

株式の過剰発行と証券市場

岡 田 康 司

- 1 章 序 論
- 2 章 株式過剰の表面化
- 3 章 大量増資と投資信託
- 4 章 額面発行から時価発行へ
- 5 章 結 論

1 章

41～42年にわたる好況をよそに、証券市場は株式の需給ギャップから低迷を続けている。それは次の理由に依る。

- A 証券ブーム時以降に、企業側が資金調達力⁽¹⁾以上の大量増資を強行した。
- B 証券側も株式の推奨販売⁽²⁾や株式投信の手段により大衆投資家から無理な資金まで動員した。
- C その結果、株式の需給バランスが崩壊し、やがて株価及び投信基準価格の下落を通じて大衆投資家が市場から離散した。

大衆投資家の存在を前提にした株式市場において、その市場復帰が容易に進まない現在、株価の長期低迷もやむを得ない。

そこで、株式需給のアンバランスを作り出した基本要因を探り、証券市場発展の為、企業が資金調達力に応じた増資を行なう機構が何であるかに関して考察してみようと思う。

注(1) 企業の資金調達力を測定する基準としては、内部資金調達力や増資力を測定する

株式の過剰発行と証券市場

収益力、借入金や買掛債務の能力をはかる担保余力、資金効率化の為の管理能力などがあるが、ここでは収益力を資金調達力の代表基準とする。

- (2) 証券会社が銘柄をきめて、その銘柄を重点的に顧客にすすめ、短期間に大量の株式を宣伝販売する方法。

2 章

17の不況カルテルを数え、単なる金融緩和だけでは容易に回復しなかった経済不況も、国債発行に依る景気刺激策と輸出増大で需給ギャップが解消し、40年10月を底に立直った。41年後半からは民間設備投資や個人消費が増大し、景気は42年にかけて自律的な上昇過程に移った。

これにともない企業業績は42年9月期現在で4期連続の増収増益となり、平均配当率も5期ぶりに1割を回復した。

しかるに株式市場では41年4月1日の1,588円73銭をピークに株価が下降に転じ好況にもかかわらず大衆投資家を市場に復帰させる事ができず、前回同様「好景気の株安」現象をはっきり示した。即ち、41年前半までは投機家の信用買と大幅な金融緩和を背景とする金融機関買で金融相場を形成したが、それに続く大衆資金の動員ができず株価上昇はストップした。

41年後半からは、相場を動かす基本要因である企業業績が好調なのに、株式投信の継続的売り越しと凍結株の放出が株価決定の直接的要因である株式需給の改善をさまたげたから業績相場の展開が実現しなかったのである。

43年に入ると、維然、投信の売り越し基調が続き、凍結株も潜在的供給要因として存在しているのに、今度は金融引き締め企業段階への浸透を反映して増資の急増が心配されるようになってきた。

第1表の通り、増資は41年が198社1,932億円、42年も212社2,048億円と好況期には、月平均160億円～170億円と低水準で推移してきたのが、42年9月以降の金融引き締めによって、銀行融資制限——社債発行規制——増資増大といった一連の動きが表面化してきたわけである。大蔵省が集計した6月払い込み有

株式の過剰発行と証券市場

償増資額は旭硝子 $\left(\frac{1}{3}\right)$ 、東京瓦斯 $\left(\frac{1}{4}\right)$ 、東京電力 $\left(\frac{1}{4}\right)$ 等大手企業の増資発表で2月8日迄に503.5億円と41年5月の増資調整廃止決定⁽¹⁾以降最高の水準になっている。

第1表 増資状況

単位百万円

41年 月	第1部		第2部		総計		42年 月	第1部		第2部		総計	
	社数	金額	社数	金額	社数	金額		社数	金額	社数	金額	社数	金額
1	3	4,503	5	995	8	5,498	1	1	290	6	1,594	7	1,884
2	4	8,119	11	5,013	15	13,131	2	10	22,760	9	4,666	19	27,426
3	7	26,231	8	1,855	15	28,086	3	14	12,155	16	2,578	30	14,734
4	4	14,400	3	311	7	14,711	4	0	0	5	707	5	704
5	7	13,086	8	1,315	15	14,401	5	7	12,060	7	1,163	14	13,223
6	7	13,961	7	1,481	14	15,442	6	8	17,971	10	1,071	18	19,043
7	7	8,587	4	366	11	8,953	7	4	16,423	7	1,438	11	17,861
8	10	29,816	8	1,576	18	31,393	8	2	3,508	5	1,383	7	4,891
9	36	30,178	14	2,638	50	32,817	9	16	28,630	28	7,590	44	36,221
10	3	3,390	5	810	8	4,200	10	4	13,382	10	6,264	14	19,647
11	15	19,139	16	3,080	31	22,220	11	12	39,747	18	5,064	30	44,811
12	1	700	5	1,677	6	2,377	12	5	3,015	8	1,364	13	4,379
計	104	172,110	94	21,117	198	193,229	計	83	169,941	129	34,882	212	204,827

