

我が国株式時価発行金融（1969-1989）から何を学ぶか

生駒道弘

Some Comments on Japanese Corporate Finance between 1969 and 1989

Michihiro IKOMA

ABSTRACT

Japanese corporations got a lot of money from stock markets all over the world during the prosperous period of 1969-1989. This paper discusses some problems arising from the process of new equity public financing. Among them, the most important problem was insufficient dividends. Many corporations were earning a great deal of income then, but did not pay out sufficient dividends and finally lost capital market support. Some other comments are also made about equity financing through the overheated capital markets of these years.

KEYWORDS: growing stockprices, public offering of new stock, equity finance, asset inflation, collapse of stockprices

はじめに

わが国の本格的な株式時価発行は、1969年（昭和44年）の「日本楽器」公募増資から始まったと言える。周知のように、わが国では明治以来長らく新株は額面価額で発行されるのが普通であったから、株式の公募時価発行は、わが国企業金融史上画期的な、大きな出来事であった。

こうした時価発行への転換が、もちろんこの時期における日本企業の高度成長と国際的進出、株価上昇の中で行われてきたことは周知のことである。しかしこの経済繁栄はやがて1980年代の過熱期をへて、1990年初めから始まった日本経済収縮（株式価値の崩落、いわゆるバブル収縮）をもって終息し、時価発行もまた休止期に入った。

こうして1969年から始まった時価発行とエクイティ金融は、ここに一つのサイクルを終えることとなった。そこで本稿では、このわが国経済高

度成長期の時価発行金融構想の形成とその論議がどういう風に経過してきたか、そしてそれが実際にどのように行われてきたかを振り返り、最後に、そこから何を学ぶことが出来るかを述べることにする。

1. 株式プレミアムは利益か資本か

株式時価発行は早くから、企業金融上の新しい資金調達方法として注目を集めていたが、それはその背景にいくつかの魅力をもっていたからである。そのひとつは時価発行を行うと会社が多額の「株式プレミアム」を獲得できるという会社と経営者にとっての利点であった。即ちそれまでの株式発行は主として額面価額で新株を既存株主に割り当てると言う仕方で行われていたから、調達できる資本は額面価額のみで、その会計処理は払込金を資本金に計上することで十分であった。しかし株式の市場価格つまり時価で新株が公募発行される事になると、株価は額面価額を大きく超えているので、そこにこの額面価額をこえて、多額のキャッシュが株式会社に流入してくるのである。

2007年11月5日受付、2007年12月10日最終受付
生駒道弘 四国大学大学院経営情報学研究科
Michihiro IKOMA, Member (Graduate School of Management and Information Science, Shikoku Univ., Tokushima, 771-1192 Japan).
四国大学経営情報研究所年報 No. 13 pp.11-16 2007年12月

これが「プレミアム」と言われるものだった。

そこでこのプレミアムが利益であるのか、資本であるのかと言う、本質的概念規定の問題が現れて来た。米国の会計原則はこの額面超過の払込金を、資本金に準ずる資本剰余金として扱ってきた。第2次大戦後、米国の会計原則を受け入れてきたわが国では、従ってこれを、米国と同様に資本に準ずるもの、つまり資本剰余金として処理すべきだという立場をとり、我が国会計原則は、そのように規定している。このように額面超過払込金＝株式プレミアムは、会計原則上は資本金に準ずる資本剰余金として扱われるべきだとは言いながら、しかし、時価発行の本質を理論的に考えてゆくと、実はそれは会社にとっての利益ではないのか、つまり資本剰余金の経済学的本質は、会社金融上発生する会社利益ではないのか、という見解が同時に存在していた。

この額面超過払込金すなわち「プレミアム」は会社にとって利益であると言う見解は、二つの源泉から出ていた。①一つは主として研究者の間で、このプレミアムを「創業者利益」として捉える見解があった。創業者利益は、会社設立のときには、創業出資者に帰属するが、すでに成立している株式会社の場合には、創業者利益が会社それ自体に、会社利益として発生し、会社によって稼得されると主張した¹。

