

エクイティファイナンス諸規制 についての歴史的考察

篠 秀 一

要 旨

エクイティファイナンスについての規制は商法および証券取引法などの法令によるものといわゆる証券界の自主ルールによるものがあつた。商法はエクイティファイナンス決定を取締役会決議事項とするなど株主に対する規定を定め、証券取引法は投資家に対するディスクロージャー義務などを規定している。一方、発行の適否を決める発行基準、一回の発行株数・発行額の限度、発行条件、利益還元・利益配分などは自主ルールで規制され、実務的には、法令以上に重要な役割を演じて来た。

自主ルールを時間の経過に伴って、規制形成期（～昭和50年）、自主ルール期（昭和51年～平成3年）、日本証券業協会規則期（平成4年～平成9年）の3段階に区分できる。ルールの骨格は昭和40年代後半に出来上がった。主要な内容は3点。第一は株主への利益還元、第二は時価発行銘柄の厳選と当該株価への監視、第三は需給調整の問題である。50年代にはいると、時代の要請に合わせルールを変更することがたびたび行われる。また新しいことを始めるにはまずルールを決めてからという慣行が定着した。平成4年からは、いわゆる証券界の自主ルールに代わり日本証券業協会が制定した「有価証券の引受に関する規則」など2つの規則に委ねられることになった。

このような自主ルール・自主規制は、第一に公共財である市場をまもるため、第二に知識に乏しい一般投資者を保護するため、第三に関係当事者間の利害調整のための役割を担って来た。その一方で時代が下るとともに、規制により新商品開発意欲が損なわれたり開発が遅れたりすることや国内の規制を嫌い海外にファイナンスが流れるいわゆる空洞化現象を引き起こすことなどの矛盾が生じて来た。そして、現在ではディスクロージャーの充実など自己責任原則を問う仕組みが整ってきたことに加え金融・証券市場のボーダレス化の進展でその役割を終えつつある。

目 次

I. エクイティファイナンス規制の概要

1. エクイティファイナンスによる資金調達
2. エクイティファイナンス規制の現況
3. 規制の種類と内容
4. 商法改正による規制緩和
5. 証券取引法改正による規制緩和

II. いわゆる自主ルールについて

1. 規制形成期 (～昭和50年)
2. 自主ルール期 (昭和51年～平成3年)
3. 日本証券業協会規則期 (平成4年～平成9年)

III. その他の主要な自主規制等

1. ディスカウント率, アップ率
2. 株価審査
3. インサイダー取引規制

IV. おわりに

資料1. 資本市場を通じた資金調達の推移

2. 日本証券業協会規則「有価証券の引受に関する規則」
3. 増資調整に関する暫定基準
4. 時価発行増資ルールの変遷
5. 新株引受権付社債の大綱

I. エクイティファイナンス規制の概要

1. エクイティファイナンスによる資金調達

(1) 資金調達手段としての時価発行増資, 転換社債, 新株引受権付社債

企業の資金調達は銀行借入等の間接金融から資本市場を通じた直接金融へシフトして来た。時価発行増資, 転換社債, 新株引受権付社債のいわゆるエクイティファイナンスは企業の株式市場を通じた資金調達という資本市場の重要な代表的な機能のひとつである。最近でこそ, その主役の座を普通社債に奪われているものの, 直接金融へシフトして来た過程でエクイティファイナンスは企業の資金調達手段として, また自己資本充実策として, 企業金融に果たした役割は大きかった。

(2) エクイティファイナンスによる資金調達金額

平成9年度における増資, 転換社債, 新株引受権付社債の国内外における発行額の合計は約2兆円で(資料1参照), 最盛期の平成元年度には26兆5千億円もの調達が行われたことを考えると今昔の感がある。このように最近のエクイティファイナンスが低迷している要因としては, 第一に株価が全般的に下がっており, 多くの会社で前回エクイティファイナンスの発行価格を下回っていること, 第二に景況感が悪く業績見通しが不透明なこと, 第三に新規の資金需要に乏しく, バランスシートの圧縮を図っていること等があげられる。加えて, 自己株消却に前向きな会社が株式市場で評価を受けていることから, その反対の性格を持つエクイティファイナンスには消極的にならざるをえないとの事情もある。他方, 平成元年当時を振り返ってみると, ちょうど今と逆の状況にあった。すなわち, 株価が高水準かつ上昇基調にあったこと, 空前の好況で企業が業績見通しに自信を持って

いたこと、設備投資需要に加え、財テク資金の取り入れなど資金需要が旺盛であったこと等がエクイティファイナンスに駆り立てた要因としてあげられる。エクイティファイナンスの規制はバブル崩壊後、一時強化された後徐々に緩和される基調にあったが、それによる発行市場への影響はほとんどなく、株式市況の悪化、経済の停滞、先行き見通し難等の影響を受け大幅な発行額減少となったものである。

2. エクイティファイナンス規制の現況

現在、エクイティファイナンスについての規制は商法、証券取引法等の法令に因るものおよび日本証券業協会の定める「有価証券の引受けに関する規則」（公正慣習規則第14号）である（資料2参照）。法令による規制はエクイティファイナンスを行う発行会社を主にしるものであり、増資の取締役会による決議方法、授權資本制度、募集に際しての有価証券届出書の関東財務局長への提出等がある。一方、日本証券業協会が定める規則は全14条から成るが、その協会員たる日本の証券会社がエクイティファイナンスを引き受ける際の行為をしる規則である（第1条）。縁故先から直接資金調達を行う第三者割当増資と異なり、一般から広く資金を集めるエクイティファイナンスは証券会社の引受行為がないと機能しないため、実質的に発行会社への規制が及んでいる。この規則は後述する証券界の自主ルールの流れを汲んだものだが、過去のものとの比較においては大幅に簡略化された内容となっている。まず第一に発行基準について具体的な線引きはなく、エクイティファイナンスを引き受ける証券会社は、①当該発行会社が将来にわたって投資家の期待に応えられるか否か、②当該発行が資本市場における資金調

達としてふさわしいか否か、③当該発行会社の企業情報の開示が適切に行われているか否かの観点から総合判断することとされている（第3条）。第二にディスクロージャーの徹底が図られ、ファイナンス発表資料、有価証券届出書に、①株価・株主資本利益率の推移、過去のファイナンスの時期・内容、②一株当たり利益の希薄化情報、潜在株式数、③調達資金の使途、収益への影響、④利益配分の状況等の事項について記載が要求されている（第4条、第7条）。第三に証券業協会による事前の審査・確認はなく、ファイナンス後に引受証券会社が証券業協会へ報告を行う（第10条）こととされている。おおまかに言うと、エクイティファイナンスを引き受けるのは証券会社の自己責任、発行会社もエクイティファイナンスの内容・株価・収益への影響等をキチンと自己責任でディスクロージャーして下さい、投資家も内容を良く見て自己責任で投資して下さい、そして証券業協会は（当局も）事後に報告を受けるだけですとの内容である。

3. 規制の種類と内容

ここに至るまで、いわゆる自主ルールおよびそれを引継いだ日本証券業協会規則により、エクイティファイナンスに関し様々な規制が行われて、実務的には法令以上に重要な役割を演じて来た。規制される対象と規制する主体との関係をみると、重要な事項はほとんどルールにより決められていたことが分かる。ここでは、過去に行われて来た主要な規制対象を列挙し、それが法令による規制なのかルールによる規制なのかを見てみよう。

（1）発行手続き・募集手続き 時価発行増資や転換社債発行決定は取締役会で決議すること、その際の決議すべき内容等、対株主に対す

る規定は商法に定められている。一方、有価証券届出書の提出、目論見書の交付等、対投資家に対する規定は証券取引法で定められている。

(2) 発行限度株数・発行限度金額 取締役会が決議出来る株数限度を株主総会で決定する授權資本制度、過去に発行した社債残高を含めた社債発行の限度額等会社の発行可能な総株数・総社債金額は商法で規定されており、一回ごとの新規時価発行可能株数・転換社債発行可能額、前回増資等からのインターバルはルールで定められた。

(3) 発行の適否・発行調整 一株配当5円・一株利益10円等時価発行増資の適格性を線引きした発行基準、発行希望の持寄り制度、希望が殺到した場合の整理・調整手順などはルールで定められ、銘柄選別と需給バランスの調整が行なわれた。発行会社の立場からみると、線引きされている基準からはずれている場合はエクイティファイナンスが出来ないばかりか、適格であっても、発行過剰の時には希望の時期または希望の金額を調達出来ないことがあった。

(4) 発行条件 時価発行増資の公募価額決定に際しての時価からのディスカウント率、転換社債の金利などもルールで決められた。これも(3)同様、投資家への販売・募集に配慮されて決定され、募集残が生じて以後の需給関係が悪化することを未然に防ぐ措置であった。

(5) 利益配分(還元) 当初は額面割当増資から時価発行増資への移行期に湧上がったプレミアム還元論争に端を発し、後年はエクイティファイナンスを行った会社はその得た資金を事業に充てることで利益が生ずるであろうことから株主へその利益の一部を配分するために、ルールによって、増配・無償増資、配当性向の遵守等を義務づけた。株主への利益還元・利益配

分はルールの重要な役割だった。

(6) 株価規制 時価発行増資等は当然適正な株価を前提としているため大蔵省当局・取引所監視下に、発行決議前3ヶ月間の株価審査期間を設け、会社関係者の買付が禁止されたり、株価が乱高下した場合は延期等の処置を講ずる等ルールで厳しく規制された。

この他実際の運用においては、事前に幹事証券が大蔵省証券局の発行市場担当セクションであった資本市場課へ予定会社の調書を持ち込み、基準の遵守状況を説明することが行われてきたが、一株配当金が5円未満の銘柄の例外的発行、株主への利益配分に関する配当性向水準の決定や株価急騰銘柄の一時的延期等個別の事情に応じた事前相談も実質的な発行審査機能という観点では重要であった。

4. 商法改正による規制緩和

エクイティファイナンスに関係の深い法律は商法および証券取引法である。例えば社債発行限度暫定措置法といった商法の特例法、証券取引法の政省令とりわけ企業内容等の開示に関する省令も重要である。最初に商法の規制の内容に関して概観するとともにその改正の歴史(第1表参照)について振り返ってみる。

