

市場低迷期の資本政策のあり方

野村総合研究所

関 雄太

相次ぐ制度改革にもかかわらず、株式市場と銀行中心の金融システムの低迷が続いている。特に株価純資産倍率の低迷、流動性の偏りといった事態が放置されている現状は、わが国の企業金融のあり方に対して、従来と全く異なる新たな考え方の導入を促しているように思える。本報告では、日常的に投資銀行ビジネスの現場に触れている立場から、市場の長期低迷の中で生まれつつある、公開企業の資本政策におけるいくつかの新たな潮流に注目したい。

第一に、自社株買いの活発化である。破綻懸念が小さい企業においては、負債比率の上昇は企業価値の向上につながるが、収益率が低迷している環境においては、新たな借入で負債比率を高めることは得策ではなく、余剰キャッシュの利用による自社株買いが現実的である。現下で進展している日本企業の自社株買いの活発化は、株式持合い解消への対応策として実施されているケースが多く、また自社株を投資先とすることを市場にメッセージとして伝えるのを躊躇する企業経営者が多いが、今後は財務戦略としての自社株買いがより注目されることになるだろう。

第二に、M&A 市場の拡大とバイアウト取引の増大である。従来、M&A 取引といえば、友好的な買い手が敵対的な買い手だけが問題となったが、バイアウト取引の登場によって、投資ファンドや経営陣も買い手としてクローズアップされつつあり、企業グループ再編の選択肢も多様化している。真にインセンティブを持って企業改革に取り組める者は誰なのか、という問題を通じて、資本政策やコーポレートガバナンスの方法論も見直される可能性がある。

第三に、情報の非対称性によって生じている企業価値のディスカウントを解消するための方法が注目されている。具体的には、インベスター・リレーションズ活動の強化や企業財務におけるオプションの活用（例：自社株を対象としたプット・オプション発行）があげられる。

第四に、暗黙的なコストを含む資金調達コストに関して、意識が高まっている。例えば、流動性を向上するために個人株主数を増大させたいと願う企業もある一方で、株主数が多すぎることによるコスト（情報開示等の事務コスト、投機的な投資家行動など）を感じる企業経営者も増えている。また、市場低迷期には株式を公開することのコストがメリットを上回る企業も出てくる可能性がある。

商法改正などを通じて選択肢が広がった結果、日本企業の資本政策にも新たな発想が生まれつつある。これらの考え方は、ステークホルダーを単に増やすだけではなく統合・整理を図ること、投資家への資金の返還、公開市場の退出（Exit）など、従来とは 180 度方向が違うと思われる方策すら含んでいる。しかし、右肩上がりの株価を前提とできない市場においては、企業金融の行動の多様化があつてこそ、金融市場の効率性・資源再配分機能は向上するのではないかと考えられる。