

わが国の株式時価発行移行過程における コーポレート・ガバナンス 1970-1990

生駒道弘

The Introduction of Current-value Stock Financing in Japanese Corporations 1970-1990

Michihiro IKOMA

ABSTRACT

In the midst of the prosperity of the Tokyo Stock Market, Japanese corporations began in 1969 to change their financing sources from commercial bank borrowing to direct current-value stock financing. In these days, corporations made the best of the stock value increases and raised a great deal of money from stock market, and excessive exports caused “over-liquidity-inflation” in Japanese economy. These monies raised were mainly invested in Japanese land, estate and stock in the hope of getting capital gain. It created heavy asset inflations in land, estates and other commodities between 1972 and 1974. At last Japanese Government made these issuing corporations and stock companies refrain from raising so much capital to keep the inflation under control. We can call it a type of corporate governance for the sake of the public interest. This paper discusses whether that administrative corporation governance attained its objective or not.

企業金融において、それまで都市銀行からの金融が主流でそれに付随して副次的に株式の額面発行が行われていたところへ1969年に日本楽器（現ヤマハ）が踏み切った株式大量時価公募発行は、本格的な株式時価発行金融の先駆けとなった。それは予定額を首尾よく調達することに成功した。これに続いて1970年にも先行大企業のいくつかの時価発行による資金調達に成功するに及んで、以後多数の企業がこれに追随した。こうして1969年から1970年にかけての時期は、わが国企業金融の主流が銀行金融から株式時価発行金融に転換するターニングポイントとなった。

しかし時価発行への移行は既存の株主の新株引き受け権を侵害する側面を持つので、株主の既得権を守る立場からこれを警戒し、時価発行への転換に自重を求める主張もかなり強く行われた。ところがこれに対しては、時価発行への移行に伴っ

て増配（いわゆる無償交付・法的には株式分割）をもって対処すれば、株主の利益侵害は避けられるという主張が時価発行推進論の立場から示されていた。そこで初期に時価発行に踏み切った優良企業の多くは、資本調達政策移行と同時に、現在の株主に対する増配政策、具体的にはいわゆる「株式無償交付」を行って、株式価格の維持に心を配った。

周知のように額面発行の時代には、額面配当率または1株配当額を維持することが株主に対する配当政策の要諦とされた。それが守られる限り、株主割当額面発行が、株主の持ち株数を増加させ企業成長の利益増加を彼らに分配する方途となったからである。しかし時価発行で資金調達が行われるようになると、もはやこのような配当政策が有効性を失うことは明らかである。そこで別途株主に対する手当て、つまり積極的増配が必要であ

受理日：平成16年9月16日

ることが、証券界からも証券行政側からも強く要望されて、それが証券金融界の一種の公的世論を形成していたのである。この世論がガバナンスの力となってまず株主に対する手当てを伴った時価発行移行が実現したのである。¹

小稿は、その1970年以後80年代を通じて20年間にわたるわが国経済の繁栄と高揚および株価バブルの膨張があり、やがて90年年初から株価崩壊が始まるまでの期間に、わが国の時価発行と配当政策の実際がいかなる経過をたどったかを検証しようとするものである。

1. 時価発行株の発行価格われ問題

わが国で時価発行が始まって最初の問題は、時価発行が行われた後に、当該銘柄の株価が低落して発行価格を割り込むと言う事態が早くも70年5月ごろから頻繁に起こったことであった。株価は将来収益力を反映するものとされるが、それは日々明らかにされる経済データや事件によって刻々変化する。もちろん企業側の配当政策いかなるは、株価規定の重要要因ではあるが、しかし配当の原資が企業の収益性にあることは明らかであるから、このような環境変化は大きく株価を規定するのである。

1970年に松下電器はかなりの増配配慮を示しつつ時価発行に踏み切ったのではあったが、しかし時価発行公募中に、NY市場の反落の影響もあって、時価が公募価格を大きく割り込む結果が生じた。公募価格630円に対して、公募期間最終日の時価は551円であった。個人投資家で時価よりも高い価格で新株に払い込むものはもちろんないだろうし、発行会社と取引関係のある関係法人といえども引き受けに二の足を踏むのがふつうである。この株価は長く回復せず、引き受けに当たった4大証券（野村・日興・大和・旧山一）は軒並み高価な松下株を大量に抱え込む結果となった。

また高い発行価格で新株を買わされた投資家から、時価発行の実施に際して、発行会社と証券会社4社は、共謀して故意に松下株を買い支えると

いう株価操縦をして、善意の投資家に損害を与えたという告発が同年8月28日に東京地検になされるという事件まで起こった。

こうした事態は、株式時価を基準として新株を発行する場合にはさげがたいものであるが、時価発行の本格的出発年である1970年の株価下落はなかなか回復しなかった。松下のほかにも公募期間が終わってから株価が公募価格を割り込み、それが長く続いた会社は少なくなかったのである。²そしてこのような事態は、言うまでもなく、導入されようとしている株式時価発行制度にとって、重大な危機を意味した。それは株式会社出資者に対して、公募に応募出資した冒頭から不利益を与えてしまうことになるからである。

