

Title	エクイティ・ファイナンスと株式所有構造： 大手建設企業の事例の分析を媒介として(野口祐教授退任記念号)
Sub Title	Equity Financing and its Impact on the Structure of Stockownership(In Honour of Professor Tasuku Noguchi)
Author	植竹, 晃久(Uetake, Teruhisa)
Publisher	
Publication year	1992
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.35, No.1 (1992. 4) ,p.23- 39
JaLC DOI	
Abstract	1980年代におけるわが国企業の資本調達の際立った特徴として、いわゆるエクイティ・ファイナンス(新株発行を伴う資本調達)の積極的な活用を挙げることができる。とりわけ、転換社債と新株引受権付社債の発行による資金の調達にはまさに目を見張るものがあったといつてよい。これらの社債が資本転換されて新たに株式の発行がなされると、それまでの株式所有構成は多かれ少なかれ変化せざるを得ない。とりわけ、こうした株式への転換等が短期間のうちに急激になされる場合には、その経営財務上ならびに所有構成上のインパクトはそれだけ大きいといえる。本稿は、こうしたエクイティ・ファイナンスと企業の株式所有構造の変化について、この間の事情が最も端的に現れると思われる大手建設企業の事例をとり上げて分析・検討を行うものである。立論の構成は二つの部分に分けられる。第1に企業における旺盛なエクイティ・ファイナンスの実態を把握すること、そして第2にそれが企業の株式の所有構造にどのような影響を及ぼしてきたかについて分析することがすなわちそれであるが、このうち本号においては、前者について考察を行っている。ここでは、80年代において日本のビッグ・ビジネス(大手建設企業)がいかにか大量かつ急速にエクイティ債関連の資本調達を断行してきたか、したがってまたそれに伴っていかにか大幅かつ頻繁に新株の発行を行ってきたかが明らかにされるであろう。
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19920425-04056136

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

三田商学研究
35 卷 1 号
1992 年 4 月

エクイティ・ファイナンスと株式所有構造

—大手建設企業の事例の分析を媒介として—

植 竹 晃 久

<要 約>

1980年代におけるわが国企業の資本調達の際立った特徴として、いわゆるエクイティ・ファイナンス（新株発行を伴う資本調達）の積極的な活用を挙げることができる。とりわけ、転換社債と新株引受権付社債の発行による資金の調達にはまさに目を見張るものがあったといってよい。これらの社債が資本転換されて新たに株式の発行がなされると、それまでの株式所有構成は多かれ少なかれ変化せざるを得ない。とりわけ、こうした株式への転換等が短期間のうちに急激になされる場合には、その経営財務上ならびに所有構成上のインパクトはそれだけ大きいといえる。本稿は、こうしたエクイティ・ファイナンスと企業の株式所有構造の変化について、この間の事情が最も端的に現れると思われる大手建設企業の事例をとり上げて分析・検討を行うものである。

立論の構成は二つの部分に分けられる。第1に企業における旺盛なエクイティ・ファイナンスの実態を把握すること、そして第2にそれが企業の株式の所有構造にどのような影響を及ぼしてきたかについて分析することがすなわちそれであるが、このうち本号においては、前者について考察を行っている。ここでは、80年代において日本のビッグ・ビジネス（大手建設企業）がいかに大量かつ急速にエクイティ債関連の資本調達を断行してきたか、したがってまたそれに伴っていかに大幅かつ頻繁に新株の発行を行ってきたかが明らかにされるであろう。

<キーワード>

所有構造と経営行動、エクイティ・ファイナンス、転換社債、新株引受権付社債、株式所有、大株主、新株発行、建設業の特徴、財テク、バブル経済

はじめに

私は現代株式会社企業の所有構造と経営行動との関連の分析を当面の研究課題としているが、本稿はこうした研究プログラムの序説的な作業として、1980年代の後半にかけての活発なエクイティ・ファイナンスの展開が企業の株式所有構造にどのようなインパクトを与えたかを理論的ならびに実証的に考察しようとするものである。あらためて指摘するまでもなく、こうしたファイナンス方式はいずれ新株の発行を伴うものであり、それが比較的短期間のうちに急激になされる場合には、既存の株式所有構造に少なからぬ影響を及ぼすこととなり、ひいては株式の相互持ち合いや「安定株主」構造を前提にして成り立っていたわが国企業の経営行動様式も変更を余儀なくされることも

考えられるところである。この間の関連が早急に分析される必要がある所以である。

もとより、こうしたポレミックな課題を限られた時間内で一義的に解明することは困難であるので、ここでは、この間の事情が比較的に端的に現れてくると思われる大手建設企業のケースをとり上げ、そこで分析結果を媒介として与えられたテーマにアプローチしていくこととし、その包括的・体系的な検討は、以下引き続き予定している今後の分析に委ねることを了とされたい。

考察の順序としては、先ず本号において問題の設定と限定を行った後、わが国におけるエクイティ・ファイナンスの展開と特徴について素描し、次いで転換権と新株引受権の行使による株式の発行状況を大手建設企業についてみていくこととし、資本転換による株式所有構成上の変化とその帰結については本誌第3号に掲載する予定である。

1. 問題の設定と限定

1980年代後半におけるわが国企業の資本調達の際立った特徴として、いわゆるエクイティ・ファイナンスの急激な増大を挙げることができる。とりわけ、当時における高株価ないしは株価上昇期待を背景とした低利の資金調達源としての転換社債と新株引受権付社債の発行の増勢にはまさに目を見張るものがあったといつてよい。こうして、多くの企業が実物投資（設備投資と在庫投資）需要を大幅に上回る大量の資金を調達し、いわば本業以外の「財テク」活動に奔走してきたことは周知の通りである。

