



日本のエクイティファイナンスのあゆみ

鈴木, 健嗣

(Citation)

国民経済雑誌, 207(2):39-63

(Issue Date)

2013-02

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81008461>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81008461>



日本のエクイティファイナンスのあゆみ

鈴木 健 嗣

国民経済雑誌 第207巻 第2号 抜刷

平成25年2月

日本のエクイティファイナンスのあゆみ

鈴木 健 嗣

戦後、急成長を遂げた日本経済を資金面から支えたのはメインバンクを中心とした日本型間接金融システムであった。しかし、時代とともに日本型間接金融システムは弱まり、エクイティファイナンスの役割が高まっている。本稿は、エクイティファイナンスが日本の金融システムにおいて重要な役割を担うようになった理由について、エクイティファイナンスの側面から説明するべく、その歴史的経緯を①制度変更とその背景、②公募増資スケジュールの変遷の視点から概観している。

キーワード エクイティファイナンス、株主割当増資、公募増資、
第三者割当増資

1 はじめに

近年、日本の金融システムにおけるエクイティファイナンスの役割は大きくなっている。2000年から2010年のエクイティファイナンス（割当増資、公募増資、第三者割当増資、新株予約権付社債の合計）の実施総額は31.67兆円であり、90年代と比べても約10兆円増加している¹⁾。同時期の日本の上場企業における借入金や社債発行の純増額合計は-27.4兆円（借入金-13.6兆円、社債-13.8兆円）である²⁾。

戦後、急成長を遂げた日本経済を資金面から支えたのは、企業と密接な関係を持つメインバンクを中心とした日本型間接金融システムであった（Aoki, 1994; Hoshi and Kashayp, 2001; 内田, 2010）。しかし、80年代後半の土地バブル崩壊以降、銀行の不良債権問題や株式の持ち合いの解消などを通じて、メインバンクと企業の多面的な関係（持株比率、役員派遣比率）は弱まり、今日に至っている³⁾。エクイティファイナンスが日本の金融システムにおいて重要な役割を担うようになった理由としては、日本型間接金融システムが弱体化したことが挙げられるだろう。その一方で、エクイティファイナンス側にも要因があるのではないのか。本稿の目的は、日本のエクイティファイナンス（公募増資、第三者割当増資、株主割当増資）の歴史的経緯を概観し、こうした問いに対し示唆を与えることにある。

本稿は大きく分けて2つの視点から成り立っている。1つ目の視点はエクイティファイナンス手段の変遷についてである。戦後、1970年まで日本のエクイティファイナンスの主流は

既存株主に対して割り当てられる額面価格での発行（株主割当増資による額面発行）であった。その後、時価発行が普及するにつれ公募増資や第三者割当増資が主流になり、現在では株主割当増資を利用する企業はほとんどない。次節ではこうした変化が生じた背景と経緯について概観する。2つ目の視点は、公募増資スケジュールの変遷である。1970年代当初、株式発行を決議後資金調達するまで平均で3ヶ月間かかっていた、商法改正や証券取引法改正により現在では約2週間に短縮され、よりタイムリーな資金調達を行えるようになっている。近年の実証分析では、こうしたタイムスケジュールの短縮化は公募増資時の発行費用に大きな影響を及ぼしていることが明らかにされている（加藤・鈴木，2011；加藤・鈴木2012a）。どのように増資スケジュールの短縮が行われたのかについて第3節で説明していく。そして第4節で本稿のまとめとする。尚、紙幅の関係上、新規株式公開市場、エクイティ債（転換社債、新株予約権付社債）、優先株式などの制度の変遷については、十分な説明を行っていない⁴⁾。

2 株式発行制度の変遷

2.1 時価発行増資へ

2.1.1 株主割当増資による額面発行

1970年以前の日本のエクイティファイナンスは「株主割当増資」による「額面価格での発行（額面発行）」がほとんどを占めていた⁵⁾⁶⁾⁷⁾。表1は1951年から1979年までの有償増資（株主割当増資、公募増資、第三者割当増資）の推移を示している。株主割当増資は50年代では有償増資の95%⁸⁾、60年代は93.39%を占め、一般的な有償増資の形態であった。1951年から1969年までの株主割当増資による資金調達総額4.94兆円のうち、額面以上の資金調達額はわずか23億円であり、ほぼすべての株主割当増資において額面発行が行われていた。

株式時価が額面を上回る場合、額面発行は割り当てを受ける新規株主に有利な条件で株式を売却することになる。これは発行企業（既存株主）が高い発行コストを支払うことを意味するため、既存株主から額面株を割り当てられる株主への富の移転と考えることができる。新株を既存株主の持ち分に応じて公平に割り当てる株主割当増資が完全に行われるのであれば（新規株主＝既存株主）、こうした富の移転は生じない。しかし、既存株主が常に増資に応じることができる資金を持ち合わせているとは限らない。実際に既存株主が株主割当増資に参加できず、権利を放棄することが生じている。これは既存株主間での富の移転、つまり資金力のない個人投資家などから資金力のある機関投資家などへ富が移転されていることを意味している⁹⁾¹⁰⁾¹¹⁾。額面発行の株主割当と額面発行の公募を同時に行う抱き合わせ増資の場合、無条件に富の移転が生じていたことを意味する¹²⁾¹³⁾。

当時、投資家は株主割当増資による額面発行や株式時価をどのようにとらえていたのだら

表1 1950年代から70年代にかけての有償増資の推移

年	株主割当増資(a)		公募増資(b)		第三者割当増資(c)		(a), (b), (c)合計
	億円	比率	億円	比率	億円	比率	億円
1951	419	95.44%	4	0.91%	16	3.64%	440
1952	971	96.62%	15	1.49%	19	1.89%	1,004
1953	994	95.85%	17	1.64%	26	2.51%	1,037
1954	804	97.69%	5	0.61%	14	1.70%	823
1955	656	95.63%	1	0.15%	29	4.23%	685
1956	2,128	95.47%	76	3.41%	25	1.12%	2,228
1957	1,775	97.26%	44	2.41%	6	0.33%	1,825
1958	1,478	96.98%	45	2.95%	1	0.07%	1,523
1959	2,865	91.13%	269	8.56%	10	0.32%	3,144
1960	3,968	88.65%	502	11.22%	6	0.13%	4,475
1961	6,059	90.22%	644	9.59%	13	0.19%	6,716
1962	5,228	96.28%	193	3.55%	9	0.17%	5,430
1963	4,275	96.18%	97	2.18%	73	1.64%	4,445
1964	4,427	98.93%	18	0.40%	30	0.67%	4,475
1965	1,403	98.11%	1	0.07%	26	1.82%	1,429
1966	1,821	93.91%	23	1.19%	95	4.90%	1,939
1967	2,419	95.69%	77	3.05%	32	1.27%	2,528
1968	3,080	95.03%	117	3.61%	44	1.36%	3,241
1969	4,651	87.82%	595	11.23%	50	0.94%	5,297
1970	5,289	79.99%	1,260	19.06%	63	0.95%	6,613
1971	3,885	71.80%	990	18.30%	536	9.91%	5,411
1972	3,457	26.63%	8,610	66.32%	915	7.05%	12,982
1973	3,021	41.30%	3,921	53.61%	372	5.09%	7,314
1974	3,570	58.28%	2,496	40.74%	60	0.98%	6,126
1975	6,493	71.94%	2,436	26.99%	96	1.06%	9,024
1976	2,800	34.01%	5,326	64.68%	108	1.31%	8,234
1977	2,145	30.23%	4,660	65.68%	290	4.09%	7,094
1978	3,079	29.81%	6,621	64.10%	629	6.09%	10,329
1979	1,280	19.38%	4,643	70.30%	682	10.33%	6,605
50年代合計	12,090	95.13%	476	3.75%	146	1.15%	12,709
60年代合計	37,331	93.39%	2,267	5.67%	378	0.95%	39,975
70年代合計	35,019	43.92%	40,963	51.38%	3,751	4.70%	79,732

出所) 『増資白書』各号より筆者作成

うか。加田（1969）は、「日本の株価には将来の増資を株主に額面割当をし、そのプレミアム益を与えるという習慣があり、時価発行はしない、第三者割当も公募もしないという原則を貫く松下電器はそれが高く評価されている」と述べている。これは、額面による株主割当増資が企業の資金調達手段というよりはむしろ、時価と額面の差を投資家に分配される機会としてとらえていたと見受けられる。当時、日本企業は額面配当といわれる額面価格を基準とした低配当の配当政策が行われていた。当時の投資家の認識では、額面配当による低配当を補完する対象として株主割当増資による額面発行をとらえていた可能性がある¹⁵⁾。

