

## 新株の額面発行と時価発行

木 村 増 三

新株(額面株式)を有償発行するときに、額面発行によるのと、時価発行によるのでは、発行会社の立場から見るとどのような相違があるか。また、現在株主の立場から見るとときにはどうか。これらの点を理論的に考えてみようというのが、本稿の目的である。いうまでもなく、ここで時価発行というのは、時価とまったく等しい価格で発行することではなく、新株の完全消化を確実にするために時価よりもやや低い価格で発行する場合をさしている。

ところで、新株(額面株式)の有償発行の方法としては、同じ額面発行であっても、株主割当・額面発行と第三者割当・額面発行の別があり、また時価発行といっ

ても、株主割当・時価発行、第三者割当・時価発行、公募発行(これはつねに時価発行である)および縁故募集(これも同様)の四つの方法が区別される。それゆえ本稿では、これらすべての場合について比較しなければならぬわけであるが、このうち第三者割当・時価発行、公募発行および縁故募集の三つは、いまの問題にとっては何の相違もないので、ここでは「公募発行」によってそれらを代表させることにする。したがって、ここに比較されるべき新株有償発行の方法は、

- (A) 株主割当・額面発行
  - (B) 第三者割当・額面発行
  - (C) 株主割当・時価発行
  - (D) 公募発行(時価発行)
- の四つとなる。

(19) 新株の額面発行と時価発行

なお、いうまでもないことであるが、このような比較が意味を持つのは、もしも望むならば新株を額面超過金つきで公募できるような場合に限られるのであって、以下の考察ではそのような場合を前提にしている。

二

はじめに、現在株主の立場から、各種の新株発行方法がどのような相違をもたらすかを考えてみよう。

(A) 株主割当・額面発行

いま、ある会社が近い将来に「一対 $n$ 」の株主割当・額面発行——すなわち、一定期日における株主に対してその所有株式一株につき新株式 $n$ 株の割合で額面による新株引受権を与えて新株を発行する——をおこなうことを決定し、現在時点はその割当期日以前であるとすると、現在株主のうちから任意の一人をとり、新株発行後の一株に対する彼の評価を $W$ で表わす。単純化のため、以下においては、新株発行期日から現在時点にいたるまでの評価上の時間割引という点を考慮外におくことにする(本稿の問題にとってはこの点は議論の本筋に関係がない)。そうすると、現在の一株(権利つき)に対する彼の評価 $V_A$ は

次式のようになる。ここに、 $F$ は一株の額面金額を示し、したがって $nF$ は現在一株当りの割当新株払込金額を示す。

$$(1) \quad V_A = (1+n)W - nF$$

この式を変形すれば、

$$(2) \quad W = \frac{V_A + nF}{1+n}$$

となるが、評価がおこなわれる順序としては、はじめに $W$ が評価され、それから $V_A$ が導き出されるのである。ただ、この(2)式は、現在一株の市場価格 $M_A$ (一対 $n$ の株主割当・額面発行を織り込んでいるものとする)から、そこに含意されている新株発行後の一株の予想市場価格 $P_A^*$ を導き出すときに、応用することができる。すなわち、

$$(3) \quad P_A^* = \frac{M_A + nF}{1+n}$$

たとえば、額面五〇円、現在の市場価格一〇〇円で、現在一株に割り当てられる新株数が一株ならば、現在の市場価格のうちに含意されている新株発行後の一株の予想市場価格は七五円ということになる。

(B) 第三者割当・額面発行

第三者割当・額面発行において、現在株数に対する新株発行株数の割合が $n$ であるとする。これと、一対 $n$ の株主割当・額面発行の場合とを比較してみよう。増加する株数、資本金および自己資本は、この二つの場合に相違がないから、新株発行後の一株に対する同一人の評価はどちらの場合でも等しいはずである。ある株主がそれを $W$ と評価しているとすれば、第三者割当・額面発行がおこなわれる場合の現在の一株に対する彼の評価 $V_B$ は次式のようになる。

$$(3) \quad V_B = W$$

これを、一対 $n$ の株主割当・額面発行がおこなわれる場合の現在の一株の評価

$$V_A = (1+n)W - nF \\ = W + n(W - F)$$

と比較してみると、いま問題にしている情況のもとでは $W$ は額面 $F$ よりも大であるから、 $V_A$ は $W$ よりも大きく、したがって $V_B$ よりも大きいことになる。それゆえ、現在株主の立場からいって、第三者割当・額面発行がおこなわれるときは、その分を現在株主に割り当ててもらう場合よりも不利となる。その不利益は、現在の一株当たり

