

# 時 価 発 行 定 着 論

桑 田 勇 三

## 目 次

- 第1 はじめに
- 第2 昭和43年までの時価発行
- 第3 昭和44年における時価発行
- 第4 米国，西独，英国の時価発行の例
- 第5 わが国の時価発行は定着していない
- 第6 時価発行定着への対策
- 第7 今後の時価発行と証券市場
- 第8 むすび
- 付 説と参考資料

## <第 1> はじめに

本誌第4巻第2号に、「わが国の時価発行論」と題して、わが国における時価発行の是非、西欧、米の例、プレミアム還元と帰属の問題、これに対する各界の要望、時価発行移行への具体化、企業経営者の社会的責任、および発行会社に関係する証券引受会社、金融機関の役割などについて論及した。その後1カ年を経過した今日、日本楽器が時価発行の方法でスタートしてから、すでに8社近くがその後が続いて、いわゆる時価発行を行なってきた。そこには、わが国の額面株主割当制という増資形態に対する批判と企業側の反省が行なわれた。しかも、昭和43年からとくに外人の日本株への投資が加わり、流通市場における株価の上昇をみることにより、本論の時価発行について画期的な歩みが演じられたのである。

そこで、今回は、目次に示したような要項で、昨年中に行なわれた株主優先

募入を中心に、これからひろく公募として行なわれる時価発行への準備、移行の事情をのべ、これが先進国である米、英、西独と比較し、しかも将来証券市場は、いかに時価発行を受け入れるかなどについて論及してみたい。

また、米国では企業の証券による資本調達に社債4に対し、株式1の割合で社債の発行に重点をおいている。とくに時価転換社債の発行が普通となっている。これは、わが国の株式による資金調達の困難が時価転換社債の発行によって補われると思われるので、これらについて検討すべきである。

今や、わが国は企業の国際化時代となり、国際的証券市場の自由化に伴ない、また技術革新、エレクトロニックスの発達による企業の高度成長のため、とくに小型会社で成長する会社に資金需要が特に増加してきた。すなわち新しい設備投資の資金調達が、これまでの額面割当増資、借入金、内部留保金だけでは、到底賄いきれないこととなった。

それに、企業の経営者は、国際競争力の強化につとめるべく、経営規模の拡大、企業体質の改善、資金コストの引き下げに専念している。

他方、投資者は利回り中心から優良成長利益率の多い企業への投資に移行しつつある。証券会社もまた公募額面株主割当による増資から成長会社の時価発行の機運が積極的に盛り上がってきたのである。

そこで、時価発行による増資をなしうる会社は、額面割当による増資の数倍の資金を調達しようとしているのである。

## <第2> 昭和43年までの時価発行

### (イ) 無額面株と時価発行

昭和26年商法を改正して、無額面株の発行がわが国にも導入された。この長所は株価がどうであろうと、その時の株価を基準にして株式の時価発行ができることにある。しかし、商法が認めてもこれを採用した会社は、三菱倉庫（昭27・3割当240万株、1株100円）、富士観光（昭39末までに19回無額面株発行）、住友金属工業（昭37・6・15、1株45円発行）位のものであった。しかも、現在われわれが問題にしている公募時価発行には特別関係なかった。

しかし、時価発行の元祖である米国では、無額面株の発行が多いので、そこに、時価発行が生まれるのは自然発生的現象である。

#### (四) 額面株の時価発行

公募による時価発行が経営者の関心を高めたのは、昭和34年以降の公募増資と株価への悪影響であった。例えば、34年7月三井不動産の倍額増資に当り、新株発行数の27%以上が時価発行による公募であった。

これをまねて、日産自動車公募(35・7)1,210万株(8,140万株のうち)、日立公募(35・9)4,000万株(4億株のうち)、東芝(35・11)、日本陶器(35・11)200万株、日本軽金属(36・7)505.4万株と増資会社の公募が増加してきた。

しかも、これらの公募増資は、端株整理のための増資ではなく、何れも大量公募の増資である。これらが、株主の期待権の侵害となり、株価に及ぼした影響は大きかったのである。その間、昭和41年大木建設の時価発行の企みは、時期尚早として見送られたのである。

また、昭和43年に新規公開会社である九州松下電器、松下通信工業、赤井電機、三菱油化なども一種の公募増資であるが、これらは、時価発行として論議されるには、至らなかった。

それから、43年末の日本楽器の時価発行までの間に、42年に、日本トムソン50万株全額公募(1株200円)、43年パイオニアの88万株、技研興業、アondes、ハム、大日本精化(100万株)の公募(時価発行)が行なわれた。

#### (六) 海外で日本株式、社債の時価発行

日本では、公募(時価発行)は悪評であったが、米国では、4、50年前からの商慣習となっているから、米国で日本ものの時価発行は、歓迎されたのである。

それも、最初は、昭和36年6月米貨建のADRソニーが好調裡に発行されてから、次々に発行されて、ADR、EDR、CDRなどの発行をみるに至ったのである。

#### 外貨建の日本証券発行銘柄

ADR——ソニー、東芝、本田技研、日本電気、関西電力、ソニー(第2次)

三井物産，日立，東京海上，松下電産

近く ADR として銀行株（三菱銀，三和銀，富士銀，興銀，横浜銀），帝人の発行計画がある。

EDR——本田技研（ADR の一部），シャープ（早川電機），オリンパス光学，立石電機，松下電産

LDR——大正海上

GDR——パイオニア，三洋電機

GBC（German Bearer Certificates）（独逸無記名証券）ミツミ電機時価転換社債

アメリカもの——日立，三菱重工，東芝，三井物産，日本通運，東洋運搬機三菱電機，大日本印刷，小松製作所

欧州もの——武田薬品，キャノン，帝人，伊藤忠（第1次・第2次），東洋レーヨン，日立（第1次・第2次）小松製作所（第1次・第2次），富士電機，三井物産，旭化成，シャープ

これら外貨建の社債は，昭和30年から43年まで米国と欧州で16銘柄18,450万ドルに及んでいるが，わが国の国内市場へ還流しているものが相当に及んでいる。

とにかく，海外での時価発行は，資金のコスト安もあるが，国内の株主にも好影響を与えると同時に，海外とくに欧州投資者に日本の株式への関心を高めるためでもある。

#### (二) 時価転換社債の植付け

わが国で，転換社債の制度が採用されてから，公募による発行は，高島屋，土佐電気鉄道，武田薬品工業など15社である。これらは，いずれも額面転換方式（等価転換，パー転換）であった。

ところが，米国にならい，米貨建の時価転換社債が上記のように発行されてから，わが国内でも検討され，日本通運が41年8月株主優先募入により，残りを公募の方法で発行した（100億円に対し446億円の申込）。

#### (三) 好景気と増資，公募

次表に示す如く、景気が好転し、株価が上昇すると増資する会社が増加し、公募する会社も多くなる傾向がみられる（別表参照）。

現に、これら増資の型をみると、株主額面割当、公募増資、海外での株式、社債の時価発行と、いわゆる優良会社の株主優先募入を含む時価発行の四つの型がある。

(ハ) 昭和43年頃の時価発行に対する意見

外貨建時価発行のADR、EDR時価  
 転換社債にも刺げきされて、昭和42年4  
 月、株式の時価発行に対する証券界の意  
 見は、段階的に株価の圧迫をさげ、株式  
 の時価発行を行なうべきであるという意  
 見が発表された。

