

株式配当企業資本の蓄積（二）

片山， 伍一

<https://doi.org/10.15017/4362505>

出版情報：経済學研究. 26 (4), pp.67-106, 1961-02-25. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



株式配当と

企業資本の蓄積 (二)

片山 伍一

目次

はしがき

商法規定の意義

——任意払込から払込強制へ——

一 株式配当の源泉と企業資本の蓄積

二 株式配当による資本蓄積の性格 (以上二十六卷三号)

三 積極的蓄積策としての株式配当 (本号)

四 消極的ないし反蓄積の性格の株式配当 (以下二十七卷一
号)

五 非蓄積の性格の株式配当

むすび

——蓄積策としての株式配当の限界——

三 積極的蓄積策としての株式配当

所有と支配と経営という形態をとる人的会社にあつては、(自己)資本の所有関係内部における矛盾・対立はみられない。したがつて、(自己)資本の所有関係——資本金と剰余金——に由来する資本の固定性・流動性と、資本の機能上の構成——固定資本・流動資本——との矛盾は一応存しない。ここでの自己資本の蓄積は、対債権者関係を考慮せず資本の持分関係からのみみれば、資本金、或は利益剰余金のいずれの科目で蓄積されようと、形態は問題ではない。すなわち、資本蓄積という観点に立つ限り、当期純利益を任意積立金ではなくて直ちに資本金に払い込んだり、或は留保利益を資本金に振替えたりする株式配当の必然性をそこには見出すことはできないのである。しかしながら、このことは、株式会社の発展とそこにおける矛盾の顕在化の結果、株式配当が制度化され一般化され、さらにその機能の拡大が図られてくると、株式配当政策をとる必然的な契機を本来的には有しない人的会社の段階にある企業にあつても、この制度が利用されてくるようになることを否定するものではない。そこでは、後述するように、会社支配資本と一般投資株主資本との対立の発生を予定して(例えば株式

の公開に先立って、或は対債権者、対労働者、さらには対社会（消費者）関係において、株式配当政策が宣言されてくるようになるのである（第五節非蓄積的性格の株式配当の項参照）。

しかして、株式会社の発展は、資本集積方式に変貌を与えた。すなわち、個々の個別資本それ自体の価値増殖運動の結果としての利益の蓄積ではなくて、拡大再生産の必要に応じ、利潤分配的な配当を楨杆に増資による資本集中が行われる。この資本の集中方式は、量的には、既に配当金として流出された或は今後流出されるであろう額に加えるに、社会的な蓄積からも吸引可能なのである。したがって、この場合時間的なずれを考慮に入れなければ、資本の蓄積量からみて、実質的には配当金は支払われなかったともいえる。この時間的にずれた支払配当（金）―増資（額）との間に、株主の個別的選択・自由を許しただけである。もっともこの個別的自由も、当該会社が平均利率以上の配当をなし、その株式の市場性が確立して株価が額面以上を唱えているときは、社会的には増資払込強制に転ずるのである。

次いで、この支払配当（金）―増資（額）という手続の単なる時間的省略がまず始まる。ここに、配当決議（宣言）とその配当金

をもつて払い込む増資決議とが同時的に行われ、広い意味での株式配当が登場した。この場合、会社内・外における資本の逼迫という事態のもとで、利益の配当金としての社外流出を抑制するという、機能資本家の即時的蓄積要求にこたえ、しかも一般投資株主の分配要求をも一応満たすという二重の役割が、この株式配当には担なわされているのである。

そして一般株主の無機能化の一層の進展は、配当―増資手続きの時間的省略にとどまらず、その間に全く株主の自由選択を許さざるところの、制度的「払込強制」を可能ならしめる「株式配当」にまで完成させて行く。わが国商法規定における株式配当はこれである。現実には「払込強制」を必至とする株式配当が、その所得性の希薄化と共に、蓄積性においても積極的なものから消極的なものへと後退し、遂には会社コントロールینگ・グループの分配的操作の手段と化してしまうことは、既に論述せるところである。

株式会社のさらに一層の発展の結果は、その資本蓄積方式の質的变化を招来する。資本の集中・集積策としての増資や株式配当は、その地位を利益の内部留保―「自己金融」に次第に譲り渡し