であり、現在株主の立場からいえば、割当を受ける第三者にその分だけ割譲したことになる。

第三者割当・額面発行がおこなわれることを織り込んで成立している現在の一株の市場価格を $M_B$ とすれば、そこに含意されている新株発行後の一株の予想市場価格 $P_B$ はこの $M_B$ に等しい。

$$(4) \quad P_B^* = M_B$$

いま比較している情況においては $P_B^*$ と $P_A^*$ は等しく、そして $F$ よりも大であるから、 $M_A$ すなわち

$$M_A = (1+n)P_A^* - nF \\ = P_A^* + n(P_A^* - F)$$

は、 $M_B$ よりも大である。

株主割当・額面発行と第三者割当・額面発行とを結合しておこなう場合には次のようになる。現在株数に対する株主割当新株数の割合を $n_1$ 、同じく第三者割当新株数の割合を $n_2$ とし、 $n_1 + n_2 = n$ とする。新株発行後の一株の評価を $W$ とすれば、現在の一株の評価 $V_B$ は次式のようになる。

$$(3) \quad V_B = (1+n_1)W - n_1F$$

(21) 新株の額面発行と時価発行

これを、一対  $n$  の株主割当・額面発行の場合の  $V_A$  と比較してみれば、 $V_A$  のほうが

$$V_A - V_B = n_0(W - F)$$

だけ大きい。いずれにしても、第三者割当・額面発行がおこなわれるよりは、その分を株主割当・額面発行にまわしてもらったほうが現在株主にとって有利である。なお、この場合には、現在の一株の市場価格が含意する、新株発行後の一株の予想市場価格は、

$$(4) \quad P_B^* = \frac{M_B - n_1 F}{1 + n_1}$$

となる。この  $M_B$  はもちろん、一対  $n$  の株主割当・額面発行の場合の  $M_A$  よりも小である。

(C) 株主割当・時価発行

いま、既発行株式数  $N$  (一株の額面  $F$ ) の一会社が、一対  $n$  の株主割当・額面発行をおこなう場合と、これと同額の  $nNF$  を株主割当・時価発行によって調達する場合とを比較してみよう。後者の場合の発行価格を  $P_0$  ( $F/P_0$  ラス額面超過金) とすれば、その新株発行株数は  $nNF/P_0$  であり、既発行株式一株に対して割当てられる新株の数は、

$$(5) \quad n' = nF/P_0$$

である。そこでこの場合、ある株主が新株発行後の一株を  $W'$  と評価しているものとすれば、現在時点(割当期日以前)における一株の評価  $V_0$  は、次式のようになる。

$$(6) \quad V_0 = (1 + n)W' - nP_0$$

これと、株主割当・額面発行の場合の

$$V_A = (1 + n)W - nF$$

とを比較してみると、 $nP_0 = nF$  であるから、問題は  $(1 + n)W'$  と  $(1 + n)W$  とほどのような相違が生ずるかである。

発行会社にとって、この二つの場合は等額の自己資本を追加するものであり、会社が、会社純益中の配当支出割合についてこの二つの場合に差別をつけないとすれば、会社純益の将来についても何ら差異を生じないはずである。したがって株主割当・額面発行の場合における新株発行後の  $(1 + n')$  株に支払う配当と、株主割当・時価発行の場合における新株発行後の  $(1 + n)$  株に支払う配当とは相違がなく、前者の  $(1 + n')$  株の評価と後者の  $(1 + n)$  株の評価とは等しいことになる。すなわち、

$$(1 + n)W = (1 + n')W'$$

そこで  $V_1 = V_0$  となるから、現在株主の立場から見ても、この二つの場合には相違がないという結論になる。

これに対し、もしも会社が、額面発行の場合の  $(1+\pi)$  株に対する配当よりも時価発行の場合の  $(1+\pi)$  株に対する配当を少なくするような態度をとるとするならば、 $(1+\pi)M < (1+\pi)M'$  となり、現在株主にとって時価発行のほうが不利となる。同額の自己資本調達であるけれども、新株発行後の総株数、株式額面総額および資本金の額はいずれも時価発行の場合のほうが少ない。したがって、配当支払総額が等しければ、一株当りの配当額、対額面配当率および対資本金配当率は、いずれも時価発行の場合のほうが高くなる。会社としては、これらがあまり高くないようにおさえるという態度に出ることも考えられるわけである。(時価発行の場合のほうが配当についてははじめのうちは不利であっても、内部留保が多いため後にいたって却って有利となることもありうるし、さらに長期間平均してみても時価発行の配当のほうが有利となることもありうる。しかし後者の可能性は少ないように思われる。)

