

証券取引審議会中間報告「時価発行公募 増資の諸問題とその改善策」について

証取審・昭57.11.5

証券取引審議会は、去る11月5日、総会を開き、中間報告「時価発行公募増資の諸問題とその改善策」を取りまとめ、発表した。

同審議会では、本年6月以降株式発行市場、特に時価発行公募増資の問題に対する対応策等について検討を進めてきたが、同日の総会において、中間報告を取りまとめたものである。

同中間報告は、三つに分かれており、第一では、最近の経済情勢の変化と株式発行市場の動向について述べている。第二では、時価発行公募増資の問題点として、①公募価格割れ、②利益配分等、③引受審査、④募集方法、⑤公募株の法人への募集・販売、⑥発行手続の6項目をあげ、時価発行増資のあり方について見直しを行い、株式発行市場を拡充、強化することが強く望まれると指摘している。第三では、時価発行公募増資についての改善策の基本的な考え方を述べ、具体的に、①株式投資魅力の回復、②引受審査体制の充実、③引受・募集形態の充実、④親引け等の規制、⑤発行手続等の弾力的運用について、それぞれ改善策を提言している。

なお、同審議会では、次回以降の審議事項として、株式市場の機能拡充の観点から、店頭市場を含めた取引市場の活用の方策について検討することとしている。

同中間報告の全文は次のとおりである。

時価発行公募増資の諸問題とその改善策

昭和57年11月5日
証券取引審議会

I 株式発行市場の動向

1 最近の経済情勢の変化

わが国経済は、第一次石油危機を契機とする安定成長への移行の過程で、公共部門では国債の大量発行が続くとともに、民間部門では企業部門での減量経営や技術革新の進展、個人部門での金利選好の高まり等の動きが目立っている。また、最近では経済成長の鈍化が続くなかで経済の再活性化の必要性が強ク認識されつつあり、このため、民間企業の活力に対する期待も大きくなっている。

企業としては、このような安定成長への移行に伴う産業構造やマネーフローの変化、経済の国際化等の環境変化に機敏に対応するため、省力・省エネルギー及び技術革新のための投資にも積極的に取り組みつつある。また、経済の先行き不透明感もあって財務体質の改善、強化の要請も強まってきている。

2 株式発行市場の動向

(1) 有償増資の推移

わが国企業の国内・外の資本市場を通ずる資金調達（株式、事業債、転換社債等）は、昭和56年度には5兆円に達し、前年までの3兆円前後を大幅に上回る最高額となった。このうち、国内株式発行市場における全国上場会社の有償増資による調達資金額は、1兆7,932億円であり、このうち時価発行公募増資分は1兆2,799億円であり、いづれも過去最高を記録した。

(2) 時価発行公募増資の定着

近年、時価発行公募増資は量的拡大を遂げてきたばかりでなく、有償増資全体に占める割合（調達資金額ベース）も上昇してきている。特に、昭和54年度以降その割合は70%を超えるとともに、昭和55年度には78.1%の高水準に達した。

これは、時価発行公募増資が額面株主割当増資に代わって増資の主流形態として定着したことを示すものである。その背景としては、

- ① 国際競争力の強化、省力・省エネルギー及び技術革新のための設備投資需要が高まっていること
- ② 配当負担の急激な上昇を招くことなく、財務体質の改善が図れ、自己資本比率の向上にもつながるので、安定成長下の企業の資金調達手段として望ましいと考えられたこと
- ③ 輸出の好調等による企業業績の向上、外人買いの本格化等を背景に株式流通市場が活況で、時価発行公募増資が受け入れられやすい状態にあったこと等があげられる。

II 時価発行公募増資の問題点

- (1) 時価発行公募増資の増大及び定着化は、企業の資金調達に占める株式発行市場の比重を高めることとなった。これは、流通市場において評価の高い優良企業が高い時価でより多くの資金を調達できること、すなわち、資金の適正な配分が市場機能を通じて行われるという時価発行公募増資制度の利点が生かされ、株式発行市場が本格的に機能していることの現れとして、基本的には評価されるべきであろう。

しかしながら、時価発行公募増資制度の運用については、最近以下のような問題が生じている。

イ 公募価格割れ

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も多い。

ロ 利益配分等

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、配当性向を重視する考え方が十分にゆきわたっているとは言い難い状況にあり、現状においては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。なお、安定成長下においては、公募株についても投資家のインカムゲインへの期待が強まりつつあるので、現行配当税制も株式投資魅力の減少の一因となっているとの指摘もある。

ハ 引受審査

引受証券会社は、発行企業寄りの営業姿勢をとりがちで、株主への利益配分、公正な株価形成、増資のタイミング等に関し、発行企業への適切な助言を欠く場合も見受けられる。また、増資後に利益計画を大幅に下回る企業が出ることもある。

ニ 募集方法

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、その取得が容易でない。

ホ 公募株の法人への募集・販売

公募株の相当部分が、依然として発行企業の売先指定等により、金融機関や取引先法人等に募集・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。