てしまうようになる。この段階での株式配当は、蓄積の性格を全く喪失し、自己金融の事後処理策として「分配」の手段へと転ずるのである。

以下、かかる株式配当の生成、発展、さらに転化の過程を、株式会社の発展段階別に、理論的かつ実証的に究明して行くことにする。

(一) 「所有—支配—経営」的会社における積極的株式配当

——社会的平均的配当率以上の株式配当——

株式会社の初期の段階にあつては、株式は公開され一般投資株主の導入はみているものの、未だ大量の株式所有に支えられた、「所有—支配—経営」あるいは「所有—支配」という形態をとる会社が一般的である。ここでは、所有主（株主）への利益の配当は量的にも利潤分配の性格を濃厚にし、利益（率）—配当（率）が直接的つながりをもつ。利益があれば高い配当性向（当益配利）のもとに分配が行われる。したがって、その利益率が高ければそれに応じて配当率も高い。逆に利益がなければ減配・無配に転落する。そこには減益、欠損を糊塗してまでも配当を行わねばならぬほどの必然性は存しない。何故なら、大株主であり時には自ら経営者

株式配当と企業資本の蓄積(二)

でもある会社の支配者にとつて、かかる政策は自家撞着に陥るからである。そしてまた現実には財務的操作を可能ならしむほどの余裕もない場合が多いからでもある。かくて、ここでは後述の如き不況対策的株式配当が宣言される余地はないといえる。

さて、かかる段階における会社の資本集積は如何にして行われるであろうか。もとより株式の公開は社会的蓄積の集中を期待してのことである。しかしながら、増資による資本の集中は、大所有—支配資本の側における払込資金の手段に問題がある。その払込額が彼等の蓄積量を越えるときは、持株売却により、払込資金の調達と払込所要資金の減少を図ることを余儀なくされてくる。かくては持株比率の低下を来す。したがって支配権維持の点から大巾の或は度重なる増資には慎重にならざるをえない。払込資金を、消費資金を除いた配当金或は重役賞与等の自己蓄積に俟つのであれば、その時まで企業資本の集積は停滞する。資本のたえざる蓄積を強行して生産の集積を図り、資本の有機的構成の高度化に努め、或は常に新製品の開発に向わざれば、企業の存続そのものさえも困難な時代にあつて、かくては他企業におくれをとる

ことになる。

しかし、当該会社の属する産業部門の社会的生産力の発展とその技術的構成に規定されて、資本の段階的な一括的投入でなく、漸次的な追加でもって事足りる場合がある。その場合も、社会的平均配当率程度の配当しか可能でない低収益会社にあつては、その利益をすべて単なる内部留保という形態で自己蓄積するわけには行かない。所有―支配的株主、或は一般株主の消費資金を配分するを要する。更に、すでに一般投資株主の存在を見、機会を得れば増資による資本集中を期待している会社においては、資本市場からの圧力によって現金配当政策をとらざるをえないのである。これを要するに、「所有―支配」的にかつ低収益会社にあつては、不況対策的株式配当や、全く現金配当に代るものとしての株式配当政策はとられないということである。

超過利潤を獲得できる企業では、利益でもってかなりの所要資本を調達できる。しかし、この場合においても、そのために、人的会社における如く、配当を消費資金程度に止めて他はすべて社内留保に廻すというわけには、前述の如き理由から困難である。そしてまた、会社自体が一応客観的な存在物となつてきてい

るこの段階では、大株主―支配者は、彼等の持分を明確な株式にしておくことを望ましく思うに至る。かかる状況のもとでは、一応、現金配当は社会的平均的配当率程度にとどめ、それ以上は株式でもってする政策がとられてくる。したがつて、逆に、一般的には、「所有―支配」的の会社において株式配当政策がとられてくる場合には、それは積極的蓄積を意図するものであるということができる。

しかし、かかる株式配当を可能ならしむる資本金利益率の高さが、個別資本の利潤率の高さに基礎づけられたものではなくして、主として従来の剰余金の過大―資本金の相対的矮小性に由来するものである限り、その株式配当の継続宣言を困難ならしめる。そしてまたこの場合、単なる株式配当率の高さのみに眩惑されて、それがもつ蓄積的意義を過大評価する誤をおかしてはならない。

超過利潤を獲得できる会社では、高率配当の継続的実施を危殆なく可能ならしめる。この場合、全配当率のうち社会的平均配当率を超える部分における株式配当分は、量的には、独占企業における「自己金融」にも相当するであろうが、企業資本の持分関係

とからんで考えた場合、その質的性格を異にすることは後述するところである。

このような、社会的にも、また個別的にも、そしてまた株主にとても積極的な意味をもつ株式配当政策の典型的例解を、われわれは三洋電機株式会社におけるその中に求めることができると思う。そこで以下暫く同社における株式配当政策の具体的解明にとどまることにする。

