、アルファベット（グーグルの親会社）は四六・二五％、フェイスブックは四一・三二％、アップルは二三・四一％、アマゾンは二〇・七八％で、ＧＡＦＡと呼ばれるこれらの企業の現金保有比率は、いずれも非常に高い水準となっています。

最近、米国では、現金を保有することが企業価値を上げているという議論が増えてきています。日本では、現金保有はけしからぬという議論が大勢ですが、米国では、これとは逆の議論が行われるようになってきているわけです。それはなぜでしょうか。

イノベーションを行うためには、二つの行動が必要だと言われています。一つは知の深化であり、もう一つは知の探索です。知の深化とは、今ある技術をどんどん掘り下げていくものです。例えば、デジタルカメラの画素数を上げたり、テレビの精細度を上げるために、４Ｋテレビや８Ｋテレビを開発したりすることがこれに当たります。これに対し、知の探索とは、従来とは全く異なった分野に進出するものです。例えば、従来なかった技術を集めて一つの製品にしたアップルのアイフォンなどがこれに当たります。

イノベーションは、知の探索と知の深化の二つが重なることによって起こります。これらのうち、知の探索には大きな無駄が伴うことが避けられません。このため、知の探索は、企業経営に余裕がないとできません。グーグルでは、働いている時間の二〇％は社員が本来業務以外の好きなことをやってもよいこととされています。本社に滑り台が置かれていることが象徴しておりますが、社員が余裕を持って働ける環境が整備されています。そして、この二〇％の自由な時間から、新し

いイノベーションがたくさん生み出されているわけです。

サントリー創業者である鳥井信治郎の「やってみなはれ」という有名な言葉があります。近年、米国でも、やってみなはれ経営が必要だと言われています。そのためには、企業は現金を保有していなければなりません。さらにそのためには、経営に余裕がなければなりません。やってみなはれ経営で無駄な投資を重ね、その経験を蓄積することを通じて、イノベーションを引き起こしていくことが必要と考えられるようになってきています。

このところ日本ではイノベーションが起きていません。バブル崩壊以降、日本企業は、厳しい経営環境を乗り越えるためにカツカツの経営をしてきました。そのような中で、ＲＯＥ八％の達成が必要と言われたとき、企業がまず行うのはコストカットです。また、最初にコストカットの対象になるのは設備投資や研究開発です。研究開発では、長い時間をかけて持続的に取り組まなければ、成果に結び付けることは困難です。やってみなはれ精神の下で、日本企業の基礎技術は生み出されてきました。日本企業は、今や、過去のイノベーションの成果を食い潰しながら経営を行っている状況です。

米国企業は、今、かつての日本企業が行ってきたことを行っています。そして、そのためには、ある程度の現金保有が必要だと言われているわけです。

（現金保有の影響と理論的根拠）

現金保有を増やしますと、ＲＯＥが低下することは避けられません。また、フリー・キャッシュフロー（ＦＣＦ）問題があります。これは、使う

予定のない現金保有は、経営者の浪費につながるとされる問題で、一九八〇年代、九〇年代の米国のＭＢＡの教科書において指摘されていました。投資家は、無駄な投資をするぐらいなら、むしろ自分たちに還元するよう求めます。

一方、最近、米国では、予備的動機に基づいて現金を持った方がよいのではないかという議論が注目されています。一つは、将来のキャッシュフロー不足への備えです。これまで、概ね一〇年ないし一五年置きに、経営に多大な影響を及ぼす大きなショックが起きてきました。一九八〇年代後半から九〇年代前半にかけて土地バブルが起き、二〇〇〇年代初頭にネットバブルが起き、さらに二〇〇八年にはリーマンショックが起きました。その後も、複数のヨーロッパの国々で、経済運営上のさまざまな問題が起きています。そのようなときでも、現金保有に余裕のある企業は、研究開発や設備投資を継続することが可能です。研究開発を一年怠れば、あっという間に他の企業に追い抜かれてしまいます。ここから、他の企業に抜かれないようにするためには、日頃からある程度の現金保有が必要になるという考え方が出てきます。

もう一つは、将来の予期せぬ投資機会への備えです。昨今、世界的に多くのＭ＆Ａが行われています。Ｍ＆Ａの対象企業は、買い手側が希望するタイミングで出てくるわけではありません。いきなり出てくることもありえます。そのときに、銀行から借り入れを行ったり、公募増資を行ったりしようとしますと、かなりの時間がかかることは避けられません。