(1) 授權資本制度

昭和25年に授權資本制度が導入された。改正前は資本の額は定款記載事項とされ、増資は定款変更の一形態として株主総会の特別決議が必要とされていた。本改正により株主総会特別決議で「会社が発行する株式の総数」を決定し、その授權株数の枠内であれば原則として取締役会で増資決議が可能となった。

第1表 商法の改正推移

昭和25年（1950）	授權資本制度の導入
昭和41年（1966）	時価発行増資 「特に有利な発行価額」でなければ取締役会決議で可
昭和49年（1974）	転換社債発行 株主総会特別決議から取締役会決議へ
昭和52年（1977）	社債発行限度暫定措置法施行 転換社債発行限度2倍へ
昭和56年（1981）	新株引受権付社債発行規定新設 時価発行増資の発行価額中資本に組み入れざる額 2分の1以下に 単位株制度の導入
平成5年（1993）	社債発行限度撤廃

（2）特に有利な公募価額でない増資は 取締役会決議と明文化

昭和41年の改正では、特に有利な公募価額で時価発行増資を行う場合は株主総会の特別決議が必要だが、特に有利な公募価額でない場合は取締役会で発行可能と明文の規定が定められた。昭和49年には、転換社債の発行について新株発行と同様、特に有利な転換の条件（転換価額）を付した場合は株主総会の特別決議が要るが、そうでない場合には取締役会で発行決議できることと改定された。

（3）社債発行限度枠緩和

昭和52年になると商法上の社債発行限度の天井にぶつかる会社が出て来たため商法の特別法たる「社債発行限度暫定措置法」が制定され、転換社債については商法上の2倍まで発行枠が広げられた。平成2年には、再び社債発行限度枠が一杯となる会社が増加したことから、商法297条の社債発行限度額を「資本金＋法定準備金」基準から「純資産」基準に改めると共に、転換社債、新株引受権付社債、担保付社債は社債発行限度暫定措置法によって商法の2倍まで認められることになった。なお、平成5年の改正で社債発行限度は撤廃された。

（4）新株引受権付社債創設

昭和56年には産業界から要望の強かった新株

引受権付社債の発行を認める条文が第341条/8から第341条/18として新設された。

（5）資本金組み入れ額の改定

またこの時は、額面株式の資本金概念をかえ、従来額面金額のみ資本金とされていたものを原則として時価発行等の発行価額の総額、少なくとも発行価額の半分以上は資本金に組入れることとされた。発行価額中、資本金に組み入れられなかった残額は資本準備金である。従来は額面超過の資本準備金部分をプレミアムと呼んだことから、一部の経営者に無コスト資金であるとの誤解も生ぜしめたため、株主からの払い込み資本であることを明示しようとした改定であった。

5. 証券取引法改正による規制緩和

（1）有価証券届出制度における様式（内容）の簡略化

エクイティファイナンスの実務上発行手続の簡素化と日程の短縮化に対する要望は強かった。このうちの発行手続については有価証券届出書の作成とそれに先立って引受幹事会社へ提出される引受審査資料作成の負担が大きいとされていた。また、日程の短縮については、それらの事前準備に加え届出書を提出してから効力発生までの待期期間30日が長すぎるとの声が強かった。これらの要望に配慮し機動的に資金調

達が行えるよう証券取引法および有価証券の募集又は売出しの届出等に関する省令（現在の企業内容等の開示に関する省令）・同取扱通達が改正された。

まず、昭和58年1月、継続開示5年以上の会社を読みやすくかつ分かりやすい仮目論見書を作成し、届出書提出後1週間以内に証券会社に発送した場合には効力発生期間を30日から23日へと7日間短縮されることになり、多くの会社がこの適用を受けた。昭和62年には有価証券届出書記載方式に組込方式が認められた。これは5年間継続開示会社について届出書の中味を新たに作成するのではなく、直近の有価証券報告書等を添付することにより届出書の記載に代えられる方法であり、この場合の効力発生期間は15日に短縮された。翌昭和63年には参照方式が導入された。参照方式は3年間継続開示会社で株式の売買高・時価総額が一定金額以上である等一般に認知度の高い場合に認められ、有価証券届出書には新規発行証券に関する情報のみを記載し、会社内容情報については参照すべき有価証券報告書等の資料名を記載する方式であり、効力発生期間はさらに7日に短縮された。また同時に通常の届出書の効力発生期間も15日間に短縮された。組込方式や参照方式では、新規に届出書の中味を作る必要がないため発行会社の事前事務作業が軽減され、手続日程の短縮化の面でもメリットが生じた。

（2）発行時審査の緩和と流通審査の強化

（有価証券届出書審査→有価証券報告書審査）

大蔵省企業財務課の審査は、当初発行時の有価証券届出書審査に重点が置かれていたが、徐々に有価証券報告書の審査を重視するようになっていった。参照方式が導入された翌年の平

成元年には、大蔵省企業財務課による発行時の審査は廃止となり、引受幹事会社が全面的に審査業務をつかさどり、また責任も持つことになった。これにより、発行決議以前の事前準備事務が1週間程度短縮された。

Ⅱ．いわゆる自主ルールについて

エクイティファイナンスを実質的に規制して来た自主ルールを時間の経過に伴って、規制形成期（～昭和50年）、自主ルール期（昭和51年～平成3年）、日本証券業協会規則期（平成4年～平成9年）の3段階に区分し、その内容・役割について検討してみよう。

1．規制形成期（～昭和50年）

昭和40年代に入り、エクイティファイナンスが活発化すると従来とは異なる新たな問題が生じ、それへの対応措置としてルールが次々と決められて行った。主要内容は3点あった。第一は株主への利益還元である。額面増資から時価発行増資への移行に伴い、増資プレミアムが株主から会社に帰属するとの批判が噴出した。プレミアムとは株式の発行価額と額面50円との差異のことで、昭和56年商法改正前までは時価発行増資の際、額面部分は資本金に計上し、残額すなわち発行価額と額面価額との差額は資本準備金とされていた。資本準備金を早期に資本金に組み入れ無償増資（分割による株式発行）によって株主に報いるべきとの意見が株主サイドから提言された。いわゆるプレミアム還元論であり、時価発行増資をスムーズに市場に定着させるため株主への利益還元ルールが定められた。

第二は時価発行増資銘柄の厳選と当該株価へ

の監視である。当初市場では時価発行増資の受入れに消極的で批判が強かったことから、時価発行増資を発表すると株価が下落するケースがままあった。また、増資後に株価が急落する銘柄もあり、株価を持ち上げておいて高い価格で時価発行を行なっているとの批判もあった。それらへの対応措置として、発行体を厳選するための発行基準設定が行なわれ、「適正な株価」で時価発行増資するための株価審査等がルール化された。

第三は発行体の資金調達希望と投資家への販売・消化能力とのバランスに配慮する、需給調整の問題である。発行体ごとの発行株数・発行額の上限がルールで定められるとともに、月ベースでも限度額を設けて、スケジュールの調整を行うことにより、発行の平準化が図られた。また、ディスカウント率ならびに金利等は常に完全消化を念頭におかれて設定された。

(1) 増資の調整取扱内規 (昭和40年)

その後の自主ルールの基本となったのは昭和40年に取り決められた増資の調整取り扱い内規である。いわば増資自主ルールの憲法とも言うべき位置づけにある。昭和30年代末期に株価の暴落が起これば増資が中断する事態となった。一方、産業界からの資金調達意欲は強く市場再開を望む声が高まった。こうした中、小康状態に戻った株式市場を背景に昭和40年6月大蔵省、通産省、日銀、証券代表、銀行代表等により増資調整に関する懇談会が開催され、増資再開が決定された。これに際し、産業界、金融界、証券界の協力のもと自主的な増資基準として定められたものが以降のルールの骨格をなす増資調整に関する暫定基準 (資料3参照) で、その内容は、①増資権利落ち後株価が60円以上となる

株価水準にあること、②配当率は10%以上——額面50円に対し5円以上の配当、③増資後資本金税引き純利益率が配当率を維持するに足るものとされた。増資の総額や会社ごとの増資順等を決める調整機関として四社副社長会が当ることとされ、実際の運営は4大証券の引受部長会が担うこととなった。

(2) 時価発行増資ルールの形成

(資料4参照)

時価発行増資に関するルールが誕生したのは昭和40年代も後半に入ってからである。昭和44年日本楽器製造 (現ヤマハ) が額面割当増資の伴わない時価発行増資を株主優先募入方式で行い、昭和45年にはソニーが現在と同じ方式である一般募集の時価発行増資を行った。これらは時価発行増資の是非論を提起したが、しばらくの紆余曲折を経た後、昭和47年に入ると株式市況が活況を呈し、これに伴い時価発行増資が急増したため四社で時価発行引受業務に関する運営指針の申し合わせが行われ、①増資後の収益見通しについて、増益基調であること、②増資額を慎重に決定すること、③利益分配について、発行会社はその姿勢を確認すること、④発行価額について、ディスカウント率を弾力化することとされた。翌昭和48年に、「時価発行増資に関する申し合わせ (昭和48年2月)」として体系的で細かい基準が次の通り制定された。

- 1) 発行基準 1株配当5円以上、1株利益10円以上
- 2) 資金使途 設備投資等の計画、資金繰状況の提出を求め、緊急性・重要性を勧案する。
- 3) 増資額 資金使途と収益性、市場における需給関係を勧案する。

- 4) 増資後の利益配分 特段の配慮をはらうよう具体的にその姿勢を確認する。
- 5) インターバル 前回増資より1年以上開ける。
- 6) 調整の方法 特定の時期に集中しないように配慮し、調整する。
- 7) 募集方法 発行会社の販売希望先申し出分は40%以内とする。
- 8) 発行価額 ディスカウント率を縮小する方向で努力する。

同年5月には、増資後の利益配分について上記4)から一歩進み、「利益配分の方法は配当性向を基準として無償交付か増配による」と初めて具体的方法が明示された後、10月には再度改定、より明確に、ア)増資後の増配または無償により、増資前の配当性向を上回る配当性向維持を公約させる、イ)無償交付による場合はプレミアムを5～10年間で還元を期待する、ウ)利益配分が充分と判断できる時期まで増資の引受は行わないこととされた。