ところが時価発行にとって幸いなことに、71年にかけてわが国証券市場は徐々に持ち直して行き、株価水準を高めてゆく。後に「過剰流動性インフレーション」と呼ばれるようになる金余り現象によって、余剰資金が株式市場と不動産買い付けに流れ込んで証券価格を高めたのである。

2. 過剰流動性インフレーション

70年代初めわが国産業の一部はすでに強力な国際競争力を持っていたが、まだ貿易摩擦は深刻なものではなく、年々の輸出超過のために膨大な外貨がわが国に流入を続けた。わが国近代経済史にとっても未曾有のできごとであり、企業も政府もその用途・投資先を知らなかった。他方で、わが国経営者たちはようやく自信を持ち始めて、わが国経済の前途は洋々として、成長を続けるものと信じていたから、この余剰資金は、法人によるわが国国内の土地取得と株式の購入に向かい始めた。このことが株式市場を活況に導いて、時価発行株の額面割れ問題は、雲散霧消してしまっただけである。しかし外貨流入による通貨流通量の膨張は、さらにそれを超えて物価の上昇、とりわけ土地・不動産と株式の価格上昇をもたらすこととなった。世に言う「過剰流動性インフレーション」である。

そしてこのインフレーションの進行に、実は時

第1表 増資概況(全国上場会社)

年度	有償増資総調達額		株主割当		公 募		第 三 者 割 当		株 式 分 割 (無 償 増 資)	
			億円	%	億円	%	億円	%		
63	社	億円	億円	%	億円	%	億円	%	社	億円
63	536	4,445	4,275	96.2	97	2.2	73	1.6	257	374
64	421	4,475	4,427	98.9	18	0.4	30	0.7	214	384
65	101	1,429	1,403	98.2	1	0.1	26	1.8	73	229
66	224	1,939	1,821	93.9	23	1.2	95	4.9	108	231
67	234	2,528	2,419	95.7	77	3.0	32	1.3	82	106
68	230	3,241	3,080	95.0	117	3.6	44	1.4	98	301
69	390	5,297	4,651	87.8	595	11.2	50	0.9	129	242
70	375	6,613	5,289	80.0	1,260	19.1	63	1.0	152	516
71	252	5,411	3,885	71.8	990	18.3	536	9.9	179	531
72	429	12,982	3,457	26.6	8,610	66.3	915	7.0	208	763
73	316	7,314	3,021	41.3	3,921	53.6	372	5.1	385	1,428
74	323	6,126	3,570	58.3	2,496	40.7	60	1.0	414	1,613
75	219	9,024	6,493	72.0	2,436	27.0	96	1.1	384	2,251
76	284	8,234	2,800	34.0	5,326	64.7	108	1.3	390	2,198
77	330	7,094	2,145	30.2	4,660	65.7	290	4.1	416	1,551
78	250	10,329	3,079	29.8	6,621	64.1	629	6.1	330	1,219
79	253	6,605	1,280	19.4	4,643	70.3	682	10.3	381	1,233
80	256	11,601	1,761	15.2	9,063	78.1	777	6.7	400	2,056
81	285	17,932	4,807	26.8	12,799	71.4	326	1.8	413	1,908
82	172	10,154	1,854	18.3	8,059	79.3	241	2.4	381	1,933
83	126	8,495	1,415	16.7	5,569	65.5	1,511	17.8	293	1,588
84	153	8,148	696	8.5	7,106	87.2	345	4.3	157	946
85	131	6,513	1,866	28.6	4,375	67.2	272	4.2	101	537
86	110	6,317	1,198	19.0	4,741	75.1	377	6.0	49	416
87	149	20,839	4,780	22.9	14,946	71.7	1,113	5.4	62	312
88	236	45,638	9,958	21.8	34,668	76.0	1,012	2.2	66	306
89	326	75,600	10,386	13.7	62,571	82.8	2,643	3.5	50	296
90	98	6,646	2,793	42.0	1,977	29.7	1,876	28.3	18	277
91	60	3,427	2,108	61.5	331	9.7	988	28.8	23	146

出所：『商事法務』No.1290.1992年6月30日

価発行が大きくかかわっていくことになる。この過剰流動性は、前述のとおり大幅な輸出超過による金融事情に起因するものではあるが、それが株価を押し上げたために、これを見た企業経営者たちは、これを時価発行の絶好の好機と捉え、いっせいに資金調達に乗り出した。そして証券業界もまた時価発行引受業務に伴う収益の魅力からこれを各社に懇請したのである。こうして1972年から73年、74年にかけてのこのインフレーション期に、企業の時価発行による新規資本調達が急増した。