フェイスブックは、インスタグラムが売りに出たとき、将来の競合相手になると考えて、すぐにＭ＆Ａに踏み切りました。それは、フェイスブッ

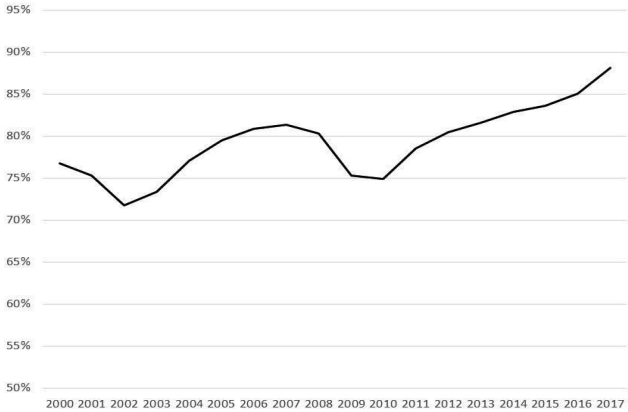
クが潤沢な現金を持っていたからこそ可能になったものです。グーグルは、今、自動車の自動運転を実現するための技術開発に取り組んでいます。同社は、一二兆円を超える現金を保有しておりますので、もしそのつもりになれば、時価総額四兆円の日産自動車を買収することも可能です。現金を保有していることで、思い切ったＭ＆Ａを機動的に実行することが可能になります。このことが、ＧＡＦＡなどの企業価値の向上に寄与しています。

それでは、市場は、現金保有をどのように評価するのでしょうか。二〇〇六年のFaulkender and Wangの研究によれば、企業が現金保有を一ドル増加させた場合、株価は〇・九四ドルしか上昇しないという結果になっています。これは、先ほどフリー・キャッシュフローの議論に関連して申し上げたとおり、余計な現金があると、無駄な投資に使われてしまうと見られがちであることを反映しています。他方、資金調達が困難な、あるいは困難になるかもしれないような企業の場合、また、コーポレート・ガバナンスがすぐれている企業の場合、現金を一ドル増加させると株価は一ドル以上上昇するという結果が得られています。つまり、このような企業の場合は、現金保有が市場から高く評価されるわけです。

ここで申し上げたいのは、現金保有をすべき企業とすべきではない企業が存在するということです。つまり、無駄な投資をするような企業は、現金保有をすべきではありませんが、投資機会があったり、投資機会を逃さないことによって企業価値が上がったりする企業は、現金を持っていた方がよいということになります。

図表４

配当政策



• 有配比率：上場企業のうち配当を行った企業の割合

三、配当と自社株買い

(1) 日米の実績

（配当政策）

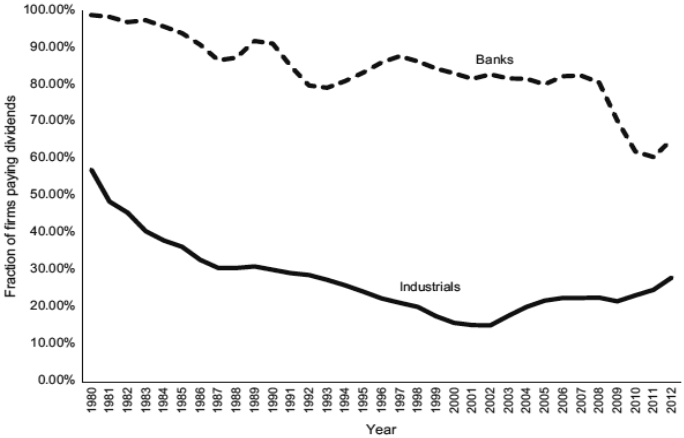
続いて、日本企業と米国企業の配当政策の差異を見てみます。

二〇〇〇年から二〇一七年までの間の日本企業の有配比率（上場企業のうち配当を行った企業の割合）を見ますと、全期間を通じて高い水準で推移しています（図表４）。二〇一七年は八五％となっており、赤字企業以外はほとんどが配当を支払っている状況です。日本では、配当を支払うのは当たり前で、利益が出ていれば配当するという文化になっています。ほとんど税金と同じような感覚です。

他方、米国企業について、銀行とその他の企業

図表５

米国の有配比率



Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, *118*(2), 299-316.

に分けて有配比率を見ますと、二〇一二年では、銀行が六〇％台半ば、その他企業が三〇％弱となっています（図表５）。米国企業の場合、配当を支払う企業と支払わない企業にはっきりと分かれています。