これに経団連、銀行業界もまた大体同  
 調した。

しかし、証券市場の人気は、これら時  
 価発行について好感をもつところまで  
 は、進展しなかった。ただわが国は、現  
 に自己資本比率が低下しつつあるので、  
 時価発行によって自己資本充実にも、次  
 の如く迫られているのである。

自己資本比率は、下の如く漸次減率と  
 なりつつある。これは、時価発行による  
 自己資本比率を高める以外にないのであ  
 る。

自己資本比率漸減

昭和39年度末 27%

” 42年度末 17.5% (うち株式資本9.5%)

東証上場会社

昭和,年	増資会社	公募会社数
27	456社	68社
28	542	73
29	313	32
30	143	3
31	361	40
32	358	45
33	197	33
34	227	58
35	409	129
36	627	277
37	594	180
38	527	142
39	474	79
40	111	19
41	202	33
42	213	55
43	231	82
44	340	141
45		

(野村研究所調)

昭和43年度末 17%

” 50年度予想 12.5% (うち株式資本4.5%)

(註) 自己資本充実財界意見 (新聞転載)

最近では43年10月、産業問題研究会 (代表世話人、木川田一隆東京電力社長) が「時価発行の問題は理論的には理解できるが、当面は環境整備に努め、漸進的に進めるべきだ」という意見をまとめた。

全国銀行協会連合会は43年9月「時価発行のもつ理論上の効果は認めるが、わが国は欧米諸国と異なり、環境がまだ十分熟していない」とし、具体的に中間発行 (時価と額面の中間で発行価格を決めるいわゆる西独方式) などの導入を提唱した。

一方、証券界には推進論が多い。森永東京証券取引所理事長は、ことし初めに自己資本充実、企業の流通価格に対する自己責任、流通価格が額面発行における増資権利落ち価格に結びつき、増資の自動調整がスムーズに行なわれるようになること、言いかえればプライスメカニズムの市場原理が働く有力な手段になるとみているわけである。同時に企業の自己資本充実を容易にするはずである。

### <第3> 昭和44年における時価発行

#### (イ) 日本独特の株主優先募入方式

昭和43年に至って、日本揮発油の大量増資公募、日本楽器 600 万株 (43.10) 日本軽金属 439 万 3,750 株 (43.11)、日本陶器 360 万株 (43.12) の株主優先募入方式の公募によって、44年の時価発行を誘い出したのである。いわば、時価発行の試行錯誤を繰返しながら、44年は時価発行へと前進した年となったのである。

幸に、44年は史上最高の株価高で、弱電機、住宅関連業種の優良株が高値を示現したので、時価発行に移行する年として好時機であった。

そもそも、時価発行をなす理由として、増資コストの低減 (資本調達のコストは、借入金 9%、額面株主割当増資 20%、時価発行 4~5%といわれている)、自己資本充実という建前で、しかも自社株の株価が高いときはそのプレミアムの金額が額面発行の増資資金と比較にならない程多いので、一挙両得である (別表参照)。

## 44年時価発行による資本金とプレミアム額の一例

	アルプス電気	東京電気化学	永大産業
公 募 株 数	350万株	355万株	600万株
前 日 時 価	1,020円	890円	609円
公 募 価 額	880 "	730 "	530 "
(値 引 率)	- 14.73%	- 18%	- 13.03%
プ レ ミ ア ム 額	29.05億円	24.14 億円	28.8億円
増 前 資 本 金	10.25 "	15.225 "	30 "
増 資 額	1.75 "	1.775 "	3 "
資 後 資 本 金	12 "	17 "	33 "

ところが、これまで公募時価発行といえは、わが国の商慣習上悪評で（時価発行アレルギー）、時価発行をする予定といわれたり、また実施すると、株価は一度に低落することが常識となっている。

そこで、時価発行を行なう会社の経営者も、さきの日本楽器の例にならい、一部株主優先割当募入の公募（米、英、西独にない方式）による方式を過渡的に採用したのである。

この株主優先募入による公募については、商法上規定はないが、既存株主に優先的に新株引受権を時価発行により与えるもので、額面による株主割当と全株一般公募との中間的型として日本独特のものである。

しかも、全額時価発行による一般公募はむずかしいことで、株主優先募入の方法で公募による株主への期待権を緩和し、かつ株価の低落による危険をできるだけさげ、時価発行アレルギーを少なくして、自己資本充実の歩みを固めたのである。しかし、これは時価発行による大量公募を行なう準備方策ともみられるのである。

ただ、43年末から44年に、株主優先募入の方法で公募した日本楽器、日本軽金属、日本陶器、前田建設、アルプス電気、東京電気化学工業、永大産業、東洋曹達工業、吉富製薬などは、何れも大資本金でなく、利益金、積立金も多く、いわば、現在わが国の事情の下で時価発行のさきがけをなす資格のある成長優秀会社であった（別表参照）。

## 株主優先募入方式時価発行会社の企業内容

会社名	決算期	予想 成長率	対資本 利益率	配当率	配当性向	1株当り 正味資産 (利益金)	プレミア ム還元
アルプス	44. 3	25%	106%	普特 20% 5	24%	179円 (50~70)	3 期間 1割無償
日本楽器	44. 4	20	100	20	20	289	2割無償
東京電化	43.11	30	131	15	11	126 (65~70)	3 期間 1割無償
東洋陶器	44. 5	20	47	16	34	125 (23)	当分株 配 1割
永大産業	43.12	20	38	15	39	85 (23~40)	2 期間 1割無償
吉富製薬	44. 3	20	91	20	22	183 (45~47)	4 期間 5分無償

## (四) 時価発行と市場内外の反響

この時価発行による公募が、もし株価の低迷時にスタートしたものであれば、これまで同様、悪評に終って時価発行アレルギーの禍根を残すものとなったのである。

しかし、44年の日本楽器、アルプス電気（数期にわたるプレミアム還元と利益計画をディスクロージャー）、東京電気化学（増資決議に先立ち市場に予告）の場合は、それぞれの流通市場と株主へ及ぼす悪影響の緩和とアレルギー反応の解消に努力している（山一、松沢株式引受部長、日経、44.7.17参照）。

これら44年前半の時価発行について、これに引きつづく、永大産業、東洋曹達、吉富製薬は、株価の好調というタイミングともマッチして、比較的時価発行アレルギーが少なくなったようである。

これら時価発行の反響をみて、これから大福機工、立石電機、ミツミ電機、トリオ、山水電気、富士写真フィルム、三和シャッター、会田鉄工、東海興業、牧野フライス、三井石油化学工業、日東電気工業、大和ハウス、松下通信工業、明治製菓、サンケン電気などが時価発行にふみきるかが問題になっている。



45年1月になって丸一鋼管、三協精、摂津紙、帝国電波(300万株)の如きは時価発行へ移行することとし、その外、ソニーは45.4に300万株の公募、松下電産は内地2,000万株の時価発行と別にADR、EDRの発行、日本電子のEDR発行内定、また沖電気は、時価転換社債の発行にふみきった。

なお、東亜港湾960万株(株主優先不完全時価発行)、丸一鋼管をはじめ、大和ハウス1,200万株、小松製作3,500万株、ヤマハ発動機428万株、帝国電波310万株の公募時価発行を発表した。

しかし、これら多量の時価発行は、これらによって投資者の資金が固渇し全体的に株価上昇を阻害するものと思える。わが国の着実な時価発行への第一歩の歩みを阻害したものであって、そのとがめが今後企業、証券市場に悪影響を及ぼし、時価発行の振り出しにかえった観がある。日立製作が2割の額面払込増資に止め社債発行をなしたことは、せめてもの対策であった。

