

# 株式の時価発行問題

岡 村 正 人

## I

株式の時価発行問題は、いま始まったものではない。これは、何年となく繰返し論議の対象となりながら、未だその結論をみることなく今日に至っているものである。この問題は、古くて新しい事柄であるといえよう。すなわち、いわゆる日本経済の高度成長の段階およびその後の過程において、いくたびも、株式の時価発行問題は論議されてきているのである。

まず、昭和35・36年、日本経済の飛躍的高度成長に伴う株価の高騰を背景として、株式の公募数が急増した。増資等調整懇談会の調査によれば、有償増資件数のうちで、公募件数が占める割合は、昭和35年に30.6%、昭和36年では最も多く42.2%となっている（もともと、金額的比率においては小さいが）。そのような状況のもとに、株式の時価発行論が展開された。周知のように、その頃は、貿易の自由化に備える必要に迫られ、わが国企業の国際経済的競争力を強化する目的をもって、大きな額の設備投資をしたので、その資金源の一部をまかなうために増資そのものが急増したが、その場合に、株主割当と並行して、公募・時価発行によるいわゆる資金コストの低下がはかられた。なお、その当時では、株価は上昇の一路をたどり、投資信託の最盛期でもあり、公募増資も容易に消化しえたのである。

つぎに、日本経済の高度成長率は昭和37年をピークとして鈍化にもとづく企業収益率の低下を背景として、時価転換社債の国内発行論が展開され

た。転換社債というのは、社債権者の意思によってあらかじめ定められた条件のもとに株式に転換することを許される社債であり、一種の潜在的株式(potential stock)であるといえる。転換社債が潜在的株式である点に着眼すれば、時価転換社債の国内発行論は株式の時価発行論につながるものであると考えてよいのである。なお、転換社債には、社債を株式に転換することを許される期間、すなわち転換期間が規定されている。それで、転換社債の場合では社債の発行によって得た資金でまかなった設備が稼動し利益をあげるようになってから、転換が開始するように、転換期間を定めることが可能である。そして、社債利子は、株主配当と比較して低率であり、しかも、いわゆる損金として算入され、課税対象とならない。また、転換社債の場合では、株式への転換という特権を与えられるために、一般社債の場合と比較して、いわゆる投資者利回りを低くすることが可能である。つまり、転換社債は一般増資よりも資金コストの軽減をもたらすわけである。その頃の株式市場の不振ということもあるが、とくに、転換社債における上述の利点が企業収益の低下傾向に適応するところからして、時価転換社債の国内発行問題が論議されたように考えられるのである。

その後、現在、株式市場の長期不振・増資調整問題などを契機として、株式の時価発行が真剣に検討されるようになり、その論議はこれまでにみられないほどきわめて活発である。そして、この場合、われわれは、現在における株式の時価発行論が株式市場の安定化・正常化という観点から論議されており、この種の論議が本格的なものとなっていることに留意しなければならない。すなわち、現在の論議には、つぎのような意味の点が注目されるのである。

株主に株式を額面金額で割当てる場合では、株式の市場価額すなわち時価が額面金額をある程度上回っているかぎり、会社は増資新株の発行をなかば強制的に実施することができる。それで、ここでは、株式市場の価格

形成機能にもとづく株式発行量の自律的調整はほとんどまったくうかがわれないのである。そして、いうまでもなく、額面発行による増資のときでは、新株の発行価額は額面金額と同一であり、それに対して、旧株の市場価額は額面金額プラス増資プレミアムであるので株式の発行市場と流通市場との間に有機的関連がみられないといえよう。ところが、時価発行による増資の場合では、増資新株の発行価額は旧株の市場価額を基準として決定される。そのために、株式発行量もおのずから調整され、株式市場も安定化し、株式市場がその株価形成機能によって株式を公正に評価せしめるといふ株式市場本来の正常の姿に適應することができるわけである。

なお、周知の「日本通運株式会社」による時価転換社債 100 億円の国内発行計画は、昭和41年9月1日から実施されている。そのことによって、株式の時価発行問題をめぐる論議は、いよいよますます拍車をかけられ活発となるであろう。