②利益説のもうひとつの源泉は、むしろ時価発行を行う当事者である経営者自身の考えであった。従来は額面金額しか流入してこなかった払込金が、いまや多額のプレミアムを伴って会社に流入するわけだから、このプレミアムは金融上の会社利益であると認識するものであった。額面価額については、経営者は株主に配当を支払う必要があるが、それを超えるプレミアム部分の払い込み額に対しては、その必要を認めない見解であった。そして新聞などの経済ジャーナリズムも同様な受け取り方をして、時価発行は会社にとって「濡れ手に粟」のボロ儲けの資金調達法であるとか、プレミアムは会社にとって「タダ金」であるとか言う記事を

載せた²。「タダ金」という意味は、プレミアム（額面超過額）部分については配当が不要であるから、会社にとっていわばタダの資金が時価発行によって手に入るという意味であった。

2. プレミアム＝資本説の擁護

この①と②のいずれに対しても筆者は批判的であった。前者の株式プレミアム＝利益説①については、創業者利益理論の提唱者であるヒルファーディングの理論に立ち返って検討すると、彼はそんな単純なことは言っていないので、プレミアムが創業者利益であるという主張はヒルファーディング理論の適用を誤った結果であることが分かった。

ポイントは調達された現実資本と、その資本が会社内で運用され、そこで利益を生む事によって形成される株式価値の関係が、基本であると言うことである。もし額面超過部分の株式プレミアムが利益であるなら、それは現実資本として企業に確保される必然性がなくなる。現実資本として確保されず、利益を生まないならば、株式価値はそのことを反映して下落する。そうすると発行価格は維持できず、時価発行は成立しない。

この点はまだひとつの俗説である「タダ金」論②にも言えることである。プレミアムの放漫な資金運用は必ず株式価値下落をもたらすはずである。経営者がプレミアムを「タダ金」として資金運用から外してしまうことは、株式価値の崩壊をもたらすはずである。プレミアムは企業への出資資本の一部として企業内部に確保され、そこで必ず利益を生まなければならないはずである。そのようにして生み出される利益に支持されて、初めて時価発行は成立しうるのだと私は考えた。

そういうわけで私の考えは誠に常識的ながら、時価発行に伴う株式プレミアムは決して利益などではなく、株主の出資＝元入れ資本であるから、それを確実に企業内に確保し、そこから利益が上がるように運用すべきであると言う見解に落ち着いた³。

3. 既存株主の利益の擁護

ところで時価発行を実際にわが国経済に定着させてゆく過程でひとつ重要だったことは、従来、額面価額での新株引受権を与えられてきた株主が、時価発行移行後はどのようにしてその株主利益を守れるのか、ということだった。その利益が守れないなら、株価の維持が困難になることは明らかだった。

周知のように額面発行の時代には、一株配当を維持したまま新株引受権が現在の株主に割り当てられていたから、株主はその額面価額を払い込むだけで、新株を手に入れることが出来た。株価は額面価額を上回っているのが普通であったから、その差額が株主の増資利得となって、株主の株式投資利益の大きな源泉となっていた。また実際このことを前提として株式市場価値が形成されていた。ところがそのような局面で時価公募発行に移行すると、こうした新株引受権はなくなり、増資利得を受け取る見込みはまったく消滅するわけだから、株主は損失を被る。そのこと自体が株式市場価値を低下させ、時価発行を阻害する要因となる。

4. 生命保険業界の抵抗とそれに対する対抗理論

実際そのような既存株主の利益を代表するものは、機関投資家の雄である生命保険業界であった。彼らは多額の株式投資家であったから、株主割当の額面発行制度から大きな利益を得ていた。従って時価発行への移行によって多大の損失を被ることは明らかだった。従って時価発行反対論ないし慎重論が生保業界を中心とする既存株主から出てきたのはけだし当然であった。

そこで時価発行を行いたい企業経営者側及び証券業界側は、この時価発行反対論に対する対抗理論を構築する必要に迫られた。そこで考え出されたのが、時価発行とリンクして企業は増配政策を株主に約束すべきだと言う新しい配当政策の提案であった。

