

新株時価発行に関する一考察

岡 田 康 司

1. 序 論
2. 新株時価発行と内部留保
3. 額面発行及び時価発行と投資家の利害
4. 時価発行への移行条件と株式需給調節機能
5. 結 論

1. 序 論

長期不況にいためつけられ、欧米諸国からは資本の自由化をせまられている我国の各企業は、資本構成を是正して不況耐久力を高め、国際競争力を強める事が至上命令となっている。

大蔵省調査の法人企業統計によれば、我国法人企業の自己資本比率⁽¹⁾は、昭和40年3月末現在で19.7%と極度に悪化してきた。

企業の自己資本比率があまり低下し、他人資本依存度が高くなると景気変動の波を大きくし、不況を激化させるだけでなく、企業の不況抵抗力や国際競争力を弱め、自主経営を困難にし、対外信用力を低下させる。

そこで官民協力して税制面、金融面から資本構成の是正を進めているが、その有力な手段として新株の時価発行がある。時価発行増資は、株式資本と社内留保の充実を同時に達成できるから、株主の立場を十分尊重して慎重に実施すれば、企業資本の充実と製品のコスト・ダウンに大きな効果を上げ得るが、そ

新株時価発行に関する一考察

の運用を一步あやまると投資家の不信を買い、証券市場を混乱におとしかねない。

前記理由から新株時価発行について考察してみようと思う。

注 (1) 金融、保険業と非営利法人を除く全法人を対象に標本調査した自己資本比率で29年度は29.7%あったものが、39年度末には19.7%に低下している。39年度末は使用総資本が約54兆円で、そのうち自己資本が11兆円弱、残りの43兆円余が他人資本である。

2. 新株時価発行と内部留保

39年9月期以降三期連続減益決算であった我国の企業も四期ぶりに増益に転じ、その後も財政支出や輸出・消費の堅調を支えとして順調な回復を示している。

今回の不況を通じて各企業は合理化を推進し、コスト面より体質改善⁽¹⁾を行ってきた。

その効果は不況抵抗力として発揮され、企業競争力の強化となってあらわれているが、資本の自由化を考慮した場合、我国企業の国際競争力は、財務内容の面で特に弱いので財務構成の改善を中心に一層の体質改善が必要である。

そこで大蔵省は41年度の税制改正にあたり、「資本構成改善の促進」をかかげ、本年4月から租税特別措置法にもとづく自己資本充実減税⁽²⁾を実施した。

一方企業側も、資本費負担を軽減し、自己資本比率を高めて競争力の強化と、減税の恩恵を受けるため、最近新株時価発行を希望する会社が増加している。

41年4月14日には日本通運(株)が、100億円の時価転換社債の発行を発表し、それにつづいて東芝・東光電気の第三者割当増資⁽³⁾、松下電器貿易の大量公募付き増資⁽⁴⁾が発表されている。

東芝の場合を見ると、41年7月27日の取締役会で同社資本金を69,365,876,100円から71,965,876,100円に増資する事に決定した。一株の発行価格は72

新株時価発行に関する一考察

円50銭で全額G・E社に割り当てている。

これによって東芝は、資本の自由化を控えて

- A. G・E社との資本的提携の強化および、
- B. 資本構成の改善をはかると同時に
- C. 自己資本充実減税にもとづく節税をはかったわけである。

今回の増資を資本の調達形態と云う点でみると、これは時価発行増資（発行価格は、ほぼ時価の10%割引）であり、比較的短期間に資本構成を改善する効果が大きい。

即ち、額面発行の場合には、額面分50円しか資金が入手できないので、資本金の充実だけにとどまるが、時価発行ならば額面分50円のほかに、プレミアム分22円50銭が入手できるので資本金と資本剰余金（社内留保）の両面を同時に充実することができるからである。

その上時価発行増資は、額面発行に比べて同一資金を少ない株数で調達できるから、資本金利益率が上がり、配当負担を軽くする。そこで、社外流出節約分を税法上特典として認められている非課税の短期償却や積立金にまわすことにより企業の蓄積を増大できるし、さらにこれを元本に追加して運用することにより複利的に内部留保をふやせる。したがって時価発行増資は内部蓄積のテンポが早く、企業にとって効果的な内部留保の増加をはかることができるから資本構成の是正に大きな力を発揮することができる。