とりわけ、1985年以降は、わが国の低金利基調といわゆるカネ余り現象を背景に、企業はエクイティ関連のファイナンスを増加させることによって低資金調達コストを実現し、そのもとで証券市場で資金運用を積極化させた。ちなみに、第1表に見るように、80年代後半に入ってから金融資産残高は高い伸びを示しており、その中でも、従来の「現・預金」中心のものから、「信託」、「有価証券」といった収益性の高い資産へのシフトが急速になされてきたことが特徴的である。この間、余資運用機会の増加を積極的に活用した様子が窺える¹⁾。

さすがに、こうしたエクイティ・ファイナンスの増勢も89年をピークに、翌年の株価の暴落とそれに引き続く株式状況の低迷によって脆くも一頓挫するところとなったが、その暴落のもたらした企業経営上ならびに所有構成上の意義は決して小さくはない。こうして、今では少なからぬ企業がいわばバブルのツケともいふべき「財テク後遺症」に悩まされている状況にあるといつてよい。

先にも言及したように、転換社債にしる、あるいは新株引受権付社債にしる、社債権者の転換権や新株引受権の行使によって新たに株式の発行がなされると、それまでの株式所有構成は多かれ少

1) 山一証券経済研究所「証券月報」№500（1990年4月）102頁。

第1表 法人企業の金融資産残高の推移

(単位：千億円 %)

金融資産	年末	65	70	75	80	85	88	75/70 伸び率 (年率)	85/75 伸び率 (年率)	88/85 伸び率 (年率)
	現金・預金		121 71.2	243 72.2	539 65.2	803 64.4	1,284 55.9	1,868 45.2	17.2	9.1
信託		6 3.8	13 3.7	31 3.7	53 4.2	103 4.5	305 7.4	19.7	12.9	43.7
有価証券		39 22.9	72 21.4	213 25.8	324 26.0	777 33.9	1,659 40.1	24.2	13.8	28.7
債券		6 3.7	12 3.7	27 3.2	73 5.8	139 6.0	83 2.0	16.7	17.9	-15.6
株式		32 19.0	59 17.6	186 22.5	250 20.1	634 27.6	1,519 36.7	25.6	13.0	33.8
投資信託		0 0.3	0 0.1	0 0.1	1 0.1	5 0.2	56 1.4	11.3	25.5	128.9
合計		170 100.0	337 100.0	826 100.0	1,248 100.0	2,296 100.0	4,134 100.0	19.6	10.8	21.7

(注) 1. 各資産の下段は構成比。

2. 山一証券経済研究所『証券月報』No. 500 (1994年4月) 102頁の付表による。

なかれ変化せざるをえない。とりわけ、そうした株式への転換等が短期間のうちに急激になされる場合には、その所有構成上のインパクトは甚大であることが予想される。その点、わが国固有ともいえる従来からの「株式の相互持ち合い」やいわゆる「安定株主工作」の構造に対する影響が注目される場所である。こうした問題をも含めて、いわばエクイティ・ブームが駆け抜け去った現在の段階で、わが国企業の株式所有構造をあらためて分析し直してみる必要がある所以である。

ところで、こうした所有構成上のインパクトが最も端的に現れるのは、いわゆる同族支配企業ないしは同族を含む共同支配企業においてであるといつてよい。こうした企業にあっては、総じて事業規模に比べて既存の発行済み株式数が相対的に少ないことが特徴的であるが、そうしたもとの急激かつ大量の新株式発行は、個人・同族の引受能力=追加払込能力の限界を上回るケースが多く、その分、株式の相当部分が同族以外の所有者の手に渡らざるを得ないからである。

同族の支配維持にとっては決して好ましいとはいえないような帰結をもたらすエクイティ・ファイナンスに多くの企業が依拠せざるを得ないということはいかにもパラドキシカルなことではある。だが、そうせざるを得なかったのは、一般的にいても企業にとって低利の資金源を見逃す手はなく、また多くの場合に同業他社との競争の上でもできるだけ低コストの資金調達を図っていくこと

は、いわば資本主義企業として至上命題であるからである（資本集中上の要請と支配維持上の要請とのパラドックス）。

もちろん、こうしたエクイティ・ファイナンスの隆盛に伴う株式所有構成上の変動は単に同族支配型の企業にのみとどまるものではない。わが国の企業についていえば、前述のように、いわゆる安定株主工作とそれに基づく企業間の相互持ち合い的な株式保有構造が特徴的であるが、そうした既存の構造が80年代の後半にかけてどのような変容を遂げ、また今後の過程でどのような軌道修正を迫られてくるかといった点との関連をも含めて、包括的な分析が施される必要がある。こうした分析は、既存の株式所有構造を前提としたわが国企業に特徴的な経営行動（たとえば、欧米の企業が「機関株主」のプレッシャーのもとに、その時々株価や配当の維持を指向して、しばしば「短期的視野」の経営に陥りやすいといわれるのに対して、日本の企業にあっては経営者は株主の経営上の圧力から一定に解放されており、彼らの直接的な利害から離れて「長期的視野」のもとに経営活動を遂行していくことが可能とされる、等）の変化の方向を見る上でも不可欠であるといつてよいからである。

ただし、この小論においては、先ず大手建設企業の事例をとり上げて分析を試み、それによって今後の包括的な考察の出発点とすることとしたい。

2. わが国におけるエクイティ・ファイナンスの展開と特徴

近年におけるわが国企業の資金調達上の特徴として、高度経済成長を支えた従前の金融機関からの借入依存の体制から、安定成長期に入ってから企業は直接的に資本市場ないしは証券市場で資金を調達する体制へと、その調達方式を大きくシフトさせてきている点を指摘することができる。いわゆる借入財務方式から証券財務方式への移行がすなわちこれである。前にも言及したように、1970年代後半から1980年代末にかけては、「エクイティ・ファイナンス」（新株発行を伴う資金調達で、これには一般の有償増資のほか転換社債と新株引受権付社債の発行による調達が含まれる）の盛行により、こうした移行がとりわけ顕著に見られたところである。