その提案と言うのは、時価発行への移行と同時に、株式に対する企業配当政策を改革して、企業が手に入れる調達資本に見合う増配を企業が株主に約束し実行すると言うものであった。従来の額面発行時代の配当政策典型は、一株配当額を確実に護ってゆく事にあったのだから、この新しい増配政策は、配当政策の根本的な転換を意味し、一種清新な響きを持っていた。額面価額での新株引受権を株主から取り上げる代わりに、ドンドン増配をやってゆきますと言うこの提案は、旧大蔵省肝いりの「証券取引審議会」から1969年に提示され、時価発行推進の理論となった。

この理論によると、時価発行下の配当政策は大きく変更されることになる。実際、新株1株で調達される資本は飛躍的に増加するわけだから、その調達額から稼得される利益は額面発行の場合よりも、1株あたりで増加し、それを株主に分配する必要がある。その分配つまり増配がある事によって始めて、既存の株主の利益が確保されるわけだから、企業は増配を約束し、実行すべきであると言う論理である。そしてそれは一応の論理的整合性を持っていた。この論理に従ってとにもかくにも、我が国の時価発行は1969年にスタートした。

5. 配当増加の宿題

ところが経営者にとって時価発行の妙味は、例の資本剰余金＝彼らの考えるタダ金をガッポリ手に入れることにあったので、配当の方は従来どおりの1株配当を維持するだけで切り抜きたいと言うのが経営者の本音であった。そこで、株式時価発行はどんどん進めるが、配当増加の方がどうしても、おろそかになりがちとなった。株式市場はもちろん配当に見合う株価を形成させるメカニズムをもっているのに、配当の増えない株式は高く評価しない。そのような株は時価発行の発行価額を維持できず、下落してゆく。言うまでもなくこれは時価発行の自己否定であり、時価発行の危機を意味した。

6. 時価発行株の発行価額われ

時価発行株の発行価格われは早くも1971年から72年にかけて表面化した。その事態に危機感を募らせたのは、大量の株式投資を抱える生命保険業界であった。そこで「生命保険協会」は、業界の共同事業として時価発行株の各銘柄ごとに個別的に、株式投資収益率を追跡調査するという作業を始めた。時価発行増資をやりながら利益の増加が少なく、増配も十分でない銘柄、つまり投資収益率が不十分な銘柄を洗い出し、公表した。そうする事によって安易な時価発行を行う会社を牽制し、そのような株式については株式を売却すると生保業界が警告したわけである。

7. 株価インフレーションの発生

ところが時価発行のこの危機は、間もなく起こったいわゆる「過剰流動性インフレーション」によって、株価が上昇したために覆い隠され先送りされる事になった。このインフレは大幅の輸出超過による外貨流入が国内の通貨量を増大させた結果起こったものであったが、時価発行株の価格低落の危機を先送りするだけでなく、逆に株価インフレーションによって時価発行の社会的影響力を人々に強く印象付ける事になった。

1972年から73年にかけて起こったこの株価上昇局面は、会社にとっては時価発行による安価な資本調達の良い機会であったので、この時期に各社はいっせいに大量の時価発行増資に殺到した。そして資金の調達に成功するや否や、再びそれを土地や株式や商品に投下して、インフレ利得を獲得しようとしたのである。その結果1972年の公募増資総額は前年の8.6倍を超える急増を示した。そしてインフレーションはますます進行した⁴。

8. 時価発行の反社会性

ここで時価発行はインフレーションの火の手に油を注ぐ役割を果たしてしまった。このことはし

かし世論の猛烈な批判を受け、監督官庁たる当時の大蔵省証券局も時価発行の抑制に乗り出さざるを得なくなった。その結果生まれたのが、いわゆる「株式プレミアム株主返還ルール」(1973年)であった。その趣旨は、時価発行によって獲得した株式プレミアムを資本剰余金から資本金に移し変えると同時に全株主に無償株を交付して(株式分割)、株主に対する実質的増配を行うことを求める新しい配当政策の指示であった。

大蔵省がなぜこのルールを事新しく持ち出したかと言うと、現実に上昇した高値で時価発行して配当負担の少ない資金を手に入れたいと願う経営者たちの時価発行動機が、このルールによって水を差され、時価発行が抑制されるだろうと考えたからに他ならない。他方では、生命保険業界は、この行政の応援をえて、ますます熱心に株式投資のパフォーマンスを追跡調査するようになった。