内部留保が充実してくると、これは資金コスト零の無原価資本であるから、企業化の見通しのはっきりしない研究開発投資や、まだ収益力として貢献できない設備の近代化投資の資金として使用しても企業経理の重圧にはならないし、やがて製品化研究が企業化され、建設を終えた新鋭設備が稼働してくれば、それにより超過利潤を取得することもできる。こう見てくると新株の時価発行は、資本構成の是正に効果があり、特に内部留保の充実に大きな機能をはたす事がわかる。

新株時価発行に関する一考察

自己資本の中でもコスト0の内部留保は、企業にとってもっともたよりになる資金であり、その大小は企業の国際競争力に大きな影響を及ぼす。

そこで大蔵省調査の法人企業統計により、自己資本比率構成比の推移をみると、昭和29年度の自己資本は29.7%で、その内訳は資本金が10%、社内留保が19.7%であったものが、その後経済成長が進むにつれて次第に低下して行き、39年度には19.7%と20%を下回るようになった。

自己資本比率構成比の推移%

年 度	自 己 本 資 本	自 己 資 本 の 内 訳		
		資本金	資本剰余金	利益剰余金
29 年	29.7	10.0	12.8	6.9
31 年	27.4	10.5	9.7	7.1
33 年	25.5	11.6	6.1	7.8
35 年	22.6	10.9	3.6	8.1
37 年	22.0	12.1	2.6	7.3
39 年	19.7	11.6	1.9	6.2

法人企業統計年報全法人

大⁽⁷⁾

D. 株式及び社債発行市場の未発達

等の原因によつて起つたのであるが、それでも銀行からの借入れができない場合や、銀行からの借入れを増加するためある程度自己資本をふやすことが必要な場合に増資を行ったり、再評価積立金の資本組み入れが実施されてきたこともあって資本金比率は29年度の10%から39年度の11.6%えとわずかではあるが上昇している。

ところが国際競争力に大きな影響を及ぼす企業の社内留保比率は11.6%も低下して29年度の半分以下となつてしまった。

即ち、自己資本比率の低下は、もっぱら社内留保比率の減少によつて起つているわけである。

そこでさらに社内留保の内訳を調べてみると、資本剰余金比率が10.9%も低

自己資本比率の低下は、

- A. 企業の自己蓄積を越える投資の拡大⁽⁵⁾
- B. 借入金より割高な増資コスト⁽⁶⁾
- C. 企業間信用の増

新株時価発行に関する一考察

下しており、利益剰余金比率は6.9%から6.2%へとわずかではあるが減少している。

利益剰余金は、設備投資が毎年30%以上も増加しつづけた昭和34年～36年の設備投資ブームの時には比率が増大したけれど、投資ブームがおさまリ、供給力が大きくなっていくにつれて販売競争の激化、企業間信用の増加・資本回転率の低下・金融費用負担率の上昇等により利益の蓄積がむづかしくなった為比率が低下してしまったのである。

自己資本比率低下の大きな原因となっている資本剰余金比率の大幅低下は、

- A. ウェイトの大きい再評価積立金の資本組み入れにもとづく減少と⁽⁸⁾
- B. 資本準備金の増加テンポが低いためである。

資本準備金は34年～36年の設備投資ブームの時に、企業が公募株を大量に発行したので、それにつれて増大し、特に36年には東証上場会社の公募払込額が1,000億円に達して、公募額面額の3.6倍以上にもなったので株式発行差金も727億円ほど増加した。しかし当時の公募増資はほとんどが増資額の一部であり、その大部分は株主割り当ての額面発行であったし、37年以降は証券界の反対や株主の経営者不信も強まって時価発行増資が急激に減少してしまったので株式発行差金のウェイトはそう大きくならなかった。

これまで額面割り当て方式が支配的であった増資を時価発行で行うことにすれば、資本準備金のウェイトが大きくなるはずである。

次に日銀調査の国際比較統計により、各国企業の資金調達方法をくらべてみると、高度成長を遂げた日本と西独は英米に比べて、借入れ依存度ははるかに大きい。

しかし、西ドイツは戦後、資産の再評価・租税・償却制度などの面で積極的に企業資本の蓄積を進める政策をとった為、欧米の各企業は必要資金の半数以上を企業内部の無原価資本で調達しているのに比べ、日本の各企業は、他人資本への依存度が高い上に、他人資本のなかでも買掛金や短期の借入金など、流

