

増資方式の歴史

小林 和子

はじめに

新聞を読んでいて、時おり、眼を疑うような表現にぶつかることがある。

二〇〇九年十二月二日に、東京証券取引所が「既存の株主に損失を与えないように、上場企業に新たな資金調達の方法を促す」と発表したという日本経済新聞の記事（二三日付）で、続く解説の表現に驚かされた。

「株主割当増資」と呼ぶ手法で、既存の株主に

新株予約権を無償で割当てる仕組みだ、という文章はまあよい。「と呼ぶ手法」の部分にひっかかりはするが眼をつぶろう。問題は、「ほかの増資との違いは」という小見出しの解説で、この「株主割当増資」は海外では一般的だが、日本ではまだ新しい」という文章だ。「株主割当増資」こそが、増資の主流であった時代を知るものには、どうにも違和感がある。一〇〇年も前の話ではない。たかだか三〇年前のことが忘れ去られているのか。

戦後の増資方式の変遷

公開企業にとって増資は企業成長の大きな要因であり、公開の意義が市場を活用した増資の魅力にあることもいうまでもない。とはいえ、日本で公募増資が主流になったのはたかだか一九八〇年代以後である。それまでは株主割当増資が圧倒的に大きかった。

まずは少々長い眼で見よう。後掲の表で、一九五五年から二〇〇九年までの五五年に亘る全国証券取引所上場会社の株式による資金調達の額と方法を見ると、いくつかのことが読み取れる。一つは、株式による資金調達額はまったくリニアには拡大していないこと、二つは公募も第三者割当もかなり古くから存在したが、伸張したのは戦後も後半であること、三つは新株予約権の権

利行使は登場したのは遅いがよく活用されていることである。以下、表に掲載しなかった年次の数字も含めて、少し掘り下げてみたい。

後に見るように、戦前期の商法では、一株の最低金額（額面）を原則として五〇円に定め、その四分の一からの払込みを認めたが、戦後の商法改正（一九五〇年）では授權資本方式をとり、資金の四倍までの授權資本額を設定できるようにした。この時の改正は他に無額面制度の採用、株式の自由譲渡性の確立なども含め画期的であり、翌五一年六月に施行された。もともと商法改正が直ちに株式発行による資金調達の拡大につながったわけではない。戦後数年間のインフレーションの進展は激しく、終戦時の一〇〇円は一九四九年には一円の価値しかないような状態であった。新しく生産される商品は日に日に価格を上げたが、戦前期に発行された株式は額面のままであった。大

企業は特別経理会社として損失計上で減資したり、集中排除法で数社に分割されたりで、資本金が減少した例も多かつたろう。四分の一、二分の一、四分の三各払込みの新株の次の払込みを徴収しようとしても、現株主が没落したり、金融資産の激しい減価による資金不足で、応じられないという実情もあつた。保有株式を売ろうにも、取引所市場は閉鎖中、暗黙に公認された場外市場である集団取引市場では、それなりの取引はあつたが、株価はせいぜい額面の二〜三倍に止まつた。しかも、取引所市場が再開された半年後には最初の市況不振が訪れた。復興のために至急に資金を必要とした企業が、戦時期に固められた銀行との関係を活用して融資を受ける方向に傾斜したのは当然であつたろう。

戦後復興期の混乱が収まると、株式市場による資金調達にも目が向く。高度成長期に入れば、す

でに形成されていたメインバンクとの強力な関係があつても資金調達に間に合わないこともある。

こうなると、戦前期以来の株主割当額面発行に慣れた市場はまずはこの方法で資金調達を始めた。

公募や第三者割当はあつてもごく僅かで、公募の金額が株主割当を初めて上回つたのは一九七二年であつた。第三者割当が株主割当を上回つたのはさらに一〇年遅れて一九八三年である。一九七二年以前の株主割当全盛時代に、株主割当が最高金額となつたのは第一次高度成長の最中、一九六一年で、資金調達の金額の八八・七%、件数で六六・九%に達した。一件あたりの調達額は一三・六億円で、公募の三・六億円、第三者割当の〇・八億円をはるかに上回つた。株主割当こそが増資の王道だったのである。個別企業の例を見るならば、成長産業の中の成長企業であつた松下電器産業（現パナソニック）などは増資に継ぐ増資の大