9. 増配誘導政策

時価発行を経済的にサポートする配当増加については、東京証券取引所も投資家の利益を守る観点から、増配促進の上で一定の役割を果たした。すでに1969年から78年にかけて東証は、その「配当状況調査」において、時価発行によって獲得された株式プレミアムがどの程度資本金に組み入れられ、新株が無償交付されたかを各年度ごとに集計して、公表してきた。これは実質的には無償交付ないし株式分割を通じて、どれほど増配が行われているかを調査し、公表することで、各社の増配を促進すると言う意図を持っていた。ところが実際の調査では、組み入れ率はわずか2~3割の実績しか示していなかった。

東証のこのような配当調査と増配誘導にたいしては、しかし上場会社側から、異議申し立てが起こってきた。ソニーの盛田昭夫氏が上場会社を代表して1976年に、企業の配当政策は企業が決めるもので、プレミアムの還元など外からあれこれ干渉されるのは不都合であると言う公開抗議書簡を東証理事長あてに送って抗議した。これは企業経

営者側が時価発行とリンクした増配に対して消極的であったことを象徴的に示すものであった。そして時価発行と配当政策をめぐって両者の間で、しばらく論争が行われたことがある⁵。

10. 1980年代の資産インフレーション

そしてやがて80年代後半1986年ごろからいわゆるバブルの膨張が始まった。これが時価発行時代に入って、2回目の資産インフレーションであった。このときのインフレーションの基礎にはもちろん、日本の企業と経済に対する過度に楽観的な期待があったけれども、従来の時価発行や転換社債に加えて、国際的なドル市場におけるドル建てワラント債発行が加わった点が特徴的であった。そこでは、業績自体の一方的上昇展望も含めて、円レートの国際的上昇基調が根拠無く予測されていた。この二つの要因によって、日本企業はきわめて有利な条件で国際市場から資金を調達することが出来た。東京証券取引所の上場株式価値総額がNYSEのそれを上回ったり、日本全土の地価総額が米国土のそれを超えるというような資産価値膨張が起こったのはこのころのことである。こういった資産評価の大部分はこういう形で形成され、根拠を欠くものだった。市場はすでに理性を失い、ただ熱病のように上値を負い続け、やがて頂点に達した。

周知のように、1990年初めから東京市場で株式価値の下落が始まった。少し遅れて不動産価値・土地価格低落がこれに続き、そのご銀行不良債権の累積・銀行の機能不全に象徴される、10年を超える周知の平成長期不況に陥り、長くこれを克服することが出来なかった。ここに1969年以来の時価発行の一つのサイクルは終わったのである。

11. 時価発行から何を学ぶか

時価発行の経過をフォローしてきたが、最後に少し感想を記しておきたい。

(1) 配当政策

財務管理の目的は株式価値極大化にあると言うことが今日、財務管理理論の通説になっているが、営業者は一般に、株式価値を支持する要因であるところの配当ないし配当約束に関して慎重ないしケチで、なかなか配当したがらない傾向があることが分かった。現に多額の利益が上がって将来の利益予想が明るくても、却ってこれを配当せず、留保する本質的傾向があると言うことを時価発行から学んだ。そして配当性向は経済の繁栄とともに低下する傾向があった。配当性向が維持される場合に比べて、このような配当政策は、株価を相対的低位に放置する。

これに対して政府と行政監督官庁および東京証券取引所の側には、上場会社側に増配を求めるスタンスが一貫していたといえる。1981年（昭和56年）の商法改正は、時価発行調達額の少なくとも1/2を資本金に繰り入れることを求めて、資本金金額の拡張を図ったが、これは商法上の資本金を増やして、営業者に配当支払いの必要性認識を促進することを意図したものであった。つまり行政は商法まで動員して配当を促したのである。

企業配当政策については周知のように配当政策と企業価値の中立性命題がMMによって打ち立てられている⁶。しかし実際に起こったことは、大方の企業における利益留保の優先と配当払い出しの節約であった。ここで起こったことは、株価極大化命題と配当中立性命題のいずれかまたは双方を疑わせる現象であった。