増資等調整懇談会調べ

例えば東京電力の場合、2～3月に予定していた起債額384億円中23%ほど削減され、その後も一段と金融がつまると見て繰上げ増資に踏み切ったようである。

今回の場合は、過去4期間にわたる景気上昇で企業が内部蓄積を厚くする等積極的に体質改善を進めてきたし、大企業の41～42年の設備投資は自己資金により行なった所が多かったので過去の引き締め期に比べ資金調達ゆとりが残されている。したがって現在のところ39年当時のような金繰り増資や駆込み増資の急増はないと見られる。

しかし、いずれにしろ不況期の増資は証券市場から資金を吸い上げるだけの不健全な増資が多く、浮動株を増大させて株式需給を大幅に悪化させる。

株式の過剰発行と証券市場

39年から40年にかけて4,200億円の株式を棚上げし、さらに増資ストップと云う株式市場の機能を自己否定するような証券危機を招いたのも、もとはと云えば不健全な増資の殺到にあったのである。

上記のように増資が好況の終りから不況の初めにかけて急増するのは、企業が設備投資を行なうにあたって、資金コストの安い借入金⁽²⁾を主軸に進め、金融が窮迫して銀行から借入が困難になってくると、金繰り増資を強行する為である。即ち景気上昇の初期には、企業の収益力が高まり株価は上昇するが、借入れが容易である為資金コストの安い借入金が増加して増資はあまり増えない。その結果、増資は好材料として歓迎され、低利回りに買い込まれる。好況末期に近づくると企業の収益力は一段と高くなるが、金利も高くしかも借入れが次第に困難になるので増資がふえはじめ市場は二、三回先の増資を織り込んで人気化し株価は急騰する。やがて、好況末期から不況初期にかけて金融引き締めが進行すると、金融難から金繰り増資が殺到し、一株当りの収益は急速に低下し、株価は急落し、増資調整が必要となってくる。

36年及び39年の増資急増はその好例である。そこで先ず36年の例から見て行く事にしよう。

30年以降、我国は技術革新に基づく新規投資の増大と大衆購買力の増加に依る耐久消費財の売れ行き増加を車の両輪として高度成長期に入った。

高度成長を支えた革新技術は、量産効果が大きく、しかも多数の企業に依りほとんど同時に企業化されたので、各企業は競争に勝つ為規模の拡大に依るコストの引き下げを図る必要があった。

そして大量生産は大量販売の裏付けを必要としたので、生産、配給機構確立の為、膨大な資金を必要とした。しかし蓄積の少ない我国の企業は所要資金を主として銀行から借り入れたのである。

第2表は設備投資循環の上昇期に企業の継続的に増大する資金需要が主として民間金融機関によって賄われた事を示している。

株式の過剰発行と証券市場

不況の29年には産業資金総供給に占める民間金融機関の比重が66.2%と低かった。しかし設備投資循環が上昇に転ずると、その比率は31年76.8%と急増し、その後も32年73.4% 33年72.4% 34年73.1% 35年71.2%と70%台を維持している。

第2表 産業資金総供給の構成比

年	総計	株	式	社	債	貸出		
						民間金融機関	政府金融機関	融資特別会計
	億円	%	%	%	%	%	%	
28	10,632	15.6	3.9	69.2	7.8	0.8		
29	6,119	23.2	3.0	66.2	16.3	2.6		
30	6,764	14.1	3.9	68.9	11.1	3.3		
31	14,165	12.5	4.1	76.8	5.0	2.3		
32	17,982	15.9	2.9	73.4	6.1	1.9		
33	16,310	14.3	3.5	72.4	7.3	2.5		
34	21,051	11.1	6.9	73.1	6.4	2.5		
35	29,272	16.1	5.2	71.2	5.5	2.0		
36	41,716	22.3	9.2	63.0	4.3	1.2		
37	42,038	19.0	3.2	70.7	5.8	1.4		
38	57,273	10.3	2.9	81.7	3.8	1.4		
39	50,941	15.5	3.0	73.3	6.9	1.3		
40	48,645	5.4	4.5	81.5	7.4	1.2		

日銀調べ

第3表 民間設備投資比率と総投資比率 単位%

	民間設備投資比率	総投資比率
30年	11.4	21.4
31年	14.5	24.1
32年	16.3	26.8
33年	14.5	26.1
34年	16.5	28.2
35年	20.4	32.2
36年	22.4	35.0
37年	20.8	35.2
38年	20.3	34.8
39年	20.5	34.6

経済企画庁調べ

株式の過剰発行と証券市場

この期間に第3表の通り企業は積極的に在庫を積み増し、設備の新設、拡張を行なった。

その結果、第4表に示す通り設備投資の需要効果が投資財産業に高利潤を与え、しかもその乗数効果によって大衆の所得を増大させた為、消費財の需要も高まり、全産業の利益水準を引き上げることになった。

第4表 製造業利潤率の推移 単位%

	資本金純利益率	自己資本純利益率	総資本純利益率
30年上期	41.2	13.0	5.1
下期	47.7	15.3	5.9
31年上期	55.8	18.6	7.2
下期	59.4	22.2	8.4
32年上期	56.3	21.9	7.7
下期	40.4	16.7	5.6
33年上期	29.0	12.7	4.5
下期	29.8	13.4	4.6
34年上期	42.4	19.1	6.0
下期	50.0	24.4	7.6
35年上期	51.7	25.7	7.9
下期	47.1	24.5	7.6
36年上期	41.6	22.3	6.8
下期	35.4	20.1	6.2
37年上期	25.9	15.7	4.8
下期	23.0	14.1	4.3
38年上期	28.0	16.9	4.8
下期	31.4	19.0	5.6
39年上期	28.4	17.2	4.8
下期	24.8	15.5	4.3
40年上期	21.3	13.0	3.5