新株時価発行に関する一考察

動負債の割合が大きいので企業経営を不安定にしている。

外部資金と比べて競争力の非常に強い内部調達は無原価資本は26.5%で欧米各企業の半分以下であり、これでは企業の国際競争力を低下させることになる。

主要企業資金調達の国際比較

	米	英	西 独	日 本
内部調達	66.7	62.3	53.4	26.5
社内留保	27.0	30.9	6.3	6.2
減価償却	39.7	31.4	47.1	20.3
外部調達	33.3	37.7	46.6	73.5
株 式	13.3	19.3	10.8	13.9
社 債	} 20.0	10.6	35.8	55.9
借 入 金				
計	100	100	100	100

日銀調べ
1,956年～1,962年平均

さらに無原価資本の内訳を調べて見ると、減価償却は、過去の積極的な設備投資により未償却資産の増大と、償却制度改正にもとづく償却率の上昇により20.3%と内部資金の重要な柱になってきているが、社内留保は激しい設備投資競争にもと

ずく収益力の悪化と資金コストの増大を反映して減少傾向にあり、6.2%ときわめて低い水準にある。

それゆえ、行きすぎた競争を排除して利益率を改善し、社内留保の増加をはかる事が必要である。

企業資金調達の国際比較で特に目立つ点は、内部留保の不足である。そこで国際競争力強化の為内部留保の充実にも有効な手段となる時価発行に株式発行の制度を切りかえて行くことが必要であろう。

それには先ず、プレミアムの株主還元ルールを確立することが大切である。

経営者のなかには企業が取得した増資プレミアムを株主に還元したのでは、少しも自己資本の充実にならないと批判するむきもあるが、新株時価発行は資本金利益率を上昇し、一株あたりの配当負担金を少なくするから、その資金を活用して、非課税の諸積立金や短期償却を十分に行い、積立金を限度いっぱい

新株時価発行に関する一考察

とった後や減価償却が進んで償却負担が軽くなり、過去の設備投資が収獲期に入った段階で、プレミアムを株主に還元すれば、企業の自己資本も充実し得るし、企業経営も機動的に運営できるはずである。

- 注 (1) 設備投資を控え、労務費などの経費削減、金融緩和による金利低下がコスト上昇を防ぎ、売上高の伸びの低迷にもかかわらず、増益をもたらした。その上在庫整理が進み、棚卸資産回転率は前期の5.2回から5.4回になった。
- (2) 43年末までに、資本金1億円以上の企業が税法上の自己資本比率を改善した場合に、改善部分の自己資本比率に1%を加えた割合を、法人税額に剩じた金額だけ税額控除される。
- (3) 7月19日に発表した1:0.1の無償交付(50円額面で1,500,000株)と併行の第三者割当(3,500,000株)で東京電力、富士電機、富士銀行に新株引受権を与え、最低発行価格は50円、払込期日は9月30日である。
- (4) 増資額有償100,000,000円、無償150,000,000円に対し、公募50,000,000円である。
- (5) 経済成長率の30年度~39年度平均は13.3%であるが、企業の使用総資本の伸び率平均は20%であり、その内訳は、自己資本増加率平均15.1%他人資本平均増加率21.7%である。
- (6) 東証第一部上場会社の平均配当率は40年平均で12.2%であったが、同年12月の全国銀行貸し出し約定金利の平均は7.6%である。その上に配当は利益処分で課税されるが、支払利息は損金処理で、課税されないから歩積、両建て預金による金利の実質の上昇を考慮しても増資コストは借入金の利息のほぼ2倍になる。
- (7) 売上債権残高は34年5兆円、35年7兆円、36年9兆円、37年11兆円、38年14兆円、39年18兆円と急増している。
- (8) 全部で1兆2千億円ほどあったが、現在までに5千億円以上が資本に組み入れられた。

3. 額面発行及び時価発行と投資家の利害

前章で述べたように、新株時価発行は、自己資本の充実に大きな効果があった。

しかるに、日通の時価転換社債発行計画が伝えられると日通の株価がさがりはじめ、168円前後の水準にあった株価が3月下旬には148円まで低下し、その後も日興・大和・山一の売りに対し、野村及び勧業の両証券が買い支え、3月