企業の産業資金はすでに充足された上での余剰の上にさらに、新規時価発行によって調達された資金が加わって、最も値上がり率の高い不動産・株式に投下されたから、インフレーションの

焰はさらに油を注がれる形となって、ますます燃え盛ることになったのである。それはやがて狂乱物価とよばれるようになる。しかも購入した物件や株式が上昇したと見るや、いったんこれを売却して利益を実現し、さらに高値を目指して買い進むと言う回転運動が生まれ、証券市場の過熱と株価インフレーションを昂進させた。(第1表)³

3. 協同飼料と三光汽船の財務政策

この時期の証券市場を背景として行われた経営財務政策として象徴的な事件をいくつか報告しておく。一つは発行会社と証券会社が二人三脚で、有利な時価発行を行うため株価操作を仕組んだ事

件である。この操作はどの会社でも多かれ少なかれ行われていたことであるが、協同飼料があまりにも露骨であったために、ついに73年2月22日に同社取締役と証券会社員らが逮捕されるまでになった。時価発行増資を決めた72年7月末に175円前後であった株価は増資公募期の11月20日ごろには200円台になった。東京地検ではこの株価操作の結果1株につき50円程度、1200万株の時価発行全体では6億円を超える金額が不当に取得されたとみている。操作の手口は架空の売り手と買い手を作り、信用取引の形でカラ売買を繰り返すものであったという。⁴

株券のたんなる委託売買業務の段階と時価発行引受業務の段階とでは、証券会社の地位は根本的に異なる。引受業務に伴い発行会社に関する内部情報は飛躍的に増大するし、発行会社との関係は密接化するので、証券会社はその情報を実際に株式運用に利用することができる。さらに証券会社は得意先法人の資金運用をある程度まで任されている場合が多いうえに、発行会社の関係会社にも呼びかけることができるから、幹事証券会社にとって株価操作は、協同飼料に限らず、一般的に難しくないとするのが常識である。Complianceに違背したケースはほかに、殖産住宅事件、日本熱学事件が有名である。⁵

もう一つの事例は、三光汽船の「高株価経営政策」である。同社は71年11月に3,400万株、72年4月に5,000万株の増資をした上、さらに72年12月にも4,000万株の第三者割当ての時価発行を行った。同社の時価発行資本調達政策の特徴は、株式時価を基準とするが、第三者割当てで行われ公募ではないということである。割当先は伊藤忠商事・丸紅などの商社、造船、金融機関等取引先、40社に及んでいる。本来の海運業の収益は芳しくはないのだが、高い株価を利用して、取引先に新株を割り当て、都合700億円もの資金を調達することに成功した。公募時価発行でも発行株の一部は親びけと称して関連取引先にはめ込むケースは多いのだが、三光汽船では、一般公募市場では、誰も買い手が見つからないことは明らかだから、

最初から、特定の第三者割り当てとしたところに特徴がある。この資金調達の背景にもまた、不自然な株価形成が存在すること、発行会社の取引先法人依存があることは明らかである。なお同社は後の1985年8月に倒産している。⁶

4. 高株価時価発行の抑制政策

しかしこのような事態に対する世論の批判は厳しかった。卸売物価上昇は消費者物価に跳ね返るし、土地不動産の値上がりは持ち家の夢をさらに遠くに押しやるものであったので、ここに大企業時価発行批判、証券業批判および証券業監督官庁たる大蔵省の無策・無作為批判が湧き起こった。⁷

この世論に押されて、やがて大蔵省証券局と証券業界は、時価発行の抑制に動き出す。発行額・発行規模の制限やいわゆる親引けの抑制、配当実績による発行会社の選別などである。⁸

しかし一向に効果が上がらず、大蔵省はいっそう具体的で根源的な、分かりやすい行政指導を打ち出さざるを得なくなった。そこで野村・旧山一・大和・日興の四大証券を呼んで、時価発行業務の自粛を求め、いわゆる「株式プレミアム株主還元ルール」を柱とする「時価発行ルール」の作成と遵守を求めた。その結果4大証券を中心とする証券11社は新たな時価発行増資のルールを発表した。73年11月31日のことである。

それによれば、①増資会社は増資後一定期間における増配または無償交付計画を明らかにし、②その後においては配当性向を基本とする利益配分を行い、その結果原則として増資時の配当性向程度以上の配当性向を将来に維持することを増資会社に公約させることとしている。③そして上記の利益配分が無償交付により行われる場合、増資プレミアムは5年ないし10年の間に全額資本に組み入れられることが期待されるとした。さらに④発行会社が前記公約を履行しない場合には、引き受け証券会社は決算期ごとにその履行を要望するなど公約実現に努力する。また⑤時価発行増資の引き受けに際しては、前回の時価発行増資公約の実