ヘ 発行手続

時価発行公募増資手続には、相当の期間を要し、発行手続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

を減殺させている。

- (2) これらの問題を適切な対応策を欠くまま放置すれば、投資家にとっては株式投資の魅力を減殺させ、また、個人持株比率をさらに低下させる原因ともなる。さらに、流通市場は厚みを失い、いずれは時価発行公募増資の基盤となっている流通市場での円滑かつ公正な株価形成に支障を生じ、時価発行公募増資による資金調達も困難となる。

この際、時価発行公募増資のあり方につき見直しを行い、その制度の長所を生かしつつ、可及的速やかに運用の改善を図ることにより、企業の資金ニーズと個人の豊富な金融資産が円滑に突合しうるよう株式発行市場を拡充、強化することが強く望まれるところである。

III 時価発行公募増資についての改善策

1 改善策の基本的考え方

- (1) 株式市場は本来自由な取引市場であり、時価発行公募増資は、この市場機能の長所を生かした制度である。時価発行公募増資が今後健全な姿で発展を遂げていくためには、市場当事者としての発行企業、引受証券会社及び投資家の三者が、自己責任原則を基本として、可能なかぎり市場原理を生かした形で参加することが重要である。また、画一的ルール等による規制は、必要最小限にとどめるとともに、これは厳格に遵守されるべきである。
- (2) この制度の運営に当たっては、時価発行公募増資が発行企業、引受証券会社ばかりでなく投資家にとっても魅力のあるようバランスのとれた形で運営されることが必要である。
- (3) 今次商法改正において額面株式と無額面株式との同質化が図られ、株主から調達した資金は、原則として、資本金に組み入れることとされた。この商法改正は自己資本全体が株主のものであるという考え方に基づいていると考えられるので、時価発行公募増資制度の運用に当

たっても、この趣旨を十分勘案して対処する必要がある。

このような基本的考え方に基づき、具体的には以下のような改善策を講ずることが適当であろう。

2 株式投資魅力の回復について

(1) 公募価格割れについて

株式は価格変動商品であり、公募価格割れ自体を直ちに非難することは妥当ではないが、公募価格割れが多発することは、投資家の株式発行市場への信頼を失うおそれがある。

従って、

- ① 投資家は、株式を価格変動商品と認識して購入すべきであり、証券会社は、投資家の自己責任につき投資家の理解と認識を一層深める努力をする必要がある。
- ② 引受証券会社は、時価発行公募増資に際し、株価形成につき疑惑を招くことのないよう今後とも十分注意していく必要がある。このため、引受証券会社は株価監視体制をさらに強化する必要がある。
- ③ 取引所、行政当局は、株価形成に対する監視を一層充実するとともに、行政当局は、必要に応じ増資の延期を指導する等厳正な措置を講ずる必要がある。
- ④ 発行企業は、公正な株価形成がなされていることを確認したうえで増資を行う等厳正な態度で臨む必要がある。公募価格割れが生じている場合には、それが自社の利益計画を達成できないこと等発行企業の個別事情によるときは、次回の時価発行公募増資を当分の間（例えば2年間ぐらい）自粛することが適当である。
- ⑤ 時価発行公募増資日程の短縮、公募株数の弾力化等、より公正な株価形成の環境作りも必要である。

(2) 中間発行増資等について

増資形態の選択は、基本的には発行企業が自主的に判断すべき問題であるが、額面株主割増資に魅力を感じている株主とそれでは目先配当負担が重すぎるとする発行企業のバランスをとった増資形態として中間発行増資がある。この中間発行増資は、時価発行公募増資に伴う株価形成等の問題（例えば、株価変動の激しい銘柄の取扱い）をある程度回避できる等の利点もあるので、企業の資金調達手段の多様化や既存株主への配慮の観点から、昭和55年に作成された中間発行増資に関するガイドラインに沿って、適切に活用されることが望ましい。また、既存株主への配慮の観点から、時価発行公募増資と額面株主割増資を同時に行う並行増資も利用できよう。

(3) 株主への利益配分について

株主への利益配分は、本来個々の企業の判断に委ねられるべきであるが、配当性向主義の浸透を促進するため、当面は現行の利益配分ルールの実施状況を見守ることとする。

(4) 株式分割、無償交付及び株式配当について

株式分割、無償交付及び株式配当は、株価を適切な水準に引き下げることにより、個人株主等にとっては株式購入を容易にするとともに、発行企業にとっては株式の流通性を高め、株主数の増加及び安定的な資金調達等に資するという利点があるので、発行企業はその活用に努める必要がある。

(5) 個人株主への情報提供等について

発行企業は、

- ① 個人株主を尊重する立場から、株主と企業の心理的結び付きを深めるため、種々の方策を活用し、密度の高いコミュニケーションの拡充を図ること
- ② 投資情報を早期かつ平易な形で個人投資家に提供するため、