## II

およそ、増資新株の発行方式として、株主に新株引受権を与えるところの株主割当と、第三者に新株引受権を与えるところの第三者割当あるいは縁故割当と、誰にも新株引受権を与えずに広く一般に株式を募集するところの公募とが指摘される。そして、増資新株の発行価額には、額面と同一であるものと、時価を基準として決定されるものがある。なお、そのほかに額面金額を若干上回った価額あるいは額面金額と時価との中間の価額において増資新株を発行することがあり、それはいわゆるプレミアム付発行である。

わが国におけるこれまでの増資新株は、株主割当・額面発行であるのが圧倒的に多い。もっとも、昭和25年の商法の改正でおよびその後の改正に

よって、取締役会は新株引受権に関する事項を適当に決定しうる権限を委ねられるのが原則となっている。だが、現実では公募はきわめて少ない。前述のように、公募が最も多かったのは昭和36年であり、そのとき、公募の増資総額における比重は、件数では非常に多いが、金額では(額面金額・発行株数で計算)3.5%であるにすぎない。そしてその後公募は減少している。昭和40年の有償増資総額における公募の割合は、件数では16.7%であるが、金額ではわずか0.1%である。なお第三者割当もあるが、それは微々たるものである。とくに、昭和30年における商法の改正により、第三者への新株引受権の付与に対して非常に厳格な手続を要求されるようになってから、それは減少している。最近、第三者割当増資に関する規定を緩和するように改正されたが、そのことによって、第三者割当が急増するとはいえないであろう。それはともかくとして、公募や第三者割当もうかがわれるが、それらは株主割当と並行されるのが一般的である。そのように、株主割当がきわめて多いのであるが、その場合、株式の発行価額は額面金額と同一であるのが一般的慣例となっている。すなわち、新株引受権を与えられた株主は、株価がいかに高騰しているときといえども、増資新株をその額面金額で引受けることができるようになっているのが一般的である。実は、その点に後述することによって理解されるように、わが国の新株引受権における特異の内容があるのである。つまり、わが国における増資新株は株主割当・額面発行によるものが圧倒的に多く、いわば、それは長年にわたる根強い慣行となっている。そして、ここでとり上げる株式の時価発行は、額面発行と対照的であるのみならず、公募と結びつき易い性質をもっている。それだけに、わが国では、株式の時価発行論は画期的な意義を包含するといつてよいわけである。

そこで、前述のように、わが国における現在の株式の時価発行問題は、株式市場の安定化・正常化という大局的見地から主張され、きわめて注目

に値するものである。それと同時にそれは、企業の側からみて、つぎのように、いろいろの経営財務的意義をもっている。ことに、企業における自己資本の充実に対して、株式の時価発行が役立つ点は留意されねばならない。

わが国企業では、戦後、資本構成が非常に悪化し、他人資本に対する依存度がいちじるしく高く、その点は、いまなお是正されていない。否むしろ、最近、企業資本における自己資本比率はますます貧困化の傾向を示しているのである。そのことは、財務比率たとえば負債比率や固定比率にきわめて明瞭に現われている。三菱経済研究所が昭和40年上期における製造業463社についてなした調査結果を、戦前の昭和9年より11年までの平均と比較してみれば、つぎのとおりである。まず、負債比率であるが、それは278である。戦前の負債比率は50であり、それと比較すれば、最近の負債比率は非常に悪い。すなわち、最近のわが国企業は、他人資本に対して過度に依存し、相当ひどい頭重状態(top-heavy condition)を示しているのである。つぎに、固定比率は164であり、それによって、わが国企業が他人資本をもって固定資産の相当多くのものに充当していることは明瞭である。戦前では固定比率は91であり、最近とは逆に、流動資産もその一部が自己資本でまかなわれていたことになる。このように、最近、わが国企業は自己資本においてあまりに貧困であり、社会経済的変動に対する経営財務的弾力に乏しい。日本経済が強放経済の段階に入り、わが国企業における国際経済的競争力を強化するために、その経営財務的体質改善が痛切に叫ばれるのはこれがためである。そのことに着眼すれば、株式の時価発行における経営財務的意義、ことに、企業の自己資本充実に対するその現段階的役割はきわめて重視されるべきものであると思われるのである。