施状況について特段の注意を払い、前回増資時に公約した利益配分を行っていない場合は、それが十分に行われたと判断できる時期まで、その増資の引き受けについて慎重に対処するよう、証券会社に促した。⁹

5. 「株式プレミアム株主還元ルール」の経済的意味

野放図な時価発行が過剰流動性インフレーションを激化させているという批判に対応して大蔵省が時価発行鎮静化政策として打ち出した上記のガイドラインは、時価発行株に対する配当に一定の枠をはめ、その遵守を求めると言うものであった。すなわち時価発行増資前に、増資後における「増配または無償交付計画」を明らかにするとともに、原則として増資時の配当性向を維持し、低下させないことを、当の増資会社に公約させたのが大きな柱である。この公約はもちろん株主に対するものであるが、大蔵省は証券会社を中にとて、間接的統制を計ったのである。具体的に無償交付による利益分配の場合は、5年ないし10年の猶予期間において、額面超過払込金（いわゆるプレミアム）の資本金全額繰り入れと新株無償交付、および配当据え置きを求めたわけである。そしてこの公約が実行されていない場合は、次の時価発行を引き受けることに慎重であれと、証券会社を指導したのである。

すぐに理解できるように、ここで大蔵省が求めた配当政策は、結局のところ時価発行移行以前の株主割当額面発行に対応する配当政策への復帰であった。すなわち1株配当を据え置きながら、額面金額だけの資本を調達すると言うやり方である。これは経営者にとって利益分配政策としてはともかく資本調達政策としては、支出資本コストがいかに高くつくとして不評であり、企業経営者をして銀行金融に走らせた代物であって、すでに博物館に入って久しいものであった。

過剰流動性期の株高に乗じた時価発行は、69年からの本格的な大量時価発行出発時にみられた増配

配慮を欠き、企業の配当性向は従前より著しく低下していた。その批判に答えると言う意味ももたせて、大蔵省は時価発行に必然的な増配政策に注目して、これを指導したのかもしれないが、しかしこともあろうに額面発行時代のそれを持ち出したのは時代錯誤の感を免れない。時価発行会社は、将来予想される配当負担の重さに耐えかねて、高株価を利用した奔放な時価発行を思いとどまるだろうと大蔵省が期待したのかもしれないがまことに非現実的な配当政策であるといわねばならない。

株価上昇に便乗した時価発行ラッシュは過剰流動性インフレーションに加勢しているという世論に対する大蔵省のこの対応は、コーポレート・ガバナンスの一つの作用つまり行政による経営者指導・企業指導として理解することができる。株価インフレーションを利用した野放図な時価発行は株主の利益に反するだけでなく、この場合には経済社会全体を損なうインフレーションを促進し、その点が社会利益を害するとして世論の批判を浴び、行政を動かしたのである。欧米では行政が企業の配当政策について注文をつけることは珍しいのであるが、わが国ではここに行政による時価発行抑制策が、配当政策を通じた行政指導として打ち出されたのである。これはあくまでも行政指導の段階にとどまり、法的規制ではなく、決して強力なものではなかったが、しかし企業に対する一つの指導が及ぼされたのは事実である。

6. プレミアム株主還元は実現したか

さて大蔵省のこの指導はどの程度実現したか、つまり時価発行で調達された額面超過払い込み金とその後の程度資本金に繰り入れられ、それに対応して新株が株主に無償交付（株式分割）されたか、そしてそれに対応する増配が行われたかは、比較的容易に検証することができる。実際、東京証券取引所は株主の利益を守る立場から、この還元ルールの実現に強い関心を持ち、上場会社の時価発行会社のプレミアム還元実績を、逐年的に追跡した経験がある。しかしながら1968年から1978

第2表 年度別無償交付状況の推移

(億円・%)

