

米国との比較から読み解くわが国株式発行市場の変化

九州大学大学院 経済学研究院 教授・
国際通貨研究所 客員研究員 平松 拓
thiramat@econ.kyushu-u.ac.jp

はじめに

株式発行といえば、金融機関からの借入や社債券発行と並んで民間非金融法人にとっての主要な資金調達手段の一つである。このうち、借入や社債券の発行については、いわゆる企業のカネ余り、あるいは民間非金融法人の資金余剰主体への転換を受けて、1990年代半ば以降、ネットでマイナス（返済・償還超）となる年が多くなっている。それとは対照的なのが株式市場で、上場企業による株式の発行についてはごく一時の例外を除いてほぼ一貫してネットのプラス、即ち、ネットの資金調達超が続いてきた。

しかし、その上場株式についてここ2-3年、ネットの発行額がマイナスに転じてこれまでとは異なる傾向を示している。本稿では、この上場株式の発行市場における変化の示唆するところを、米国との比較を通して考えてみる。

ネット発行額マイナス転換とその背景

図1は日銀が公表している資金循環統計より、上場株式¹のネット発行額の推移を示したものである。リーマンショックのあった2008年度、そして2011年度にも小幅なマイナスを記録したものの、それ以外はデータの遡れる1980年度以降を通じてネット発行額が一貫してプラスを維持してきている。しかし、2015年度には7600億円のマイナスに転じており、続いて2016年にはマイナス幅が1兆6千億円へと拡大、さらに2017年度も第3四半期までの通算ではマイナスを記録しており、こここのところのマイナス転換が目立っている。

株式には発行時において期限の定めがないことから、基本的には消却は予定されていない。その一方で、最初の株式発行以降、新規上場のための発行（IPO）を含めて有償での追加発行による資金調達、即ち、増資が行われることは珍しくないことから、一見、ネットの発行額についてはプラスとなることが当たり前のように思える。しかし、実際には会社の清算、自社株式の購入やM&A（合併・買収）を通じた被買収企業の株式の消却など、幾つかの形で株主への還元が生じる可能性、即ちネット発行額のマイナス要因が存在する。逆な方がいい方をすれば、ネット発行額がマイナスに転じたということは、増

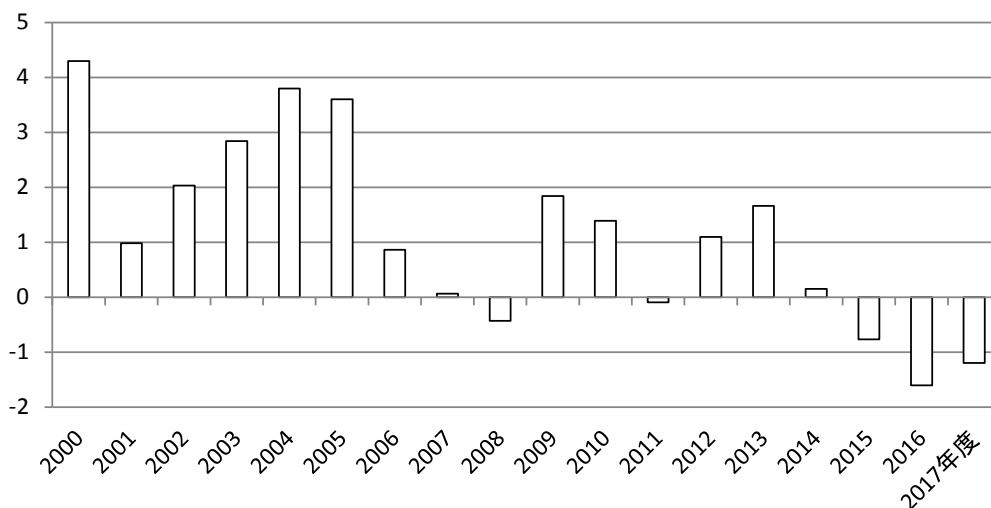
¹ 非上場株式については2006年度以降のみデータが掲載されているが、2007、2008、2010、2011年度の4年間はネット発行額がマイナスとなっている。ここではデータの制約から上場株式についての発行状況を採り上げている。