(4) 三洋電機の場合

まずわれわれは同社の設立以来の資本金膨張の推移を示す第一表に目を注ごう。継続的な高率株式配当による集積、加うるに段階的に倍加されてくる増資による集中、この螺旋的に展開されて行く資本の集中・集積が、僅か一〇年前の二、〇〇〇万円の中小企業をして、今日八八億円の資本金、膨張率にして実に四四〇倍という驚異的な成長会社へと発展させたのである。当初の資本金が極小である場合、少しの増大も極めて大きな倍率を示すが、八億円はともかく大きい。戦後弱小電機資本の簇生・一時的発展をみたものの、在来の巨大電機資本の復興、その軽電機・家庭電気器具部門への進出にともない、やがてそれら弱小資本の多くが

株式配当と企業資本の蓄積(二)

没落の過程を辿って行った中において、同社は、今や家庭電気産業の部門における中核に地位を占めるに至ったのである。

(1) 株式配当の蓄積性

かかる記録的成長度を示した同社資本金のうち二〇億六、三八二万円(昭和三十五年五月期まで)が、株式配当による増加累計額であり、その額は同時期までの資本金増加量の三六%弱にも当るのである。その内訳は、第二表同社配当政策の推移が教えてくれる。資本金利益率の異常な高さ、それを基礎とする株式配当の高水準なること、しかもこの株式配当政策がここ一〇年間に一四回に及び恒常化されていること等に、われわれは目を見張らざるをえない。五〇%にも達する初期の資本金利益率、五〇数億円にも膨張した今日の資本金のもとでも、低落したといえ維持される八〇%という高さの利益率(東証上場会社資本金利益率は三十五年三月期で三三%にすぎない)、そこから推測される高利潤率が、社会的平均的配当率以上の株式配当率の連続を可能ならしめたのである(わが国における平均配当率の推移については後掲第一八表参照、昭和三十五年では一三・四二%)。

このような、高利潤—高利益率に基礎づけられた連続的高率株

第 1 表 三洋電機株式会社資本移動表

増資前 資本金	増資後 資本金	増資額	株 主 割 当 期 日	株 主 割 当 率	払 込 期 日	備 考
株式会社 新設	千円 20,000				25. 4. 1	
千円 20,000	60,000	40,000		株 1 : 2	27. 3. 1	
60,000	100,000	10,000 (有)	有 27.11.30 株式配当	株 10 : 1 株 2 : 1	28. 1. 30	一部縁故割当 (?) 28.8 大阪店頭
100,000	400,000	300,000 (株) (有)	28.11.30 株式配当	株 1 : 2 株 1 : 1	29. 2. 1	
400,000	440,000	40,000 (株)	株式配当	株 10 : 1	29. 7. 30	
440,000	484,000	44,000 (株)	有	株 10 : 1	30. 1. 28	29.4 大証上場
	720,000	220,000 (有)	有 29.11.30 株式配当	株 2 : 1	30. 2. 1	320千株 縁故割当
720,000	792,000	72,000 (株)	株式配当	株 10 : 1	30. 7. 30	
792,000	871,200	79,200 (株)	有	株 10 : 1	31. 1. 28	
871,200	958,320	87,120 (株)	有	株 10 : 1	31. 7. 30	
	1,500,000	541,680 (有)	有 31. 5. 31 株式配当	株 10 : 6	31. 7. 30	一部縁故割当
1,500,000	1,650,000	150,000 (株)	有	株 10 : 1	32. 1. 28	
1,650,000	1,815,000	165,000 (株)	有	株 10 : 1	32. 7. 30	
1,815,000	1,996,500	181,500 (株)	有	株 10 : 1	33. 1. 28	
1,996,500	3,000,000	1,003,500 (有)	有 33. 5. 31 株式配当	株 2 : 1	33. 8. 21	105千株 公募
3,000,000	3,300,000	300,000 (株)	有 34. 5. 31 株式配当	株 10 : 1	34. 7. 30	
	5,000,000	1,700,000 (有)	有 34. 5. 31 株式配当	株 2 : 1	34. 7. 30	東京三洋電機 (5 億円)設立 (34.7) 4,000千株公募
5,000,000	5,250,000	250,000 (株)	有	株 20 : 1	35. 1. 30	
5,250,000	5,775,000	525,000 (株)	有	株 10 : 1	35. 7. 30	東京三洋15億円に 増資(35.9)
5,775,000	8,800,000	3,025,000 (有)	有 35. 8. 31 株式配当	株 2 : 1	35. 12. 1	2,750千株 公募

株式配当と企業資本の蓄積 (二)