年度	資金調達額						プレミアム額				無償交付			(B) / (A)
	株式		転換社債		合計		株式の発行によるもの	転換社債の転換によるもの	合計	プレミアム累計額 (A)	社数	無償交付額	無償交付累計額 (B)	
	社数	金額	社数	金額	社数	金額								
43	32	134	2	108	34	242	107	13	120	120	-	-	-	-
44	167	961	11	589	178	1,550	782	81	863	983	22	52	52	5.26
45	240	1,612	25	1,308	265	2,920	1,318	105	1,423	2,407	84	303	354	14.73
46	165	1,728	17	825	182	2,553	1,325	176	1,501	3,907	107	227	582	14.88
47	374	10,018	65	2,880	439	12,898	8,487	587	9,074	12,981	212	871	1,453	11.19
48	298	4,917	90	4,103	388	9,020	4,102	942	5,044	18,026	336	1,214	2,667	14.80
49	205	2,810	61	3,036	266	5,846	2,347	856	3,203	21,229	349	1,837	4,504	21.22
50	127	2,902	52	4,945	179	7,847	2,577	1,005	3,582	24,811	320	1,744	6,248	25.18
51	241	6,555	34	2,064	275	8,619	5,906	1,202	7,108	31,919	368	2,171	8,419	26.38
52	287	5,792	58	3,734	345	9,526	5,059	1,185	6,244	38,163	364	1,327	9,746	25.54
53	242	7,715	98	7,080	340	14,795	6,503	2,204	8,707	46,871	297	1,202	10,949	23.36

出所：全国証券市場協議会『配当状況調査』昭和53年度版。

年までのこの実績調査をみると、転換社債の株式転換によるプレミアムの還元も含めて、還元成績はかなり貧しいものであった。(第2表)¹⁰

それによると発生プレミアムのうち資本金に繰り入れられたのは、30%にも満たないのである。これによれば「ルール」の実現割合は30%以下ということになる。このようにルールは、実質的に無視されたのも同然であるが、ルールを設定した当の大蔵省はもはやほとんど関心を示すことはなかった。

ところでこのルールに基づく東証の還元実績の調査に対して、東証上場の会員企業から異議申し立てが成される事件もあった。1976年に会員企業を代表してソニー会長の盛田昭夫氏が、企業の配当政策について、行政当局や東証があれこれ干渉するのはよくないことだ、配当政策は企業の自主性を尊重すべきであるのに、東証がこのような還元実績の調査をしこれを公表するのは遺憾だと言

う公開書簡を、東証理事長の谷村裕氏に送って抗議したのである。東証は翌年6月にこれに反論して、上場会社の高株価につけ込むプレミアム稼ぎの時価発行ラッシュと増配の軽視ないし無視の実態を指摘して、これに反論した。しかし結局のところ東証は、顧客である会員のこの抗議を考慮して、調査は続けるが公表は取りやめとしてしまった。¹¹

他方で機関投資家の雄である生命保険業界は生保協会の仕事として、保有株式の個々の株式会社の配当政策をチェックし、会社を牽制する目的をもって、独自に各社別の配当還元調査を行ってきた。これは「修正還元率」という比率を計算するものであるが、それはプレミアムの資本金繰り入れがルールどおりに完全に(100%)行われたならば、1株配当据え置きの下で、支払われるべき配当をまず計算し、そのうちで、何%が実際に支払われているかを、比率であらわしたものである。

この調査では、1978年1月から1982年12月までに行われた時価発行につき、1984年3月現在でどれだけの「配当還元」が行われているかを調べている。企業によってかなりバラツキはあるものの、大多数の時価発行企業の「修正還元率」は50%から80%の間にとどまっている。¹²

この二つの調査はいずれも、大蔵省の時価発行規制策の主要なものであり、コーポレート・ガバナンスの役割を期待されるべき「株式プレミアム還元」方策が、十分には働き得なかったことを示している。それは何ゆえであるかを考えてみよう。

7. 「株式プレミアム株主還元ルール」自体の問題性

第1に指摘さるべきは、この還元ルールのアナクロニズム（時代錯誤）である。すでに述べたように、プレミアム株主還元は、経営者にとっての配当負担の観点から言えば、株主割当額面発行時代への復帰を意味するものであった。それは株式会社が稼ぎ出すすべての利益を、株主が受け取る配当政策である。株式の額面発行はわが国固有の株式金融方式であったが、もともといくつかの不自然な性格を持っていた。その最大のもの、経営者にとって支出資本コストが極めて高くつく資本調達方式であるということである。業績がよくて1株当たりの配当が高く株価も高い優良企業であればあるほど、1株配当を維持したままで、増資を行い資本調達することは、額面調達額に対してますます多額の配当支出資本コストを負担することになり、経営者にとって不合理極まりない方策と言える。

所有と経営の分離は、米国においてのみならずわが国でも早くから徐々に進行しつつあった上に、第2次世界大戦の敗戦を契機とする、財閥の解体、オーナー経営者のパージ（purge）はこの傾向を促進した。かくしてわが国でもオーナー（株主）でない、従業員経営者が株式会社の支配者として君臨するようになった。米国におけるそのように会社から会社へ渡り歩くタイプではないが、大