株式の時価発行の場合、たとえば、株式の市場価額が相当高いとき、一株につき額面金額50円の株式を100円で発行するならば、株式を額面金額

で発行する場合と比較して、2分の1の発行株をもって同一額の資本を調達することができるわけである。それで、ここでは、それだけ株式の発行費が軽減され、とくに、つぎのいわゆる資金コストの節約がもたらされる結果となる。すなわち、株主配当についてみれば、同一額あるいは同一率の配当あっても、一株を50円で発行した場合と100円で発行したときとは、発行会社の財務的負担はいちじるしく相違するのである。もっとも株式の株主割当・額面発行の場合では、株主は増資プレミアムを取得するために、増資後の配当額あるいは配当率を引下げることによって、配当負担の軽減をはかるのは可能であるといえるであろう。しかしながら、そのような事例はこれまでしばしばうかがわれるが、一般的には、理論的上はともかく、実際問題としては株主に与える心理的影響もあって、相当困難であると思われるのである。

なお、株式を額面金額を超える価額で発行するとすれば、その超過額に相当する金額、すなわちいわゆるプレミアムは資本準備金として設定され、しかも、それは課税対象とならない。そして、その資本準備金は企業の自己資本を形成し、それを補強するという重要な経営財務的役割を果すものである点に注意しなければならない。また、この場合、資本準備金が累積すれば、その他の準備金を加え、それを基礎として、株式配当 (stock dividends) あるいはそれに類似するところのいわゆる無償増資を行なうことができる。その点はいうまでもなく、一般的に企業における増資力の強化をもたらすものとして理解することができるのである。そのことは、アメリカやイギリスなどの実情に徴してみれば、きわめて明瞭に理解されるであろう。さらに、株主としても、その点を理解し、株式の時価発行が自己にもたらすものは不利な点だけであるという考え方を是正すべきである。もっとも、それに関連して、株式の時価発行をなしても、後日プレミアム (資本準備金) を資本に組入れるにあたって、株主に株式の無償交付をなせ

ば、けっきょくにおいて、会社の財務負担は株式の額面発行の場合と同じになるといわれるかもしれない。ところが、その場合、会社は株式の時価発行によって、その自己資本を充実し経営財務的基礎を強化し、企業の収益力の増大がみられる段階になってから後に株式の無償交付がなされることに留意しなければならない。また、そのことは株式の時価発行は、株式の額面発行と比較して、経営財務的操作あるいは配当政策において、弾力性や融通性をもたらすと考えられるわけである。

さらに、株式の時価発行は、最近における企業の収益力の低下と関連して吟味さるべきである。アメリカなどの実情からも理解されるように、企業の収益が上昇傾向を示していることが、株式の時価発行の具体化を進めるためにきわめて好都合な条件である。しかしながら、現在におけるわが企業の収益力はとくに低い。前掲の三菱経済研究所の調査によれば、昭和40年上期における製造業の配当性向（配当金をそれに充当しうべき利益で除いたもの）は、86.52%であり、昭和30年前後の50%台と比較すれば、極端に高い。それにもかかわらず、株主配当は低下の傾向を示しているのである。その点は、現在のわが国企業における資本収益力がいかに乏しいかを物語るものにほかならない。それで、企業の自己資本充実方式として、利潤の内部留保の強化を指摘しうるが、そのことは上述の事情のもとではきわめて困難である（最近、それを助成するための規制措置が具体化する方向を示しているようであるが）。つまり、外国の場合とは正反対の事情におかれているが、それだけに返って、企業の自己資本充実のために、株式の時価発行が期待されるといえよう。それはともかくとして、自己資本の充実ということは、現下のわが国企業に対する重大な経営財務的課題である。それと関連して株式の時価発行はきわめて重要な意義をもつものであり、ここにも、株式の時価発行肯定論の一つの大きな根拠がうかがわれるのである。