ところで、株主割当・時価発行の場合の新株発行価格  $P_0$  がどのように決定されるかを考えてみよう。新株発行

による資本調達額が一定額  $Q$  にきまっており、それを反映して現在の一株(権利つき)の市場価格が  $M_0$  になっているとする。この  $M_0$  に含意されている、新株発行後の一株の予想市場価格  $P_0^*$  は、

$$(7) \quad P_0^* = \frac{NM_0 + Q}{(1+\pi)N}$$

である。新株発行価格  $P_0$  が、 $P_0^*$  に対し一定割合  $b$  にきめられる(ただし、 $b < 1$ ,  $bP_0^* < P_0$ ) とすれば、

$$(8) \quad P_0 = bP_0^*$$

$$(9) \quad \pi N = \frac{Q}{P_0} = \frac{Q}{bP_0^*}$$

であるから、

$$(10) \quad P_0^* = M_0 - \frac{1-b}{b} \cdot \frac{Q}{N}$$

$$(11) \quad P_0 = bM_0 - (1-b) \frac{Q}{N}$$

となる。たとえば、現在の市場価格  $M_0$  が一〇〇円、 $b$  が〇・九で、現在の一株当りの割当新株払込金額  $\pi N$  が八〇円であるならば、そこに含意される新株発行後の一株の予想市場価格  $P_0^*$  は約九一円、新株発行価格  $P_0$  は八二円となる。 $b$  が一に近いほど、また  $Q/N$  が小なるほど、

(23) 新株の額面発行と時価発行

新株発行価格はより高くなり、現在の市場価格に近づくことになる。

(D) 公募発行

(一) 公募発行と株主割当・額面発行との比較

既発行株数 $N$  (額面 $F$ ) の会社が、一対 $n$ の株主割当・額面発行をおこなう場合と、これと同額の $nN$ を公募発行によって調達する場合とを比較してみよう。公募価格を $P_D$ とすれば、公募株数は $nN/P_D$ であり、その既発行株数 $N$ に対する割合を $n''$ とすれば、

$$(12) \quad n'' = \frac{nF}{P_D}$$

である。

いま、ある株主が、公募発行後の一株を $W''$ と評価しているとする、現在の一株に対する彼の評価 $V_D$ は、この $W''$ に等しい。

$$(13) \quad V_D = W''$$

この $V_D$ と、 $V_A = (1+n)W - nF$ とのどちらが大きいか、いまの問題である。さきの(C)株主割当・時価発行の場合と同様に、

$$(1+n)W'' \leq (1+n)W$$

と考えられるが、ここではとりあえず、

$$(a) \quad (1+n)W'' = (1+n)W$$

と仮定しておこう。もしも、この仮定のもとでさえ $V_D$ が $V_A$ よりも小となるならば、 $(1+n)W''$ が $(1+n)W$ よりも小さいときにはなおのことそうである。

ところで $n''$ は $nF/P_D$ であって、公募価格 $P_D$ とともに決定される。公募価格は次のようにきめられる。現在(公募発行以前)の一株の市場価格 $M_D$ が公募のおこなわれていることを見込んで成立しているとすれば、そこに含意されている公募発行後の一株の予想市場価格 $P_D^*$ は、この $M_D$ に等しい。

$$(14) \quad P_D^* = M_D$$

したがって公募価格は、

$$(15) \quad P_D = bP_D^* = bM_D$$

にきめられる。そこで、

$$(16) \quad n'' = \frac{nF}{P_D} = \frac{nF}{bM_D}$$

であり、さきの仮定(a)から、

$$(1+n)W'' = \left(1 + \frac{nF}{bM_D}\right)W$$

となる。これから次式が導き出される。

$$V_A = (1+n)W - nF \\ = W'' + \left( \frac{W''}{bM_D} - 1 \right) nF$$

ところで、現在の市場価格 $M_D$ のもとでその株式を所有している人々(つまり現在株主)にとって、その株式に対する評価( $V_D = W''$ )は市場価格 $M_D$ に等しいか、または $M_D$ よりも大であるはずである。すなわち、

$$W'' \geq M_D > bM_D$$

かくして、 $V_A$ は $W''$ (すなわち $V_D$ )よりも大であり、現在株主にとっては、公募発行よりも、それと同額を株主割当・額面発行によって調達してもらうほうが有利である。さきの仮定(a)ではなく、

$$(b) (1+n)W < (1+n')W''$$

が当てはまる場合には、

$$V_A > W'' + \left( \frac{W''}{bM_D} - 1 \right) nF$$

であるから、なおのことそうである。

(三)公募発行と株主割当・時価発行との比較

既発行株数 $N$ (一株の額面 $F$ )の会社が、一定額 $Q$ の自

己資本を公募発行により調達する場合と、同額を株主割当・時価発行により調達する場合とを比較しよう。もし、会社純益中の配当支出割合についてこの二つの場合に相違がないとすれば、公募発行の場合における新株発行後の $(1+n')$ 株に対する配当支払額と、株主割当・時価発行の場合における新株発行後の $(1+n)$ 株に対する配当支払額とは等しいから、

$$(c) (1+n')W'' = (1+n)W'$$

$$(d) (1+n')P_D^* = (1+n)P_D^*$$

となるはずである。ところが、

$$n'NbP_D^* = Q = nNbP_D^*$$

だから、

$$n'P_D^* = nP_D^*$$

であり、これと(d)から、

$$P_D^* = P_D^*, n' = n$$

そして、公募価格 $P_D$ と株主割当・時価発行の場合の発行価格 $P_D^*$ は等しいことになる。そこで、(c)から、 $W''$ と $W'$ は等しくなり、