新株時価発行に関する一考察

28日から4月22日まで150円をめぐる攻防戦が展開された⁽¹⁾。

やがて株価は落ち着きを見せ、反騰に転じたが、日通株の買い支えには大量の資金と予想外の費用が使われている。

日通の時価転換社債発行については、各方面から多くの批判があったが、最もつよい批判は株主の増資プレミアム期待権を侵害すると云う意見である。

時価転換社債は新株の時価発行と全く同じとはいえないが、株式の時価を基準に、株式への転換や発行の価格を決めるという点では同じである。

我国の株式は株主割当・額面発行の形態で発行されてきたので株価も増資プレミアムを前提として形成されてきた。

増資と云えば直ちに増資プレミアムが連想され、株価を上げる材料になっている。

それなのに増資プレミアムが期待できなくなれば株価はそれにふさわしい水準まで下落せざるをえないわけである。

株価が下がれば時価発行の利点も少なくなるし、投資家が増資に応じなくなるであろう。どんなにすぐれた自己資本充実策も、投資家が一方的に損をするようなものは証券市場に受け入れられない。

増資はそれによって資金を調達する企業側の利益と、資金を払い込んでこれに応ずる投資家の利益とが調整される上に成り立つのであり、投資家の利益が一方的になくなり、株式投資への意欲を失わせるようなことがあれば、いかに増資を希望する企業が多くても増資は円滑には進まない。

それゆえ、増資にあたっては、発行企業側の利益からだけでなく、増資に応募する株主の利益をも十分考慮して決定することが必要である。

新株時価発行を短期的視点でみるならば、今まで株主に帰属していた増資プレミアムが企業側に転移するわけであるから株主にとって不利であることは云うまでもない。

それに比べ額面発行・株主割当て増資は、株主にとって非常に有利なよう

新株時価発行に関する一考察

に見える。

そこで株主や証券業者は額面発行増資を歓迎し、時価発行増資を忌避するわけであるが、果して額面発行増資が株主にとって常に有利であるかどうかと云うと次のような場合が考えられる。株式が額面で発行される場合、その時の株価が何百円であろうと、株主は額面金額50円を払い込めば良いから、増資プレミアムを取得できて有利であるが、そのかわり、景気の後退期で株式市場の環境が悪化している場合でも、プレミアムがあるかぎり、株式の払い込みに応じなければならない立場に立たされる。

したがって企業の成長力や増資力が大きく期待されるときには、二回あるいはそれ以上にわたる増資予想を折込んで株価は高騰し、多額の増資プレミアムや株式値上り益が取得できる。しかし企業の成長力や増資力が社会経済的理由から抑圧されるようになると、増資プレミアムを取得する機会が減少するから、株価は急激に暴落せざるを得ない。

事実35年上期までは戦後の復興需要とそれにつづく技術革新の推進によって商品を作れば売れる高圧経済が続き、製造工業の利益率が上昇傾向にあったので、企業は先ず、借入金によって設備投資を積極的に行った。金利は利潤率より低いから、その分だけ自己資本比率を上昇させる一方、資本金が企業規模と比較して過少になるため株主は高率配当を取得できるだけでなく、高率配当を反映して株価は騰貴し、株式の需給面からも株価を押し上げたので、大幅な株式の値上り益を獲得できた。

やがて企業が増資に進むと、株主は増資プレミアムを獲得する事ができて非常に有利であった。

しかし、36年以後は、高圧経済から低圧経済へと次第に移行して、企業の利益率が収益、コストの両面から低下していったのに、いぜん高水準の設備投資が進められ、金融が窮迫して銀行から借入れが困難になると金繰り増資⁽²⁾を強行した。

新株時価発行に関する一考察

製造業，売上高純利益率，総資本利益率

営業期間	売上高純益率	総資本収益率
30年上期	5.13	4.90
30年下期	5.88	5.19
31年上期	7.15	5.97
31年下期	8.44	6.84
32年上期	7.68	6.58
32年下期	5.62	5.48
33年上期	4.50	4.79
33年下期	4.62	4.86
34年上期	5.96	5.90
34年下期	7.55	7.10
35年上期	7.85	7.38
35年下期	7.58	7.19
36年上期	6.84	6.75
36年下期	6.16	6.13
37年上期	4.78	5.42
37年下期	4.26	5.03
38年上期	4.79	5.60
38年下期	5.49	5.97
39年上期	4.79	5.30