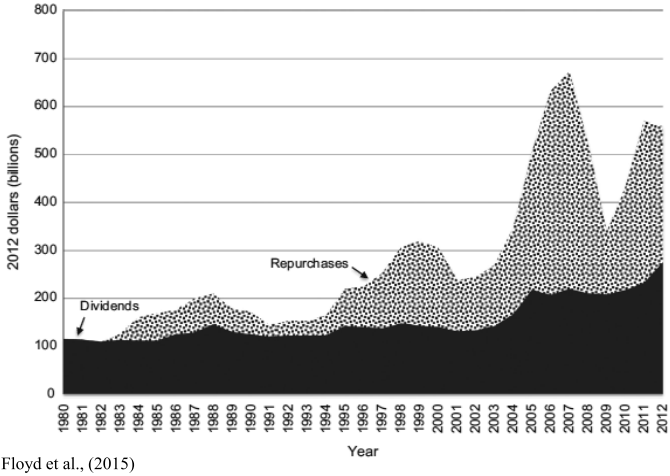
（配当と自社株買い）

ここで、配当と自社株買いを合わせた金額に着目します。

二〇一七年五月二九日の日経新聞に、二〇〇九年度から一六年度までの総還元額（配当と自社株買いの合計）の推移が掲載されていました。これによりますと、この間、総還元額はずっと右肩上がりとなっており、二〇一六年度では、配当は一〇兆円を超え、自社株買いも約五兆円となっています。配当が自社株買いを上回っているのが日本の特徴です。

図表６

米国の自社株買いと配当総額の推移



Floyd et al., (2015)

次に、一九八〇年から二〇一二年までの間の米国の自社株買いと配当総額の推移を見てみます（図表６）。二〇一二年では、日本円に換算して配当は約三三兆円、自社株買いは約四四兆円となりました。その後、二〇一八年には、税制との関係もあって、自社株買いが急増し約一〇〇兆円に上ったと言われています。

このように、総還元額の規模には、日本と米国の間で大きな差異があります。なお、日米の間には、市場規模の面で前者を一とすると、後者が六～七になるぐらいの差がありますので、総還元額の違いは、このような市場規模の違いを反映している面もあります。

(2) ペイアウト政策の理論的根拠

ここで、ペイアウト政策の理論的根拠について考えます。

一つ目は、ペイアウトが、将来的に利益が高まるだろうというシグナルを発する効果を持つと考えるものです。

二つ目は、無駄な投資に用いられないよう、余剰資金を投資家に還元するために、ペイアウトを行うと考えるものです。これは、投資家たちから率先して主張される議論です。将来にわたって安定した企業であれば、配当を行うことに合理性があると言えます。また、一時期な資金余剰を調整するために、自社株買いをすることにも合理性があります。それは、自社株買いであればいつでもやめられるからです。

しかし、有望な投資機会があるにもかかわらず、ペイアウトを行いますと企業価値は低下せざるをえません。例えば、アマゾンは配当を支払っておらず、ＲＯＥも、二〇一六年頃まで三％から四％の低位で推移してきました。同社は、利益を全て再投資に回してきており、今や、時価総額が一〇〇兆円を超える企業になっています。

自社株買いを行う際の、購入価格について申しますと、割安な価格での自社株買いは既存株主にとってプラスとなる一方、割高な価格での自社株買いは既存株主にとってマイナスとなります。

ＫＰＩ（ＥＰＳ、ＲＯＥ、アナリスト予想、経営者予想）を超えるために、ペイアウトを行う場合があります。このような目的で行われるペイアウトは、設備投資、雇用を減少させるなど、ビジネスを犠牲にして行われるものです。このため、長期的な企業のパフォーマンスの改善にはつながりません。ファイナンスは、ビジネスを生かすために行われるものであり、ＫＰＩを超えるためにこのようなことが行われるとすれば、本末転倒と言わざるをえません。

以上を総合しますと、企業の中には、ペイアウ

トすべきところとすべきではないところが存在しています。また、自社株買いを行う場合のタイミングについても、株価が割安なときにできるのか、割高なときに行うのかによって、企業価値にも大きな影響が出てきます。

(3) 自社株買いを巡る新聞報道

今年五月二三日の日経新聞朝刊に気になる記事が載っていました。それによりますと、最近、日本で自社株買いが急増しており、二〇一九年度の自社株買い計画額は約三・四兆円となって、前年同期と比べ九割増となったようです。また、京セラは、ＲＯＥの目標を初めて設定し、ＲＯＥを低下させる要因となる自己資本が膨らみ過ぎないよう、自社株買いを機動的に使うこととしているようです。マクセルホールディングスも、ＲＯＥ改善のため、稼いだ利益以上を配当と自社株買いで株主に還元する方針とされています。日本企業の中には、減益でも自社株買いを増やす例も増えているようです。このような動きは、利益成長が鈍る分、還元で株主に報いることを狙ったものと説明されています。

二〇一八年一二月二八日のウォールストリート・ジャーナルにおいて、アップルは、投資した資産が値下がりし、九〇億ドル（約一兆円）余り損をした、その資産は自社株買いだと報道されました。アップルが行った割高な価格での自社株買いに対し、マスコミにおいて批判的な見方が示されたものです。