時価発行増資の増加とそれに伴う株価の変動等いろいろな問題が起こるたびごとにルールが制定・見直しされ、昭和49年7月、8月と追加・改定が行われた後、9月には、時価発行増資に関する申し合わせおよびその取り扱いについて整理・集大成され、①発行基準は1株当り配当金5円以上、1株当り利益金は資本金額の大小により15円～10円以上、増益基調の会社とする、②株価動向が著しく不安定な会社の公募増資引受には慎重に対処する。③公募額は資本金額の大小により資本金の10%～3%以下とする。④その他の資金使途、インターバル、調整の方法、募集方法、発行価額については48年2月のルールから変更はない。

また、増資後の利益配分はア)原則として5

年程度で増資プレミアム全額の資本組み入れが期待されるような水準に配当性向の公約を行なう、イ)前回増資によるプレミアムが当該増資までに20%以上還元されていること、ウ)過去の増資による累積プレミアムがある場合には、その多寡を勘案し、当該増資による利益配分を行うこと、エ)増資後一定期間の増配または無償交付と配当性向を公約し公表することとされた。実際の運用では上記イ)の20%以上還元と実質的な減配でないことが次の増資ができる必要最低限の条件とされた。

このような48年から49年にかけてのルール制定、改定の結果、以降のエクイティファイナンスの発行基準・利益配分ルール等規制の骨格が出来上がった。

(3) 転換社債発行ルールの形成

現在行われている転換価額を時価に設定する転換社債が国内で初めて発行されたのは、日本通運による昭和41年である。しばらく途絶えた後44年に入り、発行が散見されるようになったがこの頃までの募集方法は株主先行募集や株主優先募集であった。45年になると転換社債発行に急増する兆しが出てきたことおよび株主優先募集等から一般募集(いわゆる公募)へと募集方法が変わって来たため、四社においてルールの申し合わせが行われた。転換社債は迂回的な増資と位置付けられ、時価で転換価額を決定する転換社債は時価発行増資の変形といえる。従って、ルールは原則として時価発行増資と類似の規制を適用することとなるが、社債としての側面も持つことから社債特有の規制が加わる。

時価発行増資にはない転換社債独特の規制の主なもの、第一に発行の適格基準である。増資の基準に加え普通社債の適格基準をも準用

し、それらをミックスしてデフォルトリスクを軽減したものとしている。第二に転換社債に付される担保である。当初、普通社債同様の有担保が原則とされたがその後留保物件付きながら無担保適格基準が設定され、優良会社には無担保転換社債の道が開かれたことである。一方、株主への利益配分、発行のインターバルは時価発行増資に準じてルールが定められた。

その辺りを重点に歴史の流れに沿って見て行く。昭和45年、初めて「転換社債に関する四社申合せ」が行なわれ、①発行適格会社の基準は増資調整基準および事業債発行基準適格の第一部上場会社とする、②月間発行額を適正規模に平準化し、一社あたりの発行額は全額転換による資本金増加額が15%以内とする、③発行条件は転換社債の健全な育成を図るよう幹事証券責任で決定することとされた。翌昭和46年には、①有担保を原則とする、②募集方法は株主優先募入から純粋公募へ、③自主調整機関は四社副社長会、事務局は引受部長会とする、④申込書は発行予定月の6ヵ月前までに主幹事証券にて受付ける、⑤毎月央に調整会議を開催し銘柄を持寄り、月間発行総額を適正量に調整すること等が「申合せ」に付け加えられた。

昭和47年になると無担保転換社債の発行基準が制定され、従来は普通社債同様、全て担保付であったものが転換社債についてはいわゆる留保物件付無担保債の発行が可能となった。留保物件付無担保債とは法的には無担保であるが、担保物件となるべき物を留保しておき、いざという場合にはいつでも担保付きに代えられる準備のある社債である。留保物件は有価証券で良いこととされたため総合商社や建設業のように事業の性格上通常の担保物件が乏しい業態にとって資金調達の道が広がり、以降の転換社債市

場の発展にこの制度は寄与したと言えよう。三菱商事、丸紅、日立製作所、川崎重工業が48年1月に初めて留保物件付無担保転換社債の発行を行なった。

昭和48年2月には、転換社債に関する申合せが改定され、①発行基準は第一部上場会社で純資産60億円以上、一株当たり配当金が3年連続3円かつ直近期5円以上、純利益が安定的に成長していく見込があること、②発行額は月間発行額を適正量になるよう自主調整し、一銘柄当たり原則15億円以上100億円以下とする、③表面利率は市場環境に応じ弾力的に決定する、④発行会社からの希望先申出分（親引け）は25%以下にとどめることとされた。また株主への利益配分、インターバルについては同年10月に時価発行増資に平仄を合わせる形で追加申合せが行なわれ、①転換社債発行に際し、利益配分は配当性向を公約し、実施すること、②連続して転換社債を発行する場合は1年のインターバルを空ける等の規定が設けられた。

そして昭和50年2月には、転換社債に関する申合せが集大成され、発行基準・資金使途・発行額の制限・株主への利益配分・インターバル・発行平準化の調整方法等規定が整備された。

2. 自主ルール期（昭和51年～平成3年）

昭和40年代にルールの骨格は出来上がった。50年代にはいると、時代の要請に合わせルールを変更することがたびたび行われ、また新しいことを始めるにはまずルールを決めてからという慣行が定着し、平成4年日本証券業協会の自主規制が始まるまで続いた。この間の特徴を、おおまかにまとめると次の4点に集約されよう。第一に、発行基準等の大枠は変わらず、状況変

化に対応して小規模な調整・改定が行われた。第二に、最大の関心事は利益配分ルールの改定にあった。エクイティファイナンスの可否、増配等を含めた実質的なコストが利益配分ルールによって決定される等発行体の資金調達に死命を制しており、昭和55年、61年、平成元年の大改定のつど波紋が広がった。第三に、昭和54年に転換社債に完全無担保債の発行基準が新設され、その後時を経るに従い基準緩和が行われた。第四に、新株引受権付社債が商法に盛り込まれたのに伴いルールが創設されたことである。

(1) 発行基準等の改定

昭和51年9月～10月に「時価発行増資に関する考え方」および「その細目」、「転換社債発行に関する考え方」および「その細目」が制定された。この2つは、前述した「申合せ」の改定版である。標題が「申合せ」から「考え方」に代わったのには、それなりの意味がある。「申合せ」には業界内の談合的色彩が強すぎるとの見方も一部にあったため、それぞれの証券会社が自己の引受について「考え方」を持つとの概念に移行したものだ。内容的には小幅な変更で、①1株当たり利益が会社の大小にかかわらず一律10円以上とされたこと、②公募額は資本金増加額が資本金額に占む10%～5%とやや拡大されたこと、③発行会社の希望する販売先への売り付けは20%以下と削減されたことの3点が変わった。

昭和57年には、その前年の時価発行増資の急増と公募価額割れが契機となって、証券取引審議会が今後の株式市場のあり方について検討・審議を行い、「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」を公表した。この中では、時価発行増資が額面割当増資に代わって増資の主流形態

として定着し、資金の適正な配分が市場機能を通じて行なわれるという利点が生かされ、基本的には評価されるべきであるとした上で、公募価額割れ、募集方法等の問題点について指摘がなされた。これを受け、引受部長会にて昭和58年2月、「時価発行増資に関する考え方」を一部改定、①公募価格割れルールが新設され、増資時の株価が前回公募価額を下回っており、かつ前回増資時の利益計画達成状況が良好でない場合等、発行会社の個別事情による時は2年間のインターバルを開けること、②発行会社が指定する販売先への売り付け（いわゆる親引け）は従来の20%から連結関係維持のため支配会社が取得する場合等を除き原則として行いえないこととされた。

また店頭市場が整備されて来たことから、60年になると店頭登録銘柄にも時価発行増資を認めることになり、「株式店頭市場における公募増資に関する考え方」が制定され、発行基準が一株当たり配当金5円、一株当たり利益10円等と上場会社に準じて決められ、61年6月に最初の店頭登録銘柄公募増資として山田工業が150万株、15億円の資金調達を行った。

(2) 利益配分ルールの改定

昭和55年9月、「時価発行増資に関する考え方」および「その細目」ならびに「転換社債発行に関する考え方」および「その細目」の改定が行われた。当時生命保険業界をはじめとする機関投資家からは時価発行企業の利益還元が不十分との意見が高まる一方、発行企業からは低成長経済への移行で実状にそぐわないという批判も聞かれ、また減少する個人投資家への投資魅力回復の手段として利益還元を見直すべきとの意見もあった。このような状況から、株主へ

の利益配分は利益増加に見合った実質配当増加が期待できるものに改定することとなった。主な内容としては一般の会社の場合、A1（配当性向主義）またはA2（プレミアム還元方式）の選択制となり、A1方式は増資後3期間における配当性向を公約しそれを遵守することにより利益増加に見合った配当増加を期待するもので、A2方式は配当性向の公約は行なうが遵守基準が緩和されている代わりに増資時に2年以内のプレミアム15%還元と次回増資までのプレミアム計20%還元を公約するものである。実際は圧倒的にA2方式が選択され、A1方式はパイオニア・堀場製作所・東京エレクトロン等一握りの企業に選択されたのみであった。A2方式の場合、公募価額と一株当たり配当金額が決定されれば自動的に20%還元後の資金調達コストが計算出来る。公募価額をp、額面50円、配当金をd、法人税等を50%とすれば

$$\text{税引前コスト} = \frac{d + d(p - 50) \times 20\% / 50}{p(1 - 0.5)}$$

例えば公募価額が500円、一株配当金5円の例を当てはめると

$$\text{税引前コスト} = \frac{5 + 5(500 - 50) \times 20\% / 50}{500(1 - 0.5)} = 5.6\%$$

このような計算を行なうことで他の調達方法とコスト比較が容易となるため一般的な企業がA2方式を受入易かった一因と考えられる。なお料金認可業種等、配当性向の公約が困難な企業はB方式という増資プレミアム残高の年10%の割合で還元する方法を選択できることとされた。

昭和60年秋から61年春にかけて引受証券会社・発行会社・機関投資家を主たるメンバーとし、大蔵省も加わって「利益配分ルール研究会」が開かれ、ここでの検討・議論を踏まえ昭和61年6月に利益配分ルールが5年ぶりに改定され