日銀 主要企業経営分析

そのため増資のすんだ後は、いつも景気が後退し、一株あたりの利益が大幅に減少して、企業は非課税で内部留保ができる税法上の特典を活用できなくなり、それを活用しようとすれば減配⁽³⁾せざるを得なくなる。

特に39年以後は株式市場に株があふれて共同証券や証券保有組合が設立され⁽⁴⁾、さらに40年2月から増資は原則としてストップされて資本調達市場の機能が完全にマヒしてしまった。ついで40年5月には信用制度保持

の為、日銀法25条が発動され、山一及び大井証券に特別融資⁽⁵⁾が行われた。

企業は計上利益を作り出す為、償却方法を定率法から定額法へ変更したり⁽⁶⁾、さらに悪質な決算の紛飾⁽⁷⁾を行って蝸配を行うようになり、39年末からは高度成長を高く評価された企業が不況抵抗力の低下からつぎつぎと倒産して⁽⁸⁾いった。

39年東証上場会社監査報告書

東証第一部

		上	期	下	期	
		社数	構成比	社数	構成比	
総合意見	適 概 意 見 差 控 不 適 正	正	328	54.6	317	53.7
		ね 適 正	252	41.9	254	43.1
		見 差 控	12	2.0	10	1.7
		不 適 正	9	1.5	9	1.5
報告書の類型	{	無 限 定 意 見	310	51.6	286	48.5
		限 定 意 見	291	48.4	304	51.5

新株時価発行に関する一考察

限定事項の内訳	{ 会計処理 継続性変更 表示方法	331	66.3	320	61.0
		18	3.6	60	11.4
		150	30.1	145	27.6
同 第二部					
総合意見	{ 適正 概ね適正 意見差控 不適正	286	57.9	247	53.6
		185	37.4	190	41.2
		13	2.6	4	0.9
		10	2.0	20	4.3
報告書の類型	{ 無限定意見 限定意見	281	56.9	240	52.1
		213	43.1	221	47.9
限定事項の内訳	{ 会計処理 継続性変更 表示方法	267	76.5	272	70.3
		19	5.4	38	9.8
		63	18.1	77	19.9

大井証券東京調査部調べ

上期（1月期～6月期）・下期（7月期～12月期）

以上のような経済環境を反映して、株価は36年7月18日の1,829円をピークとして下降を続け40年7月12日の1,020円まで44.2%も下落し、株主は増資プレミアムを取得してもその利益は大幅な減配で消滅しその上に株価の値下がり、手ひどい打撃をうけたのである。

つまり額面発行は株主にとってプラスばかりではなく、マイナスの面も大きかったわけである。

額面発行とは逆に、新株時価発行は、株主にとって増資プレミアムを失うと云う大きなマイナスがあるが、企業がプレミアムの取得によって、まず企業の体質を強化し、収益力を向上させ、その上で株式配当や株式の無償交付などの形で株主に還元して行くことにすれば、株主の利益にもつながるわけである。その上企業の自己資本が充実し、金融機関の発言力もおさえることができ経営財務上企業の競争力が強化される。

たとえば、ソニーは36年と38年の二度 A. D. R. を発行し、それで得た資金を有効に使用して自己資本の内容を充実し、利益も順調に伸びたので41年4月期に5分増配を行って株主にプレミアムを還元している。

新株時価発行に関する一考察

呉羽化学工業も37年には75円、39年は100円払い込みの新株時価発行を行ったが39年11月に増資したとき5年以内に4割の無償増資を実施する事を株主に公約した。その後呉羽化学は、塩ビのプラントをソ連・ノルウエー・英国などに輸出し、それにとまう特許料・技術指導料が41年9月期には702,000,000円にも達し、前期の利益を大幅に上まわる事が確実となったので内部留保を充実する一方、42年度中に資本準備金2,398,000,000円の一部を取りくずして、二割無償増資を行ない株主に還元する意向と伝えられ、残る二割も増資負担に耐えられる業績が持続できるようになり次第、できるだけ早い機会に無償増資を行う意向である。

