



## 『スパークス 日本株長期投資のすすめ』

スパークスの株式投資、株式市場などに対する見方を紹介するコラムです。

### 第82号(2010年10月22日)

#### 「公募増資の目的と影響」

最近、日本企業による公募増資や転換社債発行といったエクイティ関連の資金調達が増えています。新聞報道によると、今年1～9月の企業のエクイティファイナンス（公募増資と株式売り出しの合計）金額は4兆1,592億円と前年同期比41%増加しています。

金融危機の直後であった09年は、傷んだ財務状況を改善するための増資が目立っていましたが、ここに来て再び企業による資金調達ニーズが増しているようです。資金用途としては、海外での設備投資やM&Aなど攻めの経営に転じるための調達が増えつつありますが、調達内容を見ても既存株主を考慮していないような事例が多いように感じられます。

例えば、今年8月にA社が海外の液化天然ガス開発のために約5,000億円の公募増資を行いました。新たに発行される株式は公募前の発行済株式数の約50%程度に相当します。通常、公募増資を行うと、株主利益である一株当たり利益の希薄化が起きますが、投資家から期待されているリターン（＝要求資本コスト）を上回るような事業投資に充当されるのであれば、株価への影響は限定的なものに留まる可能性が高くなります（新規投資による資本コストを上回る利益成長シナリオを、「エクイティ・ストーリー」といいます）。逆に、資金使途がはっきりしない（エクイティ・ストーリーがない）か、もしくは投資家が利益貢献を期待できないような事業に資金を振り向ける場合等は、一株当たり利益の希薄化分の株価下落が起きる可能性が高いものです。

公募増資の株価への影響の観点で見ますと、今回の公募増資は資金調達の目的及び必要性は明確なものでありましたが、新規発行される株式数が発行済株式数の半分に相当する大きな規模であったために、一株当たり利益の希薄化を懸念した株価下落が起きたといえると思います。

一方、転換社債による資金調達を行う企業も増えています。私どもが疑問に感じるのは、すでに自己資本が充実し、好財務内容を維持しているにもかかわらず、転換社債の発行を行う企業が散見されることです。転換社債は、投資家に帰属するオプション価値が存在する分、条件の似た普通社債に比べ企業の支払金利が低くなり、ゼロ・クーポンのものでは発行期間中に金利支払いが発生しないものもあります。このため、損益計算書上は非常に安い調達コストになることをアピールする企業が多いのですが、ここではひとつ大きな点が見落とされていると考えます。本来、新株発行という行為は、通常の財務基盤を持つ企業にとっては、資本コストの増加を意味するということが考慮されていないのではないかとということです。

現在の歴史的に低い長期金利環境を考えると、償還年限の長い普通社債の発行が妥当だと思われるのですが、表面上安い金利コストにとらわれて、資本コストの重要性を正しく理解していない経営者が多いことは日本企業の大きな問題点だと思われます。

このような局面では、やはり自らの事業で潤沢なキャッシュフローを継続的に創出できる企業が評価され



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

## 『スパークス 日本株長期投資のすすめ』



スパークスの株式投資、株式市場などに対する見方を紹介するコラムです。

第82号(2010年10月22日)

るのではないのでしょうか。彼らは事業から得られる利益（キャッシュフロー）を企業内で再投資することによって成長していきます。事業の優位性を維持・向上させるために、土地、工場、機械設備などに対する比較的大きな投資を頻繁には必要としないのが特徴です。つまりキャッシュフローが潤沢な企業は、一株当たり利益の希薄化を引き起こすような公募増資や財務内容を悪化させるような多額の有利子負債調達に頼ることなく成長分野に投資を振り向けることができるのです。私どもが、多額の投資を必要とする企業よりも、わずかな追加投資で成長を持続できる企業のほうが価値の高いビジネスであると考え理由はここにあります。

(注) 本コラムは、マネックス証券Web-Site「マネックスラウンジ」の「マネックスメール」に掲載されている「スパークス・アセット・マネジメントの『SPARX Way』」をもとにスパークスが作成したものであります。また、上記は株式投資に関して理解を深めていただくためのものであり、特定の有価証券を推奨しているものではありません。



本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。