第二十六卷 第四号

七二

註 1) 昭和22年 個人経営による三洋電機製作所設立、昭和25年 株式会社に改組。

2) 野村証券調査部、戦後会社資本移動状況調その他資料より作製。

式配当、それによる二〇億円余にのぼる蓄積額が示すものは、単なる「現金の流出阻止」的な、或は先頃わが国で盛行をみた不況対策としての株式配当の如き消極的なものではない。ここでの株式配当は、固定資本ないし長期資本調達計画の一端を担なわされた積極的な資本拡大策そのものである。このことは次の如き現実的蓄積を示す諸指標からも窺い知ることができよう。すなわち、その一つは同社の固定比率（西河崎臨十田口崎才×100%）が八〇%（三十五年五末期）であることである（第三表同社貸借対照表参照）。この比率は全産業（東証上場主要製造会社一九二社日興証券調）のそれが一二七・五八（三十四年一月―三十五年三月末期平均）、電気機器一九社平均一〇〇・〇四%に比してかなり低い。この八〇%という数字は次のことを示している。すなわち同社が、技術革新時代といわれる今日、増大する生産の集積、技術的構成の高度化、さらには新製品分野への進出等々に伴う龐大な額にのぼる設備投資を、その自己資本（資本金とそれに匹敵する利益剰余金、加えるに僅かの資本剰余金）でもって調達してなおかつ余裕があり、更にその一部は運転資本の供給源ともなっているというこ

株式配当と企業資本の蓄積(一)

第2表 三洋電機の業績、配当の推移

決算期	東証上場 会社平均 純益率 (3.9月)	三洋電機 純益率 (%)	機本 率 (%)	配当率 (年率)	内現金 (年率)	内株式 割当率	株式依 増額 に本	当資額 増額	株	価
26 11	%	%	%	500	—	1 : 2	百万円 40			
27 5 11		287 489		30 125	30 30	— 2 : 1	30			
28 5 11		407 506		30 250	30 50	— 1 : 1	— 100			
29 5 11	37	210 225		40 40	20 20	10 : 1 10 : 1	40 44	高安	150 146	
30 5 11	35 37	176 163		40 40	20 20	10 : 1 10 : 1	72 79	高安	320 148	
31 5 11	40 43	160 110		40 25	20 5	10 : 1 10 : 1	87 150	高安	270 156	
32 5 11	44 39	88 68		25 25	5 5	10 : 1 10 : 1	165 181	高安	200 105	
33 5 11	29 25	73 77		25 23	25 23	— —	— —	高安	214 98	
34 5 11	27 31	100 80		23 23	3 13	10 : 1 20 : 1	300 250	高安	343 202	
35 5 11	33 32	80 71		23 23	3 23	10 : 1 —	525 —	高安	294 207	

(1月～5月)

註 1) 東証上場会社平均純益率は有配・無配会社を含む。山一証券調。
2) 各種資料より作製。

第3表 三洋電機株式会社貸借対照表

(昭和35年5月31日現在) (単位百万円)

資 産 の 部			負 債 及 び 資 本 の 部		
科 目	金 額	比 率	科 目	金 額	比 率
流 動 資 産	17,090	65.6	負 債	14,758	56.6
現金及び預金	1,613	6.2	(流動負債)	(14,075)	(54.0)
受取手形	5,363	20.6	支払手形	6,689	75.2
売掛金	3,919	15.0	関係会社	738	2.8
製品	2,081	8.0	買掛金	1,136	4.4
原材料	2,747	10.5	関係会社買掛金	82	0.3
仕掛品	484	1.9	短期借入金	1,163	4.5
前渡金	46	0.2	一年以内に返済する長期借入金	115	0.4
前払費用	153	0.6	未払金	1,545	5.9
短期貸付金	199	0.8	未払税金	1,077	4.1
関係会社立替金	362	1.4	未払費用	156	0.6
その他関係会社権	178	0.7	預り金	876	3.4
短期債	145	0.5	従業員預り金	460	1.8
貸倒引当金	△208	△0.8	引当金	32	0.1
固 定 資 産	8,975	34.4	(固定負債)	(683)	(2.6)
(有形固定資産)	(7,167)	(27.5)	長期借入金	484	1.9
建物	3,265	12.5	退職給与引当金	198	0.7
構築物	221	0.9	資 本	11,306	43.4
機械及び装置	2,032	7.8	資本金	(5,250)	(20.2)
車輛その他	186	0.7	(資本剰余金)	(712)	(2.7)
工具備品	371	1.4	資本準備金	712	2.7
土地	780	3.0	(利益剰余金)	(5,343)	(20.5)
建設仮勘定	309	1.2	利益準備金	547	2.1
(無形固定資産)	(18)	(0.1)	任意積立金	2,240	8.6
(投資勘定)	(1,788)	(6.8)	価格変動準備金	425	1.6
投資有価証券	1,001	3.8	当期未処分利益	2,131	8.2
関係会社株式	431	1.7	剰余金	2,158	8.2
退職給与引当資産	116	0.4	当期純利益	2,158	
差入保証金	238	0.9			
合 計	26,065	100.0	合 計	26,065	100