日通の場合、すでに再評価積立金などの内部留保をほぼ90%ちかく株主に還元していると云う実績があり、今回も「転換によって生ずる増資プレミアムは株主に還元する」と約束し、「時価転換社債の発行を我国で初めて行う以上株主に対する経営責任を再確認していくつもりだ」と言明しているので、約束がまもられる限り、長期的視点にたてば、株主は相当な利益を取得できるはずである。

- 注 (1) 東証は、日本通運の株価を150円に固定させた行為が、「実勢を反映しない作為的相場を形成させるべき一連の売買」であるとして野村証券に7月1日の自己売買停止処分、勧業証券には理事長戒告処分を行った。売方の日興、大和、山一には、始末書を提出させた。
- (2) 企業資金調達に占める株式の割合は、27年12.0、28年15.6、29年23.2、30年14.1、31年12.5、32年15.9、33年14.3、34年10.9、35年15.9、36年21.9、37年18.6、38年10.1であり、ブームの後半から後退の初期である28～29年、32～33年、35～36年には増資が急増している。
- (3) 東証第一部上場会社の一株あたり配当金は、28年9.48円、29年7.95円、30年7.47円、31年7.08円、32年7.03円、33年6.23円、34年6.04円、35年6.19円、36年5.99円、37年6.06円、38年5.83円であり、大量増資後の減配率は高い。
- (4) 39年1月に日本共同証券が設立され、1,900億円の株式を買い上げた。翌40年1月には日本証券保有組合が発足し2,300億円の株式を凍結した。
- (5) 40年5月28日山一証券に日銀特別融資、同年7月6日に大井証券へ日銀特別融資

新株時価発行に関する一考察

決定。

- (6) 39年春に自己資本充実を目的として税法が改正され、38年下期には償却率が13.63であったのが39年上期には15.19へと上昇した。その為、利益の少ない会社は39年後半から償却方法を変更した会社が多かった。日本製鋼所、日本コロンビア、日本曹達、山陽パルプ、堺化学、丸善石油、日本ステンレス、日本金属工業、特殊製鋼、トビー工業などはその例である。
- (7) 山陽特殊鋼、サンウェーブ工業、厚木ナイロン工業、八欧需機、積水化学工業、東洋ベアリング。
- (8) 倒産した上場会社は、東京発動機、品川製作所、福泉醸造、関西工機、東京電機製造、ネコス、日電工業、新世乳業、日本特殊鋼、サンウェーブ工業、山陽特殊鋼などであった。

4. 時価発行への移行条件と株式需給調節機能

戦後の復興需要と、それにつづく技術革新ブームに支えられた高圧経済のもとでは、高い利潤率によって高率配当を可能にするから額面発行も活発な資金需要に応じて、一度に多額の資本を集中して経営規模を拡大できると云う利点があった。

しかし低圧経済になると利潤率が低下するから、額面発行では、一株あたりの配当負担が大きいために税法上の特典を活用できず、とくに不況が長期化した時は、企業の業績悪化により増資減配、決算の紛飾、蝸配など額面割り当ての弊害が強く出てきて経営者不信を招く事になる。

事実、ここ数年、額面発行下での株価を形成する基礎になっている増資後の配当率に対する株主の期待はすでに裏切られている。

つまり額面発行は、一株当りの資産・利益を稀薄化するから、企業は増資後の減配によって、株式資本のコスト高を是正することになり、株主にとって実質的に有利ではなくなってきているのである。

そこで一株あたりの収益を低下させる増資を補正する為、すでに欧米で行われている新株時価発行への移行が考えられるわけである。新株時価発行が一般

新株時価発行に関する一考察

化すれば、

A. 株式の価値とB. 株式需給の両面より一株あたり収益の低下を防ぐ事が期待できる。即ち、A. 株価が額面を超える企業が新株を発行すれば、無原価のプレミアムが取得でき、調達資金量のわりに発行株数が少なくてすむ為に一株あたりの利益の低下を防ぐことができる。

そしてB. 増資新株の発行価格は旧株の市場価格を基準として決定される為に、株価が下がれば新株発行が、自然に減って株式の供給がチェックされ、反対に株価があがれば新株発行がふえて株の高騰が自然にチェックされることとなり、自動的に株式発行量が調整されるから、不況で株価が下降線を辿っている時に、質の悪い増資が強行されて株式が水増しされ、一株あたりの利益を低下させると云う悪循環が防げるわけである。