2.1.2 額面発行から時価発行への動き

60年代後半以降、高度成長期に入り株価水準は上昇傾向にあり、額面と時価の差が広がるにつれ時価発行による公募増資の機運が高まった¹⁶⁾¹⁷⁾。当然、額面発行による株主割当増資から最も恩恵を受けている保険会社などの機関投資家からは、時価発行公募増資に対し異論が¹⁸⁾¹⁹⁾出た。しかしながら、市場の機運に押され（特に企業側の要望）、1967年生命保険協会や全国銀行協会連合会は意見書を通じて条件付きながら額面以上の発行価格を容認する態度を表明する。これらの意見書では、①プレミアム還元²⁰⁾の支払い・配当の維持²¹⁾、②既存株主への優先割当、③発行価格は額面と時価の中間に近い価格で発行（中間発行）を時価発行の要件とするものであった。この意見書をひと言でいえば、既存株主にペイアウトや優先割当などを通じて、株主割当増資による額面発行時と同様の恩恵を要求するものであった。

機関投資家（生保協会、全銀協）による時価発行への意見書に対し、さまざまな対応がなされた。①プレミアム還元・配当維持を達成するために、4社（野村證券、日興證券、大和証券、山一證券）引受部長会は引受における自主ルールを定めた²²⁾。自主ルールの内容は、引受証券会社が時価発行を引き受けるに当たり、前回増資時のプレミアム還元・配当公約が履行されているかチェックし、履行されていない企業には原則として証券市場を通じた資金調達の引受に応じないというものであった。しかし、その後の時価発行で、生命保険協会が要求する額面発行時と同様のプレミアム還元が行われることは稀であった²³⁾。このプレミアム還元公約については、1996年の撤廃まで数回の修正が行われ、日本企業の有償・無償増資政策や引受証券会社の役割に大きな影響を及ぼすことになった²⁴⁾。

②の既存株主への優先割当の要求に対し、70年当初の時価発行公募増資では、主に株主優先募入が用いられた²⁵⁾。株主優先募入とは既存株主が優先的な割り当てを受けることを保証した方法である。しかし、時価発行が一般的になるにつれ70年代中盤には、株主優先募入は行われなくなっていった²⁶⁾。株主優先募入の代わりに『親引け』という発行企業が割当先を選び引受幹事に要請する慣行が公募増資で頻繁に行われるようになる²⁷⁾。株主優先募入は既存株主全体に対し優先的な割り当てを保証するものであったのに対し、親引けは特定の機関投資家

などが優先割当を受けるものであった。大蔵省によると公募株の50%以上が親引けによる分売に充てられていた企業も少なくなかった²⁸⁾。このように公募を建前としながらも、実質的に一部の株主を優先的に取り扱う方法が、90年代の親引けの廃止まで続くことになる。また、70年以前の公募増資では株主割当増資と併用する形で行われることがほとんどであったが（既存株主への優先割当と公募）、70年代中盤以降では公募増資のほとんどが単独で行われるようになっていった。既存株主への優先割当慣行が無くなるにつれて、当時約10%と高水準にあった新株のディスカウント率が既存株主から新規株主への富の移転がなされているとの指摘もみられるようになった（増資白書、1974）²⁹⁾。③の中間発行について、新株の発行価額を時価と額面金額の中間と定める中間発行を通じた株主割当も登場したが、一般的になることはなかった³⁰⁾。

機関投資家による時価発行容認と取れる意見書の発表や証券業界の対応を経て、企業の有償増資の方法は株主割当増資による額面発行から、公募による時価発行へとシフトしていくことになる。公募増資が株主割当増資を初めて上回ったのは意見表明の4年後、1972年のことである。表1をみると、70年代以前では有償増資のうち95%のシェアを誇った株主割当増資が、1970年代には43.92%となり、代わって公募増資が51.38%と変化していることがわかる³¹⁾。株式割当増資を用いた時価発行は、当時の商法上の問題のため行われにくかった³²⁾。そのため、結果として割当増資を通じた時価発行は公募増資を通じた時価発行より少数にとどまっている³³⁾。

70年代以降第三者割当増資も徐々に増えてきた。1951年から1969年まで、第三者割当増資は平均で有償増資の1.49%（29.3億円）であったが、1971年から73年にかけて平均で7.35%（608億円）、その後減少するものの1977年以降再び増加に転じ6.83%（533億円）と増加している。この時期の第三者割当増資が増加した主な理由は、資金調達というよりは制度改正による資本金の増強であった。東京証券取引所は、1970年2月に上場廃止基準の最低資本金を1億円から3億円に引き上げ（猶予期間1975年4月まで）、1975年3月には5億円に引き上げている（猶予期間1980年4月まで）。

2.2 バブル経済期の株式発行

表2は80年代以降の有償増資の金額の推移を示している。1981年には初めて公募増資による資金調達額が1兆円を超え、バブル景気による株価上昇も相俟って、公募増資による時価発行がエクイティファイナンスの主流となっていった³⁴⁾。1989年は年間で5.8兆円の公募増資が行われ、現在に至るまで最高額を記録した年であった。これに対し、株主割当増資は低下の一途をたどり、80年代の有償増資（株主割当増資、公募増資、第三者増資）のうち16.7%であった。株主割当増資では、時価発行ではなく額面発行に加え中間発行が多く行われてい

たのが80年代の特徴といえるだろう。80年以前は合計で8社程度であったものが、89年には割当増資を選択した企業すべてが中間発行を選択している。80年代の第三者割当増資は調達額において有償増資額に対し3.9%と低水準ではあるものの1983年には1,651億円、1980年代後半からは引き続き1,000億円を超える資金調達が行われた。

時価発行増資が主流になるとともに、時価発行増資の在り方や引受証券会社の役割（増資企業の審査、価格の設定、安定操作、割当、増資後のモニタリング）について議論が行われるようになった。1982年証券取引審議会が出した意見書は引受証券会社の姿勢について以下のような問題点があると指摘している。³⁵⁾

- ① 公募価格割れ問題。「発行企業及び引受証券会社は、高株価のときに時価発行公募増資を行う傾向があり、それも一因となって公募価格割れが生じ、投資家の期待を裏切っている場合がある³⁷⁾」。
- ② 利益配分問題。「企業経営者の間には額面に対する配当率を安定的に維持する考え方が根強く、現状において時価発行公募増資は既存株主にとって必ずしも魅力のある増資形態とは言い難い」。
- ③ 募集方法、法人投資家への募集・販売の問題。「公募株は、人気商品として証券会社の営業目的に使われることが多く、一般の個人投資家にとっては、その取得が容易ではない。公募株の相当部分が発行企業の売り先指定等により、金融機関や取引先法人などに募集・販売されており、個人株主増大の努力が必ずしも十分に行われていない³⁸⁾」。
- ④ 発行手続きの問題点。「時価発行公募増資手続きには、相当の期間を要し発行手続きにも弾力性を欠いている面があるため市場実勢を反映したタイムリーな発行や早期の資金調達が困難となり、時価発行公募増資制度の魅力³⁹⁾を減殺させている」。

証券取引審議会の提示した問題点は、当時の投資家の時価発行増資に対する評価や増資によって恩恵を受ける主体が時価発行とともに変化していった様子が窺える。額面発行時には生じていなかった、①公募価格割れ問題や②利益配分問題は今日では異なる視点としてとらえられる。今日の視点からみれば、時価発行において公募価格割れが発生するリスクは当然存在し、公募価格割れは投資家の投資判断を誤ったことを意味するだろう。また、成長企業にとって配当よりも成長機会への投資を優先することは、株式価値上昇の恩恵を受ける株主にとって望ましいはずである。社会的に公募価格割れが問題視される背景には、増資による企業価値評価というよりはむしろ、日本特有の高ディスカウント率やプレミアム還元を通じた「増資は儲かるもの」という認識のもと増資企業への投資判断を行っていた投資家の姿勢⁴⁰⁾⁴¹⁾⁴²⁾が窺われる。

