

企業ファイナンスにおける一考察

－企業買収と企業価値－

同志社大学政策学部教授 ニッセイ基礎研究所特別研究員 川北 英隆

要旨

日本の株式市場において企業買収や株式の買い集めが日常的に生じるようになった。このため、企業価値や、企業買収に対する防衛策への関心が高まっている。

企業が内部留保を手厚く積んで不要な現預金や有価証券を保有することは、企業価値を引き下げると同時に、企業買収や株式の買い集めを誘発するとされる。

原材料仕入れ代金や賃金等の支払いのタイミングと、売上を現金として回収するタイミングにはずれがある。そのずれを補うため、運転資金として現預金や短期有価証券を保有することが必要である。では、どの程度の量の現預金や有価証券を保有することが望ましいのであろうか。

このことを考えるため、業績変動の激しい電炉業界と、業績が安定している放送業界を取り上げ、比較した。放送業界はここ最近、企業買収や株式の買い集めの対象となってきた業界でもある。

比較によって得られた結論は次のようなものである。

電炉業界のように業績変動が激しい場合、将来の業績の極端な悪化に備え、現預金や有価証券を豊富に保有しておくことが合理的である。

放送業界のように業績が安定している場合には、多額の現預金や有価証券を保有する合理的な理由がない。多額の現預金や有価証券を保有することによって企業買収や株式買い集めを誘発するというマイナス効果を考えると、配当支払いや自己株式の取得などの方法を用い、現預金や有価証券の社外流出を図るべきである。

企業価値の算定や株主総会での議決権行使についても、同じ現預金や有価証券の保有に関して、電炉業界と放送業界とは異なった評価が与えられるべきである。

<目 次>

1. はじめに	3
2. 企業買収とその類似行為の状況	4
2.1 企業買収、株式買い集めの状況	4
2.2 株式保有構造の変化	5
2.3 過去の株式買い集め	6
2.4 株式買い集めによって狙われる資産とは	6
2.5 資本構成と企業価値	8
3. 「高・現預金等比率、高・株主資本比率」企業の比較	12
3.1 放送業界と電炉業界、全般的な特徴	12
3.2 業績の変動度合い	13
3.3 企業経営と資産構成、資本構成	15
4. おわりに	19

1. はじめに

昨年と今年、2度にわたって株式市場の話題をさらったライブドア事件に象徴されるように、「企業買収とは何か」、「企業価値をいかに計測するのか」に注目が集まっている。上場企業からすれば、企業買収からの防衛と企業価値の向上に対する関心でもある。

他方、企業金融（コーポレートファイナンス）の観点から述べれば、企業が内部留保などによって不要な現預金（もしくはそれと同等の価値を有する有価証券）を保有することは企業価値を引き下げるとされる。これと裏腹の関係だが、そのような不要な現預金を多量に保有している企業を買収した後、資産の合理的な活用を推進すれば、資産の効率性が高まり、企業価値ひいては株式の価値が向上することになる。このため、多額の現預金を保有する企業が企業買収など、株式買い集めの対象になりやすいとされる。

たとえば昨年、ライブドアが株式を買い集めたニッポン放送は、フジテレビジョンの発行済み株式の23.1%を保有し、かつ資産合計のうち投資有価証券の割合が50%を超す状態にあった⁽¹⁾。ニッポン放送の価値の多くの部分は投資有価証券、とりわけフジテレビジョンの株式の価値で成り立っていたと考えられる。

言い換えれば、現預金もしくはそれと同等の価値を有する金融資産がニッポン放送という企業の価値の相当部分を占めていたことになる。ニッポン放送の本業はテレビを含まないラジオ放送であり、その事業が成熟期を過ぎていたため、本業よりも金融資産の価値が重要だったことになる。

そのニッポン放送の経営権を狙ったのがライブドアである。ライブドアの本当の目的が何であったのかはともかく⁽²⁾、ニッポン放送の本業と直接的な関係をもたない資産が多額にのぼっており、それを活用することで利益を得ようという狙いがあったことだけは間違いない。

では逆に、現預金を豊富に保有する企業のすべてが単純に、企業買収の格好の対象となりうるのか。また、利益の大部分を内部留保に充当する企業が資産を無意味に使っているのか。

この質問に対する答えは、たとえばベンチャー企業や、大企業であっても研究開発投資に資源の相当部分を割いている企業にとっては「否」であろう。では、それ以外の企業の場合はどうなのか。

以下では、最初に企業買収や、その類似行動が盛んになった背景を簡単にまとめる。

次に、企業が保有する現預金に関して述べられている主要な論点を簡単に整理する。

その後、現預金の保有比率が高い業種の代表として、放送業界と電炉メーカーをとりあげ、それらの業界の収益面における特徴を比較すると同時に、現預金が企業経営に与える影響を整理する。このことはまた、企業価値に与える現預金の役割を再考することにつながる。

(1) 保有有価証券が時価評価であるために割合が変化するものの、2004年3月末は53%、05年3月末は63%であった。

(2) 後講釈であるが、ニッポン放送やフジテレビジョンの経営ではなく、グリーンメイラー的な利益や、ライブドアグループに対する世間の評判を高めることに目的があったと考えられる。もっともこの点は、ライブドアの行動やフジテレビジョン側の反応を詳細に観察していれば、当時から明らかだったという見方も成り立つ。

最後に、企業の収益的な特性と、企業買収、企業価値評価、配当政策の関係をまとめておく。

2. 企業買収とその類似行為の状況

最初に、企業買収や株式買い集めについて、その状況を整理しておきたい。

2.1 企業買収、株式買い集めの状況

2004年以降、企業買収もしくはそれに類した行為が日本の証券市場で盛んにみられるようになった。

話題の1つは、株式公開買い付け（TOB、takeover bid）による企業買収である。TOBの対象となり、買収された企業は小規模な企業や、元来、大企業の関連会社であったケースが多く、また買収の方法も友好的なもの（すなわち相手会社の経営者の合意を得たうえでのもの）がほとんどである。また、2005年のワールドの例のように、経営者側が一般株主の株式を買い集め、株式を非公開化するMBO（management buy-out）と呼ばれる手法も登場しているが、これも友好的なものである。

他方、いわゆる敵対的な（すなわち相手会社の経営者の合意を得ないままの）公開買い付けの事例がないわけではない⁽³⁾。しかし、現在までのところ例外的であり、成功例はごく少数である。