(4) コダックと富士フイルム

（両社の概要）

ここから、現金保有とペイアウトに関連して、コダックと富士フイルムの事例を御紹介します。

コダックは、一八八一年に創業し、一九七六年には米国においてフィルムシェア九〇％を占めていました。ちょうど今のグーグルのような最先端企業でした。富士フイルムは、一九三四年に創業し、九〇年代に「写ルンです」という使い捨てカメラの世界的な大ヒットによって、どんどんシェアを上げていきました。九〇年代には、銀塩フィルムの世界シェアはほとんどこの二社の寡占状態でした。その後、デジタル化の波に押されて、二〇一〇年までに、売り上げは二〇〇〇年比一〇分の一まで落ち込みました。主要産業の売り上げが、毎年二割、三割も減っていくような姿を想像することができるでしょうか。銀塩フィルムの世界では、実際にそのようなことが起こったわけです。

（環境変化への対応）

このような環境変化の中で、富士フイルムはどのような行動をとったのでしょうか。二〇〇〇年当時、同社の営業利益の三分の二はフィルム関連事業から上がったものでした。その後、同社のフィルム関連の売り上げは、毎年二割～三割のスピードで減少していきました。これを打破するため、同社は、二〇〇〇年から二〇一五年にかけて、約五〇〇〇億円規模の関連多角化とＭ＆Ａを行いました。具体的には、化学薬品、プリンタ、医療用機器、医薬品、化粧品などです。当時、私は、同社が化粧品まで作ると聞いてびっくりし、このような物が売れるのかと感じた記憶があります。このように、同社はどんどん多角化を進め、結果的に、フィルム事業は今やほとんど残っていません。

他方、コダックは、二〇一二年一月に経営破綻

しました。ハーバード・ビジネススクールのクリステンセン教授は、コダックはイノベーションのジレンマに陥った典型例だと指摘しています。これは、既存商品・技術がすぐれた特色を持っている場合、その特色を改良することのみに目を奪われて、顧客の別の需要に目が届かないことを指しています。実は、コダックはデジタルカメラを世界で初めて開発した会社です。コダックがデジタルカメラの商品化を進めなかったのは、主力商品の銀塩フィルムが売れなくなるためです。これが、イノベーションのジレンマに他なりません。

（ペイアウト控除後の純利益の推移）

一九九八年から二〇一二年までの間のコダックの純利益とペイアウトの推移を見てみます。同社は、一九九八年から二〇〇四年までの間に六〇〇〇億円の純利益を上げました。この間の平均ＲＯＥは約二二％でした。同社は、同じ期間中に約六〇〇〇億円のペイアウトを行いました。それに続く二〇〇五年から二〇一二年までの間、同社の純利益は約五〇〇〇億円のマイナスになりました。この間にも同社は約八〇〇億円のペイアウトを行いました。

富士フイルムとコダックの両社について、ペイアウト控除後の純利益（純利益マイナスペイアウト）の推移を比較してみます。富士フイルムの場合、一九九八年から二〇〇五年までの間のペイアウト控除後の純利益は約五〇〇〇億円のプラスになっています。純利益が約六〇〇〇億円で、約一〇〇〇億円のペイアウトを行って、約五〇〇〇億円を留保したわけです。同社が、先ほど申し上げたような関連多角化とＭ＆Ａに費やした費用は約五〇〇〇億円でした。同社がペイアウトを抑え、約五〇〇〇億円を社内に留保したことが、その後

の対応に寄与したことは疑いがありません。他方、コダックの場合、一九九八年から二〇〇五年までの間のペイアウト控除後の純利益はマイナス二〇〇〇億円に上りました。

企業が事業を転換しようとするとき、誰が資金を出してくれるのでしょうか。例えば、富士フイルムが化粧品事業に進出しようとしたとき、銀行は躊躇なく融資してくれたでしょうか。それほど簡単なことではなかったでしょう。企業が何としても事業を転換したいと考えるとき、それに必要な資金は自分で持っていなければなりません。たとえ、あるとき株主から現金保有が多すぎると批判されたとしても、結果的に、株主にとっても利益になるわけです。

以上で申し上げたとおり、コダックと富士フイルムのペイアウトの差が、両者のパフォーマンスの差を生んだ可能性があるのではないかと考えられます。

結果的にコダックは破綻しましたが、同社は必ずしも悪くないと思います。日本と米国では事情が違います。米国では、企業が破綻しますと、それによって吐き出された資金は、新しい分野に投資されます。人材も有望な分野に移動していきます。他方、日本では、労働市場が流動化していないため、企業が破綻しますと、人材の行き場がなくなり、彼らの知的財産の活用の場が失われてしまいます。このため、日本では、既存の企業の中で事業転換することが求められるわけです。