この間の事情を明らかにするために、先ずわが国の主要企業の資金調達構成の最近にかけての推移を見てみると第2表に示した通りである。見られるように、エクイティ・ファイナンスの増加は急ピッチで、その資金調達総額に占める割合も、全産業ベースで1981年度から85年度までの平均の18.8%のレベルから、89年度には49.7%へと大幅にアップしてきている。こうした増勢は製造業においては一層顕著で、この間に25.0%から実に71.1%にまでそのウェイトを増してきている。とりわけ、この間の前半における転換社債の伸びと後半における新株引受権付社債の更なる伸びが極めて対照的である。

このうち、転換社債（Convertible Bond）は株式への転換を認められた社債であり、社債保有者の請

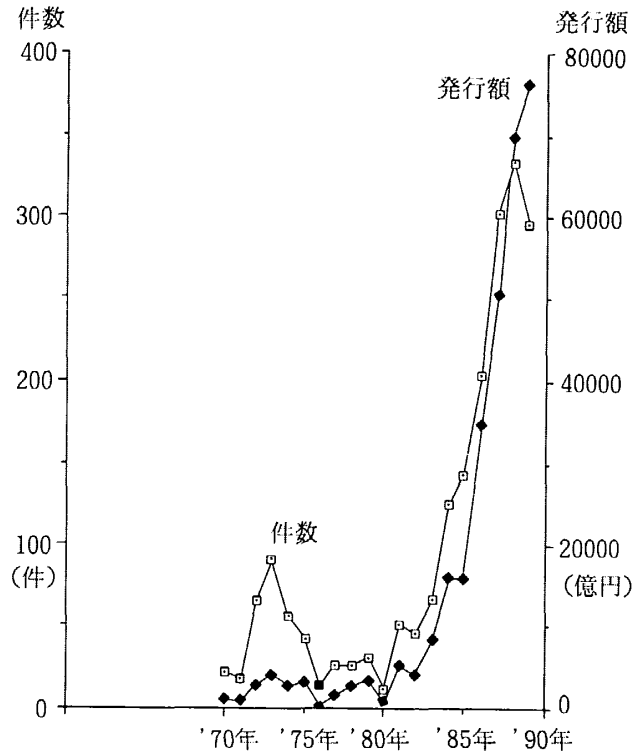
第2表 わが国主要企業の資金調達推移

(単位・兆円、%)

全産業		1981～ 85年度 平均	構成比	1986 年度	構成比	1987 年度	構成比	1988 年度	構成比	1989 年度	構成比
資 金 調 達	内部資金	7.5	64.5	8.8	70.1	9.7	53.4	11.0	46.6	14.3	40.9
	減価償却	5.8	50.4	7.1	56.2	7.4	40.8	7.7	32.9	10.4	29.7
	内部留保	1.6	14.2	1.8	14.0	2.3	12.5	3.2	13.7	3.9	11.2
	外部資金	4.1	35.5	3.8	29.9	8.4	46.6	12.6	53.4	20.6	59.1
	借入金	1.5	12.6	△ 0.9	△ 7.0	1.3	7.3	3.5	15.0	3.8	11.0
	普通社債	0.5	4.0	0.4	3.5	0.0	△ 0.1	△ 0.3	△ 1.2	△ 0.6	△ 1.6
	エクイティ ファイナンス	2.2	18.8	4.2	33.4	7.1	39.4	9.3	39.7	17.3	49.7
	転換社債	0.6	5.2	1.2	9.3	1.7	9.2	1.0	4.3	3.2	9.1
	ワラント債	0.3	2.2	1.2	9.4	2.0	11.2	3.1	13.3	6.8	19.5
	増資	1.3	11.5	1.8	14.7	3.4	19.0	5.2	22.1	7.3	21.1
計		11.6	100.0	12.6	100.0	18.1	100.0	23.5	100.0	34.8	100.0
製造業		1981～ 85年度 平均	構成比	1986 年度	構成比	1987 年度	構成比	1988 年度	構成比	1989 年度	構成比
資 金 調 達	内部資金	4.8	73.8	5.3	78.6	6.0	73.3	7.1	69.9	7.8	47.9
	減価償却	3.6	55.0	4.4	64.7	4.5	54.8	4.7	46.4	5.1	31.2
	内部留保	1.2	18.9	0.9	13.9	1.5	18.5	2.4	23.5	2.7	16.7
	外部資金	1.7	26.2	1.4	21.4	2.2	26.7	3.0	30.1	8.5	52.1
	借入金	0.1	1.3	△ 1.2	△ 18.1	△ 1.9	△ 23.0	△ 2.5	△ 24.9	△ 2.7	△ 16.5
	普通社債	0.0	△ 0.2	0.4	6.2	△ 0.2	△ 2.8	△ 0.5	△ 4.5	△ 0.4	△ 2.5
	エクイティ ファイナンス	1.6	25.0	2.2	33.3	4.3	52.5	6.0	59.6	11.6	71.1
	転換社債	0.6	9.2	0.6	9.5	0.4	5.1	0.9	9.0	2.6	15.9
	ワラント債	0.2	2.5	0.6	8.5	1.3	15.5	2.1	21.1	4.0	24.7
	増資	0.9	13.3	1.0	15.3	2.6	31.9	3.0	29.5	5.0	30.5
計		6.5	100.0	6.7	100.0	8.2	100.0	10.1	100.0	16.3	100.0

- (注) 1. 原則として資本金10億円以上の企業(金融・保険業を除く)。
 2. 1989年度の集計対象社数は638社(製造業387社, 非製造業251社)である。
 3. 日本銀行調査統計局「調査月報」(平成2年11月号)16頁の付表より作成。