松下電器産業の増資例（1955～1965年）

	株主割当	資本金（100万円）
（再開時上場）		46）
1952.1	1：0.1	3630
1957.7	株式配当	3993
1958.1	株式配当	4392
1958.5	1：0.4、並行公募	6161
1958.7	1：0.1株	6600
1959.8	1：0.5、並行公募	10000
1960.11	1：0.5	15000
1961.11	1：0.5	22500
1963.8	1：0.5	33750

〔出所〕 東洋経済新報社『会社四季報』

半を株主割当で行い、さしものオーナー経営者松下幸之助でさえ手持ち資金では応じきれず、持株を売りつつ新たな増資払込みに応じたといわれる。高度経済成長で株価が上昇していたときであればこそ、このような対応ができたのである。五二～六三年の一二年間で同社の資本金はほぼ九倍増となった。六三年以後は景気の不振で、六八年五月の株式配当まで、ほぼ五年間、増資は行われなかった。

株主割当額面増資は日本市場の伝統的な増資方法であり、増資の王道ではあったが、第一次高度経済成長の過程でいろいろと問題が出てきた。資金調達を行う企業の側に見れば、市場で自社の株価が高くなっているのに、額面でしか資金調達できない。株主割当に応じる現株主に見れば、応じられれば額面で入手したものを時価で売却すれば確実に相当な利益を獲得できる。しかし

相次ぐ増資に応じられる資力があるかどうかはわからず、無ければ権利を放棄することになる。新株引受権の譲渡を認めることもあるが、引受申込みのなかった株式は失権株となり、証券会社が扱って市場で公募に回された。発行市場の仲介者としての証券会社にしてみれば、株主割当額面発行では「発行価格の判断」という増資の要にまったく関与することができず、失権株の売却を扱うしか仕事が無い。何よりも市場全体として、流通市場の時価が発行市場の価格に何にも関係を持たないという奇妙な市場の構造になっていた。同じ株式が、発行市場商品として、流通市場商品としてでは、完全に分断されており、額面と時価の乖離はそのまま発行企業の不利、十分な資金を持つ株主の有利として表現されていたのである。因みに、上場株式の額面の圧倒的多数は五〇円であり、戦後商法改正で可能になった五〇〇円、五〇

〇〇円などの額面はごく少数派であった。当初は五〇〇円、五〇〇〇円と定めても、後に五〇円に戻す例も多かった。価格形成の上で、市場の多数派五〇円額面には非常に強い魅力があったようだ。他方で、単純平均株価（総平均）はピーク時の一九六一年で二九一・一七、証券恐慌前後の一九六五年でも九九・五六である。

また、現株主に対して額面割当で新株引受権を与えるに際して、満額の五〇円で割当てるのではなく、四五円、四〇円、場合によっては二六円などで割当て、差額を無償交付として企業内部の資金を資本組入れに当てる株主優遇がしばしば行われた。株主割当の金額に対する無償交付の比率は一九五五〜一九六五年の平均で一六％に達した。

公募も少ないとはいえ一九五九年から増え始め、一九六一年には第一次高度経済成長期のピークを形成した。しかし独立した公募は少なく、多

くは株主割当に並行して付随的に行われ、株数も少なく、時価ではなく額面発行であった。増資に際し、現株主に限らず、一般投資家に一部の機会を与えはしたが、額面を超えた価格での発行は投資家側には不利であり、いまだ市場には受入れられなかったのである。公募のピーク時、一九六一年はまた株主割当のピークでもあり、後者に対する前者の比率は約一四％に過ぎない。

一九六〇年代後半の第二次高度経済成長期がこの状態を転換させた。株価の絶対的レベルが高くなるにつれ、固定的な額面との乖離は大きくなる。「時価マイナス額面」の差額は現株主、それも資金力に余裕のある大株主や、機関投資家に帰属することが明白になり、発行企業の側から疑問が出ると共に、学者、行政の側からも「先進国市場に倣うべし」との結論が出された。保険会社など大機関投資家からは当然に異論が出たが、新たに