また日本政府の経済政策は、しばしば株価でこ入れの手段として、配当増加、無償株交付ないし株式分割を企業に要請してきた。この政策は企業側によって冷たくあしらわれ、所期の効果をあげることは無かったが、ここにも配当と株価の経済理論の再構築が求められている。日本企業の実際の配当行動を考える時、アカデミックな経済理論の前提に何か重要なものが欠けているように思われる。

(2) 資本構成命題

さらにMMの資本構成と企業価値の独立性命題にも同様の疑問が、経済の実態から提示された。

周知のように1960年代までのわが国経済の高度成長は主として短期銀行金融の回転によって金融されてきた。それが1969年から一気に時価発行に傾斜するようになり、時価発行ラッシュが生じた。更に時価発行に近い転換社債やワラント債などエクイティー金融一色となって行った。MM理論は、我が国企業金融がこの時代になぜ急速にエクイティー金融に傾斜して行ったかを説明できないだろう。彼等の先験的資本構成理論は、現実の経済理論ないし経営理論としては、あまりにも独断的かつ一面的で殆ど使い物にならないと思われる。

実際には1969年から20年間の時価発行金融期に我が国上場企業の資本構成は、自己資本割合を著しく増大させた。借り入れ金融がエクイティー金融に切り替わり、利益留保が推進された結果である。これは経営者的観点からは脆弱な資本構造の「改善」を意味したのであって、無意味なことではなかった。この点でもMMの資本構成命題は再検討の必要性がある⁷。

(3) 経済変動の加速

企業経営者がが資本調達を意思決定するさいの要因として、当面の景気の動向とくに物価・株価・不動産価格の上昇状況あるいはその予測が大きいと感じられた。とくに時価発行ないしエクイティー金融という調達形態は、株価の動向に依存する性質が強く、株式市場の動向に対応して、各社が一斉に時価発行増資にのりだしたり、また逆に、一斉に資本調達を手控えるという共時性・同時性が強いということを知った。株価が高い時に、タイミングよく時価発行をしておきたいということは、支出資本コストを経営者が強く意識している可能性を示している。

このようにして株式時価発行は、株価動向に依存して一斉に行われることが多く、社会経済全体に大きな影響を及ぼすことが分かった。過剰流動性インフレーションのときにも、バブルの資産インフレーションの時にも、時価発行が資金供給源として大きな役割を果たした。経済政策・金融政策の未熟とあいまって、時価発行は金融面から景気の振幅を拡大する傾向がある。

(4) 株式市場の役割と研究者

時価発行を中心とするエクイティー金融は、経済の拡張、利益の増大、株価上昇見通しとその実現によって可能となる。経済実態の繁栄はしばしば過大に市場に反映されるので、やがて行き過ぎの訂正としての反落を経験することを人は知っている。しかし株式取引所それ自体が一つの企業として利益を追求する事に熱心になりすぎると、目先の繁栄に目を奪われて市場の価格形成を誤ってしまう。

日本証券経済研究所は1988年に「日本の株価水準研究グループ（若杉敬明委員長）」を発足させ、グループは、すでに間近に迫っていた株価の崩落とは裏腹に、更なる株価成長を予測した⁸。そしてバブル最後の膨張に貢献した。我われの経済で景気と市場の変動は避けられないとしても、市場関係者はそこで形成される価格に最大の真実性と確実性を付与するよう努力すべきである。関係者がそれと対極的な行動をとったことは遺憾と言わなければならない。

-
- 1 馬場克三『株式会社金融論』1965. 86-114ページ。
 - 2 朝日新聞『増資ラッシュが市場圧迫』1981年8月28日。
 - 3 生駒道弘『株式時価発行の理論』1986. 序文。
 - 4 生駒道弘「我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」『四国大学経営情報研究所年報』10号（2004）、95ページ。
 - 5 生駒道弘、前掲書、215-220ページ。
 - 6 Miller and Modigliani; Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, Vol.34, No.1. (1961).
 - 7 Modigliani and Miller; The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, June 1958.
 - 8 紺谷典子「日本の株価は高すぎるか」『資本市場』No. 39 (Nov. 1988)。

生駒道弘 mikoma7@w3.dion.ne.jp