$$V_D = (1+n)W' - n'P_D$$

$$= (1+n)W'' - n'P_D$$

(25) 新株の額面発行と時価発行

$$= W'' + n''(W'' - P_D)$$

は、 $V_D = W''$  よりも大きい——すなわち、現在株主の立場から見て、公募発行よりも、それと同額を株主割当・時価発行にまわしてもらったほうが有利となる。なぜなら、公募発行を見込んだ現在の一株の市場価格は、

$$M_D = P_D^*$$

であるが、この価格のもとでその株式を所有する者（つまり現在株主）にとっては  $V_D$  すなわち  $W''$  はこの価格に等しいか、またはそれよりも大きいはずであるから、

$$W'' \geq P_D^* > bP_D^* = P_D$$

であって、 $W''$  は  $P_D$  よりも大きいからである。なお、株主割当・時価発行の場合における現在の一株（権利つき）の市場価格  $M_C$  は、

$$M_C = P_C^* + \frac{1-b}{b} \cdot \frac{Q}{N}$$

であって、 $M_D$  すなわち  $P_D^*$  よりも大である。

以上は、公募発行の場合と株主割当・時価発行の場合とで、将来の会社純益中の配当支出割合に差異がないと仮定したのであるが、その結果は、同額の自己資本調達においては発行価格および発行株数が等しいことになっ

た。新株発行後の株数、資本金および自己資本が等しいのだから、将来の会社純益中の配当支出割合について差別をつける理由は何もないわけであって、上記の仮定以外の場合を想定する必要はない。

(三) 公募発行と第三者割当・額面発行の比較

既発行株数  $N$ 、新株払込金総額  $Q$  として、この二つの場合を比較しよう。公募株数  $n''N$  は  $Q/P_D$  であり、第三者割当株数  $n''N$  は  $Q/F$  であって、いま問題にしている状況においては  $P_D$  は額面  $F$  よりも大であるから、 $n''N$  は  $n''N$  よりも、 $n''$  は  $n''$  よりも小である。

もしも、この二つの場合で会社純益中の配当支出割合に差がないとすれば、

$$(1+n'')(W'' - P_D) = (1+n'')W$$

であるから、

$$V_D = P_D^* = W'' = \frac{1+n'}{1+n''} W$$

は、 $V_D = W''$  よりも大であり、現在株主にとって、第三者割当・額面発行よりも公募発行のほうが有利である。また、

$$(1+n'')(W'' - P_D) > (1+n'')W$$



なる場合においても、 $W_{11} \wedge W_{12}$  であることはほとんど考えられないから、 $W_{11} \wedge W_{12}$  したがって  $V_{11} \wedge V_{12}$  —— すなわち、現在株主にとって公募発行は第三者割当・額面発行と同等もしくはそれよりも有利である。なぜなら、 $W_{11} \wedge W_{12}$  ということは、公募後の全株数に対する将来の配当総額が第三者割当発行後の全株数に対する配当総額の  $(1 + \frac{W_{11}}{W_{12}}) / (1 + \frac{W_{11}}{W_{12}})$  よりも少額におさえられること、いかえれば、公募後の一株の将来配当が第三者割当発行後の一株のそれよりも少額におさえられることであって、会社がこのような方針をとるとは考えられないからである。会社純益が等しく、公募後の全株数  $(1 + \frac{W_{11}}{W_{12}}) N$  は第三者割当発行後の全株数  $(1 + \frac{W_{11}}{W_{12}}) N$  よりも少なく、一株当たり純益は前者の場合のほうが大きいことから、前者の一株当たり配当は一般的にいつて後者の場合よりも大きく、そうでないときでも少なくとも後者の場合に等しいであろう。そこで、現在株主の立場から見て、公募発行は一般に第三者割当・額面発行よりも有利であり、そうでないときにもこれと同等であるということになる。

以上、現在株主の立場から各種の新株有償発行の方法

を比較したが、その結論は次のとおりである。

- (A) 株主割当・額面発行が一般に最も有利である。
- (C) 株主割当・時価発行は、会社の配当政策いかんにより、株主割当・額面発行と同等であることもあり、それより不利なこともある。(それより有利なこともありうるが、その可能性は少ないと思われる。)

(D) 公募発行は (C) よりも不利である。

(B) 第三者割当・額面発行は、一般に (D) よりも不利であるが、時にはこれと同等であることもある。

### 三

次に、発行会社の立場から、新株有償発行の諸方法がどのような相違を持つかを考えてみよう。この点は、発行会社は何を目的として資本調達方法を選択するかによって、答が異なってくる。

**第一 発行会社が、新株発行後の自己資本に対する将来の平均年純益の割合が高いことを望む場合。**(この割合は、将来の年純益の無限系列の割引現価を右の自己資本の額に等しからしめる割引率として計算するのが合理的である。自己資本にこの割合を乗じたものが、将来の平均年純益となるわけ