ここに付言しておくが、わが国における株主割当・額面発行、新株引受

権の内容は、つぎのように外国ではあまり類例をみない特異のものである。その点からして、わが国の時価発行を具体化することは、さほど奇異ではないであろう。

アメリカにおける増資新株の発行状況をみれば、公募によるものが最も多い。もちろん、その場合の発行価額は、時価を基準として(実際では、多くは、時価より若干低いところに)定められる。そして、株主に新株引受権を与え株主割当をなす場合でも、新株の発行価額の決定は時価を基準としている。西ドイツなど大陸系諸国では、前述のいわゆるプレミアム付発行が多くうかがわれる。たとえば、西ドイツでは、株式法第153条によって、株主は新株引受権を与えられているが、増資のための株主総会の決議により、株主の新株引受権の行使を停止することができる。そして実際では銀行シジケートが新株を一括して引受ける方法、すなわち間接発行の形式が用いられている。しかしながら、この場合、旧株主に優先して割当をなす条件が付せられており、実際でも、株主割当がほとんど全部である。その点は、わが国の現実と一致している。ところが、増資新株の発行価額は額面金額と同一ではなく、それより若干高い価額で株主割当がなされている。そして、最近、増資新株の発行価額を額面金額より相当高く決定した事例もうかがわれるのである。そのように、わが国の株主割当・額面発行、株引受権の内容は、諸外国の場合と比較すれば、むしろ異例に属すると思われるのである。

### III

つぎに株式の時価発行と無額面株との関係について述べる。

いうまでもなく、株式の時価発行は、株式の額面金額を無視するわけではないが、少なくともそれにとらわれずに、株式の発行価額を決定するも



のである。その意味において、株式の時価発行は無額面株思想と結びつく  
と考えることができるのである。無額面株は、株券面に額面金額が記載さ  
れず、ただ単に当該株券が表象する株式数のみが記載されている。わが国  
では、昭和25年における商法の改正にあたって、無額面株制度が導入され  
ている。そして、その後今日まですでに十数年の年月が経過している。と  
ころが、現実では、無額面株の発行事例はきわめて少ない。つまり、商法  
では無額面株思想が導入されているが、実際では額面株思想が今だに非常  
に根強く残っているのである。そのことは、株式の時価発行を論議する場  
合に、吟味を要するものである。その点は、株式の時価発行の具体化に対  
する障害条件であるといわれている。額面株思想は株式の額面金額と配当  
率とを重視する考え方であるが、そのことはどの程度の意味をもつもの  
であろうか。

一般論的にいって、株式の額面金額は必ずしも株式の経済的あるいは実  
質的価値を現わすものではない。否むしろ、株式の市場価額すなわち株価  
が株式の実質的価値を表現しているのである。さらに、最近におけるわが  
国の特殊事情として、いわゆる株式の無償交付が相当進んでいる。そし  
て、この場合の株式は額面株であるのが一般的である。ところが、固定資  
産の再評価がもたらす再評価積立金の資本組入、およびそれにもとづく株  
式の無償交付によって、資本金と株式の額面総額とは名目的には増大する  
が、会社における資産内容の実体はそのままである点に注意しなければな  
らない。そのような事実は、株式の額面金額を重視することの意義をいち  
じく稀薄化するものとして理解してよいであろう。

また、無額面株の場合では、配当率を算定することは不可能である。し  
かしながら、株式投資者からみれば、配当金額と額面金額との比率を示す  
配当率よりも、配当金額と株式の応募価額あるいは買入価額との比率であ  
る投資利回りのほうがより重要な筈である。また、前述の固定資産の再評

価および再評価積立金の資本組入は、業種ごとに、また、同一業種においてすら、その事情や程度において多様的である。そのために、配当率だけでは、配当における真実の姿は把握しえないといえる。すなわち、同一の配当率であっても、株式の無償交付が高い場合と低い場合とでは、そこに含まれる意味はいちじるしく相違している（利益がどの程度に社内に留保されているかも問題であるが）。そのような点に着眼すると、配当率重視ということとは、相当吟味されるべき事柄であると思われるのである。なお、株式を時価発行する場合には、株式の配当率の意義は非常に稀薄化し、むしろ、投資利回りのほうが重視されるようになることはいうまでもないところである。