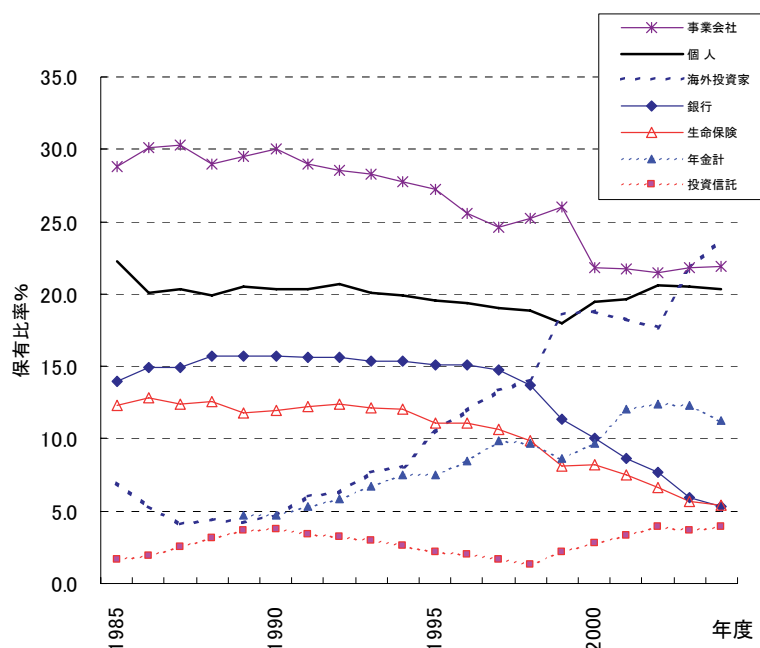
もう1つの話題は、株式を市場から買い集め、配当政策や取締役の選任等に関して経営的な圧力をかけるケースである。こちらの方はTOBの事例と異なり、そもそも敵対的だと位置づけられる。ちなみに、株式買い集めの対象となった代表的な企業の名前を思いつくままにあげれば、東京スタイル、ソトーとユシロ化学、ニッポン放送とフジテレビジョン（ただし直接的な対象はニッポン放送であり、フジテレビジョンは間接的な対象にとどまった）、大阪証券取引所、東京放送（TBS）⁽⁴⁾、阪神電気鉄道などである。

⁽³⁾ 2000年、後述する村上ファンドが昭栄に対して敵対的TOBを仕掛けたが成功しなかった。2005年、夢真ホールディングスが日本技術開発に敵対的なTOBを公表したが、これも成功しなかった。また2006年にはドン・キホーテがオリジン東秀に対して敵対的なTOBを公表したが、それに対抗してイオンが友好的なTOBを公表した。結局、ドン・キホーテのTOBは成功しなかった。唯一、敵対的TOBの成功事例としては、ドイツのベーリンガーインゲルハイム社によるエスエス製薬の買収（2000年）があげられる。

⁽⁴⁾ 東京放送の場合、当初は後述する村上ファンドが株式を買い集めていたが、その後、楽天が業務提携を視野に入れ、株式の買い集めを行った。現在も業務提携交渉が続けられている。

2.2 株式保有構造の変化

図表－1 日本の株式保有構造



(注) 年金計は日本銀行の資料に基づくものであり、生命保険が保有する株式の一部を含む。

(資料) 全国証券取引所、日本銀行の資料に基づいて作成。

さて、敵対的なTOBの成功事例が少ないことはともかく、株式買い集めが盛んになったことは、日本企業の経営にも大きなインパクトを与えている。

そもそもTOBや株式買い集めが話題となる背景には、周知のように、株式保有構造の変化がある。その状況を端的に示しているのが図表－1である。

1990年代の半ばまでの上場企業は、銀行などの金融機関や原材料・製品等の取引先との株式持ち合い関係が堅固であった。図表－1の金融機関や事業会社の相当部分が株式持ち合いやそれに類した保有だったと考えられる。このため企業は、TOBや、株式買い集めによる経営への圧力に気を配る必要性をあまり感じていなかった。

しかし1990年代半ば以降、株式持ち合いが崩れ、海外投資家、個人、年金等、純粋に株式投資からインカムゲインやキャピタルゲインを得ようとする投資家の株式保有比率が急速に上昇してきている。海外投資家、個人、年金、投資信託が保有する株式の割合（時価総額ベース）は2004年度末現在、59%に達している。

以上の保有状況は上場企業の平均値であり、個々の企業で大きな差異があるのも確かである。商事法務研究会（2005）は企業の安定株主の状況に関してアンケート調査を実施している⁽⁵⁾。そ

⁽⁵⁾ アンケートの対象企業は2004年7月から05年6月に株主総会を開催した上場企業(新興市場を除く)であり、その回答率は75%である。

れによると、安定株主比率が50%を超えると認識している企業は回答企業全体の52%に達している。

とはいえ、このアンケートでも、全体の37%の企業は、安定株主比率が50%に達していないと認識している。上場企業の1/3以上は潜在的な株式買い集めの脅威にさらされているともいえる。また、安定株主比率が50%を超えているとしても、敵対的な投資家が株主総会での特別決議を妨げる目的で、1/3以上の株式を買い集めることが可能である。

また、金融が過去に例がないほどに緩和されている現在、TOBを仕掛けて企業経営の建て直しを図ろうという狙いをまったく持たなくとも、キャピタルゲインやインカムゲインを得ることを目的に、株式を大量に買い集めることが比較的容易である。その場合、株式を買い集めた後に株式発行企業側から何らかの譲歩を引き出すことや、市場で株式を売り抜けるチャンスを見出すことで、株式投資による収益を実現することになる。これは、いわゆるグリーンメイラー的な投資だと言えよう。

2.3 過去の株式買い集め

実のところ、日本の株式市場の歴史を振り返ると、企業買収やグリーンメイラー的な投資がまれなケースでなかったことが判明する。

とりわけ、財閥による株式支配が崩れた敗戦直後、企業経営の「乗っ取り」が横行した。現在の大企業も、買収側、被買収側に名前を連ねていたことがわかる⁽⁶⁾。また、そのような「乗っ取り」による経営の混乱を未然に防ぐための企業側の知恵として、株式持ち合いが工夫され、発達したのが現実の姿である。