アメリカでも19世紀後半に、国内市場の拡大と、工業化の推進を軸に新規事業の設立・企業規模の拡大が急速に進み、その資金調達手段として1,875年～1,900年にかけて巨額の額面発行増資が行われた。

その結果水増し株が株式市場にあふれて一株あたりの収益や配当を低下させ、株式市場の機能がマヒしてしまったのである。

そこで不良増資を防ぐ方法が各方面で研究され、1,892年ニューヨーク弁護士協会の特別委員会が無額面株⁽¹⁾の発行を提起してから20年後の1,912年に第四次無額面株法案⁽²⁾が議会を通過し、ニューヨーク株式会社法第12条によって、無額面株の発行がみとめられた。

これをきっかけとして1,927年迄に他の39州も無額面株の発行に関する法規を制定し、第一次世界大戦ブームにもとづく企業の業績向上を背景に大幅な増配を行って株主を優遇し、時価発行の前提となる無額面株の発行がスムーズに普及していったわけである。

1,930年以後、租税の軽減をはかるなどの理由で無額面株を低額面株に変へる企業が多くなるにつれて、株主割り当てプレミアム付発行、公募プレミアム

新株時価発行に関する一考察

付発行、公募時価発行へと時間をかけて段階的に時価発行増資を推進してきた。

その間に株式分割や株式配当などの株主優遇ルールが確立し、さらにそれを可能にする巨額の内部留保が企業内に営々として蓄積されたから、無理なく公募時価発行へ移行できたわけである。

現在我国の株式市場は41年9月払込み分から増資調整が打切られて1年7ヵ月ぶりに一応増資が全面解除となった。

しかし、いぜんとして大量の棚上げ株が存在し、日銀法25条の発動をしなければおさまらなかつたほどのきびしい証券不況⁽³⁾を、ふたたび繰り返さないようにするには、株式市場にプライス・メカニズムを確立して、無謀な増資の強行を阻止し、株式市場の機能マヒを未然にふせぐよう精力的に努力せねばなるまい。額面発行に比べ時価発行の場合は、増資の質の選別が容易になり、質の悪い増資を防ぐ事ができるのであるから、この際基本的方向として時価発行制度にきりかえてゆくべきであろう。

だが、企業収益の大幅向上がのぞめない段階で、これを一気に切り替えるのは、市場に大きなショックを与え一時的混乱をまねく恐れがある。故に増資を行っても減配の心配がなく、むしろ増配するだけの収益力をもった企業から漸次実施して時価発行の実績を作っていくことが賢明な方法であろう。

新株時価発行への移行条件としては次のようなことが考えられる。

- A. 経営者不信感の除去……（株主の利益を守る優良企業が発行時に配当率の維持ないし増配を約束して、のちにそれを実行して株主尊重の実績⁽⁴⁾を積み重ねていく。）
- B. プレミアムを株主に還元するルールの確立⁽⁵⁾……（収益力の向上に応じて企業がいったん取得したプレミアムを株主に返して行く。）
- C. 引受機関の設置⁽⁶⁾……（市場のプライス・メカニズムを活用して質の良い増資を促進し、株主優遇に徹しない企業の質の悪い増資は引受けを拒否するだけの実力をそなえたインベストメント・バンクを設置する。）

新株時価発行に関する一考察

- D. 企業収益が大幅向上できるだけの景気上昇⁽⁷⁾……（時価発行にはプレミアムの株主還元という責任が存在する以上、企業収益を増大し、内部留保を厚くする為。）
- E. 資金の余裕……（企業に内部金が蓄積されておれば無理な増資をしなくてすむ⁽⁸⁾）

以上の条件がそろえば、時価発行へスムーズに移行することが可能である。

ところが、34年から36年の設備投資ブームの時に、我国でも額面発行増資と並行して部分公募時価発行が多くの企業で実施されたが、それが順調に推進されず失敗に終わったのは、ソニー・呉羽化学等一部の企業を除いてかなりの企業が発行後間もなく増資減配⁽⁸⁾をしたため、株主は大きな打撃をうけた。その結果、株主は「時価発行を行う会社は、内容の悪くなりかけた会社である」と云う不信感をもつようになり「プレミアム還元は期待薄」と云う気持を持たせてしまったためである。