資や IPO 等による株式発行で調達された資金以上の金額が、自社株式購入や M&A を通じた株式の消却などによって投資家へ還元されたということであり、そのことは、株式の発行市場が企業にとっての資金の調達の間としての性格より、むしろ投資家に対する還元の間としての性格を強めたことを意味する。

上場株式の純発行額がマイナスに転じた一つの背景として、この間の IPO や増資がやや低調に推移してきたことが挙げられるが、それ以上に大きいのは、やはりこの時期にアベノミクスのコーポレート・ガバナンス改革に促される形で自社株式の購入が盛り上がりを見せたことである。2001 年の商法改正によって金庫株が解禁されたことで一旦は盛り上がりを見せた自社株式の購入は、リーマンショック後は 1~2 兆円で低迷していたが、ガバナンス改革が本格化した 2014 年より急増して 2015~2016 年には史上最高レベルの 5 兆円前後に達している。

今回のコーポレート・ガバナンス改革では、これまでともすれば軽んじられてきた株主にとっての企業価値に対する見直しの必要性が指摘され、そのための基準ともなるべき株主資本の収益率である自己資本利益率 (ROE) についても、クリアすべき具体的な水準が示された。こうしたことに応える形で、上場企業の中からは増配や初の自社株式購入という形で株主への還元の強化に踏み切るところが相次いだ²、これらの動きは、これまであまり顧みられることのなかった株主資本についての資本コストが意識されはじめたことの証左であるとして、基本的には前向きな変化として受け止められている。

図1. 民間金融法人上場株式ネット発行額
(単位:兆円)



出所:日銀「資金循環統計」より筆者作成
(注)2017年度は2017年9月までの12カ月の数値

² 2012 年以降非上場株式のネット発行額はプラスとなっていて上場株式との違いが顕著だが、このことはアベノミクスにおけるコーポレート・ガバナンス改革の諸施策が専ら上場企業を対象にしたものであったことと整合的である。

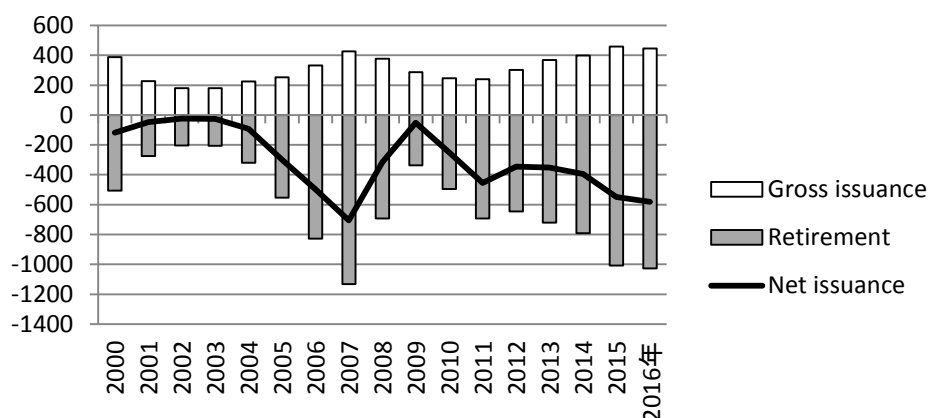
米国株式発行市場から見えてくること

わが国の上場株式の発行市場に現れた変化、即ち、ネット発行額がマイナス化する兆候が見られることについて、米国の資本市場に照らしてみるとどのようなことが言えるであろうか。