増資発行に参加できる機会を得た市場の一般投資家からは異論が出ようはずも無かった。当然、発行企業と非「現株主」の側が勝つたのである。公募増資は一九六九年から増大し、一九七六年以後は独走体勢に入った。

株価の面ではバブル経済の絶頂期は一九八九年である。当然ながら同年が、株式による資金調達額のピークを形成し、公募増資は現在に至るまでの最高額を記録した（五兆八三〇二億円）。いわば公募増資の黄金時代である。昨二〇〇九年には公募増資が激増したが、それでも五兆円には達していない。注目すべきはこの一九八九年に、新株予約権の権利行使による資金調達額も同様に現在に至るまでの最高額を記したことである。新株予約権の権利行使はようやく一九八二年から顔を出し、八〇年代の株価上昇と共に顕著な増大を見せて、七、八年でピークに到達した。株価が反落に

株式による資金調達額（全国証券取引所上場会社）（億円）

年	株主割当	公募	優先株式	第三者割当	新株予約権 の権利行使	計
1955	641	4	-	1	-	647
1960	3313	346	-	6	-	3667
1965	1145	1	-	26	-	1173
1970	5380	1380	-	51	-	6812
1975	7713	2215	-	82	-	10011
1980	903	8808	-	808	-	10520
1981	4935	13962	-	366	-	19264
1982	2237	10725	300	205	24	13493
1983	1347	4715	-	1651	303	8017
1984	908	8350	59	658	655	10431
1985	1826	5057	-	334	1372	8591
1986	694	3999	-	304	3726	8725
1987	4363	13937	-	1092	10737	30130
1988	7873	25820	-	1039	13090	47823
1989	7262	58302	-	1022	21898	88486
1990	8248	19753	-	3146	6775	37924
1991	2180	1258	-	1035	3603	8077
1992	1106	40	-	1021	2030	4199
1993	478	73	-	1504	6171	8227
1994	95	1366	1000	2388	4507	9357
1995	956	330	500	1602	2994	6384
1996	3373	3054	5390	2186	6735	20739
1997	729	1280	2236	3696	3680	11623
1998	3	2842	4710	6963	883	15403
1999	-	3709	70122	24448	2624	100904
2000	82	5728	1373	9720	1077	17982
2001	320	12014	2281	5671	380	20668
2002	-	1562	10293	5015	2763	19634
2003	19	5726	25371	2335	397	33850
2004	44	7544	14105	6242	1041	28977
2005	42	6661	14312	8101	1819	30937
2006	-	14546	6003	4736	1647	26933
2007	80	4629	8155	6841	1716	21423
2008	1	3419	6437	4101	241	14201
2009	1	49668	5535	7238	218	62662

[出所]東京証券取引所『東証要覧』

転じると当然ながら減少したが、その落込みは九〇年を除いて公募ほどひどくはなかった。とはいえ、市況不振が長引くとその影響をじんわりと受け、二〇〇〇年以後は余り活用されていない。

優先株式は制度としては古くからあるが、一九九三年までは利用が少なかった。優先配当金額や普通株転換価格をいちいち株主総会で決め、定款に書き込むなど、手続きが煩瑣であったためである。一九九一年には商法改正で簡単に発行できるようにになったものの、株価が悪く、過去の発行例が少なく感触がつかめず、また普通株よりも上乘せ配当が必要ならコスト高となるため、発行見送りが多かった。そこで大蔵省が都銀に発行を促し、一九九四年三月にさくら銀行（現・三井住友）を第一号として、以後は恒常的に利用されるようになった。ピークは一九九九年の七兆円超で、この金額は株式による資金調達方法五種類を