日銀調べ

日本経済の好況を反映して株式相場も活況を続け、増配、増資を材料にダウ平均株価は、30年平均374円から35年平均1,116円迄上昇し、年間の売買高は30年の25億株から35年の272億株⁽³⁾に増加した。

このようなブームの中で増資が活発に行なわれ、34年の増資額1,756億円か

株式の過剰発行と証券市場

ら35年に3,471億円翌36年に6,739億円と増資倍増時代が続いた。そこで株式市場は人気化し、株価は35年末の1,356円71銭から翌年7月18日には1,829円74銭へと急騰した。しかし同月22日の公定歩合1厘引上げをきっかけに金融引き締めが実施されると36年後半から37年にかけて金繰り増資や法人持ち株の換金売り、個人株主の親株売り⁽⁴⁾が市場に殺到して株式需給を大幅に悪化させ、株価は1,829円をピークに36年12月には1,258円へと急落し、翌37年10月には1,216円を記録している。

金詰りが株式市場へのシワ寄せとなり、37年には遂に増資等調整懇談会が増資調整を行ない1ヶ月の増資額を500億円に制限した。

しかし37年以降設備投資の生産効果が表面化して供給超過となり、売上が増えても利益があがらない企業がふえているので株式の供給過剰を避けることができなかった。次に39年の例を見て行くことにする。

37年秋から38年春にかけて公定歩合が4厘引下げられ⁽⁵⁾、景気は回復から上昇にむかったが⁽⁶⁾、大銀行を中心に系列化された企業集団がマーケット・シェアーの拡大競争を展開したので、売上債権の増加によって売上がふえても総資本回転率が落ちて金利負担を増し、その為、過去の景気上昇期に比べ増益率が低かった。それに加え前回の不況で株式市場の体質が悪化していたから、株価は38年4月15日のダウ1,634円をピークに反落に転じ、同年7月のケネディ・ショック⁽⁷⁾を契機に株式過剰が表面化して好況下の株安現象を見せた。その後市場は立直ることなく不況期を迎えて、まず金繰り増資、駆込み増資を呼び、法人持ち株の換金売りを誘発し、企業業績の大幅低下から減配続出となって株式の投資価値が著しく低下したばかりでなく、株式の需給バランスも崩壊した。

このような株価不振に伴う市場の不安感を取り除く為に39年1月興銀・富士・三菱銀行主導のもとに四大証券との協力により日本協同証券を設立し、日銀の日証金を通ずる融資によって買出動が行なわれ、ダウ1,200円防衛戦が展開された。しかし大衆投資家の市場離散をうつつして株式投信が9年振りに純減に

株式の過剰発行と証券市場

転じ、手持ち株式を市場に売却せざるを得なくなった段階において38年の増資額を1,260億円も上回る5,291億円もの増資が強行されたので株式過剰はますます増大し、証券危機は深まっていったのである。そこで遂に39年9月に増資調整懇談会が40年2月以降の増資全面ストップと云う非常措置をとるとともに40年1月には証券業者自身の手で日本証券保有組合を設立し、証券業者及び投信保有の過剰株式2,300億円を日銀の融資によって一括棚上げした。

しかし、それでも市況を立て直すことができずに株式市場は低迷を続け、40年5月には四大証券の一つ「山一証券」が投信及び証券運用預りの解約殺到で取り付け状態になった為、大蔵省、日銀が緊急協議した結果、日銀法第25条を発動して興銀・富士・三菱銀行を通じ無担保、無制限の特別融資を決定、283億円を融資し、同年7月には大井証券へも特別融資を決定し、53億円の融資を行なった。

39年～40年不況の影響が証券市場に最もきびしく現われたのは、企業の激しい投資競争と銀行の融資先確保の競争が、利潤を無視して展開され、金融引き締め時になると、そのあと始末を限界資金調達市場にすぎない株式市場に持ち込んだからである。

注(1) 41年5月12日増資調整懇談会が10月から増資規制を廃止すると決定した。

(2) 日興証券の調査に依れば、製造業主力190社の企業ベースで見た利子率は41年上期の時点で8.39%となっている。

東証第一部上場会社の平均配当率は41年9月期が9.2%である。しかも支払利息は税法上損金処理が認められているが、配当は利益処分で課税されるから、借入金の資金コストは増資コストのはほぼ半分ですむ事になる。

(3) 東京証券取引所上場株式の年間売買高

(4) 増資があった時、個人株主が新株に対する払い込み資金を調達する為、旧株を売却する事。

(5) 37年10月27日、11月27日、38年3月20日、4月20日に各1厘づつ公定歩合が引下げられて1銭6厘となった。

(6) 在庫循環の波が上昇して好況となったが、設備循環の波が下降局面にあった為、わずか3期間の増収、増益で終り、増益率も低かった。

株式の過剰発行と証券市場

(7) 38年7月18日にケネディ大統領が、議会に「国際収支改善の為の行動計画」と題する特別教書を送り、金利平衡税の新設提案を行った。このニュースが日本に伝えられると、株式市場では日本の国際収支の前途に不安を持って19日に64円安（下落率4.5%）、翌20日にも58円安（下落率4.06%）と株価が急落し、ダウ平均株価は1,390円になった。