#### (ハ) 時価転換社債の発行

わが国では、額面割当増資をすれば、収益力の伴わない会社は、減配せねばならないのが慣習であった。また、普通パー発行の社債では、一般の引受け手が少なく一部金融機関に片よるので、米国にならい転換社債、あるいは時価転換社債の発行が叫ばれてきているが、41年100億円の日通の場合は、発行当初の人気に反し、結果はその株式の売材料となった。

この転換社債の場合、時価転換の方が増資の場合より資金コストが低減され、配当の負担が社債発行時から転換まで生ぜず、また株式に転換すると普通の社債のように償還問題が生じない。しかも除々に自己資本構成の是正に役立ち、時価転換による資金の手取りも、Par issue より多いという長所があるのである。

また、株式の好況期には、株式への転換開始期を普通の社債よりも早くすることにより、転換のうま味がある。それに、米国式の権利参加社債であれば、株主優先導入にも加わりうるなど、これが発行にメリットが多いのである。

とくに、外人は日本経済の成長を買うにも、株式投資する前に時価転換社債から投資するのである。

しかし、わが国では、株式の時価発行と同様、時価転換社債も、一先ず好材料とはならないのである。

それにもかかわらず、44年になって、株式の時価発行と資本自由化による外資導入にも関連して、44年4月日立金属(30億円)、5月9日日本瓦斯化学(15億円)を利率7.7%(期間10年)、味の素(40億円)、45年2月古河電工(40億円)など何れも株主優先募入の方式で、この時価転換社債を発行した。今後も引き続き時価転換社債は、発行されることであろう。

とくに、中大型会社の資金調達として、わが国に定着させる方法ともなれば、当然証券取引所へ時価転換社債の上場問題がおき、現在、東証では、これが特別委員会で検討中であつたが、45年5月1日から上場することとした。

さきに、日通の場合、東証への上場希望が提出されたので、東証も一銘柄発行額5億円以上、売買単位(普通社債100万円に比し)10万円(10万円~500万円までは市場内で売買する)など上場規程について考慮されたが、かの日通事件で上場問題は中止となった。

また転換社債は、現在日銀の適格担保銘柄にならないので、その消化先は市中銀行よりも個人消化を中心に考えねばならない。

しかし、最近日立金属、日本瓦斯化学の時価転換社債発行にも関連し、これら社債権者は、価格の動向を知って転換期待権に応える必要もあるので、日本瓦斯化学、味の素が45年4月1日から、その転換を開始することとなるので近くその上場も見られるものと思われる。

なお、現在、時価転換社債の売買は、証券会社の店頭で行なわれているが、値開きが甚しい。

#### <第4> 米国、西独、英国の時価発行の例

##### (イ) 米国の無額面制、株式分割と日本の商慣習

米国では、額面株に対し、無額面株の比率が多いから、どんな会社でも時価発行による新株が生れうる。沿革的にみると、1900年までは、株主割当の額面発行であつたが、1912年から無額面株制が実施された。

## ニューヨーク取引所の株式増加

(単位百万株)

年	増加株数	その内訳			
		株式分割	新規上場	株式配当	その他
1961	630	350	191	29	59
62	571	332	156	31	52
63	449	192	189	36	32
64	1,121	787	198	60	76
65	828	496	245	31	56
66	881	582	183	31	85
67	683	345	155	40	143
68	1,574	904	529	47	94

(注) その他は株主割当増資など。

無額面株の生れた理由は、株式の価値は会社の資産内容と収益状況によって決められるものである。券面額は、原始株主の最初の投資額を示すだけのもので、株式の実質的価値を表現しようとする株価を表示するものではない。

しかし、無額面株の方が、額面を保つための水増しなどの粉飾を防ぐためにもよいというのが、米国の商慣習である。

世界の主要国のうちで、日・米・カナダ・メキシコ・ベルギーなどの国が法制上無額面の採用国で、西独、仏、英などには無額面制は採用されていない。

さて、米国の時価発行に関する問題であるが、普通株（優先株を除き）の発行形態をみると、数年間の平均率は、一般公募73%、株主割当25%、縁故割当2%とみられるが、各年における比率の詳細は別表の通りである。

また、その発行価額は、大体、一般公募すなわち、完全時価発行である。次に、時価発行価額の割引率は公募5%以下、株主割当30%といわれている（1968年SEC年報）。

次に、米国では、株式の分割と株式配当による増資が多い（別表参照）。しかし株式の分割は、わが国で殆んどみられない。それは実質上額面株のわが国では、株式の分割は、無償株（実質上）のようなものであるが、これは現行商法からみて、株式分割の余地は殆んどないのである（券面500円を50円に引下げる

## 米国割当先別証券発行状況 (普通株)

	総計	一般公募	株主割当	第三者割当
	千ドル	千ドル %	千ドル %	千ドル %
1949	918,802	423,701(46.1)	434,707(47.3)	60,394(6.6)
50	1,540,578	786,811(51.1)	694,927(45.1)	58,841(3.8)
51	1,468,218	817,464(55.7)	620,912(42.3)	29,841(2.0)
52	2,839,190	1,398,899(49.3)	932,838(32.9)	507,453(17.9)
53	2,808,312	1,679,864(59.8)	875,158(31.2)	253,290(9.0)
54	2,610,021	1,652,786(63.3)	625,666(24.0)	331,568(12.7)
55	3,863,990	2,456,875(63.6)	1,105,243(28.6)	301,873(7.8)
56	4,543,592	3,212,166(70.7)	857,273(18.9)	474,152(10.4)
57	5,858,305	2,934,361(50.1)	2,399,607(41.0)	524,338(9.0)
58	5,997,651	3,204,815(53.4)	1,201,111(20.0)	1,591,725(26.5)
59	6,387,270	4,757,653(74.5)	893,458(14.0)	736,160(11.5)
60	6,435,128	5,313,825(82.6)	559,522(8.7)	561,780(8.7)
61	7,718,561	5,175,950(67.1)	1,671,681(21.7)	870,930(11.3)
62	1,978,728	1,326,734(67.0)	606,735(30.7)	45,260(2.3)
63	854,115	507,140(59.4)	330,382(38.7)	16,593(1.9)
64	2,431,055	627,709(25.8)	1,694,949(69.7)	108,398(4.5)
65	1,892,676	802,632(42.4)	997,153(52.7)	92,890(4.9)
64優先株	217,915	207,790(95.4)	8,625(4.0)	1,500(0.7)
社債	3,866,073	3,683,308(95.3)	180,870(0.5)	1,895(0.1)
総計	6,515,044	4,518,807(69.3)	1,884,444(28.9)	111,792(1.7)
65優先株	300,201	243,426(81.1)	55,775(18.6)	1,000(0.3)
社債	3,153,922	2,724,074(86.4)	412,774(13.1)	17,074(0.5)
総計	5,346,799	3,770,133(70.5)	1,465,702(27.4)	110,964(2.1)

(注) SEC, "Annual Report" 1949—1965. 1962年以降, 投資会社の発行証券やオプションのために留保された証券の発行等を除く。

ことを株式の分割というが米国式の分割はわが国ではピンとこない。

結局, この株式の分割の観念は, わが国では無額面株が実際に採用されない現在, 通用しないのである。例えば, 旧株1株を3株に分割するときは, 事実上2株無償で増加することである。

しかも, 米国では株価収益率の良い会社は, かならず株主に無償株か株式の

分割で報いることとし(別表参照), 1株の株価の高値になるのを防止しているから, わが国の優良株で50円額面のものが2,000円, 5,000円という驚異的な相場もなく, 労働者側も株価の点で会社を喰いものにできないときいている。