通して今日までの年間最高金額である。しかし、内容は大手金融機関に対する公的資金の注入が政府の優先株式引受けの形式を採ったものであり、自由市場における発行企業の自由な選択の結果、こうなったわけではない。政府による引受けは時価に関わらず一〇〇〇円、二〇〇〇円、三〇〇〇円と高値で、株数も億株単位であった。一部の金融機関は優先株と第三者割当を並行して採った。一九九九年は株式による資金調達額の合計がピークとなったが、その大きな理由もこの優先株式発行にあった。次に見る第三者割当もこの年にピークがある。すなわち、バブル株価絶頂期の一九八九年には、公募と新株予約権の権利行使がピークとなって株式による資金調達額全体を押し上げ、一〇年後の金融機関救済時の一九九九年には優先株式と第三者割当がピークとなって同様に全体を押し上げ、今日までの最高額を記録させたのであ

る。

最後に第三者割当も、株主割当と同じく伝統的な株式による資金調達の方法であった。しかし件数も調達金額も少なく、恒常的に一〇〇〇億円を超えるようになるのは一九八七年以後である。第三者イコール縁故者とはいえないが、古くは株主の中の特定のものに新株引受権を付与する縁故者割当の側面が強く、一般投資家がほとんど入手できない私的な性格を持ち、新株引受権を付与して行う不公正な取引の介入を防ぎ得なかった。初めて規制されたのは一九八九年で、割当後二年間の譲渡制限と割当先の公表が義務付けられた。以後、株価下落の過程で、公募の不振を補う方法として定着し、優先株式の発行が開始されると、並んで中心的な株式発行方式となった。二〇〇〇年以後で株式による資金調達額が最低を記録した二〇〇〇年には、第三者割当の比率が五割を超えた

ほどである。株式による資金調達方式の中でもいわば「守り」型、最低限必要な資金調達は第三者割当が引受けてきたといえる。

戦前期には増資は稀

戦後の市場からは想像もつかないが、戦前期の日本市場で取引の盛んな業種の大きなものは「取引所業」であり、中でも東京株式取引所株式は最大の人気銘柄であった。しかも、同じ東京株式取引所株式に新株と旧株があり、五〇円額面満額払込み済みの株式（旧株）を親株、一部払込み済みの株式（新株）を子株と呼び、新株が人気を集めた時期も長かった。旧株と新株の払込み額の乖離が一时的なものではなく、相当に長く継続し、投資金額が少なかったために、市場人気を生み出す材料になったのである。

新株が市場に存在したのは前述のように商法会社編が新株式発行にあたり額面五〇円以上の場合には四分の一払込みから認めためである。発行された新株が相当期間にわたり新株であり続けたのは、満額払込みに達するまでの期間が非常に長かったからである。明治期には株式の最低五〇円額面はかなりの高金額であり、事業規模からして大方の企業は満額募集せずともスタート可能であり、次に資金が必要になるまでも相当の時間がかかった。場合によっては次回徴収前に破綻していたかもしれない。商法に定められた株主総会で決定する新規増資の必要はそうそうなかったのである。いうまでもなく、新株の次回払込み徴収は現在株主に対して行われた。額面ではなくその分割払いではあるが、実質は株主割当増資である。株主が徴収に応じなければ身ぐるみ剥がれて持つていかれたという話もある。すでに決定された増

資の、一部払込み徴収であるから、発行企業の側に絶対的徴収権限があったのである。

先に見た東京株式取引所の例をとれば……取引所業は製造業などとは性格が異なるが……一八七八（明治一一）年創立時資本金二〇万円、以来一九二〇（大正九）年までの約四〇年に七回の増資をし、その基本は株主割当額面増資、三回目の増資から取引員割当が、五回目から功労者割当が加わり、七回目には公募が追加的だが初めて登場した。因みに、この七回目は二〇〇万株から四五〇万株へ二・二五倍の大増資であり、内訳は株主割当が九九・六％、公募は最も少なく〇・〇〇％であった。その後の増資は二回とも（一九二一、一九三三）合併によるもので、株数としても計三〇〇万株に過ぎない。合併といっても積極的な新規事業の展開とはいえず、不祥事の事後処理のような性格を持った。実際、取引所業の将来性

が危ぶまれた当時、積極的な増資が認められるわけもなかった。東株が戦前期事業の典型例とはいえないが、株主割当額面増資が中心で公募はほとんどなかったことは十分に示している。