また、高度成長が終わり、マクロ経済的に見て資金が余り始めた1975年以降、グリーンメイラー的な投資行動が散発的に発生するようになった。当時、グリーンメイラー的に買い集められた株式は、最終的には安定的に保有してくれる株主の手に売り渡されるのが通常の姿だった。とくに1980年代には、潤沢に供給された資金が不動産だけではなく株式にも向かい、その流れの中で、株式の買い集めによって株価が異常に高騰する銘柄も多く見られた⁽⁷⁾。

2.4 株式買い集めによって狙われる資産とは

「乗っ取り」はともかくも、グリーンメイラー的な投資の対象となった企業の特徴は何か。要するに、価値の高い資産（不動産、現預金や有価証券など）を豊富に保有している資産持ち企業であるものの、その割には本業で高い収益を稼げていない企業が多い。本業での収益率が低いだ

⁽⁶⁾ 小林和子（2005）に当時の状況が簡潔にまとめられている。

⁽⁷⁾ 代表的には加藤嵩氏の率いる「誠備グループ」の活動が想起される。とくに1980年代後半のバブル期、一般の投資資金を集め、株式投資からの収益を狙う「誠備グループ」と類似のファンドが跋扈した。このため、投資顧問業務に対するルール作りが行われた。2006年のライブドア事件を契機に投資事業組合に対する規制が議論されている現状と類似性がある。また、日本の資金ではないものの、1989年に小糸製作所の株式を買い集めたブーン・ピケンズ氏も思い出される。なお、ピケンズ氏に関しては、グリーンメイラーとして位置づけるのが一般的な解釈であるが、コーポレートガバナンスに対する貢献を前向きに評価する立場も存在する。

けに、株式を買い集める以前の「株価が低位にある」と同時に、株式を買い集めた後、経営に対して圧力をかける大義名分が比較的容易に成り立ってきたものと考えられる。

ここでの「株価が低位にある」という意味は、「その企業の本来あるべき株価と比較して割安」ということである。時価総額から判断して割安だとも言える。企業買収の場合であれば、事業資産や人材、ノウハウを総合的に評価し、割安かどうかを判断することになる。他方、グリーンメイラー的な投資の場合、そもそも「企業の経営を改善して収益を稼ごう」という意図がないわけだから、価値が高く、かつすぐに現金に換えられる資産を多く保有していることが「株式を買い集めるための条件」となる。

というのも、グリーンメイラー側の判断としては、運悪く経営を掌握してしまったとしても、その企業を解体して現金化することが容易だからである。また通常の場合、経営側が現金を用意して株式を買い戻すことも、配当を大幅に増やしてグリーンメイラー側に譲歩することも比較的簡単だからである。

ここ最近、株式の買い集めに遭遇した企業もまた、価値の高い、そしてすぐに現金に換えられる資産を豊富に保有していた。ちなみに、先に名前を挙げた東京スタイル、ソトーとユシロ化学、ニッポン放送とフジテレビジョン、大阪証券取引所、東京放送（TBS）、阪神電気鉄道もまた、資産持ち企業である（図表－2）⁽⁸⁾。

図表－2 株式の買い集めにあつた主要企業の資産状況

	決算年月	現預金・有価証券の資産 合計に占める割合 (%)	株式を買い集めた機関
東京スタイル	2001.02	74.0	村上ファンド
ユシロ化学	2003.03	34.3	スティール・パートナーズ
ソトー	2003.03	73.2	スティール・パートナーズ
ニッポン放送	2003.03	68.8	村上ファンド→ライブドア
大阪証券取引所	2004.03	78.9	村上ファンド
阪神電気鉄道	2005.03	19.6	村上ファンド
東京放送	2005.03	40.4	村上ファンド→(楽天)

- (注1) 決算年月として、株式買い集めが生じた時点で判明している決算期を用いた。
(注2) 有価証券は流動資産、固定資産に分類されているものの合計を用いた。
(注3) 大阪証券取引所は取引証拠金を除いた実質的な現預金・有価証券の比率。
(注4) 阪神電気鉄道の場合、大阪駅前、甲子園に保有している不動産が株式買い集めの目的とされる。
(注5) 東京放送に対する楽天は現在、経営上の提携を模索しているので()書きとした。

この点において、最も明確な理由をかかげて株式を買い集めてきたのがM&Aコンサルティング

⁽⁸⁾ 図表－2の企業のうち、直近の決算期においてROEが5%を超えているのはユシロ化学と大阪証券取引所である。全体として、収益性の観点から物足りない状態にあつたと考えられる。

グの村上世彰氏（いわゆる村上ファンド）である。すなわち株式買い集めの理由を、「資産持ちであるにもかかわらず、経営がその資産の価値を十分に生かしていない」こととしている⁽⁹⁾。そのうえで、コーポレートガバナンスの観点から、増配や経営の改革を企業側に求めるのである。その要求に対して多くの企業は、何らかのプラス回答をしてきた。

村上ファンドの場合にかぎらず、株式買い集めの対象となった企業の多くが、結果として大幅な増配を実施したことにも注意しなければならない。疑問は、何故、株式を買い集められたのか、また、要求を突きつけられることによって増配が簡単に実現するのかである。そもそも企業側に明確な配当政策がなかったか、株式を買い集める側の戦略として明確な配当政策のない企業を選択したのか、どちらかであろう⁽¹⁰⁾。

2.5 資本構成と企業価値

T O Bの場合は当然として、村上ファンドなどの株式買い集め側が理論的な拠り所としているのが、企業金融（コーポレートファイナンス）の論理に基づく株式価値（株式時価総額）の評価である。株式価値は事業の収益性と資本構成（負債と株主資本の構成）によって決まる。

税のある現実の世界を考えてみよう。負債に対する金利は税制上、コストとして処理できる。このため、株主資本のコストは負債よりも高くなる。そもそも株式の方が負債よりも投資リスクが高いため、税がなかったとしても、資金調達手段としての株式のコストは高い。税の存在は、ますます株式のコストを高くしてしまうことになる。

このため、事業の収益性を一定とすれば、株主資本を潤沢に保有することは無駄である。ましてや、明確な資金使途がないにもかかわらず、利益の相当部分を内部留保することによって株主資本で資金を調達し、それを収益性の低い現預金や有価証券で保有することは、高いコストの資金を遊ばせておくことに等しい。