このように、株式の額面金額・配当率を重視することには、そう大した根拠はない。すなわち、無額面株思想は検討すべき問題を内包しているといえる。それで、今後、株式の時価発行がだんだん具体化の方向に進むとともに、無額面株における株式としての性質、とくに、企業の自己資本の調達における無額面株の意義に対する理解も高まるであろう。これまで、一般には、無額面株における株式としての性質に関する知識が乏しい。往々にして、無額面株には額面金額がないので、それは珍奇な株式であり、株式として額面株とは異質のものであるように考えられている。だが、それは明らかに誤解である。なお、無額面株は、額面金額がないために、それに拘束されることなく、企業の経営的・財務的事情や資本市場・金融市場の状況いかによって、それに適応して自由にその発行価額が決定される。いわば、それは株式による自己資本の調達、すなわち株式金融における融通性を包含している。そして、いうまでもなく株式の時価発行は、企業の内外の諸事情にもとづく評価額を基準として株式の発行価額を決定するものである。その点に着眼すれば、株式の時価発行と無額面株制度との関係がよりいっそう明瞭となるとと思われるのである。

さらに、株式の時価発行と株価変動との関係を吟味してみよう。

株価の決定要因は、実に多種多様である。しかしながら、そのうちで基本的なものは、一株あたりの正味資産および企業の収益力における現実と将来とであるといえる。ところが、わが国では、前述のように、増資新株がこれまでの株主に額面金額で割当てられるのが一般的であり、そのことが株価形成にあたって一つの大きな前提となっているのである。そのために今直ちに、株式の時価発行を断行すれば、株価はいちじるしく変動し、株式市場は混乱に陥いるといわれている。このような考え方は一応正しく、また、後述するように、株式の時価発行を具体化する過程において十分留意しなければならない事柄である。だが、この場合にあらかじめ株主割当・額面発行ということが株価を激動せしめる大きな原因となっていることにも留意しなければならない。すなわち、株式の額面発行のときと比較して、株式の時価発行の場合のほうが、株価の激動を緩和するようになると思われる。

増資新株の株主割当・額面発行のもとでは、企業の成長力や増資力が大きく展望されるときに、株価高騰に対する前述の新株引受権の作用はとくに顕著に具現する。実際でも、将来における二回あるいはそれ以上にわたる増資含みで、株価が極度に高騰したことがある。それで、その反面に企業の成長力・増資力が社会経済的事情などからして抑圧されるような事態が生ずれば、株価が急激に暴落するのは当然である。つまり、わが国におけるこれまでの株価の推移によって実証されているように、増資新株の株主割当とくに額面発行、すなわち新株引受権における特異の内容は、株式の過当投機を誘発せしめ、あるいは、株価を激動せしめる一つの大きな原因をなしているといえるわけである。

このような事情のもとにあるので、けっきょくのところで、株式投資の危険性がはなはだしく問題視される。すなわち、株式投資において比較的安

全性を望むものは、株式投資を忌避して、銀行の窓口へと向うようになるのである。また、わが国において、いわゆる間接投資より直接投資への転移が望まれながら、そこに、今なおさほど変化がみられないのも、上述の事情に若干の理由があるといえるであろう。さらに、株式投資がいちじるしく危険視されることは、それだけ株式金融の発展を阻害することになる。それは、実に重大な問題を包含している。なぜならば、株式金融を促進せしめる根本原因は、なによりもまず株式投資者層をできるだけ拡大化することであるからである。そこで、株価が一株あたりの正味資産や企業の収益力を主たる基礎として形成する方向にもっていけば、株式の過当投機は相当緩和されるであろう。そして、このような事態は、株式の額面発行のときよりも、株式の時価発行の場合に期待できる。つまり株式の時価発行は、株価の激動を緩和し、それだけ株式投資に対する一般の危険視をも緩和するので、株式投資者層の拡大化によって、株式金融に好都合であると考えられるであろう。