事業会社では昭和恐慌後の景気回復期から準戦時体制期にかけて、未払込資本の徴収を終えて、新規増資に進む、あるいは徴収を終えないうちに第二新株、第三新株の発行に進んだ例も見られた。ただし、資金統制下では業種の選別があり、高額の新増資には認可が必要となったから、個別企業により事情は異なった。一九一七年創立の島津製作所の例では、当初資本金は一九二三年に満額払込み済み、一九三四年の倍額増資分は三七年に満額払込み済み、同年の三倍額増資は三九年に満額払込み済み、四〇年の倍額増資は翌年に満額払込み済みで、すべて株主割当額面増資であった。四一年に小さな会社を合併したが、資本金は増額

しなかった。公募による資金調達はなかった。日東紡績では一九二三年以来四二年までの間に六回の増資をしたが、一九三七年増資（二〇万株から五〇万株へ）三〇万株のうち、二〇万株は株主割当、六万株は功労株、残る四万株のみが公募（プレミアム付）で、公募はこの一例に過ぎなかった。

増資による企業の成長

企業の資金調達は株式のみならず、社債によっても、銀行等からの借入れによっても、また企业内部の自己資金によっても可能である。多種多様な資金調達方法の中で特に株式資本を重視しないようになって久しいが、長期のスパンで眺めると株式資本の増大過程もなかなか興味深い。基本的には企业内部で決定された増資による企業の成長

が示されるが、外部からの強制的な事情も強い痕を残す場合がある。

戦前から戦後まで歴史の長い企業の例を見る。

明治末期、一九〇七年に資本金一〇〇万円ですタートした旭硝子は、一九三九年までの三二年間に株主割当増資を六回行い、資本金額は四〇倍になった。戦時中の企業整備合併で到達した一億一〇七九万円は創立時の約一一〇倍になる。戦後は企業再建整備法により三分割され、一九五〇年に資本金二億五〇〇〇万円の旭硝子として再スタートした。平均して一〇〇倍の物価上昇となった戦後インフレを経てのこの額は企業実態からは著しい過少資本である。一九六八年までは（五六年に一回だけ小額の並行公募の例）、基本は株主割当増資と無償増資の並行で資本金は二八八億円まで達した。一八年間で一一五倍である。一九七四年から公募が始まるが、回数は少なく、現在までに

EDRを含めて三回に過ぎない。小刻みの無償増資は何回も行われた。結果として、株式バブル絶頂期を経過した一九九〇年二月に資本金八五七億六〇〇万円、株数一一億六四六八万株に達し、戦後スタート時点から四〇年間で資本金額は約三四三倍に達した。その後は二〇〇五年に株式交換を行ったほかは公募も無償増資も行われていない。

株式による資金調達の方法が市場全体としては多種に及んだとしても、個別企業では必ずしも全方式を活用するわけではない。旭硝子はその一例である。多くの企業にとっては、旧来からの株主割当と公募、そして無償増資が肌になじんだ方式であった。戦後のインフレ期に大きく減価した資本金額を、株主割当増資と社内留保からの無償増資を小刻みに繰返してある程度まで回復させ、市場が「時価」を強く意識するようになった時点で公募が決断されたのである。旭硝子は優先株、第

旭硝子の資本異動

戦前

- 1907.9 創立、資本金100万円、2万株
- 1916.1 第1回増資100万円、株主割当、資本金200万円、4万株
- 1918.6 第2増資300万円、株主割当、資本金500万円、10万株
- 1920.5 第3回増資750万円、株主割当、資本金1250万円、25万株
- 1934.9 第4回増資750万円、株主割当、資本金2000万円、40万株
- 1936.6 第5回増資2000万円、株主割当、資本金4000万円、80万株
- 1939.8 第6回増資125万円、株主割当、資本金4125万円、82万5000株
- 1942.9 第7回増資64万円、大阪晒粉を合併、資本金4189万円、83万7000株
- 1944.5 日本化成工業と合併、三菱化成工業に、資本金1億1079万円