(27) 新株の額面発行と時価発行

である。)

この場合には、新株発行による資本調達額が同じであれば、どの新株発行方法を用いても発行後の自己資本および将来の平均年純益は等しくなるから、前記の四つの方法はすべて同等である。

第二 発行会社が、新株発行後の資本金に対する将来の平均年純益の割合が高いことを望む場合。

この場合には、株主割当・時価発行と公募発行とは同等であり、他方、株主割当・額面発行と第三者割当・額面発行とは同等であって、前二者のほうが望ましい。なぜなら、自己資本の増加額が等しいとき、資本金増加額は前二者のほうが小さく、新株発行後の資本金に対する将来の平均年純益の割合は前二者のほうが高くなるからである。

ここで、第一の場合と第二の場合とで、新株発行による資本調達額にどのような相違が出てくるかを考えてみよう。既存の自己資本の大きさを $S$ とし、新株発行による自己資本調達額を $X$ (変数)とする。将来の平均年純益(税引)を $Y$ とすれば、これは $X$ の函数であるから $Y(X)$ と書くことができる。新株発行後の自己資本に対

する将来の平均年純益の割合を $R$ で表わせば、

$$(17) \quad R = \frac{Y(X)}{S+X}$$

であり、第一の場合にはこれを最も大きくすることが目標となる。もしも $R(X)$ が、 $X$ の増大にしたがってはじめ逡増した後に逡減すると予想されるならば、 $R(X)$ を極大にする $X$ の大きさ(これを $X_1$ で表わす)はプラスであり、それは $R(X)$ をゼロにし、したがって

$$Y'(X) = \frac{Y(X)}{S+X} \quad \text{すなわち} \quad Y'(X) = R(X)$$

をみたとす $X$ の値である。第一の場合にはこの $X_1$ まで新株発行がおこなわれることになる。

これに対して第二の場合には、時価発行が望ましいのだからそれによるものとして、新株発行価格を $P$ (額面 $F$ プラス額面超過金)とし、既存の資本金を $K$ で示せば、新株発行後の資本金に対する将来の平均年純益の割合 $R_K$ は、

$$(18) \quad R_K = \frac{Y(X)}{K + \frac{F}{P}X}$$

となり、これを最も大きくすることが目標となる。もし

も  $R_K(X)$  が、 $X$  の増大にしたがってははじめ遞増した後  
に遞減すると予想されるならば、 $R_K(X)$  を極大にする  $X$   
の値 (これを  $X_2$  と表わす) はプラスであり、それは  $R_K(X)$   
をゼロにし、したがって

$$Y(X) = \frac{F}{K + \frac{F}{P}} Y(X) = \frac{F}{P} R_K(X)$$

をみたます  $X$  の値である。第二の場合にはこの  $X_2$  まで新株  
発行がおこなわれることになる。

第一の場合の自己資本調達額  $X_1$  と第二の場合の  $X_2$  との  
どちらが大きいかという点、 $S$  と  $K$  の相対的大きさいか  
んにより答は異なってくる。もしも  $S$  が  $K$  の  $P/F$  倍より  
も大きいとすれば、 $R_K(X)$  曲線は  $\frac{F}{P} R_K(X)$  曲線の下方  
に位置することになるから、 $Y(X)$  曲線との交点は前者  
のほうが右方となり、 $X_1$  は  $X_2$  よりも大となる。逆に、 $S$   
が  $K$  の  $P/F$  倍よりも小さいとすれば、 $R_K(X)$  曲線は  
 $\frac{F}{P} R_K(X)$  曲線の上方に位置することになり、 $X_1$  は  $X_2$  よ  
りも小となる。また、 $S$  が  $K$  の  $P/F$  倍に等しいとすれ  
ば、上記両曲線は一致し、 $X_1$  と  $X_2$  は等しいことになる。

第三 基本的には第一の場合と同様に  $R$  の最大を目ざ  
し、副次的に現在株主の立場を考慮する場合。

この場合には、基本的にはどの新株発行方法も同等な  
のであるから、現在株主の立場によって順位がきめら  
れ、株主割当・額面発行 (現在株主にとってそれと同等であ  
る株主割当・時価発行を含む——以下同様) または現在株主  
にとってそれより有利な株主割当・時価発行が最も望ま  
しいことになる。そしてどちらかの方法により  $X_1$  だけの  
自己資本調達がおこなわれることになる。

第四 基本的には第二の場合のように  $R_K$  の最大を目ざ  
し、副次的に現在株主の立場を考慮する場合。

この場合には、基本的には額面発行よりも時価発行の  
ほうが望ましく、現在株主の立場を副次的に考慮すれ  
ば、株主割当・時価発行が最も望ましいことになる。そ  
してこの方法により  $X_2$  だけの自己資本調達がおこなわれ  
ることになる。(資本金増加額は  $\frac{F}{P} X_2$  となる。)