3 章

前章で述べたように、31年から36年迄は日本経済が急速に成長した時期である。

株式市場においても、この間に二回の株式ブームを含みながら非常な発展を遂げた。

株価は旧ダウ平均株価で30年平均374円から36年平均1,548円まで上昇し、年間売買高は30年25億株から36年には310億株⁽¹⁾へ、売買代金にして30年28億円から36年624億円へと増加した。日証金差引残高でも30年には最低13億円、最

第5表 株式投資信託の推移

年	投資信託残存元本			投信元本 増減額	組入れ比率			対全国上場 株式比	
	ユニット	オープン	計		株 式	公社債	コール	組入れ	売 買
30	584.53	10.66	595.19	↓	89.9%	0.8%	4.1%	5.3%	11.1%
31	665.60	11.88	677.48	+ 82.29	77.9%	2.2%	18.8%	3.7%	4.5%
32	1,163.75	205.40	1,369.15	+ 691.67	69.8%	2.3%	26.6%	5.3%	5.7%
33	1,818.13	278.83	2,096.96	+ 727.81	75.0%	2.0%	21.5%	7.3%	7.1%
34	2,650.48	650.34	3,300.82	+1,203.86	73.5%	3.7%	21.9%	8.1%	4.6%
35	4,261.46	1,780.57	6,042.03	+2,741.21	75.1%	7.5%	15.9%	10.7%	5.2%
36	6,774.44	3,494.02	10,268.46	+4,226.43	71.9%	15.3%	10.8%	11.1%	8.6%
37	7,507.52	3,798.76	11,306.28	+1,037.82	78.6%	10.2%	9.4%	10.9%	6.3%
38	8,832.81	2,871.08	11,703.89	+ 397.61	84.5%	5.0%	8.0%	10.8%	7.2%
39	8,442.19	3,173.40	11,615.59	- 88.30	81.3%	5.5%	11.1%	9.3%	10.1%
40	7,497.65	2,165.63	9,663.28	-1,952.31	74.6%	7.3%	15.4%	7.3%	7.8%
41	6,105.48	1,902.62	8,008.10	-1,655.18	67.1%	13.3%	17.8%	5.1%	5.8%

証券投資信託協会調べ

株式の過剰発行と証券市場

高35億円だったものが36年には最低176億円，最高354億円へと増加している。

上記のように株式市場が活況を続けていたので，増資も活発に行なわれた。

30年の有償増資額671億円から最盛期の36年には6,739億円にも達した。このような大量の増資を容易にしたのは株式投信であった。

第5表に示した通り，30年の株式投信残存元本は595億円にすぎなかったが32年には前年より691億円増加して1,369億円へと急激に拡大し，36年には前年より4,226億円増加して1兆268億円と1兆円の大台を越え，上場株式総額のほぼ11%に相当する株式を投信に組み入れて投資信託主導型の相場を展開した。

即ち，投信の買い—相場の上昇—基準価格の上昇—投信募集の増加—投信の買いと云う投信のメカニズムによって株式市況を活況に導き，大衆の資金を動員して増資を容易にしたのである。

今ここに年間の投信元本増加額と，その有償増資額に対する比率を示せば第6表のようになる。

第6表 投信元本増加額とその有償増資額に対する比率

年	A 有償増資額	B 投信純増	$\frac{B}{A}$
	億円	億円	%
30	671	—	—
31	1,791	82	4.5
32	2,050	691	33.7
33	1,728	727	42.1
34	1,756	1,203	68.5
35	3,471	2,741	79.0
36	6,739	4,226	62.7
37	5,938	1,037	17.3
38	4,031	397	9.8
39	5,291	— 88	—
40	1,171	— 1,952	—
41	1,930	— 1,655	—

有償増資額は野村調べ，投資信託純増額は証券投資信託協会調べ

31年には，わずか4.5%にすぎなかったのに，32年には33.7%33年には

株式の過剰発行と証券市場

12.1%と上昇し、設備投資ブーム時代には34年 68.5% 35年 79.0% 36年 62.7%と年間有償増資額の大半を投信が消化した事になる。換言すれば、投信があって初めてこれだけの大量増資が行なえたわけであるが、31年の1人平均投信申込額が105,000円であったのが36年には47,000円と云う数字が示す通り、株式投資に不むきな低所得層の資金迄無理に動員して収益力の伴わない金繰り増資や食い逃げ増資⁽²⁾を強行させた所に株価反落期の谷を深くし、株式市場の構造不況を招いた原因がある。投資信託は、その専門家が危険分散的方法を通じ長期的視点に立って運用するものであるから株価が低水準にある時買いにまわり、相場の上昇期には売りの姿勢をとって株価変動の波を小幅にするとともに長期間に手がたく基準価格の水準を高めて行くべきなのである。しかるに投信各社は、激しい高率分配金競争とその実績を材料にした投信設定競争を行なって零細な大衆資金迄投機の波にまぎ込んだのである。こうした投信の動きが相場の上昇期には大幅の買い越しを続けて相場の速度を加速させ、逆に下降期には、株価の値下り—基準価格の悪化—設定の不振と解約の増加—手持株の売却—株価の圧迫と云う悪循環をひきおこして株式の需給バランスをくずし証券不況を長期化させてしまったのである。