戦後

- 1950 企業再建整備法に基づき、三菱化成工業を旭硝子・日本化成工業・新光レイヨンの3社に分割、旭硝子の資本金2億5000万円
- 1950.6 公開 資本金2億5000万円
- 1951.5 株主割当増資(1:1)、資本金5億円
- 1951.12 株主割当増資(1:1)、無償増資(1:1)、資本金15億円
- 1954.7 株主割当増資(1:1)、資本金31億円
- 1956.12 株主割当増資(1:0.6)一部公募、無償増資25円、資本金50億円
- 1960.5 株主割当増資(1:0.6)、無償増資15円、資本金80億円
- 1962.6 株主割当増資(1:0.8)、無償増資5円、資本金144億円
- 1964.12 株主割当増資(1:0.5)、資本金216億円
- 1968.6 株主割当増資(3:1)、無償増資5円、資本金288億円
- 1974.9 公募増資3000万株、資本金303億8900万円
- 1975.1 無償増資(1:0.1)、資本金334億7200万円
- 1977.1 無償増資(1:0.05)、資本金356億7200万円
- 1977.8 公募増資3500万株(313円)、資本金376億6700万円
- 1978.1 無償増資(1:0.1)、資本金415億2400万円
- 1980.7 公募増資3000万株(357円)、資本金444億3800万円
- 1981.1 無償増資(1:0.05)、資本金472億9700万円、9億4595万株
- 1981.9 EDR3000万株(573円)、資本金490億3900万円、9億8047万株
- 1983.8 無償増資(1:0.05)、資本金492億4700万円、10億3420万株
- 1987.8 無償増資(1:0.05)、資本金643億9400万円、11億2215万株
- 1990.2 資本金857億600万円、11億6468万株
- 2005.7 交換、資本金904億7200万円、11億8599万株
- 2010.1 資本金908億7300万円、11億8670万株

〔出所〕『旭硝子100年の歩み・資料編』及び『会社四季報』。異なる場合は社史に拠った。

三者割当及び新株予約権の権利行使はほとんど利用しなかった。

むすび

冒頭の東証の発表は、二〇〇九年中に株式による資金調達が続くうちに増大したにもかかわらず、株主割当が三年続けて僅か一件に止まったことが背景にある。年に一件とは初期の優先株式に例があるが、株主割当では一九九八年に経験しただけである。その後数年のゼロ件を含め、四件を越えた年はないので、株主割当はいまや氣息奄々の状態なのだ。その理由の一つには当の東京証券取引所の規則の厳しさも関連した。かつての株主割当額面増資の場合には一株に対して〇・〇五株というような割当てもしばしばあり、端株発給への対処が必要だった。額面制度がなくなった

現在では額面割当は存在せず、新株予約権は対一の割当比率が最低である。東証の上場規則でも整数株以上と定められた。しかし、発行企業の側からするとこれが縛りとなって、大規模化した資本金・株数を対象とする株主割当は行いにくくなっていった。東証は二〇〇九年二月三〇日からこれを変更し、新株予約権一個に付き一株以下の割当も可能にした。

かつての株主割当額面増資は、時価が上昇傾向にあった市場では株主に非常に有利な方法であり、その故に批判を受けたのであるが、今回の株主割当増資はどうか。予約権を行使すれば持株比率を維持できる点では現在株主に有利であるが、割当価格と割当比率次第では負担にもなる。時価発行が急進した背景には発行決定から資金入手までの時間が顕著に圧縮された「合理化」の側面もあったが、この点では逆行することになる。第

一号として三月に株主割当の新株予約権発行を發表したタカラレーベンの例では、「既存株主優遇」を掲げ、行使価格は二月中の株価の平均の半分よりは少し高い。五年前の明星電気の株主割当で「日頃ご支援頂いている株主への優遇施策として」発行価額を時価のおよそ半分の価額としたのとは同じである。過去の間接発行に当る。もともとその後の株価は低落気味で、価格面では大きな「優遇」になるかどうかはわからず、上場された新株予約権の価格もかなり変動が激しい。株主優遇がどこまで魅力になるか、軽々に判断はつけられないのではないか。

(参考文献)

『東証要覧』

『東証統計年報』

証券引受会社統制会『株式会社年鑑』

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)