第1図 転換社債発行状況



- (注) 1. 数値は上場会社・店頭登録会社の国内発行分である。
 2. 第28回大蔵省証券局年報(平成2年版), 154頁の付表より作成。

求によって、所定の期間内(「転換請求期間」)に所定の価額(「転換価額」)で発行会社の株式に転換できる権利(「転換権」)を付与された社債である。社債の保有者は、転換するまでは社債権者として普通社債と同様に確定利率による利子を受け取り、転換後は株主として配当を受け取ることになる。転換社債がしばしば潜在株式といわれる所以である。

転換社債は、わが国では昭和13年(1938年)商法で初めて導入され、昭和25年(1950年)商法改正で大幅に改定され、以後いくつかの発展の段階を経て、1979年に完全無担保転換社債が実現されて今日に至っている²⁾。発行会社にとって、転換社債発行の利点としては一般に以下の諸点が挙げられ

2) 戦後のわが国における転換社債の発展は幾つかの段階に分けられるが、三浦氏は、①額面転換社債発行の時期(昭和24年から昭和38年まで)、②外貨建転換社債発行の時期(昭和37年)、③国内での時価転換社債の導入(昭和41年)、④無担保(留保物件付)転換社債発行の実現(昭和48年)、⑤完全無担保転換社債発行の実現(昭和54年)の五つを区別しておられる。三浦后美「転換社債利用の活発化と問題点」(水越潔編『新金融証券市場と会社財務』[1988年]第7章所収)147頁以下を参照。なお、社債財務の立ち入った歴史的検討については、同氏の「新株引受権付社債財務の日本的特質」(『証券研究』Vol. 97, 10頁以下)を参照されたい。

る。①多額の長期安定資金を調達できること、②株式への転換権という甘味剤が付されていることに伴って低利の調達が可能であること、③株主への転換が株価の上昇気運＝収益力の向上に伴ってなされることから配当負担の速度が緩やかであり、またその分1株当たりの利益や純資産の希薄化をも回避しうること、④転換により自己資本に変化するところから自己資本の充実＝財務内容の強化につながること等の諸点がそれである。

ピーク時の1989年度における国内での転換社債の発行は295銘柄、7兆6395億円（前年度比9.2%増）を記録している。この間、起債の大型化も見られ、発行額が1000億円を越す大型債は、ソニー、新日本製鉄の各3000億円をはじめとして21銘柄にのぼった。その結果、1銘柄当たりの平均発行額は259億円と前年度に比し23.3%の増となっている。このことは、第1図にも示されているように、同年度には件数が減少しているにもかかわらず、発行額では大幅に増大していることにも端的に現れている通りである。

業種別では、電気機器（1兆9020億円）をトップに、以下、金融機関（9620億円）、鉄鋼（9015億円）、化学（6550億円）の順となっている。また、発行形態別では、87年2月の出債基準の緩和措置により完全無担保発行分が大部分を占めるようになり、全銘柄の91.7%に当たる7兆70億円が発行されている³⁾。

次に、新株引受権付社債（Bond with Warrants:ワラント債）は、発行後に所定の期間（新株引受権行使請求期間ないし単に行使期間）内に、所定の価額（引受権行使価額ないしは単に行使価額）で、所定の数の新株の発行を当該会社に請求できる権利（ワラント＝新株引受権）を付与された社債である。先の転換社債と異なり、社債とは別個に新株の引受権が存在していることから、引受権行使後も社債は消滅せずに存続することが特徴である。

新株引受権付社債のメリットとしては、それにより低利で長期安定的な資金を調達できるという点で転換社債と共通するところが多いが、それに加えて社債と株式の両面から資金調達できること、つまり社債発行時の社債資本の払込みと新株引受権が行使された時の新株の払込みとの二重の資金調達が可能であることから一層多額の資金調達が期待されうること、また新株引受権の付与率の多寡を設定することによって株式資本の急激な増加をおさえて株式の希薄化現象を回避しうること、更に海外で発行する場合には為替リスクヘッジ効果を有すること等々を指摘することができる⁴⁾。

3) 第28回大蔵省証券局年報（平成2年版）、151頁以下参照。

4) この間の事情については、例えば、①山一証券経済研究所・山一証券編『新時代の企業ファイナンス戦略（調達編）』（1984年12月）284頁以下、②三浦后美・前掲「日本の特質」（前掲『証券研究』56頁）、③相沢隆「企業ファイナンスの多様化」（蠟山昌一編『実践ゼミナール：証券・金融・ファイナンス』[1987年7月]所収）186頁、④船橋健二「新株引受権付社債の活発化と問題点」（水越潔編、前掲書第8章所収）166頁以下、等を参照されたい。

第3表 わが国企業の社債発行による資金調達状況

(単位：億円)

区 分 年 度	普 通 社 債		換 換 社 債		新 株 引 受 権 付 社 債		合 計					
	国 内	海 外	国 内	海 外	国 内	海 外	国 内	海 外				
	計	計	計	計	計	計	計	計				
81年度	12,690	491	13,181	5,260	10,248	15,508	200	443	643	18,150	11,182	29,332
82年度	10,475	6,812	17,287	4,175	6,275	10,450	470	658	1,128	15,120	13,745	28,865
83年度	6,830	4,039	10,869	8,610	11,914	20,524	170	3,231	3,401	15,610	19,184	34,794
84年度	7,200	11,345	18,545	16,115	12,272	28,387	30	4,336	4,366	23,345	27,953	51,298
85年度	9,435	14,393	23,828	15,855	7,659	23,514	550	8,662	9,212	25,840	30,714	56,554
86年度	9,800	16,392	26,192	34,680	4,853	39,533	1,040	19,932	20,972	45,520	41,177	86,697
87年度	9,150	8,240	17,390	50,550	10,766	61,316	—	34,390	34,390	59,700	53,396	113,096
88年度	7,490	8,426	15,916	69,945	10,655	80,610	—	49,821	49,821	77,435	68,912	146,347
89年度	7,290	11,199	18,489	76,395	17,389	93,784	9,150	82,698	91,848	92,835	111,286	204,121
90年度	20,660	22,982	43,642	9,110	5,138	14,248	3,950	26,245	30,195	33,720	54,365	88,085