#### (ロ) 日・米両国の株主と増資の比較

日・米両国増資会社の株主に対する優遇策をみると次表の通りで, 日本の株主は決して優遇されていない。それから株主に額面割当にプレミアムを加えて払い込ます方法によると, 株主は会社へ提供する金額が大きくなるばかりである。その結果, 資本金過多, 株式発行過剰となるから, 株主に対する利益, 配当が無視され勝ちである。

日米増資と株主優遇の差違

	日 本	米 国
増加株数の払込金	増資の90%が株金払込	払込金の90%以上が株式分割, 株配で充当
増 資 後 の 株 主	増資減配が多い	株式分配, 分割, 増配で実質増加
増資払込金対配当金	5 : 1	1.5 : 1
経 営 者 の 責 任	額面割当による増資の責任感が薄い	時価発行のため増資に対し責任感大
株式, 社債による資金調達比率	額面割当, 公募は好景気になると社債発行を超える。不況になると社債が増資額より多い。	株式時価発行20% (額面払込増資なし) 一般社債58%, 時価転換社債22%
株主勘定に対する配当の割合	7% (資本金+資本準備金に対し)	14% (同左)

#### (ハ) 西独の時価発行への移行

西独の株式の種類は, 額面株のみで無額面株はない。増資の方法は, 株主に額面割当が原則であるから, 新株の公募発行が行なわれた例はなく, 株券配当も通常行なわれていない。

ところが, 1959年から西独式の時価発行が額面割当に加味された。それは, 戦後二度目の好景気による企業の好業績に対し, 外人が西独の経済拡大をみて, 西独の株式への投資が活発化した。そのために, 株式の需給関係にも品薄状態

を呈した。その際、株主割当で額面金額による外に、額面額と時価の中間価格によるプレミアム発行、いわゆる西独式時価発行の方式を取り入れたのである。

それも、すべての会社が時価発行を採用しているのではない。1965年額面発行が件数全体の39.4%、金額が54.0%であるから、その他のうちで時価発行が行なわれるものがあると思われる。

### (二) 英国の公募と時価発行への移行

英国も、西独の如く額面株のみで、無額面発行はない。公募については、株式取引所へ上場する前に、公開株の形式で公募するが、上場後は株式についての公募は行なわない。

第二次大戦後、額面発行が少なくなり、時価発行が採用されてきた。

しかし、上場後の増資は、95%株主割当の時価発行 (Rights issue) によって行われている。その時価に対する発行価額の割引率は、会社によって異なるが、20%~40%位で平均35.6%位であるといわれている。

### イギリスの株主割当の場合の発行価額例

会社名	発行年月	割当率	発行株数	額面	発行価額 (A)	市価(B)	A/B
Ford Motor	31. 3	1 : 1	2,000	20	60	75	80.8
Associated Portland	31. 8	1 : 1	500	20	20	22	90.9
British Motor	34.12	10 : 1	10,291	5	8	10	80.0
Associated Electric	56. 3	3 : 1	8,333	20	57.5	60.5	95.0
Industries Vickers	57.10	5 : 2	11,772	20	33	33	100.0
English Electric	59. 1	10 : 1	1,826	20	50	62	80.6
Tube Investments	60. 3	1 : 1	16,828	20	25	117	21.4
Westminster Bank	62. 6	6 : 1	1,465	20	60	91	65.9

(注) 1. The Stock Exchange Official Year-Book 1960 of The Times

2. 市価は増資前(権利落前)の価格である。

3. 日興証券調

## <第 5> わが国の時価発行は定着していない

### (イ) 時価発行の範囲

以上、昭和44年までのわが国における株式、社債の公募についての時価発行の推移とこれが諸外国の例をみてきた。

しかし、時価発行論について論議すべきことは、わが国で最近行なわれた業績の優秀な一部株主優先募入方式という例外的な公募時価発行(不完全時価発行)ではなく、従来わが国で行なわれている一般公募時価発行(完全時価発行)について論ずべき問題である。

しかも、株価の好調期であろうと、不況時であろうと、証券市場、株主に悪影響のない時価発行について論ずべきであるから、現在のわが国の事情では時価発行が定着してきたとは、どうしても言えないのである。

これまでも、毎年毎年一般公募が行なわれ、その間、無理に多量な公募と高い公募値段のために、これが悪影響を及ぼしたことを思い出さねばならないのである。

わが国の公募(時価発行)については、次のような範囲を包括してみねばならない。

#### 公募時価発行の範囲

##### (A) 上場会社の新株の場合

完全時価発行(券面額+Premium)の公募—従来行なわれた不特定多数のものを対象にしたもの

不完全時価発行(株主優先募入+他一般公募)

##### (B) 新規公開株

新たに証券市場へ流通するため(新規上場会社となるには資本金3億円以上などの条件に合わせるものと店頭承認会社となるため資本金1億円以上などの条件に合わせるための2つの場合である)。

##### (C) 株主、会社筋の旧株分売(稀に行なわれるが)

以上の新規公開する会社は、経済界が好況となれば(40年1社、41年6社、42

年5社、43年10社、44年20社、45年40社) 毎年増加するものである。

現に、44年の上場会社の新株の時価発行増加に伴って、公開株が多く続出しつつある例を示すと、

44年末の高砂熱学、赤井商事の公開は公開日に買気配で連日ストップ高を演じ、45年1月初め日産化学の公開希望も2週間も延期された位である。

なお44年中の公開株で上場したものとして戸田建設、小松フォークリフト、エスエス製薬、共和電業、芝浦製作、富士電化、高砂熱学、赤井商事がある。

次に45年予想の公開株は太陽誘電、住友特殊金属、日立機電工業、ティアック、住友精密工業、マックス、長期信用銀行、アイシン精機、殖産住宅、ウシオ電、日立化成、日立プラント建設、白木金属工業、日本合成ゴム、熊谷組、コクヨ、旭化学、竹中工務店、サントリー、ヤンマーディーゼル、出光興産、国分商店、三愛、寿電機、ヤクルト、ハウス食品、ロッテ、コカコーラボトル、松下電子、松下興産、日石化学、日立マクセル、日立電子、日立精工、日本レントゲン、日立熱器、リート工業、日本インターナショナル整流器、日本パイリーン、キューピー、富士興産、ウシヲ電機、オリエントリースなどがある。

つまり、時価発行が常識となっている米国式に、以上の場合について、わが国の時価発行が到達するなど考えることは、米国の沿革的経過を認識しない非常識な考え方であって、断絶も甚だしいものである。

以下、少しく根本的に時価発行移行中のわが国の場合を検討すべき問題にふれることにする。

#### (四) 経営者と株主の分離

世界各国のうちで、わが国ほど企業の経営と資本が分離している国はないといえる。

すなわち、米国は上位社200社のうち同族的会社は66%、仏、西独も然りである。また英国は、いわば国営式経営であるから、この経営と資本の分離の問題は生じない。

国営でない以上各国の企業は、丁度わが国で松下系の企業のようなものが多いのであるから、これらに米国が時価発行を行なう際に、株主を尊重しない時



価発行を行なう訳がないのである。

わが国では、一般株主が経営に参加するために株式を買うことは少ないであろう。いわば社債的投資か、値段の差益を得たいために株式を買うのである。

公募した後、証券市場の一般の株価が逆転したら、もちろん、公募した値段よりはるかに安くなる。また公募時まで、投機的に買上げられたものは、その後下落する例が多い。また、株価は企業の収益力と成長性の反映といえるが、それも永くは信頼できない。