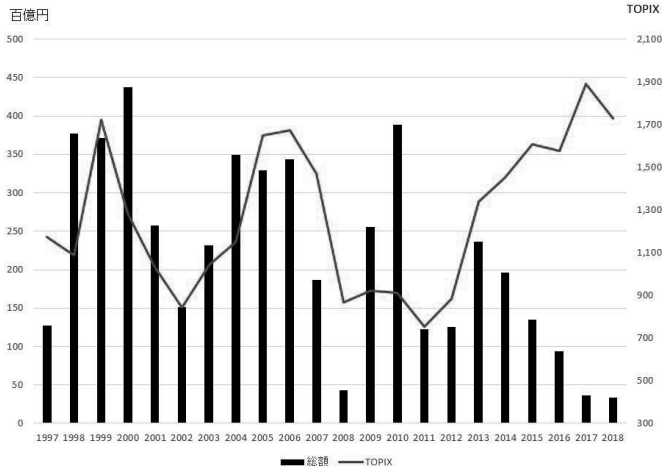
四、エクイティ・ファイナンス

（エクイティ・ファイナンスの推移）

一九九七年から二〇一八年までの間のエクイティ・ファイナンスの推移を見てみます。図表７

図表７

エクイティ・ファイナンスの推移



普通株、優先株、CB、新株予約権、投資口含む. 2018年は10月まで

において、実線はＴＯＰＩＸの水準、棒グラフは株式発行・公募増資・第三者割当増資の合計値を表しています。ここからもわかりますように、二〇〇八年までは、ＴＯＰＩＸが高いときにエクイティ・ファイナンスが多くなるという傾向がありました。世界的にも同様のことが言え、株価が高いときにエクイティ・ファイナンスを行うのが王道でした。

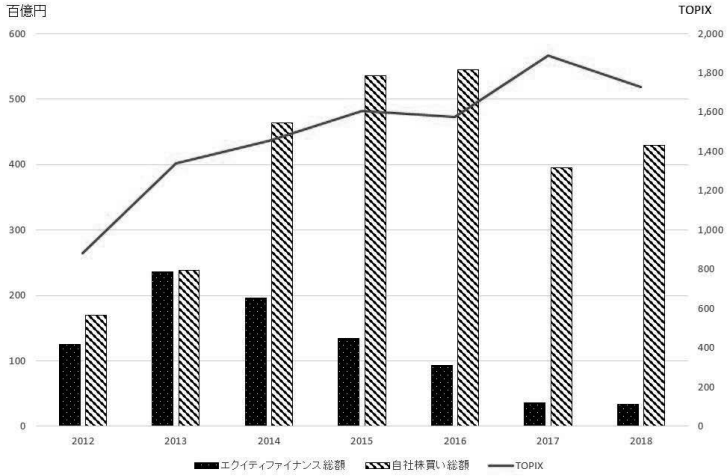
しかし、二〇一四年以降、ＴＯＰＩＸが上昇しているにもかかわらず、日本企業はエクイティ・ファイナンスをあまり行わなくなりました。その背景にある一つの要因として、ＲＯＥ改善の要請があるのではないかと考えられます。

（エクイティ・ファイナンスと自社株買い）

二〇一二年から二〇一八年までの間のエクイティ・ファイナンス総額と自社株買い総額の推移

図表８

エクイティ・ファイナンスと自社株買い



普通株、優先株、CB、新株予約権、投資口含む. 2018年は10月まで

を見てみます。図表８において、実線はＴＯＰＩＸの水準、斜線の棒グラフは自社株買い総額、黒の棒グラフはエクイティ・ファイナンス総額を表しています。ここから、日本企業は、株価が上がっているときに自社株買いを行う一方、エクイティ・ファイナンスは行わないという傾向があることがわかります。

（エクイティ・ファイナンスの理論的根拠）

ここで、エクイティ・ファイナンスの理論的根拠について考えます。

エクイティ・ファイナンスの発表が、隠されていた経営危機情報を示唆するものであれば、短期的に株価は下落します。

しかし、調達した資金が有望な投資案に振り向けられるのであれば、理論的には企業価値を向上させることになります。実際、日本で公募増資し

た企業の二年後の株価は、市場の状況やバリューエフェクトなどを差し引いても、一〇％ぐらい高くなるという結果が得られています。例えばソニーは、公募増資を行って得た資金を使って、イメージセンサーの生産能力の増強を図りました。イメージセンサーは今やソニーの経営の柱になっており、同社の株価も急上昇しました。

企業が経営危機にあっても、エクイティ・ファイナンスによって危機を脱して有望な投資を実行することができるのであれば、企業価値は向上します。また、経営危機に陥らないよう、自己資本を充実させて、将来にわたり有望な投資を続けることができるのであれば、企業価値は向上します。

割高な価格での増資は既存株主にとってプラスですが、割安な価格での増資は既存株主にとってマイナスです。株価が低いときに増資すると、調達額が同じでも、新規に発行する株式の数は大幅に増加することになります。新規発行株式の数を抑えて必要な金額を調達するためには、株価が割高なときに増資を行うのが王道と言えます。