#### IV

このようなわけで、株式の発行市場と流通市場との有機的関連という株式市場本来の姿からして、また、企業の自己資本を強化しその資本構成を正常化するために、さらに株価変動の激化を緩和し株式投資者層の拡大化をはかる点などからみて、今後の基本的方向として、株式の額面発行から時価発行への移行が望まれる。しかしながら、この場合、わが国では、株式の時価発行を具体化するために必要な前提条件の整備と、株式の額面発行より時価発行への移行過程における特別の考慮とが問題である。

まず、株式の時価発行を具体化するためには、アンダーライティングの制度が確立されねばならない。株式の時価発行の場合では、公募はもちろんのこと株主割当のときでも、株式の額面発行の場合と比較して、株式の

発行危険が大きい。そのために、この種の危険を負担し、株式の発行を保証するところのアンダーライティングの制度が実に重要な意味をもつこととなるわけである。その点は、外国の事例をみれば、きわめて容易に理解されるであろう。すなわち、時価発行あるいは前述のいわゆるプレミアム付発行がみられるアメリカ・西ドイツ・イギリスなどは、株式の発行に関するアンダーライティングの制度が確立しているのである。アンダーライティングの制度が十分確立しておらないところに、株式の時価発行をなせば、株式の発行がはたして予定どおり完了するかどうかは保証されないために、株式の発行会社における資金計画およびそれを基礎とする経営計画はその実現を不可能とされる場合がある。もっとも、わが国においても、前述のように増資新株の公募事例がしばしばみられた。そして、しかも、それは証券業者のアンダーライティングによるものである。だが、増資総額における公募の比率は非常に小さい。それで証券業者が負担する危険はさほど大きくないといえるのである。つまり、わが国では、アンダーライティングの制度は本格的には確立しておらず、その点を解決することが株式の時価発行を具体化するためにどうしても必要である。なお、後述するように、株主割当・額面発行から公募・時価発行に移行するために、株主割当・プレミアム付発行および株主割当・時価発行の段階が必要であるとすれば、新株引受権に関する市場の確立も考慮するべきであろう。

なお、株式の額面発行から時価発行に移行する過程において、特別の段階的考慮が必要である。株式の時価発行は、株主割当よりも公募と結びつき易い性質を包含している。しかしながら、前述のように、わが国では、株主割当・額面発行がこれまでの慣行となっていた点に着目すれば、今直ちに、公募・時価発行にふみ切るとは実際問題としてきわめて困難である。株主割当・額面発行の場合では、前述したことから理解されるように、株価は配当率あるいは投資利回りから判断されるものよりいくぶん高

いところにかがわれる場合があるという点を考慮すべきである。すなわち、この場合の株式投資者は、その株式に配当率あるいは投資利回りで計算した額以上の対価を支払っているわけである。それで、公募・時価発行を具体化するまでに、一般的に、株主割当・プレミアム付発行と株主割当・時価発行との二つの段階が設けらるべきであろう。その他に、いろいろの措置が指摘されるが、いずれにしても、株式の額面発行から時価発行への移行過程において考慮すべき必要な点は、株式の時価発行に対する株主の疑念あるいは不信をできるだけ除去し、株価がいたずらに混乱するのを緩和するように努めるところに帰すると思われるのである。

最後に一言しておくが、株式の時価発行の具体化にとって、前述の時価転換社債の育成は一つの役割をはたすように思われる。転換社債の場合では、株式への転換という一種の甘味剤を与えられるが、株式に転換するかどうかは社債権者の自由意思によるものである。それで転換社債権者は、状況のいかんでは、いつまでも、社債権者としての地位にとどまることも可能である。その点に着眼すると、時価転換社債の普及は比較的容易であるように思われる。そして、そのことは株式の時価発行の具体化に役立つであろう。

〔付記〕 『実務会計』第二巻第九号（昭和41年9月1日）に、拙稿「株式の時価発行に関する一般論」がある。しかし、ここでは、紙数の制限があり、説明が不十分であった。本稿は、それに加筆したものである。