表2 1980年代から2000年代にかけての有償増資の推移

年	株主割当増資		公募増資		第三者割当増資		合計
	億円	比率	億円	比率	億円	比率	億円
1980	903	8.58%	8,808	83.73%	808	7.68%	10,519
1981	4,935	25.62%	13,962	72.48%	366	1.90%	19,263
1982	2,237	16.99%	10,725	81.45%	205	1.56%	13,167
1983	1,347	17.46%	4,715	61.13%	1,651	21.41%	7,713
1984	908	9.16%	8,350	84.21%	658	6.64%	9,916
1985	1,826	25.30%	5,057	70.07%	334	4.63%	7,217
1986	694	13.89%	3,999	80.03%	304	6.08%	4,997
1987	4,363	22.50%	13,937	71.87%	1,092	5.63%	19,392
1988	7,873	22.67%	25,820	74.34%	1,039	2.99%	34,732
1989	7,262	10.91%	58,302	87.56%	1,022	1.53%	66,586
1990	8,248	26.48%	19,753	63.42%	3,146	10.10%	31,147
1991	2,180	48.74%	1,258	28.12%	1,035	23.14%	4,473
1992	1,106	51.04%	40	1.85%	1,021	47.12%	2,167
1993	478	23.26%	73	3.55%	1,504	73.19%	2,055
1994	95	2.47%	1,366	35.49%	2,388	62.04%	3,849
1995	956	33.10%	330	11.43%	1,602	55.47%	2,888
1996	3,373	39.16%	3,054	35.46%	2,186	25.38%	8,613
1997	729	12.78%	1,280	22.44%	3,696	64.79%	5,705
1998	3	0.03%	2,842	28.98%	6,963	70.99%	9,808
1999		0.00%	3,709	13.17%	24,448	86.83%	28,157
2000	82	0.53%	5,728	36.88%	9,720	62.59%	15,530
2001	320	1.78%	12,014	66.73%	5,671	31.50%	18,005
2002	0	0.00%	1,562	23.75%	5,015	76.25%	6,577
2003	19	0.24%	5,726	70.87%	2,335	28.90%	8,080
2004	44	0.32%	7,544	54.55%	6,242	45.13%	13,830
2005	42	0.28%	6,661	44.99%	8,101	54.72%	14,804
2006		0.00%	14,546	75.44%	4,736	24.56%	19,282
2007	80	0.69%	4,629	40.08%	6,841	59.23%	11,550
2008	1	0.01%	3,419	45.46%	4,101	54.53%	7,521
2009	1	0.00%	49,668	87.28%	7,238	12.72%	56,907
2010	6	0.02%	33,097	85.91%	5,423	14.08%	38,526
2011		0.00%	9,678	69.64%	4,219	30.36%	13,897
1980年代	32,348	16.72%	153,675	79.42%	7,479	3.87%	193,502
1990年代	17,168	17.37%	33,705	34.09%	47,989	48.54%	98,862
2000年代	595	0.27%	154,272	68.72%	69,642	31.02%	224,509

出所) 『東証要覧』より筆者作成

証券取引審議会の提示した個人投資家への割当が少ない理由として、神崎（1982）は日本の公募増資時の高ディスカウント率に問題があると考え、以下のように述べている。

個人投資家は公募新株を取得しても高いディスカウントにより値ざや稼ぎですぐ売却してしまい、そのことが親引けによる公募新株の特定法人へのはめ込みとともに個人株主比率の減少をもたらしている。また、ディスカウント率が高いため、引受証券会社としては新株の売れ残りのリスクが低く、時価発行に相応しいか否かの適格審査をして引受を行う必要性はなかった。

こうした見解からは時価発行公募増資は個人投資家にとって、「短期的な行動で儲かる手段」として広まっていることが窺える。引受証券会社の引受審査が不十分となる点については、引受証券会社にとって時価発行公募増資は、引受リスクや販売コストが低く、引受手数料や新規顧客の開拓などにおいて非常に旨みがあるという指摘も⁴³⁾あった。こうした旨みは、発行企業に対する十分な審査の質を伴わない引受主幹事の獲得競争の激化をもたらした可能性⁴⁴⁾がある。日本のディスカウント率が高い理由としては、証券取引審議会の提示した発行手続きの問題と強い関係がある。日本の場合、価格算定日から発行日まで期間が長く、証券会社や投資家はその期間の株価変動リスクを負うことになる。その対価として、日本では高い⁴⁵⁾ディスカウント率が設定されていたといわれている。タイムリーな資金調達に加えディスカウント率の高さも④の発行手続きの問題の背景に存在していた。

証券取引審議会からの問題指摘を受け、証券業界では、各証券会社引受部長が集まり協議する引受部長会を開催し、以下のような自主ルールをまとめた。①「公募価格割れ」や「引受審査」に対し、過去時価発行後のパフォーマンスや将来の収益性（自己資本利益率、自己資本配当率、配当性向）を評価し、前回の公募価格より株価が下回っている場合や利益計画の達成状況が良好でないときには、一定期間公募増資の自粛を求める。②「募集の方法」や「公募株の法人への募集・販売」に関しては、親引けは依然20%以下の範囲で認めていたがこれを⁴⁶⁾廃止、金融機関、事業法人への募集・販売比率は旧ルールの50%以下から30%以下へ引き下げた。こうした引受証券会社の自主ルールは、日本証券業協会の引受自主ルールの制定に引き継がれ⁴⁷⁾明文化されることとなる。生命保険協会が毎年公表する公募株の投資収益率調査、公募価格割れ調査、公募プレミアム還元状況調査は、証券取引審議会が表明した問題点に対する引受証券会社の対応や公募増資企業行動をある程度モニターする役割を果たしていたといえる。

証券取引審議会からの④発行手続きの問題点については、商法、証券取引法の改正を通じて改善がなされていった。発行手続きの制度の変遷についての詳細は次節で説明していく。

2.3 バブル崩壊後の株式発行市場

80年代後半のバブル経済が終わり、90年代に入ると株価は下落の一途をたどった。こうした株価低迷の影響を受け公募増資の中止が相次いで生じたため、引受証券会社各社は証券取引所上場基準を充足するための株主作りなどを目的としたもののみ公募増資を認めるようになる。⁴⁸⁾大蔵省も80年代後半に行われた大量の時価発行公募増資がその後の株式市場の需給関係の悪化をもたらし、90年代初頭の株価下落の要因と考えており、公募増資の停止を促して⁴⁹⁾⁵⁰⁾いた。こうした大蔵省主導の増資市場の停止は1964年の最初の停止以来2度目のことである。⁵¹⁾1964年の停止も、市況不振の原因は株式市場の需給のアンバランスにありその解消策として増資を調整し株式の供給を抑制すべきであるとの考えから、大蔵省が主導し行われた。結果として、90年代前半の公募増資はほとんど行われず、公募増資に代わって第三者割当増資の有償増資でのシェアは高まっている。⁵²⁾

その後、成長企業にとって資金調達手段の減少は投資機会を逸すのではないかと、健全なマーケットメカニズムに委ねるべきであるとの意見が各方面から出されるようになった。⁵³⁾こうした意見に対し、1993年大蔵省は公募増資制限を緩和する規制緩和措置を発表することになる(大蔵省(1993)「時価発行公募増資の再開について」ガイドライン⁵⁴⁾)。大蔵省の規制緩和では、公募増資の投資魅力が高く株式市場活性化に資するような銘柄として①ROEが10%以上、②公募増資後2割以上の増配の公約、③潜在株式数の発行済み株式数に対する割合が1割未満などの条件が示された。⁵⁵⁾

しかし、こうした条件は安定的な高収益が見込まれる企業に対する公募増資の緩和であり、これらの条件を上回る企業は他の資金調達手段へのアクセスも比較的容易な企業といえる。そのため、必ずしも成長企業に対する公募増資の解禁というわけではなかった。⁵⁶⁾表2をみると、公募増資が再開された後、1994から95年の公募増資総額は約1,600億円と1990年の10分の1にとどまっており、同時期の転換社債及び新株引受権付き社債の約7,000億円と比べても低い水準であることがわかる。証券界、経済界からは需給制限的な規制は早期に廃止すべきであるとの意見表明が相次いでなされた。

こうした動きに対し、1995年12月7日に行政改革委員会規制緩和小委員会は公募増資規制に対し、「個々の企業の時価発行公募増資は、本来、発行企業及び投資家の需要動向を判断した引受証券会社の自主的な判断に委ねられるべきであり、ガイドラインにより需給調整を行うことは、本来あってはならないことである。したがって、ガイドラインを撤廃すべきである。」との表明を行った(行政改革委員会規制緩和小委員会「光り輝く国を目指して——平成七年度規制緩和推進計画の見直しについて」)。その後、日本証券業協会による公募増資に向けたディスクロージャー方針⁵⁷⁾の公表を受け、1996年3月に大蔵省は公募増資のガイドライン、一株当たり利益・配当基準、発行株数の数量制限、利益配分ルール、株価審査の撤廃⁵⁸⁾

を公表し、1996年4月から実質的に公募増資が解禁されることとなった。利益配分ルールは額面発行から時価発行に移行する過程で定められたルールであり、25年経て撤廃されることになる。一方で、株価審査の撤廃により、手口情報を通じた取引所の相場操縦への監視が弱まったデメリットが生じた可能性もある。

1994年の公募増資規制緩和に合わせ、公募増資の新たな値付け方式としてブックビルディング方式による値付けが導入された⁵⁹⁾。それまでは、株価に対しどれほどディスカウントするかについては発行企業、引受証券会社の意向のもと決定されていた。これに対し、ブックビルディング方式では、幹事証券会社が投資家から新株に対する需要申告を受けた上で価格を決定し、割当先も幹事証券会社が柔軟に決定するという方式である。1994年に導入後、1995年以降はすべての公募増資の値付けはブックビルディング方式を用いて行われている。ブックビルディング方式導入は公募増資発表時のアナウンスメントリターンや公募増資のディスカウント率に負の影響を及ぼしていることが指摘されている⁶⁰⁾。