第五 発行会社が《既存自己資本プラス現在株主の割  
当新株払込金額》に対する《現在株主に帰属すべき将来  
の平均年純益》の割合の大なることを望む——そのよう  
な形ではじめから現在株主の利益を考慮する——場合。

(29) 新株の額面発行と時価発行

右の割合は、株主割当・額面発行および株主割当・時価発行にあつては、

$$R = \frac{Y(X)}{S+X}$$

であり、 $X_1$ だけの自己資本調達がおこなわれる。この二つの方法は同等である。

これに対し、第三者割当・額面発行における右の割合を  $R_B$  とすれば、

$$(19) \quad R_B = \frac{N}{N+\frac{F}{X}} \cdot \frac{X(X)}{S}$$

$$= \frac{Y(X)}{S+\frac{S}{NF}-X}$$

であり、いま問題にしている状況においては既発行株式の額面総額  $NF$  は自己資本  $S$  よりも小さいと考えてよいから、同じ  $X$  の値に対して  $R_B$  は  $R$  よりもつねに小である。ゆえに、この場合には第三者割当・額面発行よりも株主割当発行のほうが望ましいということになる。なお、 $X$  のあるプラスの値 ( $X_B$ ) において  $R_B$  が最大になるとすれば、この  $X_B$  は  $R_B(X)$  をゼロにする、したがって

$$Y(X) = \frac{Y(X)}{NF+X}$$

をみたす  $X$  の値であるが、この右辺を横軸  $X$  として描いた曲線は  $R(X)$  曲線の上方に位置するから、 $X_B$  は  $X_1$  よりも小である。

最後に、公募発行における上記の割合を  $R_D$  とすれば、

$$(20) \quad R_D = \frac{N}{N+\frac{P_D}{X}} \cdot \frac{Y(X)}{S}$$

$$= \frac{Y(X)}{S+\frac{S}{NP_D}-X}$$

である。公募発行と株主割当発行とのいずれが望ましいかについては、公募価格  $P_D$  と既発行株式一株当りの自己資本  $SN$  との相対的大きさいかによって答が異なってくる。もしも  $P_D$  が  $SN$  よりも大きければ、同じ  $X$  の値に対し  $R_D$  はつねに  $R$  よりも大となり、公募発行のほうが望ましいことになる。  $P_D$  が  $SN$  よりも小さければ逆に株主割当発行のほうが望ましく、たまたま  $P_D$  と  $SN$  が等しければいずれの方法も同等である。なお、 $R_D$  が  $X$  のあるプラスの値 ( $X_D$ ) において最大になるとすれば、この

$X_D$  は  $R_D(X)$  をゼロにする、したがって

$$Y'(X) = \frac{Y(X)}{NP_D + X}$$

を満足する  $X$  の値であるが、この式の右辺を横軸  $X$  とし、描いた曲線は、もし  $P_D \leq S/N$  ならば  $R$  曲線の下方に位置するから、 $X_D$  は  $X_1$  よりも大となり、その逆ならば  $X_D$  は  $X_1$  よりも小となり、たまたま  $P_D = S/N$  であるならば両曲線は一致して  $X_D$  と  $X_1$  は等しくなる。

第六 発行会社の経営者が、もしも新株発行をおこなわないとしたならば得られるであろう将来の平均年純益(税引)を  $Y(0)$  と予想し、その妥当と考える配当政策によれば  $Y(0)$  から支払われるであろう一株当りの年配当が  $D_0$  となる(配当総額が  $ND_0$  になる)と予想しているものとす。そして、新株発行をおこなうについては、公募発行および第三者割当・額面発行にあっては、新株発行後の一株に対して少なくとも  $D_0$  の配当を維持したいと考え、その分を超過する税引年純益をできるだけ大きくすることを望み、また株主割当・額面発行および株主割当・時価発行にあっては、経営者が自社株式について妥当と考える配当利回り(これを  $\gamma$  で表わす)にもとづい

て、新株発行後の全株数に対し少くとも  $[ND_0 + \gamma X]$  の配当総額を維持したいと考え、その分を超過する税引年純益をできるだけ大きくすることを望むものとする。

この場合には、公募発行(発行価格  $P_D$  とする)をおこなうについては、新株発行後において維持されるべき最低の配当支払総額は  $[ND_0 + \frac{X}{P_D} D_0]$  であるから、この分を超過する税引年純益  $Z_d$  は、

$$Z_d = Y(X) - ND_0 - \frac{D_0}{P_D} X$$

である。いま、税込みの年純益  $G$  に対する課税率  $t$  が、 $G$  の大小にかかわらず一定の値をとるものとすれば、 $Y(X) = (1-t)G(X)$  であるから、

$$(21) \quad Z_d = (1-t)G(X) - ND_0 - \frac{D_0}{P_D} X$$

である。もしも  $X$  のあるプラスの値  $X_d$  において  $Z_d$  が最大になるものとすれば、この  $X_d$  は、 $Z_d'(X)$  をゼロにしたがって