44年に行なわれた株主優先募入の時価発行は、これまでに各界から時価発行を予告せよとの勧告もあったので、その公表する前に、株価の低下を避けるため、これから何期間は、無償公付、増配、株配などを公約している（別表参照）。

しかし、将来のことを経営者が公約することは、特別に優秀会社が好景気の連続する場合を除いて、甚だ危険であり、かつ株主側からみると信頼のおけるものではない。

時価発行会社とその内容（日経調）

	公募株数 (万株)	株主割当率	公募価額 (円)	時 価	応 募 率
日 本 楽 器 製 造	600	{0.2 無 0.1 優	350	556	98.7
ア ル プ ス 電 気	350	0.16 優	880	1,015	87.8
東 京 電 気 化 学 工 業	355	0.1 優	730	2,150	97.2
永 大 産 業	600	0.1 優	530	746	99.2
東 洋 陶 器	482.8	{0.05 無 0.05 優	620	757	99.5
吉 富 製 薬	320	0.1 優	430	431	95.7
三 協 精 機 製 作 所	300	0.15 優	670	790	—
摂 津 板 紙	300	{0.05 無 公 募	520	560	—
丸 一 鋼 管	217.7	{0.1 無 公 募	480	555	—
大 和 ハ ウ ス 工 業	1,200	{0.2 無 公 募	1,100	1,380	—
松 下 電 器 産 業	2,000	40:1 優	630	715	—
小 松 製 作 所	3,500	{0.2 無 0.1 優	—	275	—
ソ ニ ー	300	公 募	3,200	3,130	—
帝 国 電 波	300	0.1 無	430	—	—

(性) 優は株主優先募入、時価は45.1.31終値、—は未決定

以上の如く、企業側と株主側は何か利害相反する実情がみられるので、時価発行を行なう場合にも、証券引受会社なるものが、株主、投資者、証券市場、発行会社の順に利益の点を検討すべきである。

もし、これを逆に発行会社本位に時価発行が着手されるとすれば、株式の需給関係はみだれ、株価も下落することとなり、悪影響が証券市場に及ぶのである。

また、無償などの反対給付を公約しないでも、時価発行の行なえるような商慣習を作ることである。

公募値段は、経営者の責任のもとに作成されたものであるから、これが下落して株主に損害を及ぼさず、賠償しうるだけの対応策を用意して行なうべきである。

いずれにせよ、わが国でも、この時価発行の移行について、経営者は株主に反対給付（配当性向が低いのを是正したり、増配ができなければ無償、株配）をするという時期になってきたのである。

#### (ハ) 公募値段の決め方

##### (A) 新規公開株の場合

まず、新規公開株の場合は、普通流通市場の価格を基準にする寄りどころはない。そこで、公開株値段の決め方ともいべきものは、上場している同業他社の取引所相場と財産税の評価を基準にし、それよりいくらか割引した値段が公開株値段となる。もちろん、それには同社の一株純資産、利益率、将来性、資本金などが勘案されるわけである。

##### (B) いわゆる時価発行の意義

最近、さわがれているいわゆる時価発行とは、上場会社の新株についての問題で、発行する新株の時価を基準にして発行価額を決定する方式の総称であり、額面発行に対比される概念である。時価とは、新たに行なわれる新株の発行時における時価である。しかし、新株発行価額の決定時には、未だ新株は発行されていないのであるから予測して決めるのである。

##### (C) 公募値段の決め方

最近、行なわれている時価発行の公募値段の決め方は、公募値段決定前日の最終値段に、一定期間（過去1ヵ月に最近1週間を加味した）の平均値段の15%程度の低い値段を発行会社と引受証券会社が相談して決めている現状である。

そこで、問題となる点は、この値段の平均を求める期間は、少なくとも3ヵ月前位からの平均値とすべきである。それからこの値段をも少し、西独式、英国式に20%~30%位に下げたら、公募値段が高いため、後で下落するという問題は生じないであろうが、余り下げると、一般公募については（株主割当の場合ではない）税法上、商法の問題が生じるのである。

すなわち、株主割当でなく、一般公募の場合、余り安い値段で決められると、税法上贈与（相続税法7条）、商法上（280条の10）の問題が生じる（註参照）。つまり株主はその経営者に対し（大株主である場合など）背任罪の問題と新株発行差止めをなすことができるのである。

とにかく、原則として、株価の安定したときに、会社の責任者として、責任の持てる価格で、時価発行を行なうべきである。

会社としては、払込資金とプレミアムが調達されれば、一先ず一挙両得であるが、次の増資まで、現在以上の株価が維持されて、株主は、その間に十分に利益が還元されるようにならねばならないのである。

（註） 相続税法第7条——著しく低い価格で、財産を譲受けた場合には、当該財産の譲渡を受けた者が当該財産の時価——当該財産の評価について第3章（財産の評価）に特別の定めがある場合には、その規定により評価した価格——との差額に相当する金額を当該財産を譲渡した者から贈与を取得したものとみなす。

商法280条の10——（発行禁止）会社が法令若は定款に違反し又は著しく不公正なる方法若は価額に依りて株式を発行し之に因り株主が不利益を受くる虞ある場合に於いては其の株主は会社に対しその発行を止むべきことを請求することを得。

これは、第三者が株式を購入するとき、とくに有利な価格にならなければよいことになるのである。

## （二）額面発行と時価発行

一般に株価が高くなると、これまで企業側は、額面割当に公募を付け増資を計画する。その結果、安易な増資によって、株式は過剰となり、配当維持も困

難となる。そこに、増資減配、無配が生じてくる。

とかく、増資は企業側本位で、株主の利益を軽視している。公募時価発行の場合にも、企業側は、先ず株価を高める方策を工作し勝ちである。増資する適格性のない企業が、適格性をもたぬまま、証券市場の流通量、投資者の投資余力、持ち株能力などにお構いなく増資を行なう。

結局、この問題は、増資の方法如何にかかわらず、企業側と株主側との利益の一致が見出されねば、解決できない問題である。

時価発行が過渡期にあるわが国では、額面株主割当と時価発行の相違を比較し、十分検討してみる必要がある（次表43.12.10日経新聞など参照）。

額面発行と時価発行の相違

	額 面 発 行	時 価 発 行
企 業 資 金 調 達	株価水準によって調達資金量が変わらない。資金調達コストが相対的に高い。また株価の変動にかかわらず一定の資金量の確保ができる。	株価が高い程、発行株数の割合に大量の資金を安いコストで調達、成長力の高い企業は自己資本の充実が額面発行より充実できる。 資金調達量は株価水準により異なる。
株 形 価 成	増資プレミアムの取得—増資期待権のうえに形成される。増資予想による株価の投機的変動が起りやすい。	増資そのものより、先取りしたプレミアムの還元方法で株価が動く。
経 営 者 と 主	株価水準に関係なく、資金が調達できるので株主軽視に陥りやすい。プレミアムは株主に取得される。	株価の水準が資金調達に影響するので配当政策など株主への配慮が要求される。 経営者の経営と努力がプレミアムによって資本準備金となる。
証 券 市 場 関 係	発行市場と流通市場が有機的に結びついていない。証券会社のアンダーライターの機能が育ちにくい。	Price mechanism(価格機能)が働く、証券会社の引受リスクがふえ、underwriter の存在が前提となる。
安 株 定 主	法人への集中過程で安定株主の役割を果たしている。	保有態度の対象が広がり、株主の安定を欠く。