では逆に、株主資本の比率が高く、かつ現預金や有価証券を豊富に持っている企業はすべて経営改革を迫られるべきなのだろうか。この点を次に考えてみたい。

その前に、企業経営を図表－3のような4つのグループに分類してみよう。図表は、貸借対照表の資産（右側）と資本構成（左側）に着目し、資産側に関しては現預金や有価証券の比率の高低、資本構成に関しては株主資本の比率の高低に基づいて分類したものである。

⁽⁹⁾ 最近の村上ファンドは、初期の頃と異なり、要求が受け入れられないうちに株式を売り抜けている。村上ファンドの投資政策が変更されたように考えられるが、その背景は何であるのか。推測するに、次のような背景がありえる。①ファンドの方針がコーポレートガバナンスから逸脱したこと、②ファンドの本来の目的は当初から投資収益にあったのだが、株式市場全体の流動性が高まったために売り抜けて利益を確保する手段が新たに得られたこと、③依然としてファンドの本来の目的はコーポレートガバナンスにあるのだが、ファンドの規模が大きくなったためにコーポレートガバナンスだけでは十分な収益が得られなくなったこと、④他の株式買い集め機関との連携が図られている、ということである。

⁽¹⁰⁾ この点についての詳細な分析は本稿の目的ではない。

図表－3 財務、資金調達から見た企業の分類

		現預金・有価証券の比率	
		(低い ←)	(→ 高い)
株主資本の比率	(↑ 高い)	低・現預金等比率 高・株主資本比率	高・現預金等比率 高・株主資本比率
	(↓ 低い)	低・現預金等比率 低・株主資本比率	高・現預金等比率 低・株主資本比率

(注) 現預金等には有価証券を含む。

2.5.1 低・現預金等比率、低・株主資本比率の企業

「低・現預金等比率、低・株主資本比率」のタイプとは、高度成長期に標準的に見られた日本企業の姿である。豊富に存在した潜在的な投資機会を最大限に生かすため、できるかぎり借入や社債を用いて資金調達を行い、その資金を設備投資に投じている企業のイメージである。

通常、発展途上にある国の企業はベンチャー的な要素をかかえている。このため、負債での資金調達の難易度が高いと考えられる⁽¹¹⁾。それにもかかわらず、日本の高度成長期に「低・現預金等比率、低・株主資本比率」のタイプの企業が成立していたのは、メインバンクシステムが政府の政策として確立していたからである。このタイプの企業が成立したのは、メインバンクが、その系列企業の発展をバックアップしていたからだともいえる⁽¹²⁾。

2.5.2 低・現預金等比率、高・株主資本比率の企業

このタイプの企業は、さらにいくつかのタイプに細分化できるだろう。

1つは、「低・現預金等比率、低・株主資本比率」の企業が成熟段階に達し、負債の代わりに利益の内部留保や増資で資金調達するようになったケースである。すなわち、株主資本での資金調達に重点を移しているケースだと言える。

金融機関から資金を調達する必要性が消滅すれば、経営に対する監視の目を気にする必要性も少なくなる。また、設備投資をいつでも行えるようになる。言い換えれば、経営の自由度が増すのである⁽¹³⁾。

ということで、経営者側からすれば、それを客観的に評価した場合に正しいか正しくないかは

⁽¹¹⁾ この点については、低・現預金等比率、高・株主資本比率の企業の項で説明する。

⁽¹²⁾ 井手正介（2005）に日本企業の発展とメインバンクシステムの関係が詳しく記述されている。

⁽¹³⁾ 経営の自由度が増せば、何が経営の規範となるのか。この点が、いわゆるコーポレートガバナンスに関する議論の発端でもある。

ともかく、高・株主資本比率を積極的に忌避する理由に乏しい。このため、低・株主資本比率を徐々に改め、高・株主資本比率へと資金調達の方法を変えていくのである。この結果、「低・現預金等比率、低・株主資本比率」の企業が「低・現預金等比率、高・株主資本比率」へと変わっていく可能性を有しているといえよう。

もう1つは、負債での資金調達が適切でないと考えられるケースである。

負債による資金調達には期限がある。多くの場合、負債の返済と、負債契約を再度締結する（すなわち借り換える）ことによる資金の再調達とが同時に行われるだろう。この方式は、企業の業績が好調な場合には問題が少ない。借り換えの時点での市場金利の水準が問題になる程度である。

しかし、借り換えの直前に企業業績が悪化していたとすれば、問題が生じうる。もちろん、保有している資産のうちで優良な不動産が占める割合が高いというような場合、それが負債の担保となる。このため、借り換えが最終的に成功する可能性は高いだろう⁽¹⁴⁾。他方、そのような担保となりうる資産がない場合、借り換えは困難に直面しよう。最悪の場合、企業経営が破たんする危険性さえありえる。

そのような借り換えに際する危険を回避するための方策が高・株主資本比率である。

担保となる資産の少ない企業、言い換えれば技術やノウハウを経営の柱とする企業、製品の研究開発に多額の資金を必要とし、かつ成長している企業を想定しよう。その企業は合理的に行動するかぎりにおいて、負債での資金調達を好まないし、また多額の資金を現預金や有価証券で保有することはしないから、「低・現預金等比率、高・株主資本比率」のタイプを選択すると考えられる⁽¹⁵⁾。このため、成長に必要な資金の調達の多くを内部留保や増資に依存することになる。

高度成長期以降の日本企業は、とりわけ高収益会社は、以上のような企業経営の状態に移行するチャンスを得たと考えられる。もっとも日本企業の場合、資本構成の最適化を図るとの意識が乏しかった。このため、高度成長期が終わり、資金のアベイラビリティが上昇するとともに、企業内に豊富な現預金を保有する傾向を強めた。

この結果、「低・現預金等比率、低・株主資本比率」の企業が「低・現預金等比率、高・株主資本比率」の企業に移行するよりも、「高・現預金等比率、高・株主資本比率」の企業に移行した可能性が高い。実際、日本での優良企業とは、「高・現預金等比率、高・株主資本比率」のタイプの企業を指すことが多かった。