た。検討段階ではルール撤廃との意見も出されたが、利益に応じて配当するとの考え方において日本企業が米国企業に立ち遅れていること、ルールにもとづく増配や無償分割が株式市場での投資採算に織り込まれ、撤廃するのは影響が大きすぎるとの理由からルール存続となった。内容的には従来のA2方式すなわちルール創生期から続いて来たプレミアム還元方式が廃止され、配当性向主義へ一本化されたことが特筆される。この要点は①ファイナンス時に配当性向を公約する、②公約した配当性向の少なくとも90%の水準を3期間平均で維持する。③3期間中には増配または無償分割を行うことにより株主への利益配分の増加がもたらされなければならないこととされた。これを機にルールの呼称について「利益還元」と「利益配分」とまちまちに使用されていたものが次第に「利益配分」に統一されていき、エクイティファイナンス資金で投下された資産を稼動することで得られた利益を株主に配分するとの配当性向主義の浸透が図られた。なお、「利益配分ルール研究会」報告書では5年後に改めて広汎な関係者の参加の下で再検討されることとされていた。

ところが、前回の改定から3年も経過していない平成元年5月、「株主への利益配分について」再度改定が行われた。当時世の中の景気が拡大し後にバブル期といわれる環境下、発行者側の資金調達意欲が強く規制緩和と要望が大きくなる一方、投資家側も株価の上昇でインカムゲインよりキャピタルゲインを重視する状況のもと、ルール自体の複雑さに対する批判もあり、大幅な緩和が行われたものである。改定の主旨としては発行企業の自主性を尊重し、基準を配当性向一本に絞り、ルールを簡素化するというものであった。内容は、①配当性向の公約は従

来同様ファイナンス時に行なう、②公約した配当性向の遵守期間は従来より短い2期間で良いが、毎期その水準を守る、③配当性向が守られれば株主への増配・無償・分割等の株主への実質的な利益配分の増加・減少は問わない、ただし減配した翌期のファイナンスは不可とされた。一言でいえば、配当性向主義が徹底されることとなったわけである。しかしこれにより公約配当性向を2期間遵守すれば実質的な増配が行なわれなくとも良いと発行企業の立場からは従来に比較し大幅な緩和が行なわれたとの見方も出て、後にこの改定がエクイティファイナンス急増の一因とされた。ちなみに利益配分ルールの適用を受けるエクイティファイナンスは平成元年度24.8兆円に達し、前年度の16.4兆円を51.1%上回り空前絶後の水準となった。

(3) 転換社債に無担保基準の導入

昭和54年2月、「無担保転換社債に関する考え方」が制定された。昭和47年に認められた無担保転換社債は将来担保にしうる物件を留保しておく方式であったが、完全無担保の転換社債発行を望む声が高まった。その理由は2点ある。一つは海外で発行されている転換社債は無担保であること、二つは転換社債は性格が極めて株式に近い投資家保護も普通社債とは異なる扱いとしうることである。当時、シアーズローバックがサムライ債発行を希望しており、海外の発行体に「有担保原則」の適用は困難なため、同社と対等な財務内容にある本邦企業にも無担保を認めるべきとの意見も出てきた。結局、純資産6000億円以上、自己資本比率40%以上等の線引きで規則を制定し、これに則り、松下電器産業が国内初の完全無担保転換社債を山一証券主幹事で発行した。無担保債は発行会社にと

っては受託銀行に支払う手数料が安くかつ担保設定の手間ひまが省かれる等発行コスト低下のメリットがある。ちなみに当時この基準を満たす企業は松下とトヨタの2社のみであった。その後、昭和58年、59年、60年、62年、63年と数次にわたり無担保基準における純資産等の数値が引き下げられ、平成2年には複数の格付機関からBBB格以上を取得していれば無担保債を発行出来ることと改定された。このような継続的な緩和により転換社債の無担保化が急速に普及していき、最終的には担保付転換社債はほとんど発行されない状況となった。基準緩和が進行した背景としては第一に日本企業の収益力が上がり、財務体質の優良な企業が増加し投資者保護の面で安心感が広まったこと、第二に資金調達コストを引き下げたい産業界の無担保化促進の要請が強まったこと、第三に資本市場の国際化・自由化が進展する中で内外マーケットの整合性を図るべきとの認識が浸透したこと等があげられる。

(4) 新株引受権付社債発行基準の制定

昭和56年9月「新株引受権付社債発行に関する考え方の大綱」がまとめられた(資料5参照)。商法改正により新株引受権付社債が発行可能となったことを受け、時価発行増資、転換社債に関する諸ルールとの整合性を図る観点から、必要最低限の規定を設けたものである。そのためタイトルにも「大綱」と銘打たれており、内容は次の通りである。

- 1) 発行基準 普通社債の発行基準が準用され、純資産60億円以上、一定の財務内容を有する会社で予想経常利益が増益傾向にあること
- 2) 新株引受権の付与限度 新株引受権が全

額行使された場合の新株式増加数が発行時の発行済株式数の20%以内

- 3) 株主への利益配分 ①新株引受権行使によって得られたプレミアムの20%以上を還元する方式か②配当性向を公約しその配当性向を基準とする利益配分を行う(A1方式)のいずれかを選択する
- 4) 銘柄の持寄り 主幹事証券会社は発行希望会社より予定月の4ヵ月前までに申込書を受付け、毎月末に希望を持寄る。
- 5) アップ率 新株引受権の行使価額については時価に対するアップ率は2.5%以上と決められ、当時の転換社債のアップ率下限の5%を下回る基準が採用された。

新株引受権付社債のルールは細目は定めず大枠のみ決めるなど、転換社債のルールに比較し緩やかであったが、これは新しい商品をいち早く市場に定着させるためであった。

ところで、商法の規定では新株引受権を社債から分離して譲渡しうる分離型とそれを認めない非分離型とを発行会社がどちらも選択出来ることとされている。しかし当時、新株引受権(ワラント)が独立して流通することは投機性が強く我が国投資家になじまないとする行政当局からの示唆を受け、証券界として「新株引受権証券の流通市場の受入体制が整備されるまでの間、分離型の新株引受権付社債の一切の取引を行わない」(昭和56年9月30日日本証券業協会理事会決議)ことと自主規制を行なった。これらの規制のもとで、ダイエー、明治乳業、三共電器(現サンデン)が初の国内新株引受権付社債を非分離型で発行した。このうち、ダイエー、三共電器は新株引受権行使時の払い込みに、現金に代えて社債本体を充てうる代用払い込み制を採用したため、結果的には商品性が転

換社債と同等になり、せっかく法律改正までして創設された新商品のメリットが生かせなかった。一方、海外発行の場合には上記理事会決議は適用されず分離型の発行が認められ、三菱化成(現三菱化学)がユーロ市場で5,000万ドルの新株引受権付社債を分離型で発行したのを皮切りに全て分離型で続々と発行された。こうしたことから誕生当初より新株引受権付社債は圧倒的に海外発行が主流となり、また日本企業が海外で資金調達する際の大黒柱となって行く。

国内新株引受権付社債の発行が昭和59年度には1銘柄、30億円まで落ち込み、不振をきわめたことで分離型の解禁を求める声が強まったため、昭和60年11月には、前述した日本証券業協会理事会決議が廃止され、ようやく国内でも分離型が認められることとなった。これを受け、昭和60年度には5銘柄、550億円、61年度には1,040億円の発行が行なわれた。しかし分離型であっても募集の際には非分離のまま募集されたことから、金利面で必ずしも発行会社に魅力的な条件とならなかったため昭和62年度、63年度と続けて発行が皆無となってしまった。

分離募集が解禁され、国内の発行市場がユーロ並みになったのは、平成元年のことである。引受方法を証券会社による買取引受とし、販売する際にワラントは個人を含めた一般投資家に、いわゆるポンカスの社債部分は機関投資家に販売することにより、ワラント、社債の実勢に応じた発行条件の設定が可能となった。この結果、発行者コストはユーロドル建てワラントにはほぼ拮抗するまで低下したため平成元年度は、24銘柄9,150億円の発行が行なわれた。しかし、時代はバブル後の株価低迷期に遭遇し、平成3年8月の積水ハウス債を最後に資金調達としての国内新株引受権付社債は途絶えることとなった。

なお、平成7年ソニーがストックオプションに利用するために新株引受権付社債を発行した後、専らこの用途で現在は用いられている。

(5) まとめ

以上のようなルールのメリット・デメリットを考えてみたい。ルールは多くの関係者にメリットがあった。発行体側にとって、基準を満たして基準に従って行動することで、「選ばれた優良企業」として資金調達がスムーズに行なえた。また、たとえ結果がうまく行かなかったとしても社内ならびに社外から批判を受けることもまずないうえ、同業他社に出し抜かれることもなく日本的な横並びの対応が可能であった。投資家側にとっても、厳しい基準をクリアし発行後の利益配分も約束してくれる会社は投資証券として好ましく、発行条件についても充分消化可能性を勘案して決定されており、新規に発行される証券の投資家には概してメリットが大きかった。引受証券会社にとっては、同業との競合が緩和でき、また引受リスクについても高い発行基準のバーでガードされて来た。一言で言えば、日本的な事前チェック制度のもと効率的でリスクフリーな仕組みであったと言える。

逆に、デメリットとしては二つあげられる。第一は規制が厳しいと新商品開発が難しい点である。例えば、新株引受権付社債ではその発行を輸出債権の為替ヘッジに利用したいとして、商法改正の10年以上前から要望がでていたが、結局のところ商法改正を待たざるを得ないこととなった。また、商品性についても転換社債の無担保債発行まで関係者の根回しに時間を要したことや新株引受権付社債に当初国内で分離型の発行が認められないこと等ルールに書いてい

ないことを新たに行なうことへの障害が大きすぎる点である。日本の証券・金融界はイノベーションで米国に10年後れを取っているといわれているが、ここにその一因があったと言えよう。第二に、国内に規制があると海外に流れることである。昭和61年の改定までは、利益配分ルールについて海外は別扱いで緩い基準が適用されていたため、資金調達コストの観点から、ユーロ市場でのファイナンスを選択する会社が多かった。国内で時価発行増資等を行うには国内ルールが過去に遡及して適用されるため、一度海外発行を行うと国内に戻るができず海外発行を続けざるを得なくなってしまうとの事情もあった。こうした理由等からエクイティファイナンスは海外優勢となり、いわゆる空洞化現象を引き起こした。