90年代の株主割当増資は、中間発行がほとんどであるにもかかわらず5%を上回る失権率（既存株主が割当増資に応じない率）の発行も目立つようになっていた。株主割当増資は、公募増資ガイドラインの撤廃以降ほとんど利用されなくなっていった。そうした理由として、プレミアム還元を公約する必要が無く発行できた株主割当のメリットが、公募増資のガイドライン撤廃により無くなったことが挙げられるだろう⁶¹⁾。90年代に急増したエクイティファイナンス手段は第三者割当増資である。主な理由は、90年代後半の不況の影響から企業再建や借入金返済のための資金需要が高まったことにある。増資白書各号によると、86年度から90年度にかけて、第三者割当増資の増資理由は、財務体質強化・企業再建の39.6%（182社中72社）であったのに対し、91年度～99年度は財務体質強化・企業再建は57.3%（312社中179社）と20%も増加していることがわかる。91年度～99年度の他の理由である資本提携12.8%（312社中40社）や設備投資や新規事業の20.2%（312社中63社）と比べても大きく上回っていることがわかる。また、1990年の商法改正により実質的に解禁された優先株の発行も第三者割当増資を通じた形で行われるようになった。特に90年代後半経営悪化した銀行が、引受先を海外公募もしくは公的引受として整理回収銀行への第三者割当による優先株発行が相次いで行われた。

2.4 90年代以前の日本のエクイティファイナンスに絡んだ事件⁶²⁾

70年代、時価発行による公募増資・第三者割当増資の急増とともに、額面発行時には生じないさまざまな問題が生じるようになった。公募増資に関連した問題としては、時価発行前の市場価格をつり上げ、有利な状況で株式を発行する相場操縦問題が発生するようになった。代表的な相場操縦に関する事件には日本熱学事件⁶³⁾や協同飼料事件⁶⁴⁾がある。いずれの事件も、

証券会社の引受審査やモラルに注目が集まり、時価発行増資時の引受証券会社に対する一般の信頼を大きく失墜させたものであった。こうした事件の結果、大蔵省は引受証券会社に対し「株価については、時価発行増資を行うに適した公正な株価形成が行われていることを確認する」旨の確認書を大蔵省証券局長に提出を要請し、証券会社も「株価形成に関する自主ルールの申し合わせ」を行っている。

第三者割当増資に関連した問題は、大きく分けて3つのタイプに分類できる⁶⁵⁾。1つ目の問題は第三者割当増資を通じた架空増資問題⁶⁶⁾、2つ目の問題とは支配権維持のための割当問題（支配権をめぐる争いがあるときに、第三者割当の方法で新株を発行し、現経営陣派の勢力を強化するために用いられる問題）である⁶⁷⁾。3つ目の問題は第三者に対する市場価値とかい離した有利な価格での発行（有利発行）問題である。

こうした問題を受け、東京証券取引所や日本証券業協会は第三者割当に対する適切な利用を促す対応に迫られた。東京証券取引所は①割当株式数の多い順に割当先の名称及び株式数の記載、②増資の理由および資金使途の公表、③発行価格の決定方法、④割当先の概要、⑤株券の保有期間の公表を「第三者割当増資概要書」の記載項目として義務付けた⁶⁸⁾。日本証券業協会は1992年6月「中間発行増資及び第三者割当増資の取り扱いに関する指針」の中で自主ルールを公表した。その内容は、「発行価額が原則として当該増資にかかる取締役会決議の直前日の価額または当該決議の六か月前の日以降の任意の日から当該決議の直前日までの間の価額に0.9を乗じた額以上の価額であること。ただし商法に基づき株主総会における特別決議を経て発行される場合はこの限りではない。」というものであった。公募増資に対するディスカウント率は価格算定日終値をもとに求められるのに対し、第三者割当増資では取締役会決議の直前日の任意の日から直前日までの間の価額という規定が設けられ、結果として価格決定日前日株価に対する割引率が20%を上回っても有利発行ではないという解釈が生じてしまうことになる⁶⁹⁾。94年度から99年度にかけて有利発行の特別決議を経ないが価格決定日前日終値に対し20%以上のディスカウント率で第三者割当増資した企業の割合は22.3%（148社中33社）にもものぼっていた。

2.5 近年の株式発行市場

2000年代に入るとエクイティファイナンスは、90年代に比べ倍増している。内訳をみると、株主割当増資は、80年代に3兆2,000億円、90年代に1兆7,000億円に対し、2000年代では595億円とほぼ利用されなくなっている。その一方、公募増資は90年代の3兆3,000億円と比べ、2000年代は15兆4,000億円と約5倍近い増加がみられている。公募増資が増加した背景としては、ネットバブル崩壊後2006年まで経済が好調に推移したことに加え、2007年のリーマンショック後の大企業を中心とした資本増強や金融危機に対応するため金融機関に対する

国際的資本規制の強化の流れが挙げられる。2000年から2009年までの金融機関の公募増資総額は約5.5兆円とほぼ3分の1が金融機関の公募増資であることがわかる。第三者割当増資も90年代の4兆8,000億円に引き続き、2000年代も約7兆円と増加していることがわかる。第三者割当増資が増加した背景には、国際的な自己資本増強の流れに加え、第三者割当増資を利用した企業買収や買収防衛対策が活発に行われるようになったことが挙げられる。

近年のエクイティファイナンスの特徴としては、参加者（発行企業、投資家（外国人投資家、ヘッジファンド等））や手段（仕組み証券、空売り行動等）が多様化したことにある。上述の通り、80年代から90年代にかけて、日本のエクイティファイナンス市場は主に優良な大企業による資金調達の間として考えられてきた。しかしながら、近年のエクイティファイナンスは必ずしも成熟した優良企業に限らない企業（成長企業、経営危機企業）の資金調達の場としての役割を果たすようになってきている。収益が安定しない成長企業の資金調達の場としては、新興企業向け新規公開市場（以下新興市場）が相次いで設立された。⁷⁰⁾ 既存市場と比べ未成熟な企業が相次いで新規株式公開を行い、公開後もたびたび公募増資などで資金調達を行うようになった。新規公開市場にブックビルディング制が導入されて以降、1997年7月から1999年11月までに新規上場した企業のうち社歴10年未満の企業は13%（215社中28社）であったのに対し、新興市場設立後1999年12月から2009年12月までに新規上場した企業では33%（1,346社中446社）であった。⁷¹⁾ さらには、銀行からの借入れはもちろん、公募増資も行にくい企業でも、大胆な第三者割当増資や転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債（Moving Striking price Convertible Bond: 以下MSCB）を利用することで資金調達を行うことができるようになった。⁷²⁾ これはMSCBなどの仕組み証券と空売りを併せて行うことで、ヘッジファンドが最後の資金の出し手の役割を果たしているのとらえることもできる。⁷³⁾

参加者や手段がそれぞれ多様化するにつれ、直面する問題も複雑化している。例えば、公募増資に関しては公募増資前の空売りを通じた相場操縦や公募増資インサイダー問題などが挙げられる。空売りを通じた相場操縦の問題とは、公募増資の価格算定日前に大量に空売りで株価下落圧力をかけ、新株価格を下落させ、下落した新株の割り当てを受けて貸株を返済するという方法である。価格算定日の下落を目的とした思惑的な空売りは貸株の返済に新株が用いられやすい企業（大規模発行等）ほど行われやすいといわれている。⁷⁴⁾ 2006年日本航空の大型公募増資に際し相場操縦を行った疑いがあるとして、香港の資産運用会社が同地域の金融当局から制裁金と戒告処分がなされた。⁷⁵⁾ こうした問題への対応として、2011年に公募増資公表後、新株などの発行価格決定までの間に空売りを行った場合、新株を貸株の返済に用いてはならない旨の金融証券取引法施行令、内閣府令の改正が行われた。

増資インサイダー問題とは、増資のアナウンス前に引受証券会社が顧客の投資家に情報を漏洩し、情報を受けた投資家が空売りや保有株の売却を通じ、既存投資家を犠牲にして利益

を得るという問題である。最初に注目されたのが2003年に三井住友フィナンシャルグループの優先株発行に対し、主幹事証券会社であるゴールドマンサックスが発行のプレヒアリングのためにヘッジファンドに情報を提供したところ、そのヘッジファンドが増資発表前に情報をもとにした取引を行った。2010年に行われた複数の公募増資に絡み、主要証券会社の関与が取り沙汰され、行政処分や刑事告発が相次いでなされた。⁷⁶⁾この問題の根深さは、多くの関係者は一様に氷山の一角と指摘しており、主要証券会社による組織的な関与が取り沙汰されている点にある。⁷⁷⁾