米国においては上場株式のみのネット発行額を示す公的統計の制約から、非上場も含めた株式全体で見ると、1980年代よりネット発行額のマイナスがほぼ定着しており、近年ではそのマイナス幅も巨額となっている。図2は2000年以降の非上場を含む株式のグロスの発行額、消却額、そして両者の差であるネットの発行額の推移を示したものである。ITバブルの崩壊後やリーマンショックの後には、グロスの発行額ばかりでなく消却額も減少したことから、ネット発行額のマイナス幅には縮小が見られた。しかし、それでもネット株式発行額は一貫してマイナスで、2016年にはそのマイナス幅は6千億ドルに迫っている。しかも、この間、グロスの株式発行金額は一貫して2千億ドルから4千億ドル程度の規模を維持しており、発行市場が極めて奥深い構造を持つことを示している。つまり、発行市場では巨額の株式の新規発行が行われながら、それを遙かに上回る自社株式の購入やM&Aを通じた還元が株主に対して行われている。こうした形で投資家に還元された資金の一部は、リスクマネーとして再度株式市場に向かい、上場前企業やベンチャー、あるいはスタートアップへの投資に回るといふ好循環が成立しているとされ、米国の経済の活力、イノベーションを支えるリサイクル構造をなしていると考えられている。

つまり、日本の上場株式に最近見られるようなネット発行額のマイナス転換は、米国株式発行市場においては既に永らく定着した現象であって、その意味では全く特異なものではないし、さらに、米国においてはリスクマネーのリサイクルを通じて、経済の活力を支える重要な資金フロー構造の一端を担っている。

図2. 米国株式(民間非金融法人)発行・消却額
(単位:10億ドル)



出所: "The Financial Accounts of the United States (2017)" BGFRSより筆者作成

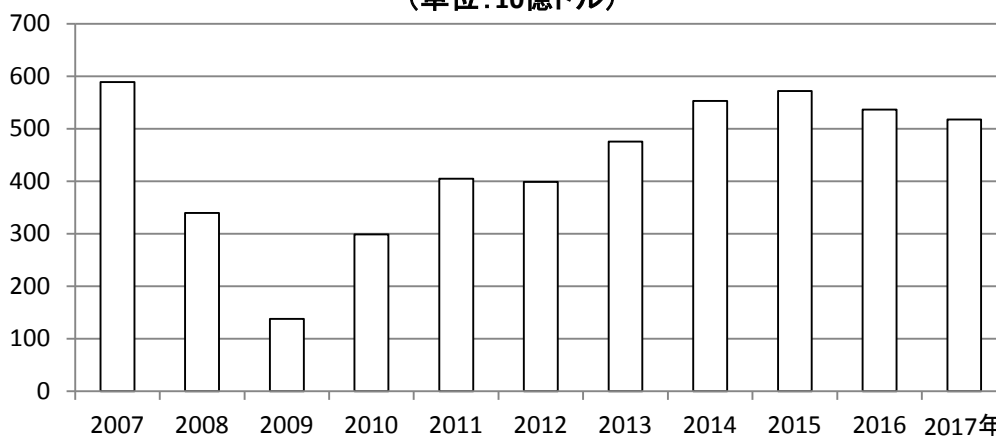
わが国にとってのインプリケーション

それでは、この日本における上場株式のネット発行額のマイナス化は、このままアメリカに見られるようなリスクマネーのリサイクルをもたらす資金フローの構造変化へと繋がる兆候と見ることができるだろうか。

この点については、残念ながら現時点では以下のような点から慎重に見ざるを得ない。

第一に、彼我の金額規模の格差である。図3. は米国 S&P 500 対象企業による自社株購入 (Buyback) の金額を示したものである³。上場企業の部分集合に過ぎない企業群による自社株式購入は、リーマンショック前後の大きな落ち込みから回復を見せ、2013年以降は5千億米ドル近辺での推移となっている。これに対して、わが国では全上場企業の自社株購入金額を合計しても漸く5兆円程度まで増加してきたところで、この2者の比較でも10分の1程度の規模に過ぎない。これ程の違いがある状態では、米国のように投資家が還元された資金をベンチャーやスタートアップ等への再投資に振り向けるようになるかと言えば、わが国の投資家のパフォーマンスを変えるにはまだまだ力不足と言わざるを得ない。

図3. S&P500による自社株式購入金額
(単位:10億ドル)