$$G'(X) = \frac{1}{1-t} \cdot \frac{D_0}{P_D}$$

を満足する  $X$  の値である。この式の右辺は、いまの場合

(31) 新株の額面発行と時価発行

の公募発行の資金コストだということが出来る。なおここで、 $X$ のプラスの値 $X_d$ において $Z_d$ が最大になるところは、 $X$ が $0 \leq X < X_d$ の範囲内にあるときには

$$G'(X) > \frac{1}{1-t} \cdot \frac{D_0}{P_D}$$

であり、 $X > X_d$ の範囲においては

$$G'(X) < \frac{1}{1-t} \cdot \frac{D_0}{P_D}$$

であることを意味する。

これに対し、第三者割当・額面発行にあっては、新株発行後において維持されるべき最低の配当支払総額は $[\frac{X}{F} D_0 + ND_0]$ であるから、この分を超過する税引年純益 $Z_0$ は、

$$(22) \quad Z_0 = (1-t)G(X) - ND_0 - \frac{D_0}{F} X$$

である。もしも $X$ のあるプラスの値 $X_0$ において $Z_0$ が最大になるならば、この $X_0$ は、 $Z_0'(X)$ をゼロにし、したがって、

$$G'(X) = \frac{1}{1-t} \cdot \frac{D_0}{F}$$

を満足する $X$ の値である。この式の右辺は、この場合の

第三者割当・額面発行の資金コストだということが出来る。この資金コストを公募発行の資金コスト

$$\frac{1}{1-t} \cdot \frac{D_0}{P_D}$$

とくらべてみると、明らかに公募の資金コストのほうが低く、 $X_0$ は $X_d$ よりも大となる。したがってこの場合、第三者割当・額面発行よりも公募発行のほうが望ましい。

次に、株主割当・額面発行および株主割当・時価発行によるときは、新株発行後において維持されるべき最低の配当支払総額は前述のとおり $[\frac{X}{F} D_0 + gX]$ であるから、この分を超過する税引年純益 $Z_0$ は、

$$(23) \quad Z_0 = (1-t)G(X) - ND_0 - gX$$

である。もしも $X$ のあるプラスの値 $X_0$ において $Z_0$ が最大となるならば、この $X_0$ は、 $Z_0'(X)$ をゼロにし、したがって

$$G'(X) = \frac{g}{1-t}$$

を満足する $X$ の値である。この式の右辺は、いまの場合の株主割当発行の資金コストだということが出来る。

この株主割当発行の資金コストを公募発行の資金コス

トとくらべてみると、 $D_0/P_0$  (これを公募新株配当利回りと呼んでよいであろう) と  $\gamma$  との相対的大きさいかによって、結論が次の三つに分かれる。

(一) もしも  $D_0/P_0$  が  $\gamma$  よりも大であるならば、株主割当発行の資金コストのほうが低くなり、 $X_0$  は  $X_d$  よりも大となる。

(二) 逆に  $D_0/P_0$  が  $\gamma$  よりも小であれば、公募発行の資金コストのほうが低くなり、 $X_d$  は  $X_0$  よりも大となる。

(三)  $D_0/P_0$  と  $\gamma$  とが等しければ、資金コストはどちらも等しくなり、 $X_0$  と  $X_d$  も等しいことになる。

ところで、

$$\frac{D_0}{P_0} \equiv \gamma$$

とすることが、

$$\frac{D_0}{\gamma P_0} \equiv P_0$$

ということにほかならない。左辺の  $D_0/\gamma$  は、新株発行をおこなわないとしたときに既存の一株について経営者が妥当だと考える価格、ないしは、会社が公募発行後の一株に対して平均年配当  $D_0$  を支払うとしたときにその一

株について経営者が妥当だと考える価格である。これに対して右辺の公募価格  $P_0$  は、前述のように  $bM_0$  (ただし  $M_0$  は、公募発行以前の一株についての公募を見込んだ市場価格) であるから、証券投資者や投機者たちの予想が  $M_0$  を  $D_0/\gamma$  以下にとどめるような状態にあるときはもちろんのこと、たとえ  $M_0$  を  $D_0/\gamma$  よりも高からしめるような市況であつても  $bM_0$  (これは  $M_0$  よりも小である) が  $D_0/\gamma$  より小である限り、前記の結論(一)が妥当し、株主割当発行のほうが望ましいことになる。これに対し、もしも証券投資者や投機者たちの予想が  $M_0$  を  $D_0/\gamma$  の  $\gamma b$  よりも高からしめるような状況にあるときは、前記の結論(二)が妥当し、公募発行のほうが望ましいことになる。また、たまたま  $bM_0$  が  $D_0/\gamma$  に一致するような市況においては前記の結論(三)が妥当し、株主割当発行と公募発行とは同等に望ましいことになる。