切羽詰まった状態で増資を行おうとしますと、市況を選ぶことができないため、割安な価格で資金を調達せざるをえません。資金調達コストは相当割高になります。さらに、賛同する証券会社や投資家が少ないため、公募増資自体が困難になります。そのようなときは、第三者割当増資の交渉力が低下して、高利回りの劣後債や優先株の発行を余儀なくされることもあります。

ぎりぎりの状態で行うエクイティ・ファイナンスほど、既存株主に損をさせることはありません。適切なタイミングでエクイティ・ファイナンスを行うことが、企業価値を高めることにつながります。

五、東芝の事例

（東芝の概要）

現金保有、ペイアウト、エクイティ・ファイナンスをトータルで見てどのように考えるべきが、東芝の事例を使って御説明します。

東芝は、二〇一七年三月時点で総資産が四兆二六九五億円、連結ベースの従業員数が約一五万人という、日本を代表する大企業でした。従業員の家族を含めますと三〇万人を超え、文京区に相当する規模となります。

その東芝が、二〇一五年以降、資金不足による債務超過、事業譲渡・売却、東証二部への指定替えなど、ガタガタと転落の道をたどっていきました。二〇一五年、同社は、子会社のウェスティングハウスの巨額減損処理のために、イメージセンサーの半導体製造関連施設・設備をソニーに譲渡しました。二〇一六年には、東芝メディカルシステムズの全株式をキヤノンに売却するとともに、東芝ライフスタイル（白物家電事業）の株式の約八〇％を中国の美的集団に譲渡しました。さらに、二〇一八年には、東芝メモリの全株式をPangealに譲渡する（その後、再出資を行って同社の議決権の約四〇％を取得しました）とともに、東芝クライアントソリューション（パソコン事業）の株式の約八〇％をシャープに売却しました。

なぜ日本を代表する名門企業が一瞬でこのようになってしまったのでしょうか。いろいろな側面がありますが、以下では、これを資本政策の面から見ていきたいと思います

（配当政策）

一九九五年から二〇一五年までの間の東芝の配当総額の推移を見てみます。同社は、年に約三〇〇億円規模の配当を断続的に行ってきました。二〇一四年の配当利回りは一・八％で、配当性向は軒並み一〇〇％を超えていました。つまり、儲かった以上に配当してきたわけです。二〇〇二年と二〇一〇年には配当を見送っておりますが、いずれも翌年以降、配当を復活させています。できる限り配当しなければならないと考えられてきたように見えます。二〇年間の配当額を合計しますと、約五〇〇〇億円に上っています。

二〇一五年五月二七日付の日産ニュースにおいて、「不適切会計問題を受け、平成二七年（二〇一五年）三月期の期末配当を無配とした東芝は、基準日を改めて設定し、配当することを検討している」と報道されています。いったん配当をやめると表明した後、改めて配当を行うことを検討しているわけです。同紙によれば、その背景について、同社の不適切会計問題が発覚した後、「株価の下落や情報開示不足による株主の不満は大きいと見られ、株主還元で対応すべきだとの判断に傾いているようだ」とされています。

（手元流動性比率）

利益が上がっていないにもかかわらず、配当を行うとどうなるのでしょうか。一九八〇年から二〇一五年までの間の東芝の手元流動性比率の推移を見てみます。同社の手元流動性比率は、一九八〇年代後半には、二〇％を超える水準にありました。その後、この比率はどんどん低下し、二〇一四年三月には二・七七％まで下がっていました。これは、何かショックが起こったとき、それに対応することができないような低い水準です。同社

は、手元流動性を持つより、ペイアウトを行う方がよいと考えて経営を行ってきたのかもしれません。

（ウェスティングハウス買収）

二〇〇六年一〇月一六日、東芝は約六〇〇〇億円でウェスティングハウスを買収しました。同年一一月一四日付日経新聞朝刊によりますと、東芝は、三井住友銀行などから二五〇〇億円を借り入れるとともに、一〇〇〇億円の普通社債の発行を決めており、これによって、ウェスティングハウスの買収で生じた短期借入金を長期借入金に置き換える予定とされています。要は、負債で調達した資金を買収資金に充てたわけです。

当時、株式市場には株式需給の悪化につながる、エクイティ・ファイナンスの実施を警戒する観測が流れていたと報道されています。市場は、エクイティ・ファイナンスをした方がよい、もしかしたらするかもしれないと思っていたわけです。しかし、そのときの東芝の意思決定は、株主価値を希薄化するおそれがあるエクイティ・ファイナンスを見送り、負債での調達を選択するというものでした。この結果、その後の借り入れの余地が縮小することになりました。

（エクイティ・ファイナンスのタイミング）

その後、二〇〇八年にリーマンショックが起き、東芝は、二〇〇九年四月期に三四三五億円という過去最大の赤字を計上しました。どうにもならなくなったところで、同社は、二〇〇九年六月に三一七四億円の公募増資を行いました。同社は、このとき、さらに一八〇〇億円の劣後債の発行を強いられました。劣後債の年利は当初七・五％で、繰上償還は二〇一四年六月以降という条