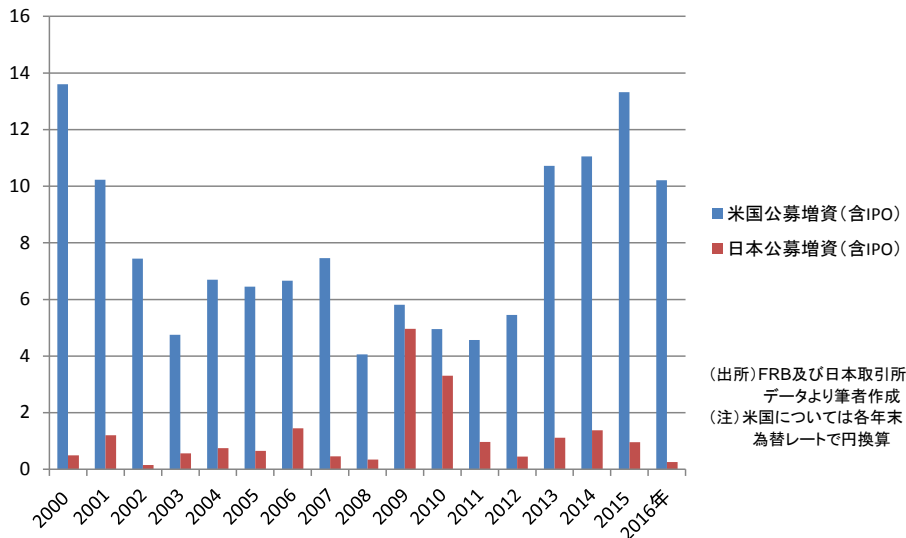


出所: Standard & Poor's より筆者作成

ちなみに図4. は、日米の上場企業による公募増資 (含 IPO) の金額を円換算ベースで比較したものである。米国と異なってわが国では IT バブルの崩壊やリーマンショックなどにより市場環境が悪化する中で増資額が増えている点は目を引くが、そのことも影響して 2009~2010 年に一時的に日米の金額が拮抗した以外は、やはり公募増資の分野でも米国とわが国の市場規模には同程度の大きな違いが存在している。

³ 四半期毎の数字を年ベースに引き直してある。

図4. 日米上場株式公募増資(含IPO)額
(単位:兆円)



第二に、ここ数年わが国で見られる自社株式の購入金額の増加は、良好な経済環境のおかげで企業業績が改善したことが背景となっている面があり、経済環境が暗転してもこのまま増加基調が継続するかは不透明なことである。

第三に、ガバナンス改革に促された形で増加したわが国の自社株式購入や増配ではあるが、そこには株主への還元の強化ということばかりでなく、留保利益の吐き出しによる株主資本の減額を通じて ROE の改善を図るといふ狙いが見え隠れしていることである。ガバナンス改革の趣旨からいえば、改革により収益力が強化され、その結果として ROE も向上して十分な還元原資が確保できるようになるのが本筋であって、改革の実行に先立って ROE の数字合わせのために行われる還元強化では、それを持続させる企業の収益力強化や資金フローの好ましい構造変化に繋がらない。

さらに付け加えるならば、今回のガバナンス改革が専ら上場企業を対象とした取り組みにとどまっていたこともあって、株式ネット発行額のマイナス転換は上場企業株式に限って観察された現象にとどまることである。わが国の場合、非上場株式のネット発行額の統計はそれほど時期を遡れないが、符号にはっきりした傾向は読み取れない。株主還元の強化がリスクマネーのリサイクルとして大きな力を持つようになるためには、米国のように非上場株式を含めて同様な傾向が読み取れるようになることも必要かもしれない。

コーポレート・ガバナンス改革以降、わが国の株式市場に対する海外の投資家からの受け止め方が改善したということが折に触れて伝えられるが、その背景には、企業が株主への還元強化に努めていることが大きく影響している可能性がある。この還元強化の前向きな面を否定するつもりはないが、それが持続することを可能とするという意味でも、個々の企業における改革の着実な実行がより重要であることが強調されるべきであろう。株式市場にみられる新たな変化の兆しが、本格的な経済の活性化やイノベーションに繋がる資金フローへの構造変化の胎動と見做せるようになるためには、改革の趣旨に沿った企業経営を実現するための一層の努力が待たれる。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2018 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>