「低・現預金等比率、高・株主資本比率」のタイプのもう1つの例は、ベンチャー企業である。

その理由の1つは、上での説明と同様、ベンチャー企業が研究開発投資に多くの資産を投入しており、担保となる資産が少ないことである。

もう1つの理由は、ベンチャー企業は業績の変動が大きく、負債による資金調達が適切でない

⁽¹⁴⁾ その場合、負債に対する金利の水準は上昇するだろうが、禁止的な水準にならないかぎり、問題は少ない。

⁽¹⁵⁾ コーポレートファイナンスの標準的な教科書の1つであるブリーリー／マイヤーズ(2002)には以下のような主旨の説明がある。すなわち、商業不動産は無傷のまま、企業破産や組織再編を乗り切ることができる一方、技術やブランドなどは大きなダメージを受ける。このため、企業価値に対して研究開発の成功・不成功の影響を大きく受ける製薬業界、人的資本によって企業価値が決まるサービス産業に負債比率の低い(すなわち株主資本比率の高い)企業が多いと。

からである。ベンチャー企業側としては、負債に対する金利の支払いに耐えられない可能性が大きいと言える。同じことを負債の形態で資金を供給する側から見れば、デフォルトに遭遇するリスクが大きいため、高い金利を要求しなければ十分な収益を得られないと予測することになる。しかし逆に、高い金利を要求すれば、ベンチャー企業側の金利の支払い負担がますます高まってしまう。

以上から、ベンチャー企業が負債で資金調達することが適切でないことは明らかだろう。

2.5.3 高・現預金等比率、低・株主資本比率の企業

このタイプの企業に現実性は乏しい。単体の企業として考えた場合、「高・現預金等比率、低・株主資本比率」であるということは、負債で調達した資金を資金効率性の悪い現預金や有価証券に投入しているからである。このタイプの企業が存在しうるとすれば、単体企業として見た持ち株会社であろう⁽¹⁶⁾。

2.5.4 高・現預金等比率、高・株主資本比率の企業

上で述べたように、高・現預金等比率の企業で、低・株主資本比率の企業は現実性に乏しい。

それに対して、高・現預金等比率の企業で高・株主資本比率の企業には現実性がある。すでに述べたように、株式買い集めの対象となった企業の多くが、株主資本比率の高い企業でもある。ちなみに、図表-2の企業について株主資本比率を計算してみると、阪神電気鉄道と大阪証券取引所を除き、60~80%台にあり、高株主資本比率の企業であることが確認できる⁽¹⁷⁾。

利益の相当部分を内部留保することによって株主資本で資金を調達し、それを収益性の低い現預金や有価証券で保有している企業が株式買い集めの対象となってきたと言えよう。

村上ファンドの大義名分もここにあった。とりわけ、東京スタイルの場合、この点をめぐっての議論が展開され、最後には株主総会での投票にまでもつれ込んだのである⁽¹⁸⁾。

では、この節の最初の問題に戻り、「高・現預金等比率、高・株主資本比率」の企業のすべてが財務政策に関して問題含みの企業であり、不健全だとみなされるのだろうか。そして、潜在的に、株式買い集めの対象企業であるのだろうか。

この疑問に答えるため、株式買い集めの対象となってきた放送業界と、同じように現時点で「高・現預金等比率、高・株主資本比率」の企業群である電炉業界との比較を行ってみたい。結論を先に述べておけば、この比較により、「高・現預金等比率、高・株主資本比率」の企業であっても、経営戦略的に正しい場合がある。

⁽¹⁶⁾ 有価証券への投資の多い金融機関もこのタイプに形式的に分類されようが、ここでの議論は金融機関を対象としていない。

⁽¹⁷⁾ 大阪証券取引所について、取引証拠金等を除いたベースで株主資本比率を計算すれば、直近の期で80%台にある。

⁽¹⁸⁾ 2002年5月の東京スタイルの株主総会において、従来の株主総会には見られないほどの僅差ながら、村上ファンドの提案は退けられた。

3. 「高・現預金等比率、高・株主資本比率」企業の比較

ここでは、放送業界と電炉業界の収益状況の比較を行い、それが資金調達と現預金等の保有に与えている影響を考察することとしたい。

なお、以下の分析において用いた財務データは日経 NEEDS に基づく。

3.1 放送業界と電炉業界、全般的な特徴

最初に、比較の対象となる個別の企業を示しておく。

放送業界としてはキー局の5社、すなわちフジテレビジョン、東京放送（TBS）、日本テレビ放送網、テレビ朝日、テレビ東京を取り上げる。

電炉業界として、棒鋼や型鋼など汎用鋼材を主力製品とする大手独立系のメーカー3社（東京製鐵、大和工業、東京鐵鋼）と、高炉会社系であるが電炉を用いた鋼材の生産において独立系と競争してきた大阪製鐵、合計4社を取り上げる。

図表－4 電炉業界、放送業界の財務状況（2005年3月期）

(%)

	東京製鐵	大和工業	東京鐵鋼	大阪製鐵	フジテレビジョン	東京放送	日本テレビ放送網	テレビ朝日	テレビ東京
株主資本比率	70.2	74.3	24.1	75.7	70.3	64.2	74.3	76.2	56.6
現預金・有価証券保有状況	60.4	47.5	10.4	3.3	64.0	64.8	41.0	44.7	15.7

(注) 現預金・有価証券保有状況は売上高との比率で示した。

これらの企業の現預金や有価証券の保有状況、株主資本比率は図表－5のとおりである。個々に見ると、必ずしも「高・現預金等比率、高・株主資本比率」と言えない企業も含まれているが、両業界全体としては「高・現預金等比率、高・株主資本比率」である。

放送業界の最大の特徴は、放送に関する免許が独占的な地位を実質的に与えられていることである。インターネットの発達に伴って放送が衰退に向かうのかどうかはともかく、独占的な地位が放送業界に大きな利益をもたらしてきたことだけは確かだろう。

このため、景気の変動を受けて広告料の収入が変動することとはあっても、新規参入によって激しい競争が生じ、それに伴って利益率が低下することはほとんどなかった。また、広告の対象は消費者向けのものであり、景気変動の中でも消費の変動が穏やかであることを考慮すれば、景気変動の影響も比較的小さかったと言える⁽¹⁹⁾。このため、景気の波によってもたらされた価格変動の影響も軽微であり、比較的安定した業績を享受できてきたものと考えられる。

⁽¹⁹⁾ ただし、家計消費に直接結びつくサービスを扱っているわけでないため、消費財そのものを扱う業界と比べれば、景気の波によって業績が変動しうる。

一方、電炉業界は電気炉で鉄スクラップを溶かし、建設用の棒鋼や型钢など、さまざまな鋼材を製造するメーカーである。株式市場では業績の変動の激しさでよく知られており、かつては一夜長者、一夜乞食の典型ともされていた。