第7表に示す通り株式投信は残存元本の年間増加率が常に50%を越えていた32年～36年の拡大期には、残存元本の増加を背景に大量の株式を買い入れ、特に投機化してきた35年～36年には年間で各1,000億円以上を買い越している。

第7表 投資信託の売買の推移 単位億円

年	買	い	売	り	売	買	差	額
35	3,614		2,486		1,128			
36	5,287		4,051		1,236			
37	4,064		3,310		754			
38	3,397		3,003		395			
39	1,887		2,560		—	673		
40	2,261		2,321		—	60		
41	2,556		4,611		—	2,055		

株式の過剰発行と証券市場

残存元本の増加が10%強に鈍化した37年でも754億円の買い越しを記録している。

しかし38年7月のケネディ・ショック以降株価が下落の一途をたどるにつれて、36年なかば以降の株価急落で回転がきかなくなり、基準価格が大幅に下落していた投信は、オープン型を中心に解約の増勢が表面化してきた。

同年秋～年末にかけて株式投信全体では残存元本が増加したのに売り越しに転じて株式組入比率をおさえる運用態度に変わっている。

39年には株式投信が9年振りに純減に転じた。同年7月から残存元本の減少は、ほぼ恒常化した。第8表に示す通り、解約の増大により運用資金量の減少した投信は10月以降株価が不振でも手持ち株式を市場に売却せざるを得なくなり、一層市況の低迷を甚だしくした。

10月～12月の3ヶ月間に投信は765億円の株式を売り越した為、先に株式凍結機関として設立されていた共同証券が本格的に買い出動して3ヶ月間に1,641億円の株式を市場から買い上げ、かろうじて1,200円の大台を維持したのである。

翌40年には保有組合が設立され1月に820億円、3月に412億円そして7月には594億円の投信手持ち株式を肩代わりして資金繰りをたすけた。株価は同年7月の不況対策発表をきっかけに反騰に転じたが、投信の方は額面割れユニット続出で償還の一年延長措置がつぎつぎにとられていった。

かつては株式市場の大きな需要要因であった投信が、39年、40年と不況の深さを増す中で崩壊し、これほど大量の株式を売り越した事が、株式の需給バランスを大きく崩し、株式市場に対する大衆の不信感を植えつけてしまったのである。

それは個人保有の金融資産にもはっきりあらわれており、36年末に株式12.0%・投信7.0%計19%保有していたものが40年末には、株式11.2%・投信3.6%計14.8%に減少してしまった。特に投信の保有が激減している。

株式の過剰発行と証券市場

第8表 凍結株の推移

単位億円

年 月	共同証券売買 額	保有組合売買 額	株式投信売買 差額	証券会社商品 株券の増減額
39年 1月	—	—	27	(-) 158
2	—	—	11	(-) 42
3	66	—	6	(-) 58
4	88	—	(-) 70	171
5	—	—	(-) 143	(-) 84
6	—	—	50	(-) 32
7	—	—	127	(-) 32
8	29	—	59	22
9	67	—	24	(-) 77
10	341	—	(-) 103	54
11	620	—	(-) 291	(-) 178
12	680	—	(-) 371	18
40年 1月	—	820	(-) 899	59
2	—	501	99	(-) 509
3	—	412	(-) 342	(-) 34
4	—	—	(-) 26	(-) 29
5	—	—	(-) 4	20
6	—	—	(-) 44	(-) 22
7	—	594	(-) 539	59
8	—	—	62	(-) 23
9	—	—	(-) 56	(-) 68
10	—	—	(-) 23	10
11	—	—	(-) 71	(-) 15
12	(-) 2	—	(-) 42	51
41年 1月	—	—	(-) 105	(-) 23
2	—	—	(-) 126	(-) 63
3	(-) 106	(-) 209	(-) 439	243
4	—	(-) 198	(-) 231	76
5	—	(-) 77	(-) 175	112
6	(-) 19	(-) 69	(-) 230	(-) 40
7	(-) 8	(-) 4	(-) 106	(-) 45
8	—	—	(-) 120	(-) 18
9	—	—	(-) 230	—
10	—	—	(-) 82	—
11	—	—	(-) 67	—

株式投信売買差額のうち40年1月、3月、7月は保有組合肩代わり分を含む。日興証券調べ

株式の過剰発行と証券市場

41年に入っても毎月100億円以上の売り越しを続け、凍結株放出問題、米国景気の不安、世界的な高金利と云った材料をきっかけに投機資金が市場から逃げ出すと株式需給の悪化を表面化させ、企業業績が向上しているのに需給不安から株価を低迷させてしまった。

42年も前年につき1,642億円と云う大量の株式を売り越し、市場の大きな圧迫要因となっている。

現在の株式市場の需給バランスをくずしているのも投資信託なら、株式市場のお荷物となっている凍結株も、大部分が投資信託の売却株式だから投資信託が立ち直らない限り、株式需給の改善は、むづかしいと云える。