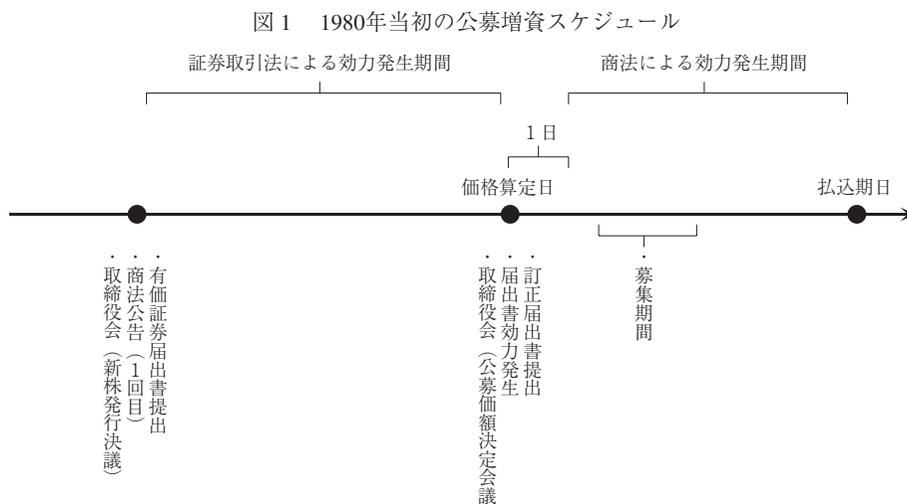
第三者割当増資に関しては、①有利発行問題や②支配権をめぐる問題、そして③不透明な者への第三者割当増資及び増資資金が払い込まれない第三者割当増資の問題が大きな課題となっている。これらの問題は、90年代以前から対象者や方法を変え、引き続き発生している問題といえる(2.4参照)。こうした問題に対し、東京証券取引所は東証規則の改正(2009年8月24日施行)、金融庁は開示府令などの改正(2009年12月11日施行)、日本証券業協会は第三者割当増資等の取扱いに関する規則の改正(2010年2月10日)を通じて対応を行っている。⁷⁸⁾

3 公募増資スケジュールの改正と変更

70年代後半以降から今日に至るまで、公募増資スケジュールは大きく変化してきた。公募増資スケジュールの変化は、証券取引法や商法における改正や解釈の変更によって生じていく。

公募増資制度のスケジュールにおいては、証券取引法第8条1項による有価証券届出書の内容は公衆に容易に理解されると認められる効力発生期間と商法280条ノ3ノ2の商法公告の効力発生期間が大きく関係している。図1は1980年当初の増資期間について示したものである。証券取引法第8条1項では、内閣総理大臣が有価証券届出書を受領後、一定の期間後にその効力が生じるとある。この期間は待機期間と呼ばれ、投資家が公募株式の購入の是非において合理的な判断を行えるようにするために必要な期間と考えられている。待機期間の間、公募株式の募集・売出しを行うことは禁止されている(証券取引法15条第1項⁷⁹⁾)。次に、市場価格をもとに公募価額が決定され、公募価額の記入された訂正届出書が内閣総理大臣に提出される。待機期間終了後、有価証券届出書の効力発生を待って、公募価額が示された2回目の商法公告の公表が行われる。2回目の商法公告の効力が発生するまでは、中2週間必要であった(商法280条ノ3ノ2)。この期間は、株主による新株発行の差し止めの実効性を確保するために設けられたものである。つまり、払込期日の2週間前に株主に対し株式が発行されること、その内容・条件などを知らせることにより、差し止め請求をすべきか否かの

判断資料を提供し、差し止めの機会を与えるという既存株主の保護を意図している。そして、商法公告の効力が発生後、投資家の払込期日を経て、翌日に新株発行が行われる。1980年当初、公募増資の取締役会決議から株式の発行まで、最短で約2ヶ月かかっていた。実際に増資企業が証券会社に持ち寄り審査する期間を含めるとゆうに3ヶ月の期間が必要とされていた。



前述のとおり(2.2)、増資スケジュールの期間が長いことは、発行企業のタイムリーな発行機会を逸することや当該期間が長いことから生じる高いディスカウント率をもたらす要因となっていると考えられ⁸⁰⁾、実務界から公募増資スケジュールの短縮化が求められていた。こうした流れを受けて証券取引審議会は1982年に時価発行の改善策を公表する⁸¹⁾。これを受け1983年12月1日に証券取引法施行令(昭和58年政令238号)、有価証券届出書令(昭和58年大蔵省令54号)の改正が行われ「算式表示方式」が導入される。

図2は算式表示方式のスケジュールを示している。算式表示方式とは、払込期日の2週間前に行う商法上の公告の際に、新株の発行価額として確定金額を書かずに、「昭和○年○月○日の終値に○パーセントを乗じた数字」と書くことを認め、公募価格決定の公告が不要な方式である。これは証券取引法8条1項の待機期間を経ずとも公募価格情報が含まれた商法公告を提示することができることを意味し、結果として、算式表示方式を利用する企業では、価格算定日から払込期日までの期間の短縮が行われる。

続いて、1987年には届出省令8条3項の新設などにより有価証券届出書の記載事項の発行会社にかかわる部分については直近の有価証券報告書を添付することにより届出書の記載に代えることができる「組込方式」が導入された。組込方式を利用することで、証券取引法8

図2 算式表示方式の公募増資スケジュール



条3項の規定を適用し、待機期間を約1週間短縮できるようになった⁸²⁾。さらに、1988年には証券取引法5条3項の改正により特定の要件を満たす企業においては届出書の記載事項中の企業情報については有価証券報告書などの継続開示書類を参照すべき旨の記載のみで足りるとする「参照方式」と呼ばれる簡便法が導入され、待機期間の短縮化に加え、株式発行の事務の簡便化がはかられることで事務コストの低下ももたらされた。こうした方式を利用できる企業の要件は、大規模で安定的に持続する企業といえる。⁸³⁾

図3 短縮方式の公募増資スケジュール

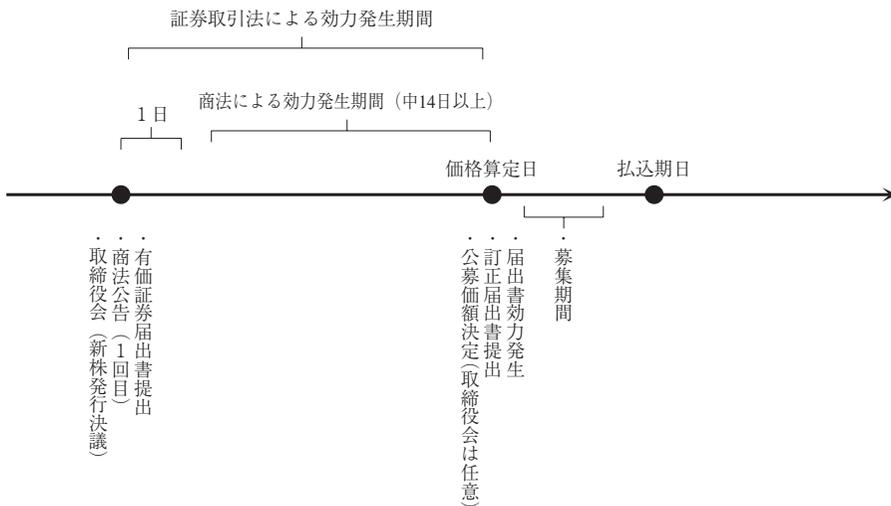


表3 公募増資決議から発行までの営業日数の推移

年	公募増資数	取締役会決議日から 払込日までの日数	取締役会決議日から 価格算定日までの日数	価格算定日から 払込日までの日数
1985	95	53.91	41.18	12.73
1986	75	46.41	34.56	11.85
1987	101	37.82	25.44	12.39
1988	157	32.58	21.59	10.99
1989	243	23.42	14.12	9.30
1990	119	21.85	12.55	9.30
1991	27	20.96	10.33	10.63
1992	5	20.60	9.40	11.20
1993	10	20.91	9.31	11.60
1994	32	23.43	11.74	11.69
1995	30	23.97	12.57	11.40
1996	100	23.99	11.22	12.77
1997	38	23.45	10.19	13.26
1998	26	22.81	9.35	13.46
1999	94	23.88	10.30	13.57
2000	80	23.83	10.40	13.43
2001	36	22.91	10.50	12.42
2002	46	17.67	10.21	7.46
2003	68	15.43	8.94	6.49
2004	161	14.84	8.44	6.40
2005	122	14.57	8.48	6.10
2006	105	14.44	8.41	6.03
2007	59	14.57	8.60	5.97
2008	21	15.00	8.86	6.14
2009	48	13.34	8.03	5.31
1980年代	671	34.62	23.69	10.93
1990年代	481	23.02	11.20	11.83
2000年代	746	16.21	8.90	7.30

出所) 『増資白書』各号, 『プレスリリース』, 『日経 Financial Quest』より筆者作成

1994年になると公募価格の決定方式としてブックビルディング方式が導入された。導入前は、市場価格をもとに公募価格が決定されてきたが、ブックビルディング方式では市場価格に加え投資家の需要申告の情報をもとに公募価格が決定される。商法上求められる商法公告には具体的な発行価額が示されることが必要とされていた。ブックビルディング方式において、価格算定前では仮条件を決定するにとどまり新株発行取締役会決議の要件を満たしているとは認められていなかった(森本, 2001)。そのため、ブックビルディング方式導入直後、

上述した算定表示方式での株式発行を行うことはできなかった。公募増資スケジュールの短縮という意味において、ブックビルディング方式の導入は短縮化の流れと逆行する結果となっていた。

しかし、2001年商法改正（商法280条ノ2ノ5項の追加）で、既上場会社については具体的な価額が決定していなくても商法上求められている取締役会決議および商法公告を行うことができ、図3の日程での株式発行が可能となった（以下短縮方式）。商法上最短で最初の有価証券届出書提出後7日後、価格算定日の次の日に払込期日を設けることができる。