学卒の一従業員からその能力によって当該会社内部から昇進してきた非所有経営者がわが国でも大勢を占めるようになってきたのである。

彼らは株主割当て額面発行の金融方式の不合理性を最もよく知っていたから、戦後のかの高度成長期の企業金融を主として都市銀行に依存したのである。銀行借入は利子費の費用控除によって、法人税の節約も可能であるし、額面発行の金融よりはるかに合理的であって彼らの目的である企業成長に適合した。われわれの当面の問題である株式時価発行は、この銀行金融によってわが国経済が高度成長を成し遂げた後に現れた金融方式であった。銀行金融から時価発行金融へのシフトがなぜ起こったかは別稿で考察した¹³のでここでは触れないが、時価発行において、高い支出資本コストの問題が解消されることは明らかである。

われわれの問題は、経営者支配体制が確立され、それを基礎にして成立したこの新しい金融局面である時価発行時代に、過ぎ去った時代の配当政策の亡霊がよみがえって、遵守されるべきルールとしてなぜ復活してきたのかと言う疑問である。これはまったく不可解であるが、ある程度の推測は可能である。それは大蔵省が、過剰流動性インフレーションに便乗した時価発行の盛行がさらにインフレを促進していると言う世論の抗議に対して、さまざまな抑制策を指導してきたもの一向に抑制効果が現れない状態において、それが論理的であるかどうか、説得性を持つかどうかにかかわらず、苦し紛れに打ち出した窮余の策ではなかったかということである。十分に検討することもなく、監督官庁として何かしなければいけないと言う事情にだけ促されて、このお粗末なルールを作ったとしか思えない。この還元ルールが実際に十分に守られなかったという上記の結果は、そう考えれば、けだし当然ともいえるのである。

8. エクイティー・ファイナンスと時価発行……

2回目の資産インフレーション加速

時価転換社債と株式時価発行はその経済的本質

においてほぼ同様の資本調達手段として利用されてきた。それは社債として発行されるため一定の安全性を投資家に保障する性質があることは周知のところである。しかもわが国1960年代のような経済拡大期に株価が上昇してゆく局面では、やがて株価が転換価格を超えて成長するので、程なく転換権が行使され、社債は株券に転化する。すなわち社債が消滅し、代わりに新株式が発行される。株式への転換が行われた時点で考えると、発行会社としては、転換価格を発行価額とする時価発行を行って資本調達をしたのと結果的にはほとんど同じことになる。一時期社債の形をとるとはいえ、転換社債は社債の形態を迂回した時価発行だということができる。

したがって時価発行を推進せしめたところの株価成長などの諸要因は、同時に時価転換社債金融を推進させる要因ともなったわけで、実際転換社債発行額は、株式時価発行と平行して増加していった。わが国では83年以降は特に、転換社債発行額がむしろ時価発行調達額を上回るほどの勢いを示した。つまり85年以降景気過熱のいわゆるバブル期になり、リスクが高くなると、転換社債の人気はいよいよ高まり膨大な資金が法人に集中されたのである。(33ページ第3表参照)

85年以降は、わが国証券市場が特に過熱化し、一方で不安を抱えながらも株価は膨張の一途をたどり、やがて90年年初の株価崩壊を迎える前の最後の高揚期であったということが出来る。この80年代後半の時期は普通バブル期と呼ばれているが、そのバブルを膨らませたのは、わが国企業が擁する大量の資金であった。これは72～4年の過剰流動性インフレを引き起こした事態とよく似ている。しかし85年以降の場合は、成熟した日本企業が国の内外から大量の資本を集中した結果であると言う点に特徴があり、その資本集中にここで述べるエクイティー・ファイナンスつまり転換社債とワラント債が大きな役割を果たしたのである。

転換社債と同様な役割を果たしたものに、新株引受権付き社債いわゆるワラント債があった。転換社債が国内の資金を法人に集中したのに対して、

ワラント債は、主として国外の外貨資金に呼びかけるものであった。

ワラント債の場合は、ワラント権を行使することによって、証券所定の新株購入価額で新株を引き受けることができるので、これもまた新株購入価額を発行価額とする時価発行に類似する資金調達方法である。転換社債との違いは、ワラント権が行使されて新株が発行されても、原証券の社債は消滅しないと言う点である。その発行はワラント債がわが国商法に導入された1981年以降のことである。輸出や海外投資が増えてゆく中で、企業金融および金融業務の国際化が必要になってきたと言う事情もあったが、当時のわが国経済・企業の高い国際的評価と将来市場価格の楽観的気分を反映して、わが国企業にとって、ワラント債が有利なつまり支出資本コストの低い資金調達を可能にするという読みが、この商法改正にはあったと思われる。

ワラント債に独特の追加要因は外国為替市場における円高予測とその実現である。それは単に外貨建て社債一般を有利にするだけでなく、外貨建て新株引受権の価値を高めた。外貨建てワラント債の場合は新株引き受け価額も外貨建てで固定されるから、仮に東京株式市場で円建ての株価が上昇しなくても、円高が進むだけでワラント権の行使が有利になる。