注(1) 東証第一部上場株式の年間売買高である。

(2) 増資をした会社が、増資後無配にする事を云う。(例)不二越

4 章

2章で述べたように、30年以降の日本では企業の投資機会が広く、投資の期待収益率も高かったので、企業は積極的に在庫を積み増すとともに、設備の新設・拡張を行なった。

経営規模拡大の為、資金需要が増加し、それに応じて増資もふえていった。

我国の増資は株主割当て額面発行が慣習になっていたから、設備投資の上昇期には増資プレミアムの期待が強く、二期・三期先の増資を見越して買い上がり、特に35年～36年の絶頂期には、二回、三回先の増資期待迄織り込むと云った風潮も見られた。

確実な予想に基づく増資プレミアム期待ならともかく、不確実な予測に基づく株価形成は、当然変動を激しくし、しかも2～3%の利回りになる迄買い進まれた。

このように株式市場が投機化した時に、大蔵省が自己資本充実政策の一環として配当軽減措置⁽¹⁾を実施し、増資の促進を図ったので、おりからの金融引き

株式の過剰発行と証券市場

締め依る金融逼迫と重なって増資ラッシュを招いてしまった。

証券市場では、額面発行のメカニズムが誘発した株式の過当投機⁽²⁾を利用した投資信託の拡大と株式の推奨販売に依り、大衆資金を動員して増資ラッシュを消化した。

しかし増資の嵐が去った後、市場に残されたものは、縮小を続ける投資信託と大幅赤字に苦しむ証券会社⁽³⁾と大量の過剰株式であった。設備循環の下降期にあたる36年以降行なわれた高水準の増資は、

- A 収益力との比較においても過剰であり、
- B 市場消化能力のうえからも過剰であった。

先ずAから見て行くと、第9表に示す通り、資本金利益率は循環的変動を繰り返しながら傾向的に低下しつづけ、32年3月期には26.8%であったものが36年3月期には19.7%へ、更に39年3月期には15.0%と低下しつづけ、40年9月期には10.6%と云う低水準を記録している。これは利益金の伸び以上に資本金が増加している事を示している。

つぎに第4表に掲げた製造業の自己資本純利益率と比較して見ると、自己資本純利益率の方は景気の波の変化に応じて循環的に変動しているが、長期的に見ると、29年の不況から回復過程にあった30年上期の比率が13.0%であり、39年～40年不況の大底にあたる40年上期の比率と同じである事は、傾向的に横ばいかやや上向きである事を示し、前述の資本金利益率が低下しつづけているのと異なった動きをしているのが良くわかる。

これは自己資本のなかに占める資本金の割合が大きくなっているからで、今までは、内部留保⁽⁴⁾をあと回しにして増資を中心に自己資本の改善が進められてきた事を示している。しかも設備循環の下降期にあたる36年以降に資本金増加のスピードが上昇したから、それに依って平均配当率も36年3月期の11.0%から40年9月期には10%の大台を割って遂に9.6%迄低下し、それとは反対に配当性向は36年3月期の55.8%から40年9月期には90.7%へと急上昇した。

株式の過剰発行と証券市場

配当性向の高水準は、企業の配当が苦しい事を示し、投資家に減配不安を与え、増資プレミアムの期待を薄くする。

その上、設備投資循環の上昇期には、償却を厚くしたり、引当金等を積み増して、表面の利益が少なくなるよう操作し、36年以降に、かなりの会社が定率法を定額法に切りかえたり⁽⁵⁾、架空利益を計上した事を考えれば、公表された数字以上に資本金利益率の低下が大きく、36年以降の増資に利益の裏付けのない株式発行が多い事を読み取る事ができる。

第9表 東証1部上場企業の業績推移 単位%

決算期	資本金利益率	配当率	配当性向
32年 3月	26.8	13.3	49.6
9月	24.1	12.9	53.5
33年 3月	17.0	11.3	66.5
9月	14.1	10.9	77.3
34年 3月	15.4	10.9	70.8
9月	17.8	10.5	59.0
35年 3月	19.2	10.6	55.2
9月	19.3	10.9	56.5
36年 3月	19.7	11.0	55.8
9月	17.9	11.2	62.6
37年 3月	16.9	11.3	66.9
9月	13.9	10.5	75.5
38年 3月	12.7	10.3	81.1
9月	14.4	10.7	74.3
39年 3月	15.0	10.9	72.9
9月	14.7	10.7	72.7
40年 3月	13.5	10.3	76.2
9月	10.6	9.6	90.7
41年 3月	10.6	9.2	86.9

山一証券調べ

そこで東証第1部に上場されている会社の配当率の動きを見ると第10表の通りで、その大きな特徴は、

- A 2割以上の高率配当会社数が大幅に減少した。

株式の過剰発行と証券市場

- B 9%~13% 配当の会社数が大幅に増加し、配当率が10%前後に平準化する傾向がある。
- C 8%以下の低率配当会社がかかり増加した。
- D 無配会社数が20%近くに達した。

第10表 配当率分布表 (東証第1部)