なお一言つけ加えれば、この第六の場合に、公募発行および第三者割当・額面発行をおこなうについて、発行会社が新株発行後の一株に対し少なくとも  $D_0$  の配当を維持したいと考える理由は、新株発行によって現在株主の利益を現状よりも悪化させることを避けるためであり、

そのような意味で現在株主の利益が考慮されているわけである。また株主割当発行において、発行会社が新株発行後の配当支払総額を少なくとも  $[ND_0 + \gamma X]$  に維持したいと考える理由は、新株発行をおこなわないときにも支払うはずの配当総額  $ND_0$  を確保し、さらに現在株主が新たに払い込む金額  $X$  に対して経営者が報いるべきだと考える配当総額  $\gamma X$  を確保するためであり、そのような意味においてやはり、現在株主の利益を現状よりも悪化させることを避けようと思図するからである。

**第七** 基本的には第五の場合と同様であって、副次的に二で述べた現在株主の立場を考慮する場合。

この場合には、公募価格  $P_D$  と既発行株式一株当りの既存自己資本  $S/N$  との相対的大きさ  $P_D/S/N$  により、 $P_D/S/N$  ならば、株主割当・額面発行（または現在株主の立場から見てそれよりも有利な株主割当・時価発行）が最も望ましく、 $P_D > S/N$  ならば公募発行が最も望ましいことになる。

**第八** 基本的には第六の場合と同様であって、副次的に二で述べた現在株主の立場を考慮する場合。

この場合には、公募新株配当利回り  $D_0/P_D$  と経営者

が自社株式について妥当と考える配当利回り  $\gamma$  との相対的大きさ  $P_D/P_D \gamma$  により、 $D_0/P_D \gamma$  ならば株主割当・額面発行（または現在株主の立場から見てそれよりも有利な株主割当・時価発行）が最も望ましく、 $D_0/P_D \gamma > \gamma$  ならば公募発行が最も望ましいことになる。

以上、発行会社の立場から、資本調達方法を選択する基準について若干の場合をとり上げ、それぞれの場合について新株有償発行の諸方法を比較してきた。資本調達方法を選択する基準としては以上のほかにいろいろ考えられるであろうが、ともかく以上に考察した範囲内においても、どのような基準をとるかにより、また状況に応じて、結論が分かれることが明らかになった。発行会社の立場から見て同等である方法には、副次的に二で述べた現在株主の立場にしたがって順位をつけることにすれば、上記の第三の場合には、株主割当・額面発行（または現在株主の立場から見てそれよりも有利な株主割当・時価発行）が最も望ましく、第四の場合には株主割当・時価発行が最も望ましいことになり、また第七の場合には、 $P_D$  と  $S/N$  との関係いかんにより、株主割当・額面発行（ま



たは現在株主の立場から見てそれより有利な株主割当・時価発行)が最も望ましい情況もあり、公募発行が最も望ましい情況もあるというように結論が分かれ、第八の場合には、 $D_0/P_0$ と $\gamma$ との関係いかににより、第七の場合と同じ形に結論が分かれることになった。

発行会社の立場から見ても望ましい新株有償発行の方法と、現在株主の立場から見たそれとを対比してみると、第三の場合、第七の場合において  $P_0 \geq S/N$  なるとき、および第八の場合において  $D_0/P_0 \geq \gamma$  なるときには両者が一致するが、第四の場合、第七の場合において  $P_0 > S/N$  なるとき、および第八の場合において  $D_0/P_0 < \gamma$  なるときには両者が食い違うことになる。

従来わが国では会社の新株発行について株主割当・額面発行が一般原則とされており、公募発行がこれと併用されることはあったがその件数は比較的少なく、またその規模も相対的に小さいという状態が続いていた。ところが最近になって、この原則を後退させるような動きが出てきた。それは、依然として株主割当・額面発行と併用されるものではあるけれども、相当大幅な公募をおこ

なう会社が最近急速にふえてきたことである。この点めぐって、一方では、株主割当・額面発行を望ましいものとし、公募発行をなるべくおさえるべきだと主張する人々があり、他方では、時価発行(とくに公募発行)を望ましいものとし、原則をいかに切り換えていくべきだと主張する人々があつて、二様の意見が対立している。

前者は現在株主の立場ないしは証券投資者の立場に立った意見であり、後者は発行会社の立場ないしは資本調達観点に立った主張であるが、それらの理論的根拠について掘り下げて考えてみようというのが本稿の目的であつた。このように発行会社の立場と現在株主の立場との間に意見の対立が見られることは、発行会社の立場が(外資導入上の便宜ということも部分的に考慮に入れられている)だるうが、主たる考慮としては)上記の第四の若干の場合、第七の場合において  $P_0 \geq S/N$  なる場合、第八の場合において  $D_0/P_0 \geq \gamma$  なる場合、またはこれらと同様の結論に導くようなその他の場合に該当していることを示唆するものといふことができよう。(一九六一・一・一四)

(一橋大学助教授)