項が付けられました。二〇一四年六月以降の年利は、ＬＩＢＯＲ連動の七・五〇四一％のスプレッドとなっています。

リーマンショックを契機にＣＰ市場が機能しなくなりました。東芝は、そうした事態への備えができていなかったため、相当のフィーを支払って、二〇〇八年末に五〇〇〇億円のコミットメントラインを設定しました。しかし、それでも不十分と考えられたため、二〇〇八年一一月に東芝ビルディング（本社ビル）、梅田スカイビルを保有する東芝不動産を、野村ホールディングスに一五〇〇億円で売却しました。

その後、ＮＡＮＤ型フラッシュメモリの好調により業績が急回復しましたので、二〇一四年に新たに年利二％の劣後債を発行し、先に発行した一八〇〇億円の劣後債の繰上償還を行いました。しかし、二〇〇九年から二〇一四年までの間に、一八〇〇億円の劣後債に支払った金利は約七〇〇億円にも上ります。ぎりぎりになって行うエクイティ・ファイナンスが、既存株主にどれほど大きな損失をもたらすかがわかります。

ここで改めて東芝が行った公募増資のタイミングに着目します。一九八五年以降で東芝が公募増資を行ったのは二〇〇九年六月の一回だけです。そのときの公募価格は三三三円、発行額は三一七四億円でした。もしウェスティングハウスを買収した二〇〇六年一〇月に同社が公募増資を行っていれば、同じ新株数で約七〇〇〇億円の資金を調達できていたことになります。これができていれば、その後、一八〇〇億円の劣後債を発行する必要はなかったはずです。

公募増資を行うとき、株価が上がらないと調達金額が少なくなってしまいます。よいタイミングで公募増資ができればよいのですが、それが難し

いときは、何とか株価を上げようとするインセンティブが働きます。確かなことがわかりませんので、偶然の一致なのかもしれませんが、東芝でも、たまたま公募増資の直前の期からチャレンジという言葉で不正会計が行われるようになりました。

（東芝のまとめ）

東芝では、本来必要な水準の手元流動性を保有していませんでした。多額の手元流動性を保有しておりますと、株主から株主還元を行うべきとの声が上がります。そのようなプレッシャーに負けたのかどうかはわかりませんが、手元流動性比率が二・七七％に下がるまで手元流動性を減らしてきました。

東芝は、ほぼ毎年配当を行ってきました。配当をやめると株主から反発を受けますので、利益が出ていなくても配当をやめられなかったわけです。同社は、二〇〇九年に巨額のエクイティ・ファイナンスを行った後、いったん配当をやめましたが、その後、資金繰りが厳しく、将来の見通しが暗いにもかかわらず、配当を再開してしまいました。

公募増資のタイミングを逃がしますと、株主に与える損失は非常に大きくなります。ぎりぎりのときの増資ほど、既存株主の価値を下げることはありません。本来、公募増資は、そのような事態を招く前に行わなければなりません。公募増資を行いますと、株主から反発を受けることは避けられません。発行株式数が増えると、いったんは株価が下落するためです。このため、必要なタイミングで増資に踏み切れないということになりがちです。東芝の場合もまさにそうでした。本当の事情はわかりませんが、結果的に、既存株主に対し

て相当な損失をもたらしたことは否定できません。

東芝は、長年にわたって、現金保有、ペイアウト、エクイティ・ファイナンスなどの資本政策をないがしろにしてきた可能性があるのではないかと考えられます。

六、まとめ

将来の投資機会を鑑みて、有望な投資機会がない、あるいは有望な投資機会はあるが将来の調達について問題がないのであれば、ペイアウトを行って、必要以上の現金保有を減らすべきです。これが大原則です。しかし、今、日本企業の八五％以上、つまり赤字でない企業のほとんどが配当を支払っている状況です。このような国は世界的にもまれです。その中には、ビジネスを優先して配当をやめた方がよいのに、無理をして配当を支払っている企業があるのではないでしょうか。配当は税金ではありませんので、絶対にやらなければならないわけではありません。投資を優先するために、配当を行わないことも一つの勇気であると言えます。

日本企業の場合、株価水準が高い状況での自社株買いが多いのが実情です。もっとも、これは、必ずしも日本だけでなく、米国をはじめ世界的にも同様の傾向が見られます。しかし、株価水準が高いときに自社株買いを行いますと、同じ資金を投下しても少ない株式しか買えないため、既存株主に損失を与えることが避けられません。

日本企業では、しばしばＫＰＩ目的の自社株買いが見られます。ＫＰＩをクリアするために、実物投資を抑制して、自社株買いを行っているようなことはないでしょうか。もしそうであれば、将