配当率	31年12月末	36年12月末	41年12月末	42年4月末
1~5%	7社	12社	12社	10社
6	3	14	41	42
7~8	30	33	49	48
9~10	77	124	149	152
11~13	92	169	135	136
14~15	112	125	65	69
16~17	20	38	16	15
18~19	17	23	15	15
20	94	40	31	34
21~25	34	18	8	8
26~29	5	0	2	2
30%以上	25	5	4	4
配当会社数	516	601	527	535
無配会社数	80	61	127	125

東証調べ

もう少し詳しく検討してみると、

- A 20%以上の配当をしている会社は、31年には158社(有配会社総数中の30.6%)を数えたが、36年には63社(同10.4%)に減少し、41年末には更に減って45社(同8.5%)となった。
- B 9%~13%配当の会社は31年には169社(有配会社総数の32.7%)と $\frac{1}{3}$ 以下であったが36年には293社(同48.7%)にふえ、41年末には284社(同53.8%)と36年より9社減少したが比率では半分以上になった。
- C 配当率が8%以下の低率配当会社は31年には40社(有配会社総数の9.7%)と10%以下であったが36年には59社(同9.8%)になり、41年には102社

株式の過剰発行と証券市場

(同 19.3%) と大幅に増加した。

D 無配会社は、31年には80社(東証1部上場会社総数の13.4%)あったが、36年には61社(同 9.2%)に減少した。しかし41年には、実に127社(同 19.4%)と36年にくらべ倍以上にふえた。

配当率の分布表に依り10年間の配当率の推移を調べると、上記の通りで、10年前に比べて企業の配当性向が高くなりながら配当水準が著しく低下している事がはっきりわかる。

これは企業の収益力が傾向的に低下しつつある事を物語り、一般的に云って、額面発行増資を繰り返して行えば、結局資本が水増しされて高率配当が困難になり、特に36年以降の無理な増資が低率配当会社や配当する力を持たない無配会社を大量に発生させたことをはっきり示している。

次にBについて検討してみると、36年以降の行き過ぎた増資と、その後の大幅な減配は、大衆資金を元本保証の証券や預金へ転換させ、株式需給の両面に悪影響を及ぼした。

一番株式需給に大きな影響を与えたのは資金の大部分を大衆に依存している株式投信で、第11表の通り36年の設定元本5,882億円をピークに、その後大幅に減少し、特に39年以降は設定の不振・解約の増加から残存元本の継続的減少となった為、株式需要者から株式供給者へ180°転換する事を余儀なくされた。

その結果、市場は株式の洪水となり4,200億円にのぼる株式を凍結せざるを得なかった事実が市場の消化能力を越えていた事を物語っている。

日本のように額面によって新株発行が行なわれると、株価水準が特に増資のチェック要因とならない為、金繰り増資の洪水を防ぐ事ができず、大量の過剰株式を発生させるけっかとなった。

額面増資においては、新株の発行価額が額面金額であるのに対し、旧株の市場価格は、額面価額+増資プレミアムであるから、株価が額面価格をある程度上回っているかぎり企業は増資を強制的に実施することができる。

株式の過剰発行と証券市場

第11表 株式投信の設定・解約・償還の推移 単位億円

年	設定元本	解約元本	償還元本	残存元本
32	925	161	71	1,369
33	1,064	257	78	2,096
34	1,824	588	32	3,300
35	3,620	879	0	6,042
36	5,882	1,557	98	10,268
37	3,471	2,291	141	11,306
38	3,318	2,742	178	11,703
39	3,301	2,935	454	11,615
40	1,968	3,495	425	9,663
41	2,041	2,936	760	8,008
42	2,153	2,997	459	6,704

証券投資信託協会調べ

換言すれば、企業が株主に対し、新株払い込みの強制権をもっているから、増資プレミアムがついている限り、食逃げ増資であっても株主は最終的に払込みをせざるをえない仕組みになっている。それ故、額面発行制度のもとでは株式市場に不健全な増資をチェックする機能がなく、金融が逼迫した時にはオーバー・イシューになりやすい。

戦後最大の不況と云われた39年の金融引き締め時に、投信の売り越しが続き、共同証券のダウ1,200円防衛戦が展開されているさなかに、5,291億円もの大量増資が強行されたのも、額面発行制度だったからで、株式市場の需給調節機能が破壊され、増資の全面ストップと云う非常手段をとるに至ったことは記憶に新しい。

このような証券危機を二度と繰り返さない為には、「株価が下がれば増資が自然に減って、株式の供給がチェックされ、反対に株価があがれば増資がふえて株価が自然にチェックされる」と云う増資自動調節機構を株式市場がもつべきである。

新株時価発行制度では、旧株の市場価額を基準として発行価額が決定される

株式の過剰発行と証券市場

為、新株払込み決定権を有する投資家の評価を通じて、

- A 発行量が自動的に調節され
- B 効率的な資金配分が可能になる。

即ち、流通市場の価格が発行市場に反映されて、新株の発行価額及び発行数量が決定されるので、自動的に株式需給が調節され、収益力の高い企業には、多額の資金が提供され、収益力の低い会社には、わずかしき資金が配分されない。