それゆえ企業は、株主尊重を事実で示して投資家の信用を回復することが先決問題である。

つぎに現在の株主や投資家は増資プレミアムを期待して株式に投資しているので、過渡期における株式市場へのショックをできるだけ少くする配慮が必要である。

その方法として時価転換社債及び西独方式の増資を利用し、株式市場のプライス・メカニズムを反映させるのである。

時価転換社債の場合、株価が転換価格を確実に上回り、キャピタル・ゲインが確実に取得できる段階がきてから株式に転換すればよいし、もしそのようにならない時は、社債として保有すれば損失とならない。

一方西独方式であれば、株主もある程度プレミアムが取得でき、しかも発行会社の増資を引受証券会社が質的に選別した上で、旧株所有者に新株を優先的に割り当てるから質の悪い増資を防ぐことができるであろう。

新株時価発行に関する一考察

- 注(1) アメリカでは1833年 East Boston Company が無額面株を発行しているが、その株式は有限責任でなかったため、今日の無額面株と区別される。
- (2) 無額面株法案は1909年、1910年、1911年と議会で提出されたが、いずれも法案は無効となった。
- (3) 企業の利益率低下とは逆に、有償増資額は、34年1,756億円、35年3,471億円、36年6,739億円、37年5,983億円、38年4,031億円、39年5,291億円と増加して行き、証券不況の原因となった。
- (4) ソニーは41年4月期に5分増配した。
- (5) ロンドン取引所上場会社の増資は1,960年有償298社、無償503社、1961年有償275、無償407、1,962年有償176、無償313となっており無償増資が非常に多い。
- (6) アメリカでは地位の高いインベストメント・バンクが、西ドイツでは有力銀行のシンジケート団が増資を引受けている。
- (7) アメリカは第一次大戦のブームを背景に時価発行へ移行し、西ドイツも1959年の景気上昇期に移行している。
- (8) 並行増資を行った八幡製鉄や東芝などが増資後減配している。

5. 結 論

現在企業は、高度成長期の借金経営に依る急速な設備拡大とその後の不況にもとづく収益力の大幅低下によって、財務内容が非常に悪化し、資本の自由化を控えて、国際競争力強化の為に、その改善をせまられている。

資本構成是正の為に社内留保充実がのぞましい事はいうまでもないが、収益向上に依る自己資本比率の向上を早急に求めることは困難である。

そこで増資と云うことになるのであるが、長期資金を企業に調達させる任務をもつ証券市場も36年以後の金繰り増資強行の為、市場の需給調整機能が破壊され、一応41年9月から増資が全面解除になったが、それでも株式の過剰になやまされている実情である。その上増資減配、増資ストップなど額面増資の弊害が表面化した現在、社内留保の蓄積を促進し、同時に株式発行の自動的調節力をもっている新株時価発行は必然的な結果として実現されるべきであろう。

一方企業は、巨額の設備を所有して減価償却を中心に、内部蓄積が増加の傾

新株時価発行に關する一考察

向⁽¹⁾を辿りはじめた。

それゆえ企業の配当政策をかえれば、無償増資などの形で実質的な増配を行なう物質的基礎が、次第に形成されてきている。

そこで今後は基本的方向として株式の額面発行から、新株時価発行への移行が推進される諸条件が急速に醸成されつつあると云えるのである。

しかし前述の如く企業収益の大幅向上がのぞめない段階で、一挙に時価発行に切りかえるのは無謀であり収益力の高い優良企業⁽²⁾から新株のプレミアム付発行などの形式で漸次段階を追って実施すべきであり、その場合根強い株主の経営者不信感を取りのぞく努力、即ち株主尊重を事実で示して、投資家の信用を回復することが前提条件であることは云うまでもないことである。

注(1) 製造業の減価償却額は32年度1,460億円、33年度1,650億円、34年度2,120億円、35年度2,620億円、36年度3,560億円、37年度4,030億円、38年度4,510億円、39年上期2,730億円と急激に増加し、これは企業に内部資金として蓄積される。

(2) 株価が高い企業で、収益力が高く、財務内容もすぐれ、株主の信用も高い。