- (i) 増資による調達資金の使途が具体的に理解できるように、有価証券届出書の記載内容を改善すること
 - (ii) 有価証券届出書、目論見書の記載内容の図表化等を活用すること
 - (iii) 仮目論見書制度を活用するとともに、より平易な説明資料を作成すること
- 等の努力を行う必要がある。

3 引受審査体制の充実について

- (1) 引受証券会社、特に引受幹事会社は、投資家保護及び健全な発行市場の維持のため、発行企業の従前の時価発行公募増資後における利益計画達成状況や利益配分状況等を十分考慮するとともに、特に、
 - ① 発行企業が時価発行公募増資を行うにふさわしい会社であるか
 - ② 株価形成が公正になされているか
 - ③ 株主への利益配分が適正に行われているか
 - ④ 発行企業のディスクロージャーが適正に行われているかの諸点に重点を置きつつ、一層充実した引受審査を行う必要がある。
- (2) なお、現行発行基準は、時価発行公募増資の適格基準というよりはむしろ最低限度の必要条件として、これを維持するとともに、今後は引受審査の際に、収益力を総合的にみる指標として自己資本利益率、株主に十分な利益配分をしているか否かの観点から自己資本配当率や配当性向を勘案していくことが適当であり、例えば、自己資本利益率が低く、株主への利益配分余力の少ない企業の公募株引受は慎重に取り扱う必要がある。
- (3) また、公募価格割れが生じた銘柄等に関して、上記(1)の諸点を事後的にチェックするためのフォローアップ体制を確立することも必要である。

4 引受・募集形態の充実について

- (1) 証券会社の公募株募集のあり方として、事前勧誘体制の整備を図って、できる限り広く投資家層を開拓し、個人株主を増加させるよう努めることが肝要である。
- (2) 時価発行公募増資における引受・募集は、大手四社に集中しているが、四社以外の顧客に公募株取得の機会をより広く与え、個人株主の増大にも資する観点から、時価発行公募増資に当たっては、できる限り販売団の拡充、強化を図ることが適当である。

また、

- ① より公正な株価形成の環境作りのため、より多くの証券会社の参加協力を求める
 - ② 引受リスクの分散を図る
 - ③ 四社以外の証券会社の育成、強化を図る
- 等の観点を踏まえて、引受シンジケート団の導入を志向することが望ましい。しかし、当面は、証券会社の能力（審査能力、リスク負担能力、販売力、フィナンシャルアドバイザー機能等）の相違もあり、現実的・段階的対応が必要であるので、発行企業の意見も勘案しながら引受シンジケート団編成について具体的な検討を進めることが適当である。その際、引受能力のある証券会社が、自由かつ公平な競争原理の下で参加しうるような環境作りが望まれる。

5 親引け等の規制について

時価発行公募増資制度に市場原理を貫き、かつ一般の個人株主に広く公募株取得の機会を与えるため、

- (1) 原則として親引け（発行企業からの希望先にその申し出分をはめ込むことを言い、これと実質的に類似する行為を含む。）を廃止する。

- (2) 公募株の金融機関、事業法人への募集・販売は一層縮小（原則として30%以下）するよう努力する。

6 発行手続等の弾力的運用について

(1) 増資期間の短縮について

発行企業のニーズに即応した資金調達の実現、及び株式市場に
応じたタイムリーかつ弾力的な公募株の発行を可能ならしめるため
には、増資期間の短縮を図る必要がある。このため、

- ① 引受幹事会社の引受審査を効率化する（現行6週間→4～5週間）。
 - ② 増資持ち寄りから有価証券届出書提出までの期間短縮を図る（現行2～4週間→10日以内）。
 - ③ 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ような場合には、証券取引法第8条第3項の規定を適用して有価証券届出書の効力発生期間（30日）の短縮を行うこととし、そのための運用基準の検討を進める。
 - ④ 公募価格決定から払込期日までの期間（現行約20日）を大幅に短縮する方策として、商法上の公告（商法第280条ノ3ノ2）に「算式表示方式」（「昭和〇〇年〇〇月〇〇日の終値に〇%を掛けた数字」と表示）を導入すれば、公募価格決定の公告（払込期日の2週間前）は不要となるとの考え方がある。この考え方によれば、期間を短縮できるほかに価格決定から払込までの価格変動リスクを大幅に軽減できるという長所もあるので、その法律上の問題が関係各方面において早急に検討されることが望ましい。
- (2) 公募株数の弾力化について

タイムリーかつ弾力的な時価発行公募増資を可能ならしめるため、
公募株数の変更については、株式市場の状況や発行者の事情等を勘案

して、やむをえない相当の事由がある場合には、訂正届出書の効力発生期間を短縮することによって、これを弾力的に認めることとし、そのための運用基準の検討を進めることが適当である。

(3) ディスカウント率の弾力化について

上記(1)及び(2)の増資期間の短縮、増資手続の弾力化等の成果を踏まえつつ、時価発行公募増資を行おうとしている企業の株価水準、当該株式の人気、株式市況、発行株式数、当該企業の意向等を勘案してディスカウント率につき、現行水準を上限としてその弾力化を図ることが必要である。

×

×

×