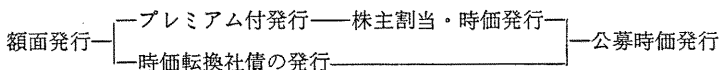
その結果、経営者は利潤を重視して経営を行ない、投資家は収益力を基準に企業を選別するようになるから証券市場においても収益力及び消化能力を基準にして企業の実力・市場の状況に応じた適正・妥当な増資が可能となるであろう。

その為には、少なくとも次の条件が前提となる。

- A 増資減配を絶対行なわない事。
- B 適当な時期にプレミアムを株主に還元すること。
- C 好不況に関係なく時価発行を行なうこと。
- D 企業決算を適正に行ない、公開する事。
- E 株式引受制度の確立。

したがって、今後は額面発行から新株時価発行へ移行する事が望ましい。

その為には過渡期の株価への影響をできるだけ少なくする為、増配か株式の無償交付などによって株主の利益を保護すると云うルールを確立し、



への段階的移行を容易にする為、設備循環と在庫循環の波がいずれも上昇に向う時点⁽⁶⁾で、企業の実力と社会的な評価から見て株主の利益確保が確実にできる優良企業（収益力高く、内部留保の厚い会社）から踏み切るべきであろう。

時価発行への移行を急ぐあまり、時価発行の前提条件や移行条件を無視して

株式の過剰発行と証券市場

強行すれば、いまでさえ大衆投資家不在が見られるのに、さらに投資家を離散させることになり、かえって大きなマイナスになろう。

- 注(1) 法人企業の支払配当分について、特に低い法人税率を適用する制度。自己資本充実の為の一措置として36年度から実施された。
- (2) 株価は長期的に見ると資本金利益率と同方向に動き、利子率と反対方向に動く。しかし我国の増資が額面発行を建前としている為、景気上昇期には増資プレミアムが過当投機を誘発し、好況末期から不況初期にかけて金繰り増資を増加させる。その結果、好況の時には株式不足となり、株価の上昇を促進し、金融引き締め時になると株式過剰になって株価の下落に拍車をかける事になる。
- (3) 39年9月期の決算は、全国513社中利益の出た会社は104社、配当をした会社は63社、409社が赤字を計上、全社合計で263億円の損失を記録している。営業損益に限ると、損失は更に大きく、532億円にのぼっている。営業損益の赤字は37年度15億円、38年度221億円で3期連続赤字である。
- (4) 通産省が発表した企業経営の国際比較によれば、1964年の各国企業の自己資本比率及び内部留保比率は次の通り。

	自己資本比率	内部留保比率
日本	26.8%	9.9%
米国	69.2%	44.3%
英国	62.9%	38.2%
西独	40.6%	19.4%

我国は1967年7月から資本自由化を迎え、国際競争力の強化が急務となったので41年～42年の好況期には各企業とも利益の社外流出を極力おさえて内部留保の改善に力をそそいでいる。

- (5) 大井証券調査部の調べに依れば、39年度上期から40年度下期までの4期間に東証第1部上場会社629社(金融・保険を除く)中48社が定率法から定額法に切りかえた。
- (6) 34年～36年の設備投資ブームの時には、設備循環の波と在庫循環の波がいずれも上昇していたので、34年3月期から37年3月期まで連続7期増収、増益となった。

5 章

株主割当・額面発行が慣習となっている我国の増資は、税制上借入金に比べ資金コストが高いから、金繰り増資の性格が強かった。それ故、36年以降に行

株式の過剰発行と証券市場

なわれた大量の増資は、株式の投資価値を低下させ、大衆の投資意欲を減退させた。

株式の過剰発行は、急速に株式需給を悪化させ、株価不振を打開する為、株式凍結と並行して増資の全面ストップが実施された。

大蔵省統計によれば、31年以降の10年間に、製造業の発行済み株数が6倍になったのに、純利益の増加は3倍にとどまっている。

資本の水増しで、1株当たり利益は10年前の半分になってしまい、紛飾決算が横行し、減配・無配会社続出、ついには経営に破綻をきたす会社もあらわれた。

そして過剰株式の象徴・凍結株は今でも3,000億円以上存在する。

額面発行増資は、株価がいくらしていても、株主は額面金額さえ払い込めば良いし、株価が額面を越えている限り、企業側に強制払込権が存在するので、証券市場に次のような影響を与える。

- A 証券市場に増資を調節する機能が存在しない。
- B 資本の水増しを行なう。
- C 株価変動を激化させる。
- D 株価の形成をゆがめる。
- E 資本の配分が悪平等になる。

これに対し、時価発行増資は、取引所における社会的評価が新株の発行条件に反映されるから、

- A 価格機構を通じて新株の発行価格及び発行数量が自動的に調節される。
- B 企業の実力と市場の状況に応じた適正な増資が行なわれる。
- C 株価の変動を小幅にする。
- D 株価形成にあたり公正な評価ができる。
- E 資本の効率的な配分が可能になる。

それ故、証券市場の近代化を図るには、株式の過剰発行や過当投機の防止により市場の正常化・安定化を推進できる時価発行制度が望ましい。

株式の過剰発行と証券市場

長期的観点から証券市場の変化を展望すれば、今後は年金基金のような機関投資家の登場と企業の自己金融力強化が株式の需給構造を変化させ、時価発行制度成立の基礎を着々築いて行くと予想される。