業績変動が激しい要因は、電気炉という設備の必要な装置産業であること（会計的に表現すれば損益分岐点が高いこと）、原料である鉄スクラップの価格が景気の影響を受けて激しく変動すること、自動車産業のような大口納品先が少ないために製品価格も景気の影響を受けて激しく変動することによる。また、同じ製鉄業であっても膨大な投資が必要な高炉業界と異なり、電気炉を建設する程度の資金さえあれば新規参入が可能のために、電炉業界の競争は激しい。このことも、大きな業績変動を引き起こしていると言える。

しかも現在、競争の相手は海外にまで拡大している。国内の場合と同様、電気炉を保有し、新規参入することが比較的容易だからである。

まとめれば、放送業界と電炉業界では、業績の変動度合いに大きな差異があることになる。

3.2 業績の変動度合い

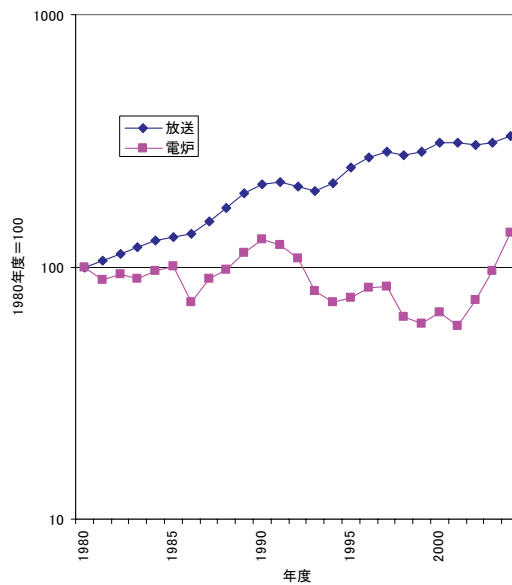
では、両業界について、実際の業績の変動度合いを調べてみよう。

最初に売上高の推移を示しておく（図表－5）。1980年度の売上高の水準を100としたものである。

これによれば、電炉業界について、売上高の変動の激しさがすぐに見て取れる。なかでも1990年度から01年度にかけて、電炉業界の売上高は半分に落ち込んでいる。他方で、放送業界は1990年代の半ばまで順調に売上高が成長している。この成長トレンドからの乖離度合いに基づいて評価すれば、放送業界の売上高の変動はきわめて小さいと言える⁽²⁰⁾。

⁽²⁰⁾ これに対して電炉業界のトレンドは明らかでない。この理由から、トレンドから乖離度の分析を本稿では行わなかった。なお、放送業界の売上高の上昇トレンドは1990年代まで明確であるものの、後半からは上昇率が小さくなっているように見受けられる。

図表－5 売上高の推移の比較

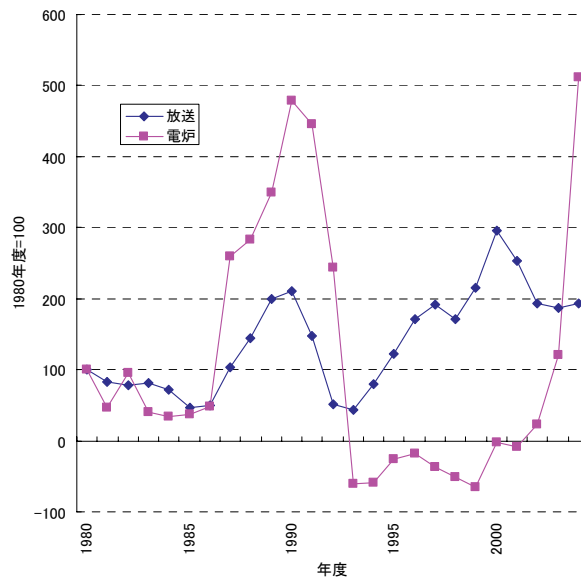


(注) 対象企業の売上高を合計し、指数化した。増減率を表現するため、対数目盛を用いている。
 変則決算は12ヵ月に直している。
 1991年度以前の放送業界はフジテレビジョンを除く4社の売上高伸び率を用いた。

次に営業利益である（図表－6）。これも1980年度の営業利益の水準を100として図示している。

これによれば、営業利益の変動においても、放送業界よりも電炉業界の方が極めて大きいことがわかる。しかも、電炉業界は1980年度からの10年間で営業利益の水準が5倍になった後に状況が一変し、93年度から01年度まで営業利益段階での赤字が続いた。電炉業界の場合、業績が好調だったとしても、その後、極端な不振に陥る可能性があることを意味している。

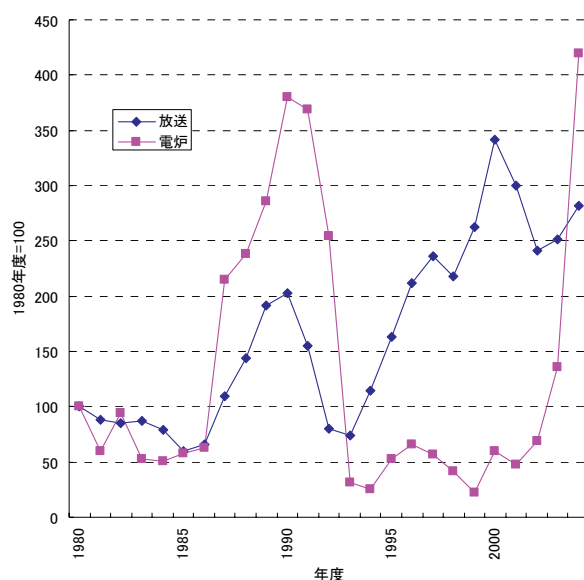
図表－6 営業利益の増減の比較



(注) 放送、電炉業界の業績データの加工については図表5と同じ。

ただし、営業利益は設備投資に伴って発生する減価償却を控除した後の利益の概念である。とくに新規の設備投資が実行された場合、その前後で営業利益の金額は大きく変動する。そこで、この減価償却の影響を除去するため、グロスでの企業収益、すなわち「営業利益+減価償却」の推移について、同じく1980年度の水準を100とし、図示した（図表-7）。