表3は、1985年から2009年までに全上場企業で公募増資を行った企業1,889社の公募増資時のタイムスケジュールの推移を示している。1985年時には公募増資の取締役会決議から発行日まで平均で約54営業日かかっていたところ、2009年には13.34営業日へと約4分の1の期間で公募増資を行うことができるようになってきている。算式表示方式導入後、53.76%（917社中493社）の企業が利用した。算式表示方式を利用した企業の価格算定日から払込日までの日数は8.02営業日と同時期の利用していない企業の14.17営業日と比べ約6営業日ほど短縮していることがわかる。2001年の商法改正による影響は約5～6営業日の増資スケジュールの短縮をもたらしていることがわかる。2001年以降最短7営業日で公募増資ができるにもかかわらず、そうした企業が生じない理由としては、日本の取引慣行が影響している可能性がある。米国では価格算定日の次の日に発行が行われるのに対し、日本では価格算定後数日間の申込日があり、価格算定、申込、払込を含めると5営業日かかっている。今後は、法的な問題ではなく、証券会社の取引慣行について見直しを考える必要があるだろう。

4 お わ り に

いわゆる日本の高度経済成長期（1954から1973年）において、日本のエクイティファイナンスは時価発行ではなく額面発行が行われていた。額面発行による株主割当増資は配当に近い性格を持ち合わせていたとの認識や発行スケジュールが非常に長期的であったことなどから、タイムリーな資金調達手段として利用されにくい環境にあった。こうしたエクイティファイナンスの環境が、日本のメインバンクシステム中心の日本型間接金融システムの形成を促していた可能性がある。

近年、エクイティファイナンスが広く利用されるようになった理由として、主に2つ挙げることができるだろう。1つ目は、規制当局等による制度設計が機能している可能性がある。時価発行が実質的に解禁されて以降、「時価ならではの」のさまざまな事件や問題が生じたが、規制当局、証券取引所、証券業協会などが中心となり、法改正を含む対応を行ってきた。増資スケジュールにおいても、70年代初頭と比べ4分の1程度まで短縮するようになった。こうした制度設計は、投資家間、発行企業と投資家間の情報格差から生じる逆選択問題を緩和

し、投資家や発行企業の参加を促している可能性がある。

第2に、幅広い企業がエクイティファイナンスに参加できる環境が整ったことが挙げられる。従来、エクイティファイナンスは優良な大企業が利用する資金調達方法であった。90年代に規模・収益性基準や配当義務などが無くなり、大規模企業以外の企業が参加するようになった。また、新興市場の発達により、現在の収益性は低い成長性が高い企業の参加も促されるようになった。さらに、さまざまなタイプの証券や取引方法が用いられることで、財務困窮企業のラストリゾートとして利用される局面も存在している。

今日、さまざまなタイプの企業や投資家がエクイティファイナンスに参加しているため、直面する問題も複雑になっている。公募増資において引受証券会社の果たす役割（特に引受審査・割当先選定）はますます高まり、第三者割当増資においても発行企業の高い認識やモラル（特に発行価格、割当先、支配権への配慮）が求められている。規制当局からの監視はもちろんであるが、さまざまな視点からの実証分析による評価が行われていくべきである。こうした取り組みを続けることで、安心して投資家や発行企業が参加できるようなエクイティファイナンスの環境が整っていくことを望みたい。

注

- 1) 『東証要覧』より算出。
- 2) 『日経 Financial Quest』より算出。
- 3) 広田(2009)は、企業の平均借入金比率(=借入金/(借入金+社債+自己資本))は1973年の58%から2008年の26%まで半減するとともに、メインバンクの借入金比率も11%から6.8%まで低下していることを示している。その一方で、Arikawa and Miyajima(2007)、Miyajima and Kuroki(2007)、広田(2009)は、他の銀行と比べるとメインバンクと企業の関係は、密接な関係を保ち続けていることを明らかにしている。
- 4) 新規株式公開市場については忽那(2008)、Kaneko and Pettway(2003)、社債市場については松尾(1999) 胥(2007)、転換社債市場については大木(2012)を参照。
- 5) 戦前、戦後初期のエクイティファイナンスの歴史的経緯については有沢(1978)を参照。
- 6) 額面とは株式を最初に発行した時(設立時)の1株当たりの金額のことである。額面金額は20円、50円、500円、50,000円と設定されている。2001年商法改正によって額面株式は廃止された。
- 7) 当時株主割当増資は、イギリス、西ドイツ、フランスにおいて一般的な方法であった(新井・三浦, 1971)
- 8) 1960年代前半以前の公募増資は株主割当増資との併用が一般的であり、単独で行われることは稀であった。
- 9) 当時失権率が5%を上回ることは稀であり、5%を上回る場合、当局へ届出する必要があった。
- 10) 引受権が割り当てられ、引受権の売買市場が完備されているのであれば富の移転問題は生じにくい。1966年7月に改正商法が施行され、株主の新株引受権の譲渡が可能となり、株主割当増資においても新株引受権証書がついているものについていないものが発行されるようになった(増

資白書，1968)。

- 11) こうした株主割当による額面発行が行われることは、資金力の乏しい個人投資家にとって不利な市場といえ、結果的に個人投資家の株式市場への参加を妨げる要因となっていた可能性がある。全国証券市場協議会（1985）「株式分布状況調査」では、所有者別持株比率の推移を示している。上場企業の1950年の個人持ち株比率は約70%であったのに対し、時価発行が本格的に行われる1970年には約30%にまで落ち込んでいた。その一方で金融機関は同期間に約30%の上昇、事業法人は約15%の上昇がみられている。
- 12) 1964年から1966年の間には公募と併用した株主割当増資は88件存在していた（増資白書，1968）。
- 13) 安定株工作や親引けなどで機関投資家が優先的に公募株を引き受けるのであれば、額面発行による公募・株主割当併用は、既存株主から機関投資家への富の移転といえる。
- 14) プレミアム益とは時価と額面の差額とみなされる。
- 15) 増資白書（1962）は、額面に対する安定配当政策と増資を考慮に入れた裸利回りを基準として株価は形成されていると述べている。
- 16) 戦前に行われた時価発行では、時価と額面との差額は利益としてみなされ一部を除き課税されていた。
- 17) 戦後本格的な時価発行増資は1969年日本楽器が。時価転換社債は1963年日本通運が第1号であった。
- 18) 小林（2010）を参照。
- 19) 北裏（1978）は、当時の状況を株価は額面による株主割当増資という多年の慣習にもとづいて形成されるため、時価発行は株主の権利・利益を害し証券市場を混乱させる恐れがあるとの見方が強いと述べている。
- 20) 生命保険協会（1968）「時価発行に対する意見について」、全国銀行協会連合会（1968）「株式時価発行について」を参照。
- 21) プレミアム還元とは、時価発行による資金調達総額から額面発行をした時の資金調達総額を差し引いた金額を株主に無償交付や配当を通じて還元することである。プレミアムは資本なのかそれとも利益なのかについて、財務論・会計学者を中心に多くの議論（持分均衡説、拠出資本説、創業者利得説、所有機能資本説等）がなされていた。時価発行時のプレミアムに課税をするべきか否かについて国会で議論がなされていた（1982年3月15日参議院予算委員会）。
- 22) 1972年4月引受部長会資料「時価発行増資について」参照。
- 23) 増資白書（1974，1975，1978，1979）を参照。
- 24) 無償交付については Kato and Tsay（2002），加藤・鈴木（2011）を参照。
- 25) 70年代以前から株主優先募入方法は存在した。株主優先募入には①抽選方式，②先着順優先売却方式，③株数按分割当方式があったが，70年代前半に行われた方法はほとんどで株数按分割当方式が用いられた。
- 26) 酔（1974）は、株主優先募入が用いられなくなった主な理由は手続きが煩雑になることと述べている。
- 27) 親引け（おやびけ）の語源は、引受業務において公募株式より歴史の古い公社債で用いられていた分売方法からきている。
- 28) 増資白書（1973）を参照。