たとえば1ドル150円の為替レートの時に、1株10ドルの新株引き受け価額が固定されたとしよう。東京市場の株価は1,400円とする。10ドルの引き受け価額は円換算では1,500円で時価1,400円よりやや高く設定されたのである。仮に東京市場で株価がかわらず1,400円のままであったが、その間に円高が進んで1ドル90円になったとしよう。外国のワラント所有者は10ドルで1株を購入し、直ちにこれを東京市場で売り、1,400円に換え、これをさらにドルに換えると、円相場が上がっている為に15.6ドルを得ることが出来る。彼はたちどころに10ドルの投資で5.6ドルの利益を得る。こうして外貨建てワラント債の場合、株価上昇だけではなく、円高の進行も、ワラント債の価値を

高めるから、発行企業はそれだけ低い利子率負担で資金を調達できた。つまり外貨建てワラント債への投資から得られる利益は、株価自体の上昇と円高の進行という二つの要因からもたらされた。そしてわが国1980年代の後半は、まさにこの二つの要因が揃っていたのであり、膨大な外貨がわが国に流れ込んできたのである。

たとえばトヨタは1989年5月にロンドンのユーロ・ダラー市場で15億ドル(当時のレートで2,100億円以上)のワラント債を発行した。ドル建て利子率は4%あった。当時アメリカ連邦債が当市場で9%の利回りであったから、半分以下の低い利子率で借り入れができたわけである。さらにこのドル建て債務を、スワップで、円建て債務と交換すると、0.5%利子負担の円負債と交換でき、トヨタはこの利子負担で2,100億円を調達できたことになる。0.5%は当時においてはタダ同然の利子率で、当時可能であった5%の大口定期預金で運用するだけで、年間100億円近くの営業外利益を、リスクなしに稼得できたのである。

他の大企業も同様に大量の資金調達を行った。このバブル最終年の89年だけでも、3月に新日本製鉄が13億ドル、4月に三菱商事、5月に上記トヨタ・三菱重工業がそれぞれ15億ドルのワラント債を発行している。85年から89年にかけて、日本企業は、年平均11.7兆円ものエクイティー金融(転換社債を含む)を行ったのである。¹⁴ 68年から91年までのわが国企業の資本調達経過については、第3表および第1図を参照されたい。

9. バブルの収縮

90年正月年初から日本経済の収縮が始まる。その最初のきっかけはやはり株価の崩落であった。日本経済は確かに70年代までに、いくつかの産業において国際競争力を獲得したが、株式市場の評価はいつも過大に膨らんでゆくメカニズムを内蔵している。72年から4年にかけての過剰流動性インフレの時もそうであったが、いずれも各経済主体(資金調達企業・証券・金融機関・行政と政

第3表

エクイティー証券発行額1968-91

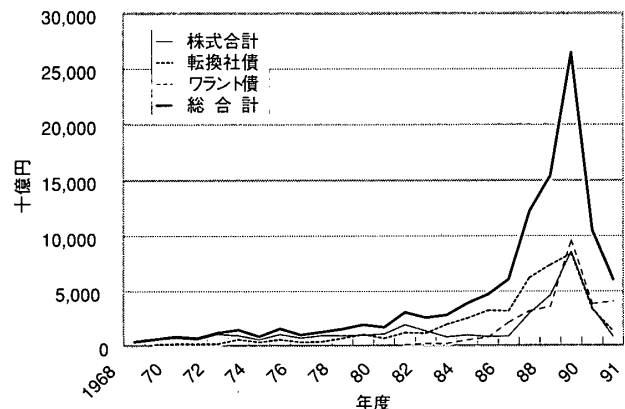
	株式合計	転換社債	ワラント債	総合計
1968	305972			305972
69	489427	47340		536767
70	656199	121200		777399
71	507960	113452		621412
72	998771	127000		1125771
73	869477	526000		1395477
74	507760	264480		772240
75	980748	512595		1493343
76	660850	267922		928772
77	873046	313217		1186263
78	846830	614521		1461351
79	896639	964301		1860940
80	998256	614649		1612905
81	1847894	1129270	20000	2997164
82	1286892	1069383	142006	2498281
83	742385	1867001	136578	2745964
84	915628	2444873	454951	3815452
85	763114	3159283	690290	4612687
86	802544	3120122	2054623	5977289
87	2898450	6133699	3114833	12146982
88	4533400	7284737	3502521	15320658
89	8529386	8303223	9544860	26377469
90	3399419	3288650	3759822	10447891
91	751011	1249856	3971830	5972697