(注) 1. 金融債銀行(普通社債)は含まない。銀行以外の全額出資の金融子会社を通じて発行したものを含む。

2. 海外には非公債を含み、国内には含まない。

3. 数値は公社債引受協会資料に基づくもので、「企業会計」'91 Vol. 43. No.4) 25頁の付表による。

わが国で新株引受権付社債が導入されたのは比較的最近のことであり、昭和56年（1981年）の商法改正以降のことに属する。当初においては、発行が「非分離型」に限られていたこと、また担保問題や発行限度額等にも様々な制限が付されていたこと等から国内での利用は低調で、この社債の発行はもっぱら海外においてなされてきた⁵⁾。そして、既に1980年の外為法の改正によって資本取引が原則的に自由化されたこと、またこの社債が為替リスク回避機能を有すること等から、その後であっても低金利の資金を求めてユーロ市場をはじめとする海外市場でのワラント債の発行は盛況を極め、80年代後半にはわが国の資金調達的主流をなすまでに至ったのである。

この間の委細の検討は別の機会に委ねるとして、1980年代に入って転換社債と新株引受権付社債の両エクイティ債の発行による資金調達は増加の一途をたどり、第3表に見るように、ピークの89年度には両者の合計は内外合わせて実に18兆6000億円にも及んでいる。こうして、後にも事例的に検討していくように、多くの大企業において、この間の増資の大部分が転換社債の株式への転換と新株引受権の行使による新株の発行に基づいている状況にある。

1990年になって株式市況が低迷に転じ、それまでのエクイティ・ファイナンス盛況の大前提をなしていた株価の上昇気運が消滅するに及んで一大ブームも終焉するところとなったが、その残した経営財務上ならびに所有構成上の帰結は甚大で、企業に対して様々な問題を投げかけずにはおかない。

先ず、いわば過剰調達による「財テク」金融の破綻からくる経営財務上の諸問題——とりわけ、やがて返済期限を迎える多額のエクイティ債の償還資金の調達とそれに伴う重い金利負担が差し迫った問題である。この間の立ち入った分析はここでは割愛せざるを得ないが、ある試算によれば、1992年から向こう4年間に償還を迎える転換社債の残存額とワラント債の未行使額は上場企業合計で24兆円にのぼり、その調達に関わる資金コストは、長期借り入れ等でまかなうとすれば、金利負担だけでも6200億円になると指摘されている⁶⁾。

次に、比較的短期間における急激な新株の発行は、それが転換社債の転換に基づくものであれ、あるいは新株引受権の行使に基づくものであれ、既存の株式所有構造に少なからぬインパクトを与える。場合によっては、それによって長年にわたって培われてきた安定株主構造が崩壊の危機に瀕することも考えられるところである。

5) それでも、①平成元年（1989年）4月からワラント（新株引受権）とエクswラント（社債部分）を募集時から分離して販売する方法が導入されたこと、②同年度末までの株式市場の活況を背景として、発行コストが低水準で推移したこと等から、同年度の国内での発行額は24銘柄、9150億円と最高を記録している（前掲、証券局年報156頁）。

6) 三和総合研究所の分析によれば、1987年から89年の3年間に企業（全上場企業の55%に当たる1125社）で実施したエクイティ・ファイナンスによる調達額は56兆円で、うち設備投資や借金返済などの必要額以上に調達した額は約22兆円にのぼるといふ。このうち、12兆円が運転資金に使われ、残り10兆円は財テクに回されたとしている（朝日新聞、1992年2月19日付による）。

こうした点の立ち入った検討は後の分析にまわすとして、その前に、こうしたエクイティ・ファイナンスが現実の企業でどのように活用され、また株式資本に転換されてきているかについて具体的に見ておくこととしたい。先にも述べたように、当面の分析の対象としては、新株発行による所有構成上の変化が比較的明確に現れると考えられる大手建設企業を取り上げて検討していくこととしたい。

3. 転換権と新株引受権の行使による株式の発行状況

——大手建設企業におけるエクイティ債の資本転換——

エクイティ債の一つの基本的な特徴は、その発行がいずれ新株の発行を伴うものであるという点にある。こうした新株の発行により、当然のことながらそれまでの株式の所有構成は多かれ少なかれ変動することになる。そうした変動は、資本への転換（資本金への組み入れ）が緩やかであれば、それほど大きくはないであろう。だが、エクイティ債の発行が大量で、その資本転換によって新たに発行する株式数が既存の発行株式数に比して相対的に多いような場合には株式所有構成上の変化もそれだけ大きいといってよい。先にも言及してきたように、こうした状況が現出しやすいのは、その事業規模に比べて資本金規模が相対的に小さいような企業においてであると言える。建設企業の場合がこれにあたる。事態のメカニズムを明確にするために、この小論が当面の分析の対象として大手建設企業を取り上げたのもそのためである。