## <第 6> 時価発行定着への対策

### (イ) 時価発行登場への段階

先進各国株式会社制度の発達の過程から増資プレミアムの発生、取得の仕方を見ると、

(1) 会社創設のときから株式を公開しない段階では、株式のプレミアムは、

会社が創業者利得として取得する段階

(2) 増資プレミアムを株主が取得する段階（株主額面割当）

(3) 時価発行へ移行し、プレミアムが会社の取得となり、その還元が問題となる段階

(4) プレミアムを会社の資本準備金に繰入れ、その株主へ還元、処分がなんら問題とならない段階

(5) 法定準備金、剰余金が多くなって、時価発行の必要性よりも、過小資本の会社となって、無償、株配、株式分割を行なう段階

以上の5段階について、米国の場合は、すでに(4)の段階までを終えて、(5)の段階にきている。英国、西独は、株主割当だけの時価発行であるから、(3)を経て(4)の段階と思われるが、株主はわが国より優遇されている。

これを、わが国にあてはめてみると、(3)の段階への移行中で、(4)、(5)の段階への移行、準備時代と思われるから、「時価発行定着せり」ということは早計すぎる。

そこには、本題の時価発行についての日・米両国の差を近づけるのに、日時を要し、一日にして急速に米国のそれに追いつくことは、できないのである（ただ44年に時流に恵まれた一部優秀会社の時価発行が現在のところ(5)の段階をふみえただに過ぎない）。

また、(3)段階への移行は、資本市場とくに発行市場発展のためには、この時価発行は歓迎すべきであるが、株主と会社との間に利害が未解決で残され、矛盾が生じている現状である。しかも株主は株価の判定に迷っているのである（戦後証券経済論、大阪証券経済研究所—56頁以下参照）。

(四) 企業に対する投資者の態度

一般論として、次の場合を、投資者は、その企業に対し検討すべきである。

(1) 時価発行するだけの資格ある会社をどうして選別するかである。すなわち、業種、会社の内容、近代経営者、近代企業の成長性、優秀な技術、開発に自信のある企業、将来経営に自信の持てる会社などを研究することである。

(2) 将来、資本の自由化に対応し、競争力強化のため他企業との競争に勝ち

うる会社の選別

(3) 以上を検討して選んだら、一度時価発行アレルギーで下落しても、長期持続の目的で、無償、株配などを受けることである。

(4) これに反し、企業体質が弱く、収益に安定性を欠き、業種的に成長性に乏しい企業の時価発行には、絶対応じないことである。これらが一時株価が高くても、時価発行には応じられない。つまり、これらは、一時的に株主からプレミアムを借りる資格がないのである。現に、引受証券会社は、東証第二部の上場会社の時価発行については、発行価額の基準を決めることが困難であり、市場性が薄いので自粛する申合せがある。

#### (ハ) 解決すべき問題点

わが国の時価発行問題について、種々の意見があるが、ここに5,6の問題について解説を加えると、

発行価格の決め方——発行価額は、会社の内容によって、株価収益率、利回りからみて一般的有利な水準で決め、株主に応募させることである。

一時的な釣上げ値段を作成せず、実体を反映する株価を基準にすることである。

しかし、事實は浮動株が少なく、また信用取引による仮需要が値動きを大きくしていることであるから、発行会社の発行条件は、厳しくして、投資者が安心して投資しうるものであるべきである。

時価発行の予告——時価発行を行なう会社は、その具体的方策を定めこれを予告し、応募者側の受入態勢の研究に予知を与え、企業者側と応募者側とが十分に対話のできるようにするため、これを突然に発表することはさけるべきである。

また、各引受幹事証券会社は、この時価発行が行なわれるようになってから、その幹事の競争が甚しくなってきた（従来は社債や株式の引受幹事会社はすべて定着していた）。この過渡期における引受会社と事業会社の関係については、大蔵省も十分これを監視すべきである。

安定株主の必要——今後、時価発行が本格化すると、法人60%、個人40%と

いう株主額面割当の役割が薄らぐこととなるので、投資、保有するという長期的視野の安定株主が減少する傾向になる。

また、資本自由化に備えて、この時価発行による経営者の株主安定化を要請すべきである。

予想利益——配当率が固定的なわが国では、一株当りの利益金の見とおしが中々困難であるから、今後は配当性向を十分に参考にしなければならない。すなわち、配当性向を経営の基本線に必ず導入し、利益が上ったら株主に報いるようにするということである。

それには、売上高利益率、1株当り利益、配当率、配当性向を少なくとも、過去3期とこれから先の2期位予想率の数字をみて、利益の予想をたてて投資すべきである。

自己資本利益率——これからは、会社が株主の資産、すなわち会社が株主の資産を効率よく運用しているかを自己資本利益率によって、株主は、その株価の将来性をみるべきである。

これまでの資本金利益率をみるよりは、この自己資本利益率が高くなれば、増配も容易であるし、プレミアムを還元しても、資本金の増額も会社の重荷にならないのである。

商法などの改善策——株式の時価発行を促進する方法として、次のような商法、証取法を改善すべきである（ダイヤモンド1970新春特別号、坂野幹夫氏、経済展望42巻1号、時価発行の今後の課題、山一証券松沢引受部長参照）。

#### (1) 時価発行価額の発表日の短縮案

株主割当の場合に、割当日と払込期日の期間は2ヵ月程度である。その場合新株の発行価額は、商法の要請ではないが、売買取引に混乱を招かないため取引所の行政措置として割当日の四日前（権利付最終日）までに決めねばならない（権利の落ちない前）。これは、實際上非常に長い前に発表を強いられるので、もう少し払込開始日に近い日に改善すべきである。

次に、公募（時価発行）のときは、商法280条の3の2によって、払込期日2週間前に発行価額、払込期日、募集の方法を株主に通知しなければならない。

この場合も払込期日の1週間前位にその公募価額の決定を近よらしめるべきと思われる。

(2) 時価発行すると、額面の観念が薄くなるので、会社の意思によって額面、無額面（権利義務には相違はない）が相互に転換できるようにし、また額面株のみの会社にも無額面に転換できるように決める案

(3) 時価転換社債の発行を取締役の決議（現行株主総会の特別決議を要する）で行ないうるよう改める案

(4) 連結財務諸表（ADRは採用している）の公表、目録見書の簡易化を行なう案

財務諸表の disclosure に関連し、まず2期間の財務諸表を要約し、とくに損益計算書は5カ年間分を記載する。次に、目録見書については、予備目録見書を創設して効力発生前の新株申込の勧誘を可能にするよう改正する。

時価発行は全面公募が本筋——現在、株主優先募入型を時価発行の一般と思っている考え方は、本来なら、時価発行は、株主優先募入式ではなく、「当社は何万株、何円で全部一般公募するということでありたい」。また株主側も性急にプレミアムに還元の要求はしない。それでも時価発行すると発表すれば、株価は高くなるという状態になってもらいたいのである。

この意味では、45年2月行なった日立工機は、株主割当（44.12.20現在2割有償増資）の外、公募280万株、ついで、ソニーのすでに2割無償を行ない、45年4月払込みで300万株の公募は、時価発行と会社はいわないが、これは完全時価発行であるし、プレミアムの還元などについて、やたらに公約もしていないのである。

とにかく、これからは、小型会社の時価発行に止まらず、中型会社から大企業にも及ぶべきである。米国では、現に時価発行は、資本金の小さい会社でなく、資本金が大で、高収益、高配当の会社が、この時価発行を行なっている現状である（松下電産の2,000万株完全時価発行は米国では当然であるが、わが国では時期尚早である）。