株式配当と企業資本の蓄積(二)

第二十六卷 第四号

七四

出 所 同社有価証券報告書より。

第4表 三洋電機最近五ヶ年間の
生産能力、売上高比較

(30.5—35.5) (単位百万円)

	設備能力	売上高	純利益
30.5 (A)	5,189	3,369	487
35.5 (B)	29,000	20,052	2,158
B/A	5.6	5.9	4.4

- 註 1) 当社は、製品の一部を関連会社に完全下請させているので、上表設備能力の金額には、それらの関連会社の当社納入品の生産能力を含む。
- 2) 出所 同社有価証券報告書より作製。

とである。そしてこれは、同社の生産力の急増とも合せ考えてみるに、企業財務の健全性、というよりも自己蓄積力の著しく大きいことを裏書きするものである。資本の蓄積は、生産手段の集積と労働力の集積による生産規模の拡大、さらにこれに伴う労働生産力の上昇をその実質的内容とするのであるが、それらについて、

第5表 三洋電機最近五ヶ年間の
従業員比較

期 別	人 員			平 均 年 令	平 均 勤 続 年 数 (年 月)	平 均 給 与 額
	男	女	計			
30.5	1,481	1,196	2,677 (A)	22.08	2.08	12,373
35.5	5,627	4,215	9,842 (B)	21.10	3.1	16,599

- 註 1) (B)/(A).....3.7 倍
- 2) 出所 同社有価証券報告書より作製。

の絶対額の大きさおよび集中・集積量に占める割合からみて、それが現実資本の拡大に大きく寄与していることは、疑うべくもないのである。

なお、同社における急激な資本集中・集積の支柱となった高利潤、高利益率が、広汎な下請支配と、他の電機産業公社を下廻る

最近五ヶ年の比較を示せば第四表及び第五表の通りである。もとより之等の諸資料に示された飛躍的な現実的蓄積の幾許が、株式配当によるものであるかを析出することは困難である。しかしながら、株式配当方式による資本蓄積量

第6表 三洋電機生産能力とそれに
占むる下請会社の能力の割合

(35.5 現在) (単位百万円)

部門別	設備能力	稼働能力	左記能力に占める 下請会社の割合 %
電器部門	9,500	8,800	8.7
無線部門	17,000	16,000	16.5
輪部門計	2,500	1,800	16.7
	29,000	26,600	13.9

- 註 1) 同社は製品の一部を関連会社に完全下請させているので、上表にはそれらの関連会社の同社納入製品の生産能力を含み、その占める割合が右端の欄の数字である。
- 2) 出所 同社有価証券報告書より。

低賃金の上に築き上げられた面もいくらかある。しがたつてその蓄積的性格も社会的にみれば若干問題もあろう。下請企業は、親会社における資本充用上の節約、資本回転の促進或は低賃金利用等々の理由のために積極的に育成される。三洋電機の完全下請をしている関連会社における納入製品生産能力の同社能力に占める比率は、同社の公表によれば第六表の如くである。アッセン

ブル・メーカーといわれる家庭電気器具産業のなかでとくに同社は、その利潤が生産過程のみならず、流通過程での獲得にもかなり支えられているものと考えられる。また家庭電器製品メーカーである同社では、コンベア・システムによる労働集約的大量生産方式をとっている。したがって、前掲第五表にみられる如く、女子単純労働者の比重が大で、平均年令も若い。そしてそのためあって、同社の賃金は他の電機メーカー一四社中最も低いようである(現代日本産業構造 VI 機械工業 二八頁参照昭和三十三年上期)。なお、同社の労働組合は漸く昭和三十三年十二月に至って結成されている。

積極的な資本蓄積も、それが社会的必要限度以上の商品を生産する、すなわち過剰生産を促進するような段階になると、それによって現実には集積された生産手段が社会的には過剰なものとして、物理的には増大しながらもその価値は相対的に収縮ないし減少するという結果を招来するに至る。いわば蓄積の稀薄化現象を招来する。しかしながら、家庭電器産業部門においては、今日ようやくそのきざしを仄聞するも現実には未だ過剰生産という状態ではないことは、同社の利益率の高さがこれを示している。