すなわち、建設企業においては、一般にその取引規模（工事額）に比べて株式資本（資本金）の規模が相対的に小さいことが特徴的であるが、それというのも、建設業にあっては、建設生産の特殊性（例えば、建設業が典型的な受注産業であり、市場が不安定で景気変動の影響を受けやすいこと、またいわば生産物であるところの建造物が固定的・現場生産的であり、そのため諸種の地域特性や気候・天候などの制約を受けることが多いこと、等）から、企業が多くの機器や労働者を常時保持していくことが経営的に困難で、各企業は固定資本を多くは保持せず、まさに「身軽さ」を身上としていることによる⁷⁾。そして、そのことのいわば財務的反映として、企業の資金調達活動の重点はいきおい運転資金に置かれ、その分、株式の発行による資金調達のウエイトは小さくなっているといつてよい。その結果、他産業に比べて株式の分散化の度合いも小さく、大手企業といえども同族支配的な企業が少なくない。ちなみに、わが国の建設大手五社の一角を形成している竹中工務店が未だに株式を公開せずに同族経営を貫いていることはよく知られている通りである。

以上の建設業の特徴とも関連して、わが国の建設業者の数は戦後の高度経済成長の過程で増え続

7) 建設生産の特徴については、植竹晃久・坂口康『鹿島建設・三井不動産』（日本のビッグ・ビジネスシリーズ第10巻、1991年7月）14頁以下を参照されたい。

け、合わせて51万余（89年3月末）の多きにのぼっている。しかしながら、その大部分は中小業者であり、大手企業と中小・零細業者との規模格差は歴然としているといつてよい。すなわち、数の上では1.2%占めるに過ぎない資本金5000万円以上の大手が完成工事高の44.8%、元請工事高では54.4%を占めており、また資本金10億円以上の法人となると、全体の0.06%の事業所が完成工事高の四分の一以上、元請完成工事高では三分の一以上を占めている状況にある⁸⁾。

こうした大手の頂点に位置するのが清水建設、大成建設、鹿島建設の各1兆円企業と関西系の竹中工務店、大林組のいわゆる大手五社で、これに近時急速に業容を拡大させてきている熊谷組をも含めて、これら大手の圧倒的地位は長年不動である。次いで、フジタ工業（現「フジタ」）、戸田建

第4表 主要建設各社の転換社債現存額

（単位・件、百万円）

会社名	1989年3月末		1990年3月末	
	銘柄数	現存額	銘柄数	現存額
	件	百万円	件	百万円
大林組	6	57,049	5	35,020
清水建設	1	23,996	1	6,422
佐藤工業	—	—	1	19,235
フジタ工業	1	6,541	3	63,225
長谷工コーポレーション	6	99,658	6	35,706
鹿島建設	2	22,216	4	38,947
三井建設	1	4,710	2	20,020
前田建設工業	1	27,548	1	17,990
間組	—	—	1	20,000
日榮建設工業	1	9,999	3	25,063
日本道路	1	4,737	2	19,656
青木建設	4	56,692	4	22,391
日本国土開発	2	537	4	20,218
五洋建設	—	—	1	15,000
小堀住研	2	13,341	2	3,531
ナショナル住宅産業	3	20,058	3	36,194
大和ハウス工業	6	56,018	6	11,003
積水ハウス	7	171,027	7	114,264
近畿電気工事	3	35,661	3	11,494
日本電設工業	—	—	1	10,000
協和電設	1	10,000	1	9,993
その他と 建設業も計	82	723,845	98	625,724

（注）1. 現存額は百万円未満切捨の金額である。

2. 公社債引受協会「公社債年鑑」（平成2年版）96頁以下の付表より作成。

8) 同書、19頁。

第5表 大手建設企業の資本金の推移

(単位・億円、倍)

企業名	年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	増加倍率
大成建設		492.4	610.4	906.4	938.8	941.0	1.91
清水建設		505.5 ⁽¹⁾	505.5 ⁽¹⁾	635.5	723.4	738.9	1.46
鹿島建設		434.9 ⁽²⁾	436.4	518.5	605.0	621.5	1.43
大林組		359.8	382.7	456.3	566.6	575.7	1.60
熊谷組		380.7 ⁽³⁾	399.2 ⁽³⁾	705.1	810.9	818.8	2.15
フジタ		226.4 ⁽²⁾	232.5	546.8	572.4	577.1	2.55
間組		159.3	201.5	241.6	243.0	243.1	1.53
戸田建設		102.7 ⁽³⁾	114.1 ⁽³⁾	153.9	193.2	225.1	2.19
西松建設		137.7	172.5	220.4	221.4	223.1	1.62
前田建設		87.0 ⁽²⁾	87.2	141.0	141.9	170.6	1.96
三井建設		102.2 ⁽⁴⁾	102.2	128.7	152.1	152.2	1.49
積水ハウス		348.6 ⁽⁵⁾	450.6 ⁽⁵⁾	471.8 ⁽⁵⁾	1291.4 ⁽⁵⁾	1321.5 ⁽⁵⁾	3.79
長谷工コーポレーション		154.6 ⁽⁴⁾	329.4	475.9	796.0	803.2	5.20

- (注) 1. 数値の右肩の(1)は当該年の10月末、(2)は11月末、(3)は9月末、(4)は5月末、(5)は1月末の値であり、それ以外はすべて3月末の数値である。
 2. 増加倍率は1991年の資本金額を1987年の値で除したものである。
 3. 各社の有価証券報告書より作成。

設、間組、三井建設、前田建設、飛鳥建設、東急建設、五洋建設、佐藤工業といったところが準大手を構成している。このほか、近年にかけては、積水ハウスや大和ハウス、長谷工コーポレーションといったプレハブ中心のハウス・メーカーやマンション建設の企業も勢いを増してきている。

ところで、前述のように、いわゆる1兆円企業を含めて、これらの大手の企業といえども資本金規模はそれ程大きくはないこと、それ故、他産業に比べて同族経営的な色合いを多分に残していることがこれまでの建設企業の特徴であった。しかしながら、最近にかけては様変わり新株の発行が相次ぎ、各社の資本金規模が急速に膨れあがってきている点が注目される。後述するように、その多くはエクイティ債の資本転換（転換社債の株式への転換および新株引受権付社債の引受権行使による株式の発行）によるものである。すなわち、低利の資金調達手段としてのエクイティ・ファイナンスの利用は建設業においても例外ではなく、この間、活発な資金の調達と運用がなされた。ちなみ