- 29) 1976年バンクオブアメリカの持ち株会社であるバンカアメリカが日米同時公募を行おうとした際、当時の日本の高いディスカウント率の慣行に従えないとし取りやめた経緯がある（増資白書、1977）。
- 30) 中間発行は西ドイツでも行われていた株主割当プレミアム発行に倣ったものである。1961年から1977年まで中間発行を行った企業は8社にとどまっている。
- 31) 花枝(1989)は、株主割当増資の額面発行から公募増資の時価発行へ企業が選択する理由として4点挙げている。1つは額面発行による発行株数の増加が配当負担を増加させること、第2に時価発行により内部留保が確保され情報格差の問題が大きい企業の問題を緩和すること、最後に時価発行を通じて総合証券会社と長期的な顧客関係を結ぶことで総合的なサービスを受けやすくなることを挙げている。
- 32) 時価発行は額面発行と異なり、価格面の有利性が少なく、また額面発行がいわば同株主依存の増資方法として批判されたことに対する反省として生まれた経緯からしても公募を原則とすべきという意見がみられた（竹中、1969）。
- 33) 株主割当時価発行を行う場合、割当日の4日前（新株落ち取引の開始が3日前のため）には新株発行価額を決定しなければならないが、割当日から申込日までの間が2～3か月必要であり、この間の価格変動に耐えられるような発行価額にせざるを得ず、結果として時価よりもかなり割り引いた価額での発行を余儀なくされていた。
- 34) 80年代の増資の決定要因については米澤（1996）を参照。
- 35) 証券取引審議会（1982）「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」参照。
- 36) 証券取引審議会の審議内容については峯嶋（1982）を参照。
- 37) 野上（1982）は80年3月時点で72年から79年までの公募増資した企業の3分の1が公募価格割れを起こしていることを指摘し、発行価格の設定に無理があったと述べている。
- 38) 神崎（1982）は、公募新株は証券会社によって時として新規顧客の獲得の手段として、売りにくい商品とのセット販売の道具として、あるいは従前の違法または不当な行為についての代償提供の用具として利用されてきたと述べている。
- 39) 当時の増資期間は、増資持ち寄りから有価証券届出書提出までの期間（約15日）、有価証券届出書の内容が公衆に容易に理解されると認められる効力発生期間（約30日）、価格算出から払込期日までの期間（約20日）であった。
- 40) 川北（1995）は大幅なディスカウント率が株式を購入する法人投資家のメリットであったと述べている。
- 41) 生命保険協会は、増資後の株価が時価発行価格を下回る公募価格割れが目立つことで、改善されない場合には親引けによる株式の引受を辞退するなどの対抗措置も考えざるを得ないと述べている（日本経済新聞1980年8月12日）。
- 42) 安定株主工作として依頼され割り当てられた機関投資家からの反感が強かった側面もある。野上（1982）は「時価発行株式は価格が高いため機関投資家が好んで引き受ける事例は非常に少ない。安定株主比率を維持するためとか売れ残りそうであるとかの事情で引受を依頼される場合が多い」と述べている。
- 43) 神崎（1982）参照。
- 44) 当時、引受主幹事の選択は大手機関投資家を顧客のどのくらい取り込んでいるかが重要なポイ

- ントとなっており、結果として実質的には大手4社の獲得競争の状況にあった（首藤，1987）。
- 45) 大蔵省大臣官房審議官渡辺直樹氏は「ディスカウント率の是正には商法上の払込期日の問題がある」と指摘している（1976年12月25日，日本経済新聞夕刊）。加藤・鈴木（2012a）は価格算定日から払込期日までの期間の長さはディスカウント率と正の関係にあることを示している。
 - 46) 例外規定として、連結関係または持ち分法適用関係にある支配株主が持ち株比率維持に必要な場合、業務提携関係にある株主がその持ち株比率に必要な場合、従業員持ち株会を対象とする場合である。
 - 47) 日本証券業協会（1992）「有価証券の引受に関する規則（公正慣習規則第14号）」。
 - 48) 増資白書（1992）を参照。
 - 49) 現在は引受証券会社が市場情勢に配慮して引受を自粛していることになっているが、実際には大蔵省が証券会社への圧力を通じてストップをかけているのは公然の秘密だ（日本経済新聞1993年11月30日）。
 - 50) 大蔵省（1993）「時価発行公募増資の再開について」では、昭和62年以降の大量発行がその後の株式市場の需給の圧迫要因となったなど様々な問題点が指摘されていると述べている。
 - 51) 1964年の停止も、大蔵大臣が市況不振の原因は株式市場の需給のアンバランスにあり、その解消策として増資を調整し株式の供給を抑制すべきであるとの結論に達した。
 - 52) 90年代の増資規模の決定要因については松浦・竹澤（2001）を参照。
 - 53) 日本経済新聞1993年11月30日朝刊参照。
 - 54) 規制緩和の経緯についての詳細は平田（1996）を参照。
 - 55) 公募増資再開後の第1号は店頭銘柄の日本ジャンボーであった。
 - 56) 証券会社幹部によるとこの基準をクリアできる企業が「多くみても百社」しかないと述べている（日本金融新聞1993年12月17日）。
 - 57) 日本証券業協会は1996年3月に適正なマーケットメカニズムが機能する環境を整備するために、ディスクロージャーの充実をはかるための在り方についての基本方針を整えた（日本証券業協会「エクイティファイナンスの自由化とそれに伴うディスクロージャーの充実」）。新たな開示項目として、詳細な調達資金の使途、調達資金が会社の収益に及ぼす影響、配当方針、需給バランスの状況、過去のエクイティファイナンスの状況の5点である。
 - 58) 株価審査とは、引受証券会社が他社の手口等の審査を行えないため、引受主幹事の代わりに日本証券業協会が他社の手口を審査していたものである。日本証券業協会は、手口調査という性格上所管の証券取引所や店頭売買管理室へ調査依頼を行ってきた。そのため、ある程度の期間が必要となり柔軟な発行を妨げるとの意見があった。
 - 59) 新規株式公開市場では、1997年以降導入されている。
 - 60) ブックビルディング制度導入による公募増資時のアナウンスメントリターンに及ぼす影響については加藤・鈴木（2011）、ディスカウント率に及ぼす影響については加藤・鈴木（2012a）を参照。
 - 61) その他、既存の株主の資金力に限界があることも考えられる。バブル崩壊により既存株主が割当増資に応じる資金の余裕の低下が反映した可能性もあるが、2000年以降も株主割当増資は低調のままである。
 - 62) 本稿は事件の法的検討を行うことを目的にしていない。

- 63) 日本熱学工業株式会社は1972年12月、1973年6月、1973年12月に立て続けに株式の時価発行を行った直後、1974年5月に会社更生手続き開始の申し立てをして倒産した。倒産後の調査によると、日本熱学工業は有価証券報告書上の当期純利益は倒産直前3事業年度にわたり総額41億円の粉飾が行われていた。時価発行増資直前の有価証券届出書も財務内容について虚偽記載が行われていた。こうした粉飾決算・虚偽記載に加え、日本熱学工業は関連会社の名義で時価発行増資直前に株式の買い注文を証券会社に委託し株価を上げようとする目的の注文を行うなどの相場操縦も行っていた。その他にも経営陣が保有している株式のインサイダー取引も行われていた。日本熱学事件に関しては神崎（1974）を参照。
- 64) 協同飼料事件とは、1972年の時価発行増資に際し、証券会社を巻き込み増資直前の株価を上げる行為を行った相場操縦事件である。協同飼料株式会社は日興証券、大和証券の横浜支店及び野村証券原町田支店の協力を得て市場における協同飼料株式を大量に買い付けた上で、これを関連金融機関・事業法人にはめ込んで浮動株を減少させるとともに、資金を回収してさらに協同飼料株式を買い上げるという方法により時価発行増資前の株価を上げるよう相場操縦を行った。協同飼料取締役経理部長が話をもちかけ、証券会社は株式売買委託手数料収入や幹事証券の地位を獲得できるかもしれないと考え協力した。協同飼料事件については神崎（1984, 1994）を参照。
- 65) その他にも日本汽船が第三者割当増資を行う際の割当先の千代田ファイナンスの社長にインサイダー取引規制違反の問題が発生している。1989年4月のインサイダー取引規制の刑事罰規定施行後、適用第1号である。
- 66) 代表的な架空増資事件としてアイデン架空増資事件がある。アイデン架空増資事件とは、信用不安に陥ったアイデンが、第三者割当増資によって発行される新株が有効な担保価値があるとし金融機関から確実に借入金返済することができることを装い借入を行い、アイデンの子会社や関連会社などに貸付け、それらの会社がアイデンの第三者割当増資に応じ、資本増強を見せかける方法である。アイデン架空事件については、河本、芝原、古曳、河原（1987）、芝原（1991）を参照。2000年以降に入っても架空増資の問題は、方法を変え発生している。2000年3月の志村化工や2000年2月のヤマシナの第三者割当増資は、いずれも自らが関係した外国籍ヘッジファンドを通じた架空増資であった。詳細な経緯については福光（2004）を参照。
- 67) 支配権をめぐる割当増資にかかわる事件としては、古くには50年代の東北亜鉛工業事件、東洋精糖事件、60年代には阿寒バス事件、小林百貨店事件、タクマ事件、80年代には宮入パルプ事件、秀和・忠実屋いなげや事件がある。
- 68) 東京証券取引所「上場有価証券管理基準取扱い」を改正し、第三者割当増資に関する取締役会の決議通知書に「第三者割当増資概要書」の添付を義務付けた。
- 69) 近年の解釈は有利発行を判断する上で、1992年以降の日本証券業協会の自主ルールが、有利発行を判断する上で必ずしも適切な条件とはいえないことが指摘されている（東京証券取引所、2010）。
- 70) 1999年11月には東京証券取引所に「マザーズ」、2000年5月に大阪証券取引所に「ナスダック・ジャパン」（2002年にヘラクレス、2010年にJASDAQと併合）をはじめ、2000年4月札幌証券取引所に「アンビシャス」、1999年10月名古屋証券取引所「セントレックス」、2000年5月福岡証券取引所に「Qボード」が相次いで設立された。