図表-7 「営業利益+減価償却」の増減の比較



(注) 放送、電炉業界の業績データの加工については図表5と同じ。

これによっても、やはり電炉業界の変動が極めて大きいことがわかる。

減価償却を加え、営業段階でのキャッシュフロー・ベースに近い状態で評価して余剰（すなわち資金余剰）が少しあったとしても、減価償却として留保されるキャッシュフローは遅かれ早かれ設備の補修などに充当しなければならない。

電炉業界の場合で言えば、営業利益段階での赤字が続いて苦しかったとはいえ、93年度から01年度までの10年近い間、設備補修を手控え、キャッシュフローをプラスに保つことは不可能だろう。また、4社を個別に見た場合、東京製鐵以外は「営業利益+減価償却」段階でも赤字の年度がある。このため、どこかでキャッシュフローを流出させることになる。

つまり、電炉業界は営業利益が赤字に陥る危険だけではなく、租税や金利支払い前の営業キャッシュフローにおいても赤字に陥る危険性を常にかかえている。企業としては、この危険性を認識しつつ、経営を遂行しなければならないだろう。この点について、次に考えてみたい。

3.3 企業経営と資産構成、資本構成

低・現預金等比率、高・株主資本比率の企業の項で述べたように、資本構成上、株主資本に重点を置くことには経営的な意味がある。

経営の自由度を得ることはさておき、経営が確立した企業であっても、研究開発に多額の資金

を必要としている場合がその典型である。ベンチャー企業もまた、この研究開発型の企業に分類されるが、同時に業績の変動が大きいという特徴も指摘できる。

もちろん、研究開発型の企業の場合も、研究開発が成功しなければ業績が落ち込んでしまう可能性を有している点で、ベンチャー企業と類似性がある。しかし、ベンチャー企業の場合、業績の落ち込む可能性が極めて大きいのが特徴である。

では、資産構成に関して、どのように考えればいいのだろうか。もちろん、企業が事業を遂行するのに不可欠な資産を保有するのは当然として、現預金やそれとほぼ同等の性質を有する有価証券（とりわけ価格変動リスクの少ない公社債）等、流動性資産をどの程度保有すべきなのだろうか。

この点に関して、流動性資産は金利相当の収益しか生み出さないことを再確認しておく必要がある。ことに現金化の可能性を高めようとする、現預金や国債を保有することになる。しかし、それらの資産から得られる金利は企業の借入コストよりも低い。当然、株主資本のコストよりもはるかに低くなる。

言い換えれば、現預金や有価証券（以下、現預金等としておく）の保有は必要最小限に抑制し、現預金等が余れば負債の返済に充当するか、株主に配当等の形態で還元すべきだということになる。

さて、必要最小限の現預金等の保有水準を決めるための方法として、何をを用いればいいのだろうか。会計的な観点から推奨されているのは、売上高や在庫に対する比率を用いる方法である⁽²¹⁾。現預金等が、原材料の仕入れの決済や人件費の支払いなどのための資金だとすれば、その保有水準を売上高との比率で決めることが合理的だろう。具体的に述べれば、最低限保有すべき現預金等の水準は年間売上高の何ヶ月分というように表現される。

現預金等を保有する合理的な目的は他にもあるだろう。たとえば、返済期限が迫っている借入に備えることや、設備投資の準備のために現預金等を保有することを指摘できるかもしれない。また、仕入れ商品の価格や量の変動に備えるために、多少の余裕をみて現預金等を保有することもあろう。

とはいえ、借入の返済や設備投資に備えるための現預金等の保有は、一時的なものである。企業の業績が極端に悪化していないかぎり、借入の延長も容易だろう。売上や利益の観点から、企業業績が順調に成長しているのなら、設備投資のために新規に負債で資金調達するのも容易である。また、仕入れ金額の変動等に関して余裕を見込むことは、結局のところ、保有すべき現預金等と売上高と比率を多少高めれば十分なだけである。

ここで電炉業界と放送業界の事例に戻ってみたい。

問題は、電炉業界のように業績が大きく変動する場合である。企業経営が合理的に行われているのであれば、年間売上高の比率だけを基準とし、保有すべき現預金等の水準を決めることはな

⁽²¹⁾ 鈴木一功（2004）によれば、現金と有価証券を合わせた必要資金は、経験則上、売上高の0.5%～2%だとされている。

いだろう。いずれ業界全体の業績環境が悪化等、最悪の状況を想定し、現預金等の保有水準を決定することが合理的である。

たとえば、業況が悪化した状態において運悪く借入の返済期限が到来したとしよう。そのときには借り換えが困難になる。借り換えだけではなく、運転資金を新たに借り入れることも困難になっていよう。

以上から、好況時に「当面は無駄ではあるが、十分な現預金等を積み立てておき、業況が悪化した場合に備える」ことが合理的だと考えられるのである。

他方、放送業界のように業績の変動度合いが比較的小さい場合、業況が悪化に備えて現預金等を積み立てておくことは合理的でない。念のために述べておくと、借り換えや資金の借入は、業況が悪化した場合でも可能だから、好況期に資金を積み立てておく必要がないのである。

では実際のところ、電炉業界と放送業界の現預金等の保有状況がどのようになっているのかを示しておく（図表－８）。

図表－８ 純現預金等の保有と売上高の比率



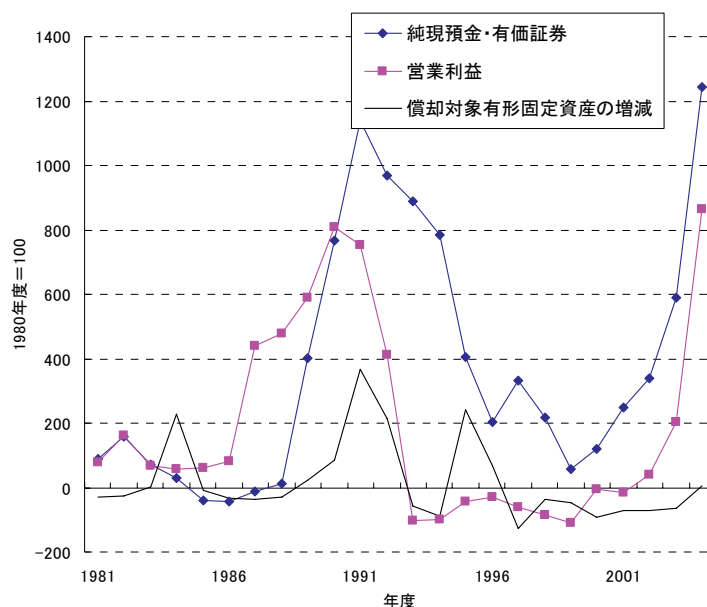
(注) 純現預金等は、現預金と有価証券の保有残高から借入、社債残高を差し引いたもの。
対象会社の合計値から算出（1992年度以前の放送業界からはフジテレビジョンを除く）。