之を要するに、生産過程において創出されてくる新たな剰余価値を基底に、異常なまでも高い利潤率—資本金利益率に誘導されてくる連続的な高率株式配当は、社会的には剰余価値の資本への積極的な継続的再転化として、また個別資本にとっては、それ自体が直接的な集積機能を果すとともに、さらに増資による集中の槓杆となり、再生産過程の加速度的な拡大となって結実してくるのである。

つぎに、わが国商法上における「株式配当」の一大支柱であり、それだけに蓄積論争の焦点となった「払込強制」の問題の検証に移ろう。

高利潤—高資本金利益率—高率配当のもとでは、当然に株価は額面をかなり上廻ってくる。三洋電機においては、相継ぐ高率株式配当と増資とによる資本金の急増にもかかわらず、前掲第二表に看られる如く終始、資本金利益率は社会的平均を越え、配当率も高水準を維持している。株価は、最低が昭和三十三年増資権利落後の九八円、高値は三〇〇円を上廻る価格をつけている。額面発行をする株式配当、増資における券面価額での株主割当、かかる株式配当と増資の連続は株主にとって株式プレミアムの累

積となっていくところから、株式配当は一般投資株主にとって極めて魅惑的なものとして歓迎されるのである。

かくて、株式の市場性が確立しており、株価が常に額面を遙かに上廻る場合には、資本の人格化された株主に対しては、資本の法則が必然性をもって支払配当金の増資払込を命令する。この場合、たとえ新株式に応募するか、或は現金で貰うかの選択が個別株主の自由意思にまかされていたとしても、株式配当後の株価が額面をかなり上廻ることが予想される場合には、特定株主の払い込み棄権或は売り逃げは、証券流通機構が確立している限り、直ちに他の貨幣資本が流入してこれが肩替りをする。すなわち、個々の株主の主観においては制度的な払込強制がなされなくとも、全社的には経済的払込強制が作用する。三洋電機における株式配当もすべて、制度上の「払込強制」どころか、株式配当決議の為に逆にプレミアムさえつくという状態で、経済的強制のもとに配当支払—増資払込が完了しているのである。

こうみてくると、多くの論者の主張のように、わが国商法上の「株式配当」が、制度的「払込強制」にその本質的特徴をおき、それ故にこそ株式配当の資本蓄積的性格を強調するとすれば、三洋電機

にみられた如く、最も蓄積的な株式配当にもかかわらずそれは、論者の主張とは逆に制度上の「株式配当」ではないとさえ云わざるをえない。三洋電機の「株式配当」は、せいぜい小刻み増資の事務処理の簡素化・費用節減のために便宜的に利用されたといつても過言ではない。かかる株式配当は、改正商法前の配当と増資の同時的決議による配当金の株式資本金への払込みと、その源泉において改正前は今日の資本剰余金の性格のものをも含むことがあるという違いを別にすれば、その実質において異なるところはないのである。

なおまた、例えば水越教授は、次の如き見解をとられる。すなわち、旧商法時代の配当―増資の場合には株主達に、「払込するか否かの選択権があったし、形式はともあれ、実質的には、利益の一部は一度社外へ配当として流出するから、それが再び投下されれば、あきらかに理論上は証券金融である。しかし、ストック・ディヴィデンスの場合には、株主に選択権は与えられていないし、他の形での集積よりも、むしろ一層強力な集積であり、すぐれて自己金融であると考えるべきである」と（同教授、集積資本の特殊形態について、経営論集第十六集、四三―四四頁）。単なる制度上の払込選択権の存否でもって、片や「証券金融」、片や「自己金融」

と明確に区別される同氏の主張にはわれわれは賛意を表し難い。

株式配当が証券金融であるか自己金融であるかの問題は後で論ずるとして（第五節第二項参照）、三洋電機にみられる如き株主にとって高所得性のしかも積極的な資本集積となる株式配当においては、払込選択権の制度的な規定は有名無実で全く問題にならない。そこでは、たとえ選択権があったとしても、経済的現実には、同教授の見解とは逆に、「形式はともあれ、実質的には、利益の一部は一度社外へ配当として流出」しないのである。そして、制度上の「払込強制」にまつのでなければ株式配当が不可能なような場合は、実は後で詳述するように、その資本集積性は極めて消極的であり、時には反蓄積的でさえある。旧商法時代には、払込みするか否かの選択権が株主にあったが、それだけにまた、現実には同教授の主張とは逆に、「形式はともあれ、実質的には、利益の一部が一度社外へ配当として流出」しないほど株主にとって利得性のある場合においてのみ、かかる配当―増資の決議がなされたのである。株式配当にしても、或は配当―増資にしても、それぞれ目的をもって決議される。決議されるからには、それが完遂されることが、一般的には、対外信用上からも望まし