に、1989年末における転換社債の現存額は全産業で1224銘柄、13兆8720億円であり、翌1990年3月末では銘柄数1449件で16兆5781億円となっているが、このうち建設業の現存額は1989年3月末で82銘柄（全体の6.7%）、7238億円（同、5.2%）、翌90年3月末が98銘柄（同、6.8%）、6257億円（同、3.8%）となっている⁹⁾。

これら建設業のなかで、主な企業（ここでは、兩年度のいずれかの年度の現存額が、100億円以上の企業）の転換社債現存額を先の兩年度について示したものが第4表である。89年3月末時点の有高について見てみると、積水ハウスの1710億円、長谷工コーポレーションの9970億円、大林組の570億円、青木建設の567億円、大和ハウス工業の560億円をはじめとして、各社とも巨額の現存額を有していることが知られよう。

こうした転換社債の発行と並んで、とくに80年代の後半にかけて新株引受権付社債の発行も頻繁になされたが、これらのエクイティ債の増勢に伴って、建設各社の新株発行が相次いだ。すなわち、第5表は最近5カ年における代表的な建設大手各社の資本金の推移を示したものである。この間、長谷工コーポレーション（5.2倍）や積水ハウス（3.8倍）の急速な拡大にはまさに目を見張るものがあるが、これらを別格としても、1988年から89年を山場に、各社とも極めて短期間のうちに急速にそれぞれの資本金額をアップさせてきていることが見てとれよう。

この間の事情を詳しく見るために、これらの各社の増資の内訳を見てみると第6表の通りである。これによると、企業によってかなりのバラツキが見られるものの、総じて各社ともこの5年度間に大幅に増資しており、なかでも長谷工コーポレーションに至っては現資本金の実に80%以上が最近の増資による分であることが示される。次いで、積水ハウスの78.4%、フジタの70.3%、大成建設の58.3%と続き、以下50%台の企業（つまり、この5年間にそれまでの資本金の2倍以上に増資した企業）が熊谷組、戸田建設、前田建設、清水建設と名を連ねている。そして、最低の鹿島建設や三井建設でも、資本金の3割以上がこの間の増資によっている状況にある。

各社の大型の組み入れ分について見てみると、大成建設が1987年3月決算期に101億円、翌年に118億円、そして89年には296億円を組み入れている。清水建設は88年10月期に有償公募により148億円の増資を行った後、翌89年には転換社債の転換で130億円、90年には同じく88億円をそれぞれ転換組み入れしている。鹿島建設は89年と翌90年にそれぞれ82億円、86億円のエクイティ関連の増資を行い、また大林組も89年に73億円、90年に110億円をそれぞれ転換組み入れしている。大手で積極的なのが熊谷組で、89年3月期には転換社債の転換と新株引受権の行使分合わせて306億円の増資を敢行している。その他、フジタの89年3月期における314億円の組み入れも際立った存在である。

9) 公社債引受協会「公社債年鑑（平成2年版）」96頁。

第 6 表 最近 5 年 度 間 に お け る 大 手 建 設 企 業 の 増 資 内 訳

(単位・百万円、%)

増資内訳 企業名	資本金	うち最近5年 の増資額 (A)	資本金に 対する割合 (%)	エクイティ債関連の増資			その他の 増資 (D)	内 訳 (構 成 比)			
				転換社債の 株式への 換 換 (B)	新株引受 権の行使 (C)	計 (B+C)		B/A	C/A	(B+C) /A	D/A
大成建設	百万円 94,101	百万円 54,871	58.3	百万円 39,031	百万円 15,839	百万円 54,871	百万円 0	% 71.1	% 28.9	% 100.0	% 0.0
清水建設	73,892	38,192	51.7	23,342	0	23,342	14,850 ^①	61.1	0.0	61.1	38.9
鹿島建設	62,148	18,688	30.1	n. a.	n. a.	18,688	0	n. a.	n. a.	100.0	0.0
大林組	57,566	24,951	43.3	24,299	652	24,951	0	97.4	2.6	100.0	0.0
熊谷組	81,883	47,169	57.6	22,843	24,326	47,169	0	48.4	51.6	100.0	0.0
フジタ	57,710	40,560	70.3	n. a.	n. a.	40,560	0	n. a.	n. a.	100.0	0.0
間組	24,309	9,932	40.9	n. a.	n. a.	9,932	0	n. a.	n. a.	100.0	0.0
戸田建設	22,508	12,804	56.9	7,077	5,220	12,297	507 ^②	55.3	40.8	96.0	4.0
西松建設	22,307	10,241	45.9	n. a.	n. a.	10,241	0	n. a.	n. a.	100.0	0.0
前田建設	17,062	8,878	52.0	8,878	0	8,878	0	100.0	0.0	100.0	0.0
三井建設	15,218	5,008	32.9	5,088	0	5,008	0	100.0	0.0	100.0	0.0
積水ハウス	132,153	103,641	78.4	33,588	27,102	60,691	42,950 ^①	32.4	26.1	58.6	41.4
長谷工コーポレーション	80,325	66,118	82.3	49,738	0	49,738	16,380 ^①	75.2	0.0	75.2	24.8

(注) 1. 最近5年 度 間 と は 昭 和 62 年 (1987 年) 中 の 決 算 期 間 以 降 平 成 3 年 (1991 年) 中 に お け る 決 算 期 の 期 間 で あ る。

2. 表 中 の n. a. は, そ の 内 訳 が 表 示 さ れ て い な か っ た も の で あ る。

3. 「そ の 他 の 増 資」の (1) は 有 償 一 般 募 集 に よ る 増 資 で あ り, ま た (2) は 合 併 に よ る 資 本 金 増 加 で あ る。