3. 日本証券業協会規則期

(平成4年～9年)

平成3年に起こった損失補填に絡むいわゆる証券不祥事により大蔵省による証券行政が大きく見直されることとなり、この時、日本証券業協会が自主規制機関に編成替えされる一方、いわゆる通達行政が廃止されるとともに発行市場における様々な自主ルールも撤廃されることとなった。これまでの自主ルールに代わる役割を担うことになったのが日本証券業協会制定の「引受に際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」(理事会決議、平成4年3月)と「有価証券の引受に関する規則」(公正慣習規則14号、平成4年5月)の2つの規則である。これ以降、発行市場の規制は本規則に則り形の上で証券会社の手から日本証券業協会の運営に従うことになった。

(1) 引受に際し協会員が遵守すべき
発行会社の利益配分に関する事項
について

本規則は平成4年3月に制定された。これに先立つ平成3年11月より、日本証券業協会において証券界・産業界・機関投資家・学者等による「利益配分ルール懇談会」が設置され、6回にわたる審議の結果まとめられた『「利益配分ルール」の在り方についての報告書』を踏まえ制定されたものである。内容は、株主への利益配分の増加を求め、配当性向の低下傾向に歯止めをかけること、つまり利益配分ルールの強化を目的としている。骨子は次のとおりである。

- 1) 引受幹事社は時価発行増資等を行なうとする発行会社の利益配分に関する方針を確認し、発行会社に適切な利益配分と実施状況の適時適切な開示を要請すること。
- 2) 配当性向の公約を最低30%以上とする。
従来は発行時点の予想配当性向を基準に自主的に公約水準を決めていたが、最低限を定めることで株主への積極的な利益配分を促すこととした。
- 3) 公約配当性向は3期間遵守することとし、3期間のうち必ず増配または分割を行うこととされた。従来は遵守期間は2期間で増配なくしても公約配当性向を守っていれば良かったことから比較すると、この点でも株主への積極的な利益配分を促している。
- 4) 公約した配当性向、配当政策の考え方、過去のファイナンスの際に公約した配当性向と遵守状況、実施した増配等の利益配分状況を公表するとともにファイナンス以降の決算短信に公約の遵守状況を記載

することとされ、ディスクロージャーの徹底を図った。

以上総体的には、公約維持期間を従来の2年から3年とする等昭和61年ルールに近い内容となったが、「利益配分ルール懇談会」の取りまとめの趣旨に沿って、概ね5年後を目途に廃止を含めて見直しを行なうこととされた。本規則はこの後約4年間続いたが、規制緩和を求める声とグローバル化の進展という環境の変化に伴い平成8年4月廃止され、ここに規制としての利益配分ルールは消滅した。

(2) 有価証券の引受に関する規則

(公正慣習規則14号、平成4年5月)

日本証券業協会において、従来自主ルールで定めていた規則について各証券会社代表を含めた数カ月におよぶ検討会の議論を踏まえて全面的見直しを行い、最終的に日本証券業協会理事会で公正慣習規則として制定された。規則制定に当たっての考え方は適正な引受業務の確保および投資者保護の観点から基本的に必要なものについては規則化を行ない、引受証券会社の自主判断に委ねるべきものについては規則化を行わないとの原則に立っていた。本規則は全13条と付則1～4からなっており、従来の自主ルールの主要な項目についてはおおむね踏襲された。その内容は次の通り。

- 1) 発行基準・発行限度は付則に規定され、時価発行増資は当分の間、一株当たり配当金5円、一株当たり利益10円、年間発行限度株数は発行済株式数の15%（転換社債、新株引受権付社債は20%）以内を目安とする。
- 2) 株主への利益配分の確認および公平な募集・親引け禁止についてはすでに日本証

券業協会理事会で制定されていた「引受に際し協会員が遵守すべき発行会社の利益配分に関する事項について」、「時価発行株式等の引受・募集の取扱い等に係る指針の制定について」を遵守する。

- 3) 一方規制が強化された項目は2つで、公募価額割れ銘柄の引受禁止について従来の時価発行増資の公募価額割れに新株引受権付社債の行使価額割れが加えられたこと、および資金使途についての公表を行なうとともに使途変更の場合にも公表を行なうこととされた。
- 4) 従来、幹事証券会社は大蔵省証券局へ調整会議（持寄り）前に資料を持ち込み、その了解を得ていたが、本規則では日本証券業協会へ事前に届出ることとされ、持寄り前に日本証券業協会からの確認通知が出されることとなった。エクイティファイナンスのチェック主体が大蔵省から日本証券業協会に移管されたものである。

本規則は平成8年4月に大幅に改正され、規制の緩和と情報開示の強化が行われた。規制緩和については上記1) 付則で規定されていた1株配当5円以上等の発行基準、年間発行限度株数、上記2) の利益配分ルールが廃止された。一方、上記3) のディスクロージャーについては、調達資金の使途と将来の会社収益への影響、株価推移、1株当たり希薄化情報等をファイナンス時に公表し、有価証券届出書にも記載するとともに事後の状況について幹事証券会社が確認し、証券業協会がとりまとめ定期的に公表することとされた。ここに、初めて、エクイティファイナンスが本格化して以来連綿と続いて来た一株配当5円等の発行基準が撤廃、また

実質的に最大の規制であった利益配分ルールも前述の通り撤廃されることとなった。

さらに平成9年4月には上記4) 幹事証券会社による日本証券業協会への事前届出、証券業協会による審査確認が廃止された。この改正で、名実共にエクイティファイナンスが証券会社と発行会社の自己責任のもとに行われることとなった。

(3) 公募増資の再開

平成2年初めからの株価急落に伴いエクイティファイナンスの中止が相次ぎ、発行市場は閉鎖状態に陥った。同年6月に株価が反発すると、転換社債、新株引受権付社債を再開することとなったが、時価発行公募増資については、証券取引所上場基準を充足するための株主作り等を目的とするもの以外は事実上停止されて来た。世の規制緩和の声の高まりもあり、平成5年12月大蔵省による規制緩和措置の一つに時価発行増資の再開が含まれ、「当面、投資魅力が高く、株式市場の活性化に資するような銘柄について、時価発行公募増資が再開されるよう、環境の整備を行うこととし」、具体的な発行基準が「例えば」と以下の通り例示された。

- 1) (イ) ROEが10%以上、(ロ) 2割増配を公約、(ハ) 潜在株式数が発行済株式総数の1割未満である企業
- 2) 1対1.5以上の大幅な株式分割実施を公約する企業
- 3) ROEが8%程度で、上記(ロ)、(ハ)を満たし、過去に1対1.5以上の大幅な株式分割を実施した企業
- 4) ROEが8%程度で、上記(ロ)、(ハ)を満たし、今後単位のくくり直しを実施する企業

同時期、日本証券業協会は6ヵ月間にわたり検討が行われて来た「時価発行公募増資等に関する研究会」の中間報告を公表し、「再開に当って引受証券会社として実務的な改善策」を提言した。報告書では、①投資需要積上げ（ブックビルディング）方式や発行日取引などを導入し、マーケット・メカニズムに立脚した機動的な発行を実現する、②実勢に応じた弾力的な発行価格の決定や実際の需要を基にした販売額の決定を行うなどマーケット・メカニズムにもとづく適正で円滑な消化の促進を図る、③引受証券会社内で審査部門を組織的に独立させることやファイナンス資金の用途について詳細なディスクロージャーを行うなど引受審査の充実を図ることなどを「関係者の理解と協力の下に着実な検討と改善が行われることにより、公募増資が一日も早く再開され、我が国資本市場の正常化に向けての第一歩が踏み出されることを期待したい。」と報告された。

これらを受け、平成6年3月に店頭銘柄の日本ジャンボーを皮切りに時価発行増資が再開された。しかし第2表に見られるとおり、基準が厳しいため発行可能会社は公開したばかりの少資本の一部の会社に限られ、本格的な「再開」には程遠かった。

（4）まとめ

平成4年の移行に際し、証券界の自主ルールより日本証券業協会の規則が厳しくなったことは皮肉ではあった。結局誰が規則を決めるかということよりも、その時代の環境の方が規制内容を決めるということなのであろう。平成4年の利益配分ルールにおいて、5年間程度で廃止を含めて再検討することとされていたが、当時大幅緩和はあっても廃止はないとみる見方が大勢であった。これまでも度々出ていた廃止論がいつも棚上げされ続けたからである。結果的には、金融ビッグバンを控えた「規制緩和」の合唱の前に平成8年4月廃止となり、時代の要請ほど強いものはないと認識した次第である。

Ⅲ. その他の主要な自主規制等

1. ディスカウント率、アップ率

時価発行増資におけるディスカウント率規制、転換社債におけるアップ率規制は募集を容易ならしめることと既存株主への配慮とのバランス、換言すると増資に応じる新規株主等と既存株主との権利関係の調整の問題である。ディスカウント率の幅については昭和30年台には裁判で争われることがあったが、時代とともに縮小して来た歴史がある。昭和47年には時価発行増資の

第2表 時価発行増資の状況

年度	上場会社		店頭会社		合計		備考
	社数	金額	社数	金額	社数	金額	
	社	億円	社	億円	社	億円	
元	261	62,571	2	1,881	263	64,452	
2	34	1,977	21	66	55	2,043	
3	6	331	0	0	6	331	原則 ストップ
4	4	82	0	0	4	82	
5（前）	1	20	0	0	1	20	
5（後）	1	19	4	168	5	187	再開
6	21	1,433	11	668	32	2,101	
7	9	1,176	19	1,379	28	2,555	

ディスカウント率は自主ルールで「弾力化すること」とされた。これはおりからの株価上昇で実態価値を反映した比較的安い公募価額にすべきとの意見を尊重したものであり、10%から19%程度とばらつきがみられた。48年の自主ルール改正で「ディスカウント率を縮小すること」とされ、以降51年までは9%台後半で推移した後既存株主に配慮する形で徐々に縮小して行った。5%を切るという目標が達成された昭和56年1月にはルールが廃止された。その後もディスカウント率は縮小を続け59年以降は3%台前半で定着した(第3表参照)。