- 71) Kaneko and Pettway's Japanese IPO Database (<http://www.fbc.keio.ac.jp/~kaneko/KP-JIPO/top.htm>) を利用している。
- 72) MSCBの経緯や規制の変遷については大木(2012)を参照。
- 73) Hillion and Vermaelen (2004), Brophy, et al. (2009)を参照。
- 74) Suzuki (2011)は、日本の公募増資市場において、新株が貸株の返済に用いられる可能性が高いほど、価格算定日前の株価は下落し、Gerard and Nanda (1993)の仮説を支持する結果を得ている。
- 75) 証券取引等監視委員会が現地当局と連携したクロスボーダーでの摘発の第1号である。
- 76) 三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、国際石油開発帝石、日本板硝子、東京電力、相鉄ホールディングスの公募増資。
- 77) 加藤・鈴木(2012b)は、公募増資アナウンスメント前に不透明な取引が行われた企業は2000年代以降の約1割にものぼり、約8%の公募増資費用が追加的に発生している可能性があることを指摘している。また、公募増資に限り情報漏洩が生じた理由について、空売りを行わせることで、証券会社の引受リスクが低下していた可能性も示唆している。
- 78) 詳しくは、東京証券取引所上場整備懇談会(2009)「安心して投資できる市場環境などの整備に向けて」、(2010)「上場管理業務について」、金融庁金融審議会スタディー・グループ(2009)「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」、日本証券業協会(2010)「第三者割当増資のあり方」を参照。
- 79) 1980年代当初、届出書の効力が発生するまで中30日以上必要であった(証券取引法第8条1項)。算出表示方式導入前には「有価証券の募集または売出しの届出に関する取扱い通達」の8ノ1によって一定の条件のもとに従来の30日から1週間短縮できるようになった。この通達を明文化したのが証券取引法8条3項である。現在では、証券取引法8条1項改正により、中30日から中15日へとさらに短縮され、「参照方式」を利用する企業は効力発生期間を中7日間に短縮することができるようになった。
- 80) 須藤(1983)は、価格算定日から払込期日までの期間が長いほど株価の下落リスクが増加し、発行価額決定時におけるディスカウントをかなり高くしなければならないという問題が生じていると述べている。
- 81) 証券取引審議会(1982)「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」。
- 82) 証券取引法8条3項の規定を適用できる要件としては、①継続開示5年また、過去3年以内に有価証券届出書を提出したことがあること、②仮目論見書が読みやすかつわかりやすいこと、③当初届出書が受理された日から1週間以内に仮目論見書が証券会社などに発送されかつその旨を記載した書面及び当該仮目論見書が提出されることの3つであった。
- 83) 参照方式を満たす要件は①3年間継続して有価証券報告書を提出、②発行する株券が本邦証券取引所に上場されており、かつ、次のいずれかの要件を満たすもの、(a)発行済株券については最近1年間の有価証券市場における売買金額の合計が1,000億円以上でありかつ上場時価総額が1,000億円以上であること、(b)発行済み株券について、上場時価総額が、5,000億円以上であること、(c)法令により優先弁済を受ける権利を保証されている社債券をすでに発行していることである(証券取引法5条3項、開示省令9条の3)。

参 考 文 献

- Aoki, M., (1994) "Monitoring characteristics of the main bank system: An Analytical and Developmental View," in Aoki, M., and H. Patrick (eds.), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press. (白鳥正喜監訳 (1996) 『日本のメインバンクシステム』 東洋経済新報社)
- Arikawa, Y., and H. Miyajima, (2007) "Relationship banking in post-bubble Japan: Coexistence of Soft- and Hard-budget Constraints," Chapter 2 in Aoki, M., G. Jackson, and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.
- Brophy, D.J., P. P. Ouimet, and C. Sialm, (2009) "Hedge funds as investors of lastresort," *Review of Financial Studies*, 22, 541-574.
- Gerard, B., and V. Nanda, (1993) "Trading and manipulative around seasoned equity offerings," *The Journal of Finance*, 48, 213-245.
- Hillion, P., and T. Vermaelen, (2004) "Death spiral convertibles," *Journal of Financial Economics*, 71, 381-415.
- Hoshi, T., and A. Kashyap, (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press. (星岳雄, A. カシヤップ著, 鯉淵賢訳 (2006) 『日本金融システム進化論』 日本経済新聞社)
- Kaneko, T., and R. H. Pettway, (2003) "Auctions versus book building of Japanese IPOs," *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, 439-462.
- Kato, H. K., and W. Tsay, (2002) "Are stock dividends (MUSHOs) melons or lemons in Japan?" *Pacific-Basin Finance Journal*, 10, 531-548.
- Miyajima, H., and F. Kuroki, (2007) "The unwinding of cross-shareholding in Japan: Causes, effects, and implications," in Aoki, M., G. Jackson, and H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.
- Suzuki, K., (2011) "Flotation costs and two types of short selling in seasoned equity offerings," *Unpublished Working Paper*.
- 新井喜太郎, 三浦寛也 (1971) 『現代証券市場の諸問題』 干城書房。
- 有沢広巳監修 (1978) 『証券百年史』 日本経済新聞社。
- 内田浩史 (2010) 『金融機能と銀行業の経済分析』 日本経済新聞出版社。
- 大木良子 (2012) 『転換社債の経済分析』 三菱経済研究所。
- 加田泰 (1969) 「時価発行における問題点」 加田経済研究所編 『時価発行関係資料集』 加田経済研究所。
- 加藤英明・鈴木健嗣 (2011) 「再考公募増資のアナウンスメントリターン」 神戸大学ディスカッションペーパー, 2011-42。
- 加藤政仁・鈴木健嗣 (2012a) 「再考公募増資時のディスカウント率——1980年代からの増資制度の変更とその影響について——」 日本経営財務研究学会全国大会発表論文。
- 加藤政仁・鈴木健嗣 (2012b) 「増資インサイダー問題と発行コスト」 『証券アナリストジャーナル』 近刊。
- 川北英隆 (1995) 『日本型株式市場の構造変化』 東洋経済新報社。
- 河本一郎, 芝原邦爾, 古曳正夫, 河原玄逸 (1987) 「アイデン架空事件判決をめぐる」 『商事法務』

No.1108, 2-17。

- 神崎克郎（1974）「日本熱学事件の法的検討」『商事法務』No.676, 226-234。
- 神崎克郎（1982）「時価による時価発行」『商事法務』No.949, 2-7。
- 神崎克郎（1984）「協同飼料事件の法的検討」『商事法務』No.1018, 318-330。
- 神崎克郎（1994）「協同飼料事件の最高裁決定」『商事法務』No.1366, 2-6。
- 北裏喜一郎（1978）「時価発行」有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社。
- 忽那憲治（2008）『IPO 市場の価格形成』中央経済社。
- 小林和子（2010）「増資方式の歴史」『証券レビュー』50(6), 94-108。
- 芝原邦爾（1991）「アイデン架空事件の最高裁決定」『商事法務』No.1250, 2-5。
- 首藤恵（1987）『日本の証券業』東洋経済新報社。
- 胥鵬（2007）『社債市場の育成と発展——日本の経験とアジアの現状』法政大学出版局。
- 酔族（1974）「スクランブル——時価発行は株主優先募入で——」『商事法務』No.678, 39。
- 須藤純正（1983）「算式表示方式による時価発行について——法務省民事局第四課長回答をめぐって——」『商事法務』No.989, 8-12。
- 増資白書各号（1962~1999）別冊『商事法務』。
- 竹中正明（1969）「株主優先公募の実態と問題点」『商事法務』No.493, 132-137。
- 野上浩三（1982）「株式時価発行の在り方について」『商事法務』No.897, 2-8。
- 花枝英樹（1989）『経営財務の理論と戦略』東洋経済新報社。
- 平田公一（1996）「時価発行公募増資に規制等に係る規制緩和」『商事法務』No.1428, 26-32。
- 広田真一（2009）「日本のメインバンク関係：モニタリングからリスクヘッジへ」RIETI Discussion Paper Series 09-J-023。
- 福光寛（2004）「エクイティ・ファイナンスをめぐって」『成城大学経済研究』166, 95-132。
- 松浦克己・竹澤康子（2001）「1990年代における上場企業の増資行動」松浦克己・竹澤康子・戸井佳奈子『金融危機と経済主体』日本評論社。
- 松尾順介（1999）『日本の社債市場』東洋経済新報社。
- 峯嶋利之（1982）「時価発行公募増資の改善策について」『商事法務』No.958, 850-857。
- 森本健一（2001）「新株発行に係る発行価額等の表現と日程の短縮」『商事法務』No.1611, 25-31。
- 米澤康博（1996）「日本の企業金融の実際」首藤恵・松浦克己・米澤康博『日本の企業金融』東洋経済新報社。