株価をはかる物指し——これまで、わが国では株価を計るのに、利回り本位



であったが、時価発行への移行が進むにつれて、株式の価値を株価収益率（P E R）、利益成長率（実質利益の成長性）で計るようになりつつある。米国では、時価発行価額を基準にしてP E Rを考えている。

また、金融機関や保険会社などの法人筋である大株主は、これまでに株主額面割当て新株の払込みをしておけば、利回りになるというので、売却も少なく、株価の問題をそれほど重要視しなかった。しかし、これから時価発行する会社が多くなると、つねに増資後の投資採算を考えねばならぬこととなってくる。

これに対し、企業側も時価発行することによって、企業内容の改善をはかり、株主、投資者の立場、配当政策、無償交付などを考えて、資金調達を行えば、企業と株主の利益も有機的につながっていくことになるのである。

## <第 7 > 今後の時価発行と証券市場

### (イ) これからの10年

日本経済の高度成長は、たとえ曲折があっても続くであろうから、企業資金の需要に伴ない、証券市場はますます拡大され、海外市場との関係も深くなり、断絶時代を形成してゆくことと思われる。

株価の評価も、利回り中心や額面発行の型から、企業収益力による利益成長率に株価収益率を加味した見方に進展するであろう。

その間、額面株中心のわが国企業の株式形態も少しずつ無額面株、優先株への移行、時価転換社債発行の増発もみられるであろうから、時価発行は、額面株についても、企業側（株主にむくゆる）により、株式にとって不安感もなく利益となり、時価発行定着の基礎付けがなされるであろう。

米国や欧州の歴史に照らしても、株式市場が長期上昇期に当って、プレミアム発行から時価発行が定着してきたのであるから、わが国もその例にならうと思われる。

また、わが国における資本の所有と経営の分離からくる利害関係の相反するのも、この時価発行によって統一調和させるものである（江口行雄氏意見）。

これを要するに、米国式の商慣習が徐々にわが国における企業側、株主、投

資者、証券市場に植付けられる時代となるであろう。

(ロ) 20年後

米国の無額面株、無議決権株、時価転換社債、優先株、株式分割などの制度とその商慣習は、3年、5年の間に、植付けられるものではないが、15年、20年のうちには、増資の型が、額面発行と時価発行が対立することであろう。米国で時価発行が定着したのも（第一次世界大戦後にこの時価発行が、採用され始めたのであるから）、40年、50年の時間を要しているのである。

(ハ) 引受証券会社の専門化

免許主義の証券会社は、大蔵省の指導の下に、資産内容も充実し、その職能も漸次分離の方向へ進み、引受業務の確立もみられるであろう。

その間、資本市場の役割としての発行市場が充実するに従って、引受証券会社の引受業務が本格化し、社会的信用も現在より、はるかに向上すべきである。

次に、これまでの引受業務のシェア争いも、現在は時価発行する会社が少ないため、その競争が激化しているが、これも、大蔵省の過当競争防止の監視(註)によって、是正されることとなり、引受証券会社専門の業務が確立され、また、selling group の結成も当然考えていかねばならないのである。

(註) 44.11.6 大蔵省は、引受証券会社七社に対し、次のような時価発行の取扱を与えた。時価発行については、

- (1) 発行会社を厳選し、その上位のものから実施に移すこと。
- (2) 発行会社、引き受け証券会社は、時価発行について、できるだけ早く公表する事前予告制を採用すること。
- (3) それ以前に報告し、大蔵省がこれを審査して好ましくないものは、認めないこと。

これは、大蔵省が、上場会社の粉飾決算などによる公認会計士に対する監査の適正について注意したのと対比し、引受業務の適正な運営を求めたものである。

また、大蔵省は、証券界に対し「時価転換社債は、資金調達の新らしい芽であり、株式に転換されれば、自己資本充実にもつながるため、積極的に育成す

べきである」と、この社債発行について積極的な意欲を伝えている。

また、現在時価発行を行なう会社は、小資本であって、企業系(三菱系、富士グループ、住友系など)に属しない会社が時価発行を行なっているので、やがて金融機関と関係の多い大会社が時価発行を行なう時代となれば、金融機関が引受証券会社の育成に努力することとなる。そこで、社会的信用に応えることとなれば、また、証券界は、時価発行を通じて産業界、金融界に対する力が大となるのである。

とくに、大証券会社では、電子計算機による5カ年先の企業の財産予想表を発行会社、また外国投資家にも説明している。これによって時価発行する会社が増えていることは、証券会社のアンダーライター業務の拡大とその機能を確立する(膨大な資金と引受のリスクの負担大)ことに役立つと思われる。

なお、証券業は、現在、資本の自由化については、制限業種であるが、近く自由化の拡大に伴って、この業種も50%自由化となり、対外証券投資の規制も緩和されるであろう。

そのときは、引受専門の証券会社は、発行会社や公認会計士とは別個に、独自の権威を以て、発行価額を始め時価発行についても、信用ある責務を果しうることと思われる。

これらに先きだち、四大証券は、米国法人である野村インターナショナル株式会社をして、ボストン証券取引所の会員権を取得し、その発展をはかっている。

なお、引受証券会社は、銀行と共同して、国際合同銀行、日本国際投資銀行の設立を計画し、中長期金融と証券の引受業務などを国際的に行なう計画がある。

## <第8> む す び

昭和44年度の有償増資額は、4,800億円、社債の発行額も4,600億円以上、公募(時価発行)のプレミアム400億円と莫大な金額が予想される。ついで45年度の有償増資額も額面で5,000億円、(36年度の6,700億円には及ばない)、公募

プレミアムが1,000億円の見とおしで、時価発行のプレミアムは前年倍以上である。これら資金の需要は企業側はできるだけ、多く望むところである。

それには、今後の経済界が好況であることを第一とするが、もし、ここにとりあげた株式の時価発行、時価転換社債が、どの程度増発できて、企業側の需要を満たしうるかにかかっているのである。

すでに、ソニー初め、20数社が時価発行に移行しようとしている。これらの時価発行が実現すると45年の有償増資に対するプレミアムの割当である17.6% (昭36年7.4%, 44年8.4%) は、史上最高となるのである。

しかし、わが国では、商慣習上、発行価額が非常に高いので、時価発行を希望したり、計画しても、これが具体化を直ちにみられない企業が多く残されるのである。

因みに、西独や英国の行なっているその発行価額は、わが国の場合より、はるかに低い価額で発行されているので、容易に悪影響をみることなく、時価発行の実現をみたことを反省する必要がある。

何れにせよ、先ず米国の商慣習を急がず一つずつ、わが国に植え付けることが先決問題である。例えば、最近問題となっている配当の支払方法でも、年何%というのを1株何円何銭に改正することは、実際にマッチしたよい方法であるとわかっているが、わが国では無額面制が具体化し難いことと、年2回決算の会社が大部分であるために、これを、今直ちに改正しうる会社は少なく、これが具体化には時間を要する。また、一株当りの利益を金額で表示する慣習も具体化すべきである。

要は、これからも外人が日本株に関心を加え、日本の株価が高く維持されるならば、国内の企業体質と経済成長に伴なって、この時価発行が企業の自己資本の充実をなしうることとなりうるのである。