一方転換社債における転換価額の時価に対するアップ率は、昭和48年2月の自主ルールで「転換価額の決定にあたってはアップ率を高める方向で努力する」とこととされ、初期の段階では10%を下限として運用されて来た。50年にはルールから削除されたが、55年までは10%が維持された後5%が下限となり、最近では0%も散見される。アップ率の低下は既存株主にとって希薄化という点で不利なようではあるが引き換えに金利の引下げが行なわれ、会社の金利負担が減少し利益の押し上げ要因となることからこの面では既存株主にとっても有利であるとのバランス構造になっている。

2. 株価審査

時価発行増資の公募価額等が適正であるためには、その算定の基礎となる株価そのものが公正なものでなければならない。このような観点

から、昭和48年6月には、引受証券会社が「時価発行銘柄等の売買取引ルール」をまとめ、エクイティファイナンス銘柄についてその発表後払込期日までの期間、証券取引法で認められる安定操作取引を除き、引受証券会社およびその関係会社による当該銘柄の買い付け、当該会社関係者からの買付注文の受託、当該銘柄の推奨の自薦を申合わせた。大手証券では社内の売買取引および幹事銘柄の株価動向をチェックする機構として売買監査室が設置された。また、エクイティファイナンス銘柄についてはさらに当局による株価審査が行われて来た。当初は、大蔵省証券局流通市場課がチェックし、ファイナンス直前で株価が急騰した銘柄等はここで発行ストップとなった。この規制に関し明文化されたものは存在しないが、例えば直近3ヵ月で30%値上がりした銘柄が株価が沈静化するまで発行延期となる等個別銘柄ごとに大蔵省と幹事証券が折衝し発行の可否が決定された。また、取引所による株価規制銘柄、信用取引規制銘柄等株価が正常の売買によって形成されたものでないと判断される会社のエクイティファイナンスも不可とされた。このようなことが行なわれた理由としては新規発行証券を買った投資家が高値を掴ませられることの無いよう発行価額決定時までの値動き、売買手口を監視し、発行後の値下がりリスクを極小化しようとしたものである。平成4年以降、株価変動審査については幹事証券、売買手口審査については上場銘柄を証券取引所、店頭登録銘柄を日本証券業協会で

第3表 時価発行増資におけるディスカウント率の推移(各年4月の平均値、%)

各年4月	47	48	49	50	51	52	53	54	55	56
ディスカウント率	10.3	9.83	9.73	9.76	9.66	9.27	6.97	5.87	5.64	4.90
各年4月	57	58	59	60	61	62	63	平元	平2	平3
ディスカウント率	4.71	4.42	3.43	3.20	3.25	3.37	3.44	3.19	3.24	3.48

行っていたが、平成8年の「有価証券の引受に関する規則」改定で廃止され、幹事証券の審査のみとなった。

3. インサイダー取引規制

インサイダー取引に関する規定が証券取引法に盛り込まれたのは平成元年からである。しかしそれ以前の早い時期から時価発行増資等の前後に株価が乱高下するケースもあり、エクイティファイナンスに係る役員等による自社株売買・インサイダー取引等について、規制・要請が行われている。

昭和47年11月に東京証券取引所理事長から上場会社代表者あて通知「上場会社の関係者による自社株の売買取引について」が出され、「自社株売買は、おうおうにして増資に際して行なわれやすく、この時期の売買取引について特に注意されたい。」とし、翌48年2月には、同じく「財務内容の適正開示および自社株売買について」で「最近、わが国証券市場の国際化が進展し、また、時価発行増資・時価転換社債の発行等資本市場における資金調達が多様化するに伴い、投資者に適切な投資判断資料を提供し、有価証券の発行・流通の円滑化と公正な価格形成を図ることが、ますます重要」とし、企業内容の正しい開示と、合わせて上場会社の役職員の自社株売買について法令遵守を要請している。さらに49年6月には「会社情報の適時開示に関する要請」通知が出され、「有価証券の流通市場における公正な価格形成が、投資者の保護を図り、また、企業の資金調達を円滑に行なううえからきわめて重要である」ため、有価証券の投資判断に影響を与える重要な会社情報が適時、適切に、一般投資者に開示されるよう要請が行なわれた。

証券会社の社員については「法人関係社員の服務規定整備に関する申し合わせ」が昭和48年6月から自主規制として実施され、法人部・引受部等法人関係社員は業務に関連して取得した未公表の新株式・転換社債の発行等法人関係情報について他に漏洩しないよう厳重に管理を行なうとともにブローカー業務への利用を禁止された。

IV. 終わりに

ここまで見て来たように、諸規制は、①公共財である市場をまもるため、②知識に乏しい一般投資者を保護するため、③関係当事者間の利害調整のため等の役割を担って来た。しかし現在多くの規制は撤廃され、今後は、自由で、公平で、必要最低限の万国に共通な規制（フリー・フェア・グローバル原則）の基、資金調達者側も資金運用者側も仲介金融機関も自己責任で行動を決定しなければならない。市場運営に関わった一人として、株式市場が一刻も早く活力に富んだ市場に戻り、その資金配分機能を發揮することで日本経済発展の礎と言われる日が遠からず来たらんことを願ってやまない。

参考文献

- 森本滋（昭和62年）「新版会社注釈法（7）」有斐閣
- 岩原紳作（昭和63年）「新版会社注釈法（10）」有斐閣
- 鴻常夫（平成元年）「新版会社注釈法（11）」有斐閣
- 山一証券・山一証券経済研究所（昭和52年）「我が国企業の資金調達」商事法務研究会
- 山一証券経済研究所（各年版）「増資白書」商事法務研究会
- 高橋克治（昭和61年）「時価ファイナンスにおける利益配分ルールの改訂（商事法務 昭和61年7月5日号）」商事法務研究会

篠秀一 (平成4年)「利益配分ルールに関する日本証券業協会の規則制定 (商事法務 平成4年4月15日号) 商事法務研究会

水口宏 (昭和57年)「新株引受権付社債の制度・手続の概要」(商事法務No.934, 935) 商事法務研究会

小淵修二 (昭和57年)「海外における新株引受権付社債の発行手続」(商事法務No.936, 937) 商事法務研究会

(積水化学工業 (株) 総務部法務担当部長)

(単位: 億円)

資料1: 本邦企業の国内・海外資金調達状況比較

区分 年度	事業債				転換社債				新株引受権付社債			
	国内		海外		国内		海外		国内		海外	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
昭和38	419	2,691	2	28	1	8	9	317	—	—	—	—
39	399	2,479	1	43	—	—	4	162	—	—	—	—
40	537	3,914	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
41	440	4,159	—	—	1	100	—	—	—	—	—	—
42	440	5,498	1	36	—	—	1	54	—	—	—	—
43	421	4,952	6	396	—	—	2	108	—	—	—	—
44	386	4,951	2	202	4	125	7	464	—	—	—	—
45	426	6,083	—	—	22	1,145	3	162	—	—	—	—
46	414	8,535	1	98	18	850	—	—	—	—	—	—
47	167	6,553	—	—	65	2,880	—	—	—	—	—	—
48	178	8,540	2	54	91	4,103	—	—	—	—	—	—
49	187	9,867	19	1,022	56	2,835	5	203	—	—	—	—
50	310	15,042	44	2,930	42	3,310	15	1,820	—	—	—	—
51	171	11,664	35	2,135	14	555	22	1,538	—	—	—	—
52	142	12,408	23	1,465	26	1,625	34	2,211	—	—	—	—
53	153	13,133	20	1,270	27	2,770	81	4,281	—	—	—	—
54	126	12,981	29	1,786	31	3,535	91	5,561	—	—	—	—
55	101	9,935	34	1,680	12	965	73	5,149	—	—	—	—
56	127	12,690	8	491	51	5,260	132	10,248	3	200	5	443
57	91	10,475	96	6,812	46	4,175	75	6,275	9	470	9	658
58	62	6,830	62	4,039	67	8,610	152	11,914	3	170	33	3,231
59	55	7,200	96	11,345	117	15,115	153	12,272	1	30	61	4,336
60	62	9,435	155	14,392	135	15,855	87	9,480	5	550	91	8,662
61	60	9,800	175	16,392	173	34,680	49	4,853	8	1,040	202	19,932
62	26	9,150	86	8,240	245	50,550	91	10,766	—	—	223	34,390
63	28	7,490	99	8,426	245	69,945	123	10,665	—	—	219	49,821
平成1	21	7,290	94	11,199	205	76,395	174	17,389	23	9,150	242	82,698
2	52	20,660	197	22,982	35	9,110	67	5,138	11	3,950	143	26,245
3	63	24,267	256	38,771	76	12,790	70	6,104	9	3,815	268	27,053
4	93	38,200	296	41,110	35	5,750	24	2,395	—	—	134	16,502
5	75	29,790	157	23,991	120	20,280	73	5,790	—	—	188	21,117
6	99	32,650	78	6,272	133	25,525	61	3,462	—	—	36	2,500
7	195	57,192	92	4,731	41	10,100	45	4,502	—	—	70	6,923
8	262	56,360	194	14,540	142	27,320	84	4,635	—	—	52	3,585
9	397	87,995	162	15,074	21	2,280	32	4,833	—	—	10	455