4. 各 社 の 有 価 証 券 報 告 書 よ り 算 定 ・ 作 成。

第7表 大手建設企業の株式資本の明細 (エクイティ・債関連)
(単位・千株、百万円、%)

企業名	株 式			数 成 比			資 本 細 入 額			構 成 比		
	発行数 (A)	転換社債 の転換に よる発行 株式累計 (B)	新株引受 取権の行 使による 発行株式 累計 (B)	B/A	C/A	(B+C) /A	資本組入 額の総額 (D)	転換社債 の転換に よる資本 組入額累 計 (E)	新株引受 権の行使 による資 本組入額 累計 (F)	E/D	F/D	(E+F) /D
										%	%	%
大成建設	1,018,911	223,306	32,260	21.9	3.2	25.1	94,101	40,094	15,839	42.6	16.8	59.4
清水建設	787,631	43,631	0	5.5	0.0	5.5	73,892	23,342	0	31.6	0.0	31.6
鹿島建設	958,264	57,678	9,912	6.0	1.0	7.0	62,148	17,310	6,722	27.9	10.8	38.7
大林組	744,765	119,294	46,214	16.0	6.2	22.2	57,566	25,475	5,631	44.3	9.8	54.0
熊谷組	680,035	157,551	54,143	23.2	8.0	31.1	81,882	40,396	24,326	49.3	29.7	79.0
フジ	449,073	69,454	63,264	15.5	14.1	29.6	57,709	22,684	19,207	39.3	33.3	72.6
間組	321,071	44,719	59,458	13.9	18.5	32.5	24,308	2,235	12,685	9.2	52.2	61.4
戸田建設	260,614	16,859	8,382	6.5	3.2	9.7	22,508	6,887	5,219	30.6	23.2	53.8
西松建設	272,679	43,894	30,113	16.1	11.0	27.1	22,307	5,067	8,187	22.7	36.7	59.4
前田建設	174,968	24,349	0	13.9	0.0	13.9	17,061	9,530	0	55.9	0.0	55.9
三井建設	208,091	39,629	0	19.0	0.0	19.0	15,217	7,711	0	50.7	0.0	50.7
積水ハウス	574,784	132,847	56,679	23.1	9.9	33.0	132,153	45,325	27,115	34.3	20.5	54.8
長谷工コーポレーション	428,929	154,270	0	36.0	0.0	36.0	80,324	51,711	0	64.4	0.0	64.4

(注) 各社の有価証券報告書より算定・作成。

こうしたエクイティ関連の増資で飛び抜けた状態にあるのが積水ハウスと長谷工コーポレーションである。ちなみに、積水ハウスは87年（1月期、以下同じ）63億円、88年102億円のエクイティ増資の後、89年には一挙に820億円近くの増資を断行している。その内訳は、公募430億円、転換社債分266億円、新株引受権付社債分124億円となっている。長谷工コーポレーションの場合も大型組み入れが目立ち、87年11月期に公募により164億円の増資をした後、89年3月期には146億円、翌90年には実に320億円の転換社債の転換による増資を行っている。

このように、各社で大型の資本転換が相次いだり、その増資内容を見ると、転換社債の株式への転換による分が大半を占めていることが特徴的である。もっとも、熊谷組、戸田建設、大成建設、積水ハウスといった企業では新株引受権付社債の引受権行使による分もかなりのウェイトを占めている点にも留意する必要がある。新株引受権付社債の発行が各社とも最近期の方に集中しているところから、今後の株価の動向いかんでは、こちらの分が、これから更に増えてくることも考えられる。いずれにせよ、この間の増資のほとんどがエクイティ債関連に基づいていることは同表の右側の $(B+C)/A$ の項を見ても明らかであろう。

次に、既発行株式のうち、エクイティ債関連の発行株式の割合がどの位のウェイトを占めるようになってきたかを、株式数および資本組み入れ額の双方についてそれぞれ表示したものが第7表である。まず、表の左側の株式数については、エクイティ債関連の株式累計の割合 $(B+C)/A$ の高いところは長谷工コーポレーション（36.0%）、積水ハウス（33.0%）、間組（32.5%）、熊谷組（31.1%）の順となっており、このレベルでは全体の30%以上の株式がエクイティ債関連で発行されたことになる。以上とは対照的に、清水建設、鹿島建設、戸田建設といったところでは、いずれも10%未満の値にとどまっている。平均的には20%から30%の水準にあるとあってよく、従って全体の四分の一ほどの株式がエクイティ関連で発行されてきたと見ることができよう。

他方、資本組み入れ額の方は上述の株式数の場合とは事情を異にし、エクイティ関連の組み入れ額のウェイトがいずれも大幅にアップしていることが特徴的である。すなわち、表の右端のエクイティ関連の構成比を見ると、熊谷組の79.0%を筆頭に、フジタの72.6%、長谷工コーポレーションの64.4%、間組の61.4%と高い比率が続き、いわば老舗の清水建設と鹿島建設を除いて、いずれも50%を超える値となっている。これは、株価の高かった近時に集中しているエクイティ関連の株式時価発行を反映したものであることは言うまでもない。

大量の資金を調達した割には株式数の増分が少ないということ、換言すれば、調達金額の割には株式の分散が相対的に小さいということは、企業における支配の維持にとって歓迎すべきことであろう。その意味では、近時の猛烈ともいえるエクイティ・ファイナンスの株式所有構成上の変化も見た目ほど大きくはないとも考えられよう。しかしながら、すでに見てきたように、全体の四分の一から三分の一にもあたる株式が比較的短期間のうちに追加発行されてきているということの経営

上ならびに所有上の帰結とその意義は決して小さくないと言わなければならない。その間の経緯について少しく立ち入って検討を加えていくこと——これが次のテーマである（以下、第3号に続く）。