来投資機会が犠牲になっているとも言え、ビジネス最優先の経営とは言えません。

最近は株価上昇局面ですが、日本ではエクイティ・ファイナンスはどんどん減っています。ＲＯＥの改善を求められているため、エクイティ・ファイナンスは控えた方がよいと考えられるようになっているのでしょう。しかし、今は景気がよいため顕在化しておりませんが、もしかすると東芝のようなギリギリ増資予備軍があるのではないでしょうか。企業も投資家もエクイティ・ファイナンスを毛嫌いせず、将来のためのエクイティ・ファイナンスの必要性をきちんと理解していただきたいと考えています。

投資と資本政策を同時に考え、将来を見越して資本政策を戦略的に用いなければなりません。何よりもビジネスが重要です。ビジネスのために配当や自社株買いを考える、ビジネスのために現金保有を考える、ビジネスのために前もってエクイティ・ファイナンスを行う、このような行動が求められていると考えています。

私のお話は以上です。どうもありがとうございました。（拍手）

増井理事長　鈴木先生、企業の資本政策について、思わず目を開かれるような、しかも、大変わかりやすいお話をいただきまして、ありがとうございました。

それでは、お時間も若干ございますので、御質問、御意見等があればお願いいたします。

質問者Ａ　大変わかりやすいお話、ありがとうございました。ペイアウト政策を考えるとき、自社株買いで行くのか、配当で行くのかという選択の問題があると思います。これに関連して、投資家の立場から、自社株買いの場合は課税されない一

方、配当金を受け取ると課税されるため、自社株買いの方が有利だという議論がありますが、如何でしょうか。

鈴木　キャピタルゲイン課税と配当課税が同じタイミングで行われるのであれば、両者に差はないと思います。しかし、自社株買いの場合、課税のタイミングを先に延ばすことができるという意味で、一般論としてはおっしゃるようなことが言えようかと思います。

増井理事長　その他に御質問はありますでしょうか。

それでは、私から一つ伺います。日本企業は、どうしても他社との横並びで資本政策を考えがちなところがあります。また、最近では、投資助言会社から、ある意味で一律的な評価を受けるようなことが起きており、そうした評価も気にするようになってきています。このような状況を変えるにはどのようにすればよいのでしょうか。

鈴木　投資家や株主の理解がまずは重要です。加えて、企業の説明力の向上が求められます。つまり、ＲＯＥだけに引きずられないで、経営の夢を投資家に発信し説得できるかが問われるわけです。アマゾンでもアップルでも、ＲＯＥなどではなく、夢だけを語っているはずです。それが受け入れられているから、ペイアウトを行わなくても投資家の支持が得られているのだと思います。理想論かもしれませんが、そのように考えています。

質問者Ｂ　リーマンショック以降、ヨーロッパでも米国でも、企業部門は資金余剰になっています。日本は、それより早く一九九八年から資金余剰になっています。企業部門の資金余剰と手元流動性の関係をどのように考えればよいのでしょうか。

鈴木　手元流動性比率が上昇している背景には、企業部門の資金余剰の増加があります。金融緩和が続いてきたことも、企業の手元流動性比率の上昇に寄与しています。それに加えて、企業が、十分な手元流動性の保有が必要と考えているために、手元流動性比率が上昇してきたという面もあると思います。先ほども申し上げましたが、手元流動性を豊富に持っている企業において、イノベーションが実現していることはよく知られているところです。

質問者B　図表３にありますように、二〇〇六年から一六年までの間で、米国企業の手元流動性が二五〇％を超える伸びを示したのは、リーマンショック後の企業行動の変化を背景とするものと考えてもよいのでしょうか。

鈴木　図表３の数値はリーマンショック前と比較したものですので、確かなことは何とも言いにくいのですが、その可能性はあるように思います。

増井理事長　その他に御質問はありますでしょうか。

それでは、今日の講演会はこのあたりで終わらせていただきます。鈴木先生、大変わかりやすく、なおかついろいろと考えさせられるお話をいただきありがとうございました。（拍手）

（すずき　かつし・一橋大学大学院経営管理研究科准教授
当研究所客員研究員）

（本稿は、令和元年六月二四日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

鈴　木　健　嗣　氏

略　　歴

2005年一橋大学大学院商学研究科博士後期課程修了、商学（博士）。
東京理科大学専任講師、神戸大学大学院准教授、University of Washington 客員研究員などを経て、15年から現職。

主要業績として、『日本のエクイティ・ファイナンス』で第61回日経・経済図書文化賞、証券経済学会賞受賞。その他 “Executive succession: The importance of social capital in CEO appointments” Strategic Management Journal, 39（5）, pp.1473-1495. “Do the equity holding and soundness of bank underwriters affect issue costs of SEOs?” Journal of Banking and Finance 34, pp.984-995. 等がある。