これによれば現在、電炉業界は売上高の5ヵ月程度、放送業界は4ヵ月程度の純現預金等（借入や社債といった有利子負債を控除した後のベースでの現預金等）を保有していることがわかる。また、放送業界の水準はこの四半世紀で最高水準である。一方、電炉業界の水準は1990年度当時の水準である⁽²²⁾

⁽²²⁾ 1990年度以降の水準の電炉業界の純現預金等保有比率の上昇は売上高の急激な低下によるものである。実質的には1991年度がピークであった。

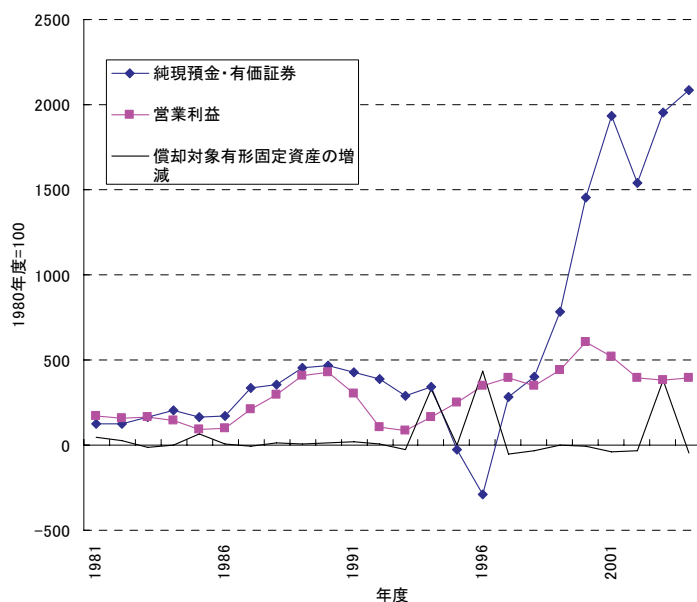
この状況を評価するため、次に純現預金等の保有額の変動が何によってもたらされているのかを見ておきたい（図表－9、図表－10）。

図表－9 電炉業界の純現預金・有価証券



(注) 電炉4社の合計値から算出。純減預金は図表8を参照のこと。

図表－10 放送業界の純現預金・有価証券



(注) 放送5社（1992年度以前は4社）の合計値から算出。純減預金は図表8を参照のこと。

これによれば、電炉業界の場合、純現預金等の変動は業績の変動によってもたらされていることがわかる。好況時には利益を積み立てることで純現預金等が増加するものの、不況期には営業利益段階で赤字に陥るため、積み立てた純現預金等を取り崩すことになる。他方、新規設備投資が与える影響は、業績の変動ほどではない。

電炉業界にとって、現時点で積み立てている純現預金等の水準が必要不可欠なのかどうか、もう少し精緻に検証する必要はあろう。とはいえ、将来の業績の悪化の可能性と、新規設備投資の必要性を考えれば、合理的な水準を大きく逸脱していると考えられる根拠にも乏しい⁽²³⁾。

これに対し放送業界の場合、純現預金等の変動は、利益を積み立て、それを設備投資に使うことで変動していることがわかる。実際、1990年代前半から半ばにかけて、2000年代の合計3回、大きな新規設備投資が行われている。それによって純現預金等が減少している。一方、営業利益段階では黒字を維持しているため、業績の悪化に伴って純現預金等を取り崩す必要性はなかったと言えるだろう。

放送業界の場合、現在保有している純現預金等の水準は極めて高い。同時に、株主資本比率も50～70%台にある。また、業績の変動が大きいとはいえない。他方、ROEの水準は決して高くない。

以上から判断すると、純現預金等は過剰であり、その有効活用もしくは株主への還元を図る一方で、将来に必要となる設備投資資金は負債によって調達すべきだろうし、それは可能である。以上が放送業界に望まれる財務戦略だろう。

4. おわりに

現時点において「高・現預金等比率、高・株主資本比率」タイプに属している電炉業界と放送業界をとりあげ、「高・現預金等比率、高・株主資本比率」がもたらされた背景を考えてみた。結論は、電炉業界と放送業界では「高・現預金等比率、高・株主資本比率」の企業経営的な意味合いが異なっているということであった。

このことは、企業買収、株式買い集めを行おうとする企業や投資家に対して異なった影響を与えるだろう。同じ「高・現預金等比率、高・株主資本比率」タイプであったとしても、放送業界の方が企業買収、株式買い集めの対象となりやすい。

また、企業価値の評価にも異なった影響を与える。電炉業界のように企業業績の変動が激しい場合、現預金や有価証券を豊富に保有していたとしても、それを事業活動に不要な資産とみなすわけにはいかない。企業業績の変動を考慮に入れたうえで、必要な現預金等の水準を定め、企業価値を算出する必要がある。

株主に対する配当政策も異なったものとなるだろう。電炉業界の場合、単年度の配当性向だけで評価するのは誤りである。議決権行使において、長期のスパンで評価する必要があることを意味している。これに対して放送業界の場合、通常の評価で足りるだろう。

⁽²³⁾ 4社の合計水準での判断である。個別の企業を評価すれば別の判断ができるかもしれない。

参考文献

- [1] 井手正介 (2005) 『不均衡発展の 60 年－低収益経営システムの盛衰と新時代の幕開け－』東洋経済新報社
- [2] 小林和子 (2005) 「日本市場の乗っ取り拒否体質と法制－東洋精糖事件を顧みる－」証券アナリストジャーナル 2005 年 7 月号
- [3] 商事法務研究会 (2005) 「2005 年版株主総会白書」商事法務研究会
- [4] 鈴木一功 (2004) 『企業価値超過－実践編－』ダイヤモンド社
- [5] ブリーリー／マイヤーズ (2002) 『コーポレートファイナンス』日経 BP 社