出所: 公社債引受協会「公社債年鑑」

有償増資（預託証書）				合計	エクイティ		海外	
国内		海外			合計	比率 %	合計	比率 %
件数	金額	件数	金額					
536	4,445	5	142	7,631	4,912	64.4	487	6.4
421	4,475	—	—	7,159	4,637	64.8	205	2.9
101	1,429	—	—	5,343	1,429	26.7	0	0.0
224	1,939	—	—	6,198	2,039	32.9	0	0.0
234	2,528	—	—	8,116	2,582	31.8	90	1.1
230	3,241	1	21	8,718	3,370	38.7	525	6.0
390	5,297	5	177	11,216	6,063	54.1	843	7.5
375	6,613	1	18	14,021	7,938	56.6	180	1.3
252	5,411	—	—	14,894	6,261	42.0	98	0.7
429	12,982	2	16	22,431	15,878	70.8	16	0.1
316	7,314	2	19	20,030	11,436	57.1	73	0.4
323	6,126	—	—	20,053	9,164	45.7	1,225	6.1
219	9,024	4	211	32,337	14,365	44.4	4,961	15.3
284	8,234	16	906	25,032	11,233	44.9	4,579	18.3
330	7,094	11	587	25,390	11,517	45.4	4,263	16.8
250	10,329	2	134	31,917	17,514	54.9	5,685	17.8
253	6,605	4	148	30,616	15,849	51.8	7,495	24.5
256	11,601	13	1,077	30,407	18,792	61.8	7,906	26.0
285	17,932	24	2,874	50,138	36,957	73.7	14,056	28.0
172	10,152	11	626	39,643	22,356	56.4	14,371	36.3
126	8,494	6	778	44,066	33,197	75.3	19,962	45.3
153	8,146	10	495	58,939	40,394	68.5	28,448	48.3
131	6,513	2	107	64,994	41,167	63.3	32,641	50.2
110	6,315	1	6	93,018	66,826	71.8	41,183	44.3
149	20,839	2	390	134,325	116,935	87.1	53,786	40.0
236	45,638	2	165	192,150	176,234	91.7	69,077	35.9
325	75,600	8	3,364	283,085	264,596	93.5	114,650	40.5
97	6,643	—	—	94,728	51,086	53.9	54,365	57.4
60	3,427	—	—	116,227	53,189	45.8	71,928	61.9
38	1,604	—	—	105,561	26,251	24.9	60,007	56.8
37	2,505	1	500	103,973	50,192	48.3	51,398	49.4
67	5,800	—	—	76,209	37,287	48.9	12,234	16.1
66	5,501	3	257	89,206	27,283	30.6	16,413	18.4
165	11,847	7	5,391	123,678	52,778	42.7	28,151	22.8
73	9,973	6	2,111	122,721	19,652	16.0	22,473	18.3

資料2：有価証券の引受けに関する規則

(平4. 5. 13) - 公正慣習規則第14号 -

(目的)

第1条 この規則は、会員が本邦内において行う時価発行公募増資、時価転換社債又は新株引受権付社債の引受け（以下「引受け」という）に関し必要な事項を定め、適正な業務の運営と投資者の保護を図るとともに、資本市場の健全な発展に資することを目的とする。

(適正な引受け)

第2条 会員は、引受けを行うに当たっては、必要に応じて投資需要の調査を行う等市場実勢を尊重して適正な発行条件を決定することに努め、自己の取引上の地位を有利ならしめるため著しく不相当と認められる価格、数量、その他の条件により引受けを行うことのないようにしなければならない。

(引受けの審査等)

第3条 会員は、引受けを行うに当たっては、当該発行会社が将来にわたって投資者の期待に応えられるか否か、当該発行が資本市場における資金調達としてふさわしいか否か及び当該発行会社の企業情報の開示が適切に行われているか否かの観点から、次の各号に掲げる事項について厳正に審査、確認するとともに、必要に応じて、当該発行会社の財政状態等及びその監査の状況について当該発行会社の公認会計士又は監査法人から聴取する等引受証券会社としての総合的な判断と責任のもとに行われなければならない。

- ① 財政状態及び経営成績
- ② 調達する資金の用途及びその効果
- ③ 利益配分状況及び利益配分に関する考え方

- ④ 株式等の発行数量及び発行額
- ⑤ 株式等の流動性及び収益性
- ⑥ 過去に発行された株式等の状況
- ⑦ 株価等の動向
- ⑧ その他会員が必要と認める事項

2 引受幹事会社となる会員は、引受審査業務の重要性に鑑み、証券アナリストの調査結果の活用を図るとともに、引受審査機能の向上及び引受審査体制の組織的独立性の確保に努めなければならない。

(過去に発行された株式等の状況)

第4条 会員は、時価発行公募増資を行おうとする発行会社の一定期間の株価が前回の時価発行公募増資の発行価格を著しく下回り、かつ、利益が前回の時価発行公募増資時の計画を著しく下回っていること等当該株価の低下が発行会社の個別事情によると認められる場合には、新たに行おうとする時価発行公募増資について、前回行われた時価発行公募増資から相当の期間を置くよう、当該発行会社に要請しなければならない。

2 前項の規定は、新株引受権付社債について準用する。この場合において、「時価発行公募増資」とあるのは「新株引受権付社債」と、「時価発行公募増資の発行価格」とあるのは「新株引受権付社債の行使価額」とそれぞれ読み替えるものとする。

3 第1項に規定する一定期間の株価及び前回の時価発行公募増資の取扱いについては、「有価証券の引受けに関する規則」に関する規則（以下「規則」という。）をもって定める。

4 会員は、引受けを行うに当たっては、発行

会社に対し、次の各号に掲げる事項について、規則で定める発表資料（以下「発表資料」という。）において公表するよう要請しなければならない。

- ① 過去の株価、株価収益率及び株主資本利益率の推移並びに過去に行った時価発行公募増資、時価転換社債及び新株引受権付社債（以下「時価発行公募増資等」という。）の時期及びその内容
 - ② 過去に発行された時価転換社債、新株引受権付社債等による1株当たり指標の希薄化情報及び今回の時価転換社債、新株引受権付社債を発行した後の潜在株式の状況
 - ③ 前号に規定する1株当たり指標の希薄化情報及び潜在株式の状況の取扱いについては、規則をもって定める。
- （資金使途の確認及び公表）

第5条 会員は、引受けを行うに当たっては、当該発行に係る具体的な資金の使途及びその効果を確認するため、当該発行会社の資金繰り状況等について報告を求めるとともに、当該発行会社に対し調達する資金の使途等について、次の各号に掲げる事項を発表資料において公表するよう要請しなければならない。

- ① 調達資金の使途
設備投資、借入金返済、投融資等の項目別の具体的な内容、金額及び支払時期の表示
- ② 調達資金による将来の会社収益への影響
具体的、かつ、可能な範囲内において計数的な表示（一定の前提を置いて表示する場合には、その旨明記する。）

2 会員は、引受けを行うに当たっては、当該発行の直前に行われた時価発行公募増資等に係る調達資金の使途状況について、前項に掲げる項目ごとに確認することとし、その使途

状況に変更がある場合は、その変更の内容について当該発行会社に対し発表資料において公表するよう要請しなければならない。

- 3** 会員は、時価発行公募増資等を行おうとする発行会社の前回の時価発行公募増資等による調達資金について、その資金使途に著しい変更があり、かつ、その変更理由が合理的でないと認められる場合には、新たに行おうとする時価発行公募増資等について、前回行われた時価発行公募増資等から相当の期間を置くよう、当該発行会社に要請しなければならない。
- 4** 第2項に規定する使途状況に変更がある場合の取扱いについては、規則をもって定める。
（株主への利益配分状況の公表）

第6条 会員は、引受けを行うに当たっては、当該発行会社がその株式への適切な利益配分を行っているかを確認するとともに、当該発行会社に対し、株主への利益配分の状況及び利益配分を決定するに当たっての基本的な考え方等の配当政策を発表資料において公表するよう要請しなければならない。
（有価証券届出書等への記載の要請）

第7条 会員は、引受けを行うに当たっては、当該発行会社に対し、第4条第4項、第5条第1項及び第6条に掲げる内容を可能な範囲内において、有価証券届出書（発行登録追補書類を含む。）に記載するよう要請しなければならない。

（円滑な消化の促進）

第8条 会員は、引受けを行うに当たっては、市場の実勢、投資需要の動向等を十分に勘案し、必要に応じ、引受団又は販売団を随時編成する等円滑な消化に努めなければならない。
（配分の公平化）

第9条 会員は、引受けを行うに当たっては、個人投資家等への広く公平な消化を促進し、公正を旨とした配分を行うよう努めなければならない。

2 会員は、引受けた株式等を投資者に配分するに当たっては、「株式等の引受けに係る顧客への配分について」(平成9年9月8日理事会決議)に基づき適正に行わなければならない。

3 会員は、引受けた株式等の募集を行うに当たっては、次の各号に掲げる場合(その事実を発表資料で公表した場合に限る。)を除き、発行会社が指定する販売先への売付け(いわゆる親引け。販売先を示唆する等実質的に類似する行為を含む。)を行ってはならない。

① 連結関係又は持分法適用関係にある支配株主がその持株比率を維持するために必要な場合

② 業務連携の関係にある株主がその持株比率を維持するために必要な場合(当該業務提携が契約書等により確認できる場合に限る。)

③ 従業員持株会を対象とする場合(時価発行公募増資の場合に限る。)

④ 発行会社(子会社を含む。)の役員又は従業員若しくはその予定者に報酬、給与又は賞与として新株引受権証券を配分する場合(新株引受権証券の譲渡価額に相当する金額を予め又は同時に支給し、役員又は従業員若しくは予定者に対して新株引受権証券を譲渡する場合及び譲渡による払込金が信託口座等に預託され、新株引受権証券の行使が行えない場合に当該払込金に金利を付して返済することが契約等で保証されている場合等を含む。)

4 前3項の規定の取扱いについては、細則を持って定める。

(引受けの報告等)

第10条 会員は、引受けの状況について、細則で定めるところにより本協会に報告しなければならない。

2 前項の報告は、引受けを行おうとする会員が2社以上あるときは、代表する1社(以下「代表証券会社」という。)がこれを行うことができる。

3 会員は、引受けの際に公表を要請した事項の事後の状況を確認し、一定期間経過後、その内容について本協会に報告しなければならない。

4 本協会は、会員から前項の報告を受けたときは、これを定期的に公表する。

5 第3項に規定する事後の状況の確認及び本協会への報告等の取扱いについては、細則をもって定める。

(引受審査に関する基準)

第11条 会員は、本規則に定めるところにより、引受業務の適性化を図るため、第3条第1項各号に掲げる項目の審査、確認の手続き及び時価発行公募増資等の引受審査に関する基準等を社内規則として定めなければならない。

(この規則によらない引受け)

第12条 会員は、当該引受けについてやむを得ない特別の事由が存在し、この規則の定めによることが困難であると認める場合においてこれを行おうとするときには、あらかじめ本協会に対し書面によりその旨を届出、協議を行うとともに、投資者に十分説明するものとする。

(海外発行についての準用)

第13条 本邦発行会社が本邦以外において時価

発行公募増資等を行う場合には、代表証券会社又は本邦における主たる幹旋証券会社である会員は、当該発行会社に対しこの規則の趣旨を尊重して行うよう要請するものとする。

2 前項の規定に基づき第7条を準用する場合

の取扱いについては、細則をもって定める。
(この規則の一部の適用除外)