出所：東証『証券統計年報』1993より作成。

単位は百万円。

第1図

エクイティー証券発行額1968-91



治)において、自らの利益保全とより多くの利益を求める市場経済原理が働き、その原理の働きによって経済は収縮して行ったのである。85年頃か

ら顕著になってきた株式と不動産の異常な価格上昇を下支えした法人資金の大きな部分は、エクイティー金融によって内外から調達された膨大な資金である。そのすべてが国内で支出されたわけではないが、大きな部分が我が国の株式と不動産に向かったことは否定できない。値上がりが続いて行く限りでは、その価格が将来収益に見合うかどうかに関係なく、それを買い続けることが、さしあたり市場経済原理にかなう。このようにしてバブルは膨らんでいった。

加えて大幅な輸出超過に対する国際的貿易摩擦はようやく厳しさを増し、一人勝ちは許されなくなってくる。産業の海外移転は費用を増大させ、競争力を低下させる。株価の膨張はいつかは均衡を求めて収縮せざるを得ない。90年年初から株式価格が低落を始め、少し遅れて不動産価格も低下して行った。後には大量の不良債権と銀行の金融能力不全が残って、平成不況に入ってしまった。

10. コーポレート・ガバナンスの展望

この第2次市場過熱の際には、政治・行政の側からまったくコーポレート・ガバナンスの働きかけはなかった。問題はむしろ金融政策と経済政策の領域に属するが、これが不適切で金融引き締めの時機を失し、平成長期不況を引き寄せてしまった。

一般にコーポレート・ガバナンスといっても、内容は複雑多岐にわたる。企業行動により不利益を受けるのは、高値での過剰時価発行の場合、まず株主であるが、同時に不利益はインフレーションとなって一般市民にも及ぶ。しかもそれは単に一企業の時価発行ではなくて、インフレ期に多数の企業が一斉に時価発行にのめりこみ、それが社会的インフレーションを加速すると言うことが実際に起こったことである。それは結局一般市民の生活利益を脅かすものとなった。その結果、世論と言う社会的批判が高まることによって、やっと行政機関である大蔵省が口先介入やら、行政指導やらで、抑制に動き出すこととなったのである。

コーポレート・ガバナンスを実効有らしめるためには、利益を侵害された利益集団の敏感な反応、告訴、世論の支持、企業（群）への抗議と、公益に責任のある政治・行政への要求、それに対する政治・行政の対応など、いくつもの条件が必要である。それらを満たすことによってコーポレート・ガバナンスはやっと動き出すものであることが分かる。

- 1 拙稿「わが国の株式時価発行移行過程におけるコーポレート・ガバナンス 1960-1970」濱村章編『コーポレート・ガバナンスと資本市場』税務経理協会、2004。
- 2 朝日新聞「大蔵省、時価発行監督を強化」1970年9月7日夕刊、同紙「時価発行失敗の反省」同年、9月14日夕刊。拙稿「時価発行の理論と現実」日本経営財務研究会編『日本の経営財務の解明』1982。所収。中央経済社
- 3 第1表の公募額参照。朝日新聞座談会「高値に踊り狂う株式市場」72.11.17。朝刊。永井義夫「証券市場過熱の構造」72.12.5。毎日新聞『エコノミスト』。田中角栄『日本列島改造論』日刊工業新聞社、72年6月。
- 4 朝日新聞「協同飼料、時価発行で不正」73.2.23。夕刊、同紙「協同飼料の株価操作」73.2.24。朝刊。
- 5 岡本勝美「プレミアム還元論争」246-7ページ、『証券経済学会年報13』1978。
- 6 朝日新聞「三光汽船またも第三者割り当て」72.11.17。朝刊。
- 7 朝日新聞社説「インフレ心理あおる株式ブーム」72.12.24。毎日新聞社説「株式市場過熱に危険はないか」72.11.17。同社説「地価高騰、決め手はないのか」72.12.22。
- 8 朝日新聞「時価発行に自主規制」72.12.23。朝刊。同紙「時価発行を自粛、四大証券時価発行の基準強化」73.2.10。朝刊。『商事法務』No/622.73.2.25.31ページ。
- 9 『商事法務』No. 648.73.11.5.35ページ。③の資本組入れの猶予期間は後に5年までとなった。
- 10 全国証券市場協議会『配当状況調査』1978年。
- 11 奥村宏『日本の株式会社』134-5ページ、東洋経済新報社
- 12 「修正還元率」の定義およびこの基準に対する吟味については、拙著『株式時価発行の理論』1986。200-201ページを参照されたい。
- 13 前掲拙稿「わが国の株式時価発行移行過程におけるコーポレート・ガバナンス 1960-1970」29-31ページ。
- 14 朝日新聞、89.6.5。朝刊。

生駒道弘 ikoma@keiei.shikoku-u.ac.jp