い。配当―増資のように、制度上の払込強制が不可能であればあるほど経済的に配当―増資が強制されるような条件のもとでしか、現実には配当―増資が決議されてこないことは当然の成行である。このことは、さきに本稿のはしがきにおいてもすでに指摘し、実例をあげたところである。戦後における実例については、本節の後に説示する神崎製紙の場合がそれである。また、戦前にあつては、積立金を源泉とする場合が一般的であつたが、之が「証券金融」(傍点引用者)といえるかどうか、この点についてもさきに問題にしたところである。

以上、三洋電機における株式配当の蓄積性について説述してきたわけであるが、次に株式配当と、同じく株式資本金を形成する通常の増資による資本集中策、ならびに利益の直接的自己蓄積という点において同じである利益の内部留保との、蓄積策としての比較の問題に移らう。

同社資本金五七億円強(三十五年五末期まで)のうち、前述の如く二〇億円強が株式配当による資本金増加額であり、残り三七億円が普通増資による集中額である。それに三十五年十二月払込予定の三〇億円を加えれば六七億円に達する。一回にも及ぶ積

株式配当と企業資本の蓄積(二)

極的な高率株式配当による累積額も、それが三洋電機自身の生産過程から創出する剰余価値、流通過程で獲得する利潤、そして現実に計上されてくる当期純利益に規定され、さらにその分割の一部分であるがために、社会的な遊休貨幣資本を集中する一回の増資額にも及ばないことをここに示している。これは株式配当のもつ蓄積の量的限界性、したがって時間的限界性を如実に物語るものである。

同じく獲得利益に基礎をおく利益の単なる内部留保額は、三十五年五末期の利益金処分後において、法定の利益準備金も含めて約三三億円弱にも及ぶ。この額は株式配当による蓄積額よりも多く、この両者の合計は実に五十三億円にも上るのである。そしてこの自己蓄積額は、増資による集中額をも上廻るものである。

第七表は三洋電機における最近五ヶ年間の自己資本の動向を示し、続く第八表は利益金処分計算の推移を表にしたものである。

この二つの表の分析は、異常な資本膨張をなしたとげた三洋電機株式会社の資本の集中・集積過程を説明する一つの資料として、われわれの大きな関心を惹くものであるが、株式配当を当面の問題とするここでは、さし当り次の事を指摘するに止めておく。まず

第 7 表 三洋電機における最近五ヶ年の自己資本構成の推移

(単位 百万円)

	30. 5		31. 5		32. 5		33. 5		34. 5		35. 5	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
I 資 本 金	720	19.1	871	15.0	1,650	18.5	1,996	19.6	3,000	17.2	5,250	20.2
II 資 本 剩 余 金 資 本 準 備 金 (株式発行差金)	0								7	—	712	2.7
III 利 益 剩 余 金	1,014	27.0	1,446	25.1	1,928	21.5	2,258	22.2	3,708	21.4	5,343	20.5
1. 利 益 準 備 金	90	2.4	155	2.6	26	2.5	291	2.9	377	2.2	547	2.1
2. 任 意 積 立 金	350	9.3	610	10.5	980	11.0	1,230	12.1	1,530	8.8	2,240	8.6
1) 退 職 給 与 積 立 金	70		110		160		200		240		300	
2) 配 当 準 備 積 立 金	100		200		330		400		526		720	
3) 別 途 積 立 金	180		300		490		610		770		1,220	
3. 価 格 変 働 準 備 金									260	1.5	425	1.6
4. 当 期 未 処 分 利 益 剩 余 金	574	18.3	701	12.0	722	8.0	737	7.2	1,541	8.9	2,131	8.2
1) 繰 越 利 益 剩 余 金 期 末 残 高	23		25		26		28		△74		△26	
2) 当 期 純 利 益	550		676		695		708		1,616		2,158	
資 本 合 計	1,734	46.1	2,337	40.1	3,578	40	4,254	42.8	6,716	38.6	11,306	43.4
負 債 及 び 資 本 合 計	3,761	100	5,803	100	8,921	100	10,173	100	17,404	100	26,065	100