とにかく、米国の時価発行40年間の経過をゆっくり模して行くならば、わが国の時価発行も、やがて安定した定着線に達するであろう。

## 付 説 (45.4.17) :

本文をまとめてから、時間的に補説すべき点があるので、次に掲げておき、次回に詳細な解説を行なうこととする。

## (1) 時価転換社債の上場

わが国で発行された時価転換社債が、いよいよ昭和45年5月中旬から、はじめて東京証券取引所の上場証券として売買されることとなった。

## (2) 時価発行する新株の勧誘の時期と発行価額の取り扱い改正

株式の時価発行を行なうには新株の届出を大蔵省になすことは、もちろんであるが、投資者に対する新株の勧誘行為は、届出効力が発生してからなすべきであった。

しかし、今回のソニーの完全時価発行から時価発行価額の決定前から、勧誘行為をなしうることを証券会社に認めた。また、その発行価額をなるべく米国式の最終値段に近い価額に接近させてよろしいこととなった。

(3) 今回の時価発行を行った会社で、発行株数が1,000万株以上で、時価の高い大型代表会社であるソニー（海外も含めて時価発行価額の最高値）、大和ハウス、松下電産の発行価額とその発行方法が決定した。これら銘柄は、証券市場を代表して全体の株価をリードし、これからの時価発行移行へ多大の影響を及ぼすものである。

時価発行する代表株の発行価額など

銘 柄	発行株数	発行価額	前日終値	割 引 率	プ レ ミ ム 額
大和ハウス	万株 1,200	円 1,100	(45.4.8) 円 1,300 4.1 1,151 3.8 1,300		126億円
ソ ニ ー	300	3,200	(45.4.13) 3,770	前日値より —14.95% 1カ月平均値 より—8.52%	96億円
松 下 電 産	2,000	630	(45.4.27) 686	前日値より —8.1%	114億円

## 参 考 資 料 (著書, 雑誌, 新聞)

## 〔著 書〕

- 戦後証券経済論 (p. 56時価発行) ——大阪証券経済研究所編  
 株式時価発行の研究——野田全治著  
 時価発行と転換社債——東洋経済 (江口行雄著)  
 資本市場の話——日本経済新聞社 (細金正人著)  
 時価発行関係資料集——加田経済研究所編  
 証券研究 (日本証券経済研究所発行) ——日米証券市場の比較と時価発行問題(1969. 7号) ——公募と時価発行の諸問題 (1962. 12号)  
 時価発行論——文芸春秋社刊 盛田昭夫著

## 〔雑 誌〕

- 証券研究——日本証券経済研究所発行  
 日本開発銀行設備投資研究所の「研究論要約集」のうち株式市場日米比較(昭44. 7号)  
 産業と経済——時価発行における経営者と投資者 (昭44. 9号加田泰氏)  
 投資相談——アルプス電気の時価発行問題 (昭44. 7特大号)  
 同 上——時価発行で第二成長期に備える (昭44. 10号 永大産業深尾茂氏)  
 商事法務研究——株主優先公募の実態と問題点 (昭44. 8 491号山一証券竹中正常氏)  
 同 上——株式時価発行における手続上の諸問題 (アルプス電気真下和男氏)  
 投資生活——時価発行は自然発生的移行が望ましい  
 同 上——花ひらく時価発行時代 (昭44. 7号), (昭44. 11号) 江口行雄氏  
 わが国における時価発行と企業資本の充実 (証券経済学会年報創刊号 片山伍一氏)  
 公募と時価発行の問題 (アメリカの証券市場その I 野村証券調査部シリーズ集)  
 時価発行論 (東京証券取引所——証券41. 11号, 42. 5号, 43. 7号)  
 日本の証券政策 (総合政策研究会著) ——第7章株式の時価発行問題  
 東洋経済 (週刊) ——時価転換社債をどう推進するか——時価発行定着への条件を探  
 る (昭44. 10. 4) 北裏喜一郎氏  
 Pen 第5号 増資と時価発行論 (桑田勇三氏)  
 経済春秋——証券界の地図を塗りかえる時価発行 (昭44. 9. 15号)  
 ——とびだした本格派時価発行 (昭44. 6. 15)  
 株式の時価発行に関する見解 (昭42. 4) ——証券団体協議会  
 投資生活——1970年代における日本の時価発行時代 (昭44. 7号)  
 投資相談 (実業の日本) 45. 2月号——時価発行ができる企業  
 ダイヤモンド社 1970年新春特別号, 時価発行定着への道程 (坂野幹夫氏)  
 株式の発行価格, 引受価格と払込金額——大学商業論集(1)佐藤義雄氏  
 新規資本の調達——経営実務荒木金男氏  
 額面株の時価発行問題——バンキング 141号 島本得一氏  
 新らしい公募形態について——投資月報 (昭36. 6号)  
 新株の公募をめぐる——財界観測 (昭38. 8号)

- 公募株の株主優先割当——エコノミスト（昭35.9号）  
時価発行論について——会社実務の友（小山田正春氏 昭34.11号）  
株式の公募と時価発行——株式実務資料（松井一郎氏 昭36.1）  
時価発行論の検討——証券月報（昭34.4）  
株式時価発行論に関する一考察——財政経済弘報（永田永寿氏 34.6号）  
株式の時価発行——商事法務研究（原安三郎氏 211号）  
時価発行増資の幕明け——バンキング（山中宏氏 44.7号）  
時価発行か株主割当か——産業経理（大住達雄氏 昭44.4号）  
株式の時価発行における資金コストなど——産業経理（河野豊弘氏 44.4号）  
時価発行論の新しい視点——産業経理（中園道男氏 昭44.4号）  
株式時価発行の法的側面——商事法務研究（田辺明氏など 44.4）  
相次ぐ株式の時価発行——エコノミスト（富永章氏 昭44.6）  
時価発行をめぐる増資の新傾向——東洋経済（松沢助次郎氏 昭44.5.3）  
株式時価発行の前提条件——ダイヤモンド（盛田昭夫氏 44.3.21）  
株式の時価発行は前進か後退か——財政経済弘報（阿部康二氏 43.11）  
株式の時価発行——ジュリスト（正村芳三氏 昭44.1）  
株式の時価発行と経営者——企業会計（山田保氏 44.4）  
経営理念の展開と株式時価発行問題——企業法研究（植村省三氏 昭43.11）  
海外(米、英など)における株式の時価発行の現況——大阪株式事務懇談会（記録43.9）  
時価発行について——山一証券月報（昭43.11）  
時価発行と商法——ジュリスト（竹中正明氏 43.11.15）  
株式の時価発行と無額面株式制度の推進——ジュリスト（佐土井滋氏 43.8.15）  
株式時価発行と資本充実——産業経理（生駒道弘氏 43.4）  
株式の時価発行時代の到来とわが証券市場——インベストメント（今西庄次郎氏  
41.7.8）  
株式時価発行の論理——日本経済研究センター会報（古谷照雄氏 41.3.15）
- 〔新聞〕  
株式市場新聞——時価発行（昭44.8.25）  
株式新聞——20年後の証券市場はどうなるか（昭44.3.26），大型会社の時価発行（45.1.14）  
——時価発行の定着めざして（45.2.5）  
日本経済新聞——時価発行の再検討（昭44.8.1）  
——公募株安心して買えるか（昭44.6.30）  
——ふえる株式の時価発行（昭44.7.18）  
——時価発行定着への道（昭44.7.25）  
——株式時価発行事前予告制（昭44.11.6）  
——素地固まる株式時価発行（昭44.11.28）  
——時価発行は定着するか（昭45.2.4）  
日刊株式新聞——時価発行の制度実施時期とその将来性（昭44.10.1 衆議院大蔵委員  
会質疑）