

証券市場と企業経営

財団法人日本証券経済研究所理事長 荒井 勇



1980年代のわが国の証券市場は、国債の大量発行を契機とする金融の自由化や世界的な市場の国際化を背景として、めざましい発展をとげた。特に後半の5年間は顕著で、株式と債券（国債と金融債を除き、わが国企業の海外債を含む。）の発行状況は、84年度の5兆4191億円から89年度の26兆9068億円と4.96倍となり、全国上場株式時価総額は、84年末の167兆4957億円から89年末の630兆1219億円と3.77倍にまで増大した。

そして、企業が発行した社債のうち転換社債と新株引受権付社債という株式がらみのものが大部分で、長期間にわたる金利低下と株式市場の堅調を背景にして、その資金コストはきわめて低いものになっていたのである。そのほか、株式の時価発行増資もあり、これらのエクイティ・ファイナンスを通ずる資金調達により、わが国企業の財務構成はいちじるしく向上した。一方で企業の内部留保の増加もあり借入金の返済により、資金調達残高のうちに資本市場調達資金の占めるウエイトがいちじるしく高まり、資本市場の重要性が増大した。

ただし、昨年度は、特に第3四半期において株式流通市場が金利や為替レート等についての予測の誤り等によってあまり高値に突っ走りすぎ、また、上述のようなエクイティ・ファイナンスが25兆円にも達する巨額となって株式市場の需給バランスをくずす要因となったこともあって、第4四半期の株価急落となり、その影響を受けて資本市場でのファイナンスがほぼ4カ月にわたってストップする異常事態をまねいた。

この7月下旬から発行市場が再開されたが、わが国の会社証券発行市場における引受側の過当競

争と発行者側における同業間の競争意識等により、株式市場の実情やそれへの影響、投資家の立場等を十分考慮しないラッシュに走れば、再び市場の混乱をまねくおそれがある。資本市場を利用するには、発行企業として株主への責任を十分考えた行動が必要であり、行きすぎをチェックし、有効にコントロールしうる引受側全体の体制も要請されよう。スイス市場などは経済環境に応じて市場を通ずる資金調達を締めたり緩めたり弾力的に運営しているのであって、わが国の市場も、画一的条件や過当競争によって声の大きい企業というなりになってファイナンスが行なわれるというようなことは望ましくない。

なお、資本市場を通ずる調達資金が効率的に使われているかも重要な問題である。一時なら別として、その資金が財テクや不急な土地購入資金に回ったのでは、真の意味の企業の活性化につながらず、国民経済的にみて、ほめられたことではない。実際は、かなりの部分が企業の手元流動性の増大となって多くの企業に余裕資金がたっぷりあったため、最近の金融引締めや金利上昇にもかかわらず、企業の設備投資を引き続き活発にさせ、景気を持続させる要因となっているといえよう。

岩戸景気の42か月を抜いてなおつづく景気的好調、企業収益の増加傾向に伴い、上場企業の配当率自体は若干上昇してきているが、収益増加のペースの方が速いため、配当性向はこのところ低下傾向にあり、30%台の後半から30%に近づきつつある。

わが国の企業は、一般に安定配当指向型だとい

われており、高い収益の主力を内部留保に向けてきた。そのような配当政策の中での増配は、エクイティ・ファイナンスによる利益の還元という要素もあるが、将来の収益予想からみて増配分を引きつづいて支払いうる収益に対する経営側の自信から出るものとして、株主は一般に受けとめる。

配当性向をおさえ、その結果として内部留保が増えることは、一般にその資金の再投資等から株価の上昇要因となり、キャピタル・ゲインを生ずる源泉となる。株主のうち生保は、キャピタル・ゲインより配当を求める制度的理由がある。しかし、一般個人は、税制上二重課税され、総合課税される配当よりもキャピタル・ゲインを好む方が多いと思われるし、無償交付、株式分割等を好む。また、相互持合の下にある企業にとっても、互いに配当コストを低める方が税制上等からも都合がよい。しかし、増益下で増配企業が出ることは、もとより結構なことであり、その他の株主還元策も配慮されてしかるべきである。

そのようなことを考えると、安定配当のため、企業収益が低下して配当性向が上昇するというよりは、企業収益が向上して配当性向が下がっている方が一般的にはましな現象といえよう。

長期的にみてわが国の株式投資収益率は、日本証券経済研究所の調査によれば、過去10年間では22.8%、20年間では19.7%、30年間では18.4%になっており、一時的要因によって暴落した年はマイナスになっても、翌年（石油ショックの最悪のケースでは翌々年）にはプラスに転じている。今後10年くらいは、わが国経済はかなりの成長を維持し、長期的トレンドとしてキャピタル・ゲインは望みうるであろう。

最近、株価指数先物、オプション取引の導入が株価変動幅を大きくする要因となっているという指摘がされているが、これについてはいろいろ対応策が講ぜられつつある。機関投資家の売買シェアの増大にも問題はあがるが、税制面等でも個人投資家の参加が株式市場の安定的発展に不可欠であ

ることに配慮した措置が望まれる。

企業経営については、リストラクチャリングが盛んである。そのための1つの手段としてM&Aがアメリカでブームとなっており、ヨーロッパでもイギリスを中心として盛んに行なわれている。

M&Aは、「企業は売買の対象」というアメリカ流の考え方に出るもので、企業経営、さらには資本市場の活性化のために存在意義が認められている。しかし、最近はやりの借入金によるLBOが盛んになると、これに応じた株主は高い株価で報いられるが、その対象となった企業は、債務を沢山かかえて財務体質が悪化し、社債の格付けが低下して社債権者は損害を被り、企業自体も資産の身売りで債務の返済をすすめるとか、上場を廃止するという結果になって、資本市場の縮小となりかねず、その意義が問われ、規制の問題がアメリカ議会等でとりあげられている。

わが国の場合はどうか。前国会で成立した「証券取引法の一部改正」は、これに関係する改正を2つ含んでいる。1つは公開買付（TOB）に関する改正で、特に海外からのTOBをやりやすくしたものである。公開買付の規定は、昭和46年改正でアメリカにならって追加されたが、これまで3件しか適用がなく、それもあまり実質的な意味はもつものではなかった。第2は、株式の大量取得（買占め）の開示に関するもので、5%を超える株式の取得を公開すべきものとし、その公明を図ろうとしている。

わが国では、証券市場を通じない友好的な合併、買収か、あるいは非公開の買占めの形が見られ、後者については投資家保護等の観点からも問題が多いので、今回の立法となったものである。今回の法改正の結果、公開買付の件数は従来より増えるであろうが、日本とアメリカの企業観、企業経営の考え方が異なるので、公開買付の形でなく、友好的な話し合いまたは仲介にもとづくM&Aが、企業経営の合理化への関心の増加とともに、一段と増えることが予想される。