第14条 次に掲げる時価発行公募増資等については、それぞれに掲げる規定を適用しないものとする。(以下、略)

資料3：増資調整に関する暫定基準

増資調整に関する懇談会（昭和40年6月23日）

申し合わせ事項

現在実施中の強力な増資調整措置は40年10月以降株主の利益、企業の財務内容を重視した質的調整へ移行することとする。なお、最近の株式市場の状況にかんがみ、当面その運用については特に慎重な考慮をはらうものとする。

申し合わせ事項の附属覚書

1. 産業、金融、証券各界協力して自主的に適正な増資基準を設定することとする。
2. 毎月の増資の規模については市場の状況等を勘案して、過大とならないよう弾力的に運営するものとする。

増資調整に関する暫定基準

現下の情勢にかんがみ、当面の増資調整については、原則として株価を優先的に考慮することとし、(イ) 権利落株価は60円以上のもの、(ロ) 配当率は10%以上のもの、(ハ) 増資後資本金税引純利益率は前期配当率を維持するに足る水準のものを増資の対象とする。また、料金認可業種ならびに金融機関については、一部例外扱いとする。また、当面増資は額面株主割当を前提とする。

増資調整に関する懇談会メンバー

大蔵省事務次官
通産省事務次官
日銀副総裁
経団連事務局長
東証議長
東証理事長
日証連会長
全銀協会長
日証金会長
生保協会長
損保協会長

細目打合会メンバー

経団連事務局長
野村証券副社長
日興証券副社長
山一証券副社長
大和証券副社長
東証副理事長
大蔵省証券局企業財務課長（オブザーバー）
日銀営業局総務課長（オブザーバー）

資料 4：時価発行ルールの変遷

項目 実施時期	発行基準	公募額（額面額）の基準	利益還元	増資のインターバル
48.2	①最近2事業年度（年1回決算は1年度）の配当金が1株当り5円以上。 ②最近事業年度の税引後利益金が1株当り10円程度以上。	①対資本金基準（最低300万株） 50億円以下の部分の10%以下 50～100億円 “ 8 % “ 100～300億円 “ 5 % “ 300億円超 “ 3 % “ ②端株調整公募は1000万円まで別ワケ。	①利益配分について特段の配慮を払うよう具体的に姿勢を確認する。	①前回増資の払込日から、当該増資の払込期日が1年以上経過しかつ当該増資の決議発表が原則として8ヶ月以上経過していること。 ②ただし他市場上場の為の公募除く。
48.5			①利益配分の方法は配当性向基準で無償交付が増配による。	
48.10			①増資後一定期間における増配または無償交付により増資前以上の配当性向維持を公約させる。 ②無償交付による場合はプレミアムを5～10年間で還元を期待。 ③利益配分が充分と判断できる時期まで増資の引受けは慎重対応。	①転換社債の払込日から増資払込日が8ヶ月以上経過している事（株価が転換発行時の株価を20%以上下回っているときは1年半以上経過していること） ④第三者割当て後2年以上経過していること。
49.4			②5年程度で全額還元を期待する。	
49.7	①（48.2①に追加）最近2事業年度の直前期も配当していること。 ②最近事業年度の税引後利益が1株当り10円以上。		②無償交付による場合は、5年程度で利益成長が見込めるときは一定の公約配当性向を維持し（ロ）充分でないときは配当性向を高めて全額資本に組入れを期待。	②他市場上場のための公募にも、48.2①を適用する（1年以内のときは公募集計株が発行済株式数の10%以内に限る）。
49.8	②最近事業年度の1株当り税引後利益金が資本金の 〔10億円以下に対し 15円以上 10～100億円 “ 12.5円 “ 100億円以上 “ 10円 “	①48.2の①のカッコ書き削除。 ③新たに出来高基準を追加。 （イ）月間40万株以下＝月間出来高平均の6倍（最低50万株） （ロ）月間40万株超＝（イ）か対資本金限度の8割のうち大きい方。	④無償交付の場合は次回増資までにプレミアムの20%以上を還元。 ⑤過去の累積プレミアムある場合は配当後の利益還元時に考慮する。 ⑥利益還元につき、方法（増資、増配）と公約配当性向を公表。	
49.9	①最近3事業年度において配当を行っており、最近2事業年度の配当金が1株当り5円以上。 ③増資後の予想税引後純利益が直前、直前々期を上回っていること。	④1000万円以内の端株調整目的の単独公募については基準の適用を除外する。	④増資後一定期間における無償交付又は増配を明らかにし、増資時程度以上の配当性向維持を公約させる。 ⑦公約を実施しないときは、引継ぎ引受会社がその実現に努力。	④第三者割当増資の払込期日から当該増資払込日まで相当期間経過していること。
51.10	①最近1事業年度（年2回決算は2年度）の配当金が1株当り5円以上。 ②最近事業年度の税引後経常利益が1株当り10円以上。 ③増資後も増益基調（予想1期目の経常利益が直前、直前々期を上回り、予想2期目も1期目を上回る）であること。	①対資本金基準 〔100億円以下の部分の10%以下 100～300億円 “ 8 % “ 300億円超 “ 5 % “ 転換社債発行後半年未満は半額 ③出来高基準 （イ）月間20万株以上＝資本基準限度による。 （ロ）月間20万株未満＝資本基準限度の半額が50万株の大きい方。	③48.10③につきイ）もとの配当水準に復帰すると公約する場合（ロ）発行後2年後経過後の減配で配当性向が継続して50%以上である場合（ハ）前回発行後5年経過、又は3年経過後で、かつプレミアム全額を還元している場合は適用除外とする。	①48.2①の決議発表表に関する部分を削除。 ③48.10の③を廃止（ただし公募額の基準の項①に注意）。

出所：「我が国企業の資金調達」

資料 5：新株引受権付社債発行に関する考え方の大綱（昭和56年10月、）

証券引受部長会

I．発行基準

上場会社で、次のいずれの要件にも該当していることを発行会社の適格要件とする。

1．企業規模及び財務内容

次の企業規模と財務内容を有するものであること。

(1) 公募債起債残高（但し、転換社債を除く）のある場合

純資産	質的基準				
	純資産倍率	自己資本比率	使用総資本事業利益率	インタレストカバレッジレシオ	配当率
100億円以上	1.2倍以上	10%以上	5%以上	1.0倍以上	直近3期連続6%以上または直前期8%以上
60 〳	1.5 〳	12 〳	6 〳	1.2 〳	直近3期連続8%以上または直前期10%以上

この純資産及び質的基準については、下記によって運用するものとする。

- (イ) 純資産および直近3期連続6%以上（但し、純資産100億円未満のものは8%以上）の配当率を必須条件とし、その他の質的4要素のうち1要素以上を充足するもの。
- (ロ) 純資産および直前期8%以上（但し、純資産100億円未満のものは10%以上）の配当率を必須条件とし、その他の質的4要素のうち2要素以上を充足するもの。

(2) 公募債起債残高のない場合

純資産	質的基準				
	純資産倍率	自己資本比率	使用総資本事業利益率	インタレストカバレッジレシオ	配当率
100億円以上	1.5倍以上	15%以上	6%以上	1.2倍以上	直近3期連続10%以上
60 〳	2.0 〳	20 〳	7 〳	1.5 〳	〳

この純資産および質的基準については配当率を必須条件とし、その他の質的4要素のうち3要素以上を充足するものとする。

(3) 商社については、業態の特質に鑑み当分の間下記の特例基準によることもできる。

純資産	質的基準			
	純資産倍率	自己資本比率	使用総資本事業利益率	配当率
250億円以上	1.5倍以上	3%以上 且つ流動比率100%以上	5%以上	3期連続10%以上

但し、純資産450億円以上のものは、配当率を必須条件としその他の質的3要素のうち2要素以上を充足するものとする。

(4) 代用払込制が採用される場合の特則

新株引受権の付与割合が1対1で代用払込みが採用される場合は、上記（1）、（2）又は（3）に加え、1株当たり配当金については「転換社債発行に関する考え方」のI 1.（2）、1株当たり利益金については「同」I 1.（3）を適用する。

2．業績見通し

予想経常利益が増益傾向にあること。ただし、

季節変動及び特殊な要因のあるものについてはこれを考慮する。

Ⅱ. 新株引受権の付与限度

1. 新株引受権が全額行使された場合の発行株式増加数が発行時における発行済株式数の20%以内となる額とする。

2. 1年以内に連続して新株引受権付社債を発行する場合は各新株引受権の全額行使による発行株式増加数の合計が直近新株引受権付社債発行時における発行済株式数の30%以内となる額とする。

3. 転換社債及び新株引受権付社債を1年以内に連続して発行する場合は各転換社債が全額転換された場合の発行株式増加数及び各新株引受権付社債の新株引受権が全額行使された場合の発行株式増加数の合計が直近転換社債または新株引受権付社債発行時における発行済株式総数の40%以内となる額とする。

Ⅲ. 株主への利益配分

1. 利益配分の方法

(1) 新株引受権付社債の発行に際しては新株引受権の行使によって得られたプレミアムの一定割合(20%以上)を還元する利益配分を行う、又は発行後一定期間における配当性向の水準を公約(A1方式)し、その配当性向を基準と

する利益配分を行う。

(2) 累積プレミアムの還元の公約

新株引受権付社債発行に際して、過去の転換社債の転換又は時価発行増資による累積プレミアムがある場合は、その要還元額は2年以内に還元を行う旨の公約をすることができる。

2. 代用払込制が採用される場合の特則

新株引受権の付与割合が1対1で代用払込制が採用される場合の株主への利益配分については、「転換社債発行に関する考え方」のⅣ「株主への利益配分」を準用する。

ただし、料金認可業種等の利益配分については、前記の趣旨をふまえ、個別に検討する。

Ⅳ. その他

1. 銘柄の持寄り

主幹事証券会社は、新株引受権付社債を発行しようとする会社より原則として発行予定月の4ヶ月前までに新株引受権付社債発行申込書(様式は別紙1による)1部を受付ける。

主幹事証券会社は、上記申込書に基づき発行調書(様式は別紙2による)13部を作成し、原則として毎月の持寄り時に提出する。

2. 使用するデータ

企業規模及び財務内容に使用するデータは、原則として最近期の有価証券報告書によるものとする。