出 所 同 社 有 価 証 券 報 告 書 より 作 製。

第一に、配当総額のなかで、株式配当額の占める比重が大きく、その額は社外に流出する現金配当を遙かに上廻ること、第二には同社のこの間における普通の増資による集中額から現金配当額、さらには重役賞与額を差引けば、同社が純粋に社外の社会的蓄積を吸引した額は、大した量ではない。すなわち、同社は昭和三十五年五月期までは、殆ど自己の獲得利潤の基礎の上に今日の大をなしたといえることである。しかし、この関係も同年十二月における増資を転機に大きく変りつつあり、同社の「株式会社」としての発展をはじめてそこをみる事ができる。

ともあれ、同社は十年前資本金僅か二、〇〇〇万円を始発点とした。

株式配当と企業資本の蓄積 (二)

第 8 表 三洋電機における最近五ヶ年の

利益金処分計算の推移

(単位 千円)

決算期	当期純利益	利益準備金	税金引当金	配当金	役員賞与	任意積立金
29.11	487,063	30,000	250,000	85,424 (44,000)	5,000	110,000
30. 5	550,923	30,000	300,000	125,353 (72,000)	5,000	90,000
11	626,151	35,000	260,000	153,764 (79,200)	6,000	170,000
31. 5	676,414	35,000	300,000	169,236 (87,120)	6,000	170,000
11	709,089	36,000	274,000	187,502 (150,000)	6,000	200,000
32. 5	695,193	35,000	277,000	206,254 (165,000)	6,000	170,000
11	592,568	30,000	250,000	226,879 (181,500)	5,000	80,000
33. 5	708,691	36,000	290,000	249,568	6,000	120,000
11	977,376	50,000	440,000	294,022	8,000	180,000
34. 5	1,615,988	80,000	680,000	345,005 (300,000)	10,000	380,000
11	1,843,101	90,000	790,000	501,000 (250,000)	12,000	330,000
35. 5	2,158,708	105,000	980,000	603,000 (525,000)	12,000	330,000
11	2,005,744	105,000	800,000	664,125	12,000	350,000

出 所 同社有価証券報告書より作製。() 内は株式配当分。

そしてこれを中核に一部他人資本を加えた個別総資本が超過利潤を生み、その超過利潤を株式配当と内部留保によって資本に直接転化し、それが更に新たな利潤を生むという資本蓄積を連続と続けてきている。利潤―剰余価値が資本から発生するだけでなく、資本が利潤―剰余価値から形成される過程をここに鮮やかに展示してくれている。そして更に、配当も一部を現金配当とし、大部分は株式資本金に直接組入れるが「配当」という名称・形態を取り、之を挺子に増資による集中をも利用したのである。かかる諸方策の巧妙な組み合わせによって、同社の資本の集中・集積過程は極度に短縮され、前述の如く、当初資本金の四四〇倍に当る八八億円という大会社に、十年間にしての上ったのである。

そこでつぎに、上述の如き驚異的な成長の一つの支柱となった同社の「政策としての株式配当」を、「所有―支配」構造の変貌のなかで問題にし、その性格をより究明にして行こうと思う。

(2) 所有―支配構造の展開と株式配当政策

同社は昭和二十二年創設の個人経営三洋電機製作所をその前身とする。企業主井植歳男氏は、松下電器産業社長松下幸之助氏の義弟である。大正七年松下電器製作所に入所、昭和十年松下電器

産業株式会社の専務となり、戦時中は松下造船、松下航空機の社長であったが、戦後追放を受けて二十一年退社、二十二年松下電器の一部役職員と共に、前記企業を創設したのである。その当初の営業内容は、自転車発電ランプの製造を主とするものであった。そして昭和二十五年個人経営の同所は、株式会社三洋電機株式会社として再発足したのである。

さて、前掲の第一および第二表によって同社の配当―資本蓄積政策を見るに、次の三段階が劃然と区別される。すなわち、昭和二十九年大阪証券取引所上場までの、超高率株式配当と内部留保による自己蓄積時代、つぎに三十一年五月期までの、高率現金配当と追加的な高率株式配当、それに縁故募集を含む増資時代、第三段階は、それ以降現在に至る現金配当を切下げた高率株式配当と公募を含む増資の時代である。三洋電気はこの十年間の急激な成長過程のうちに、人的会社から近代的株式会社まで、株式会社の歴史的発展段階を個別的に通過しつつあるといえるのである。

株式未公開の第一段階では、同社は経済学的意味においては株式会社とはいえない。株式は社長および松下―三洋電機製造所以来の役職員等によつて閉鎖的に所有されていた。はげしい競争と

資金の欠如という辛苦のなかに企業を育成して来た産業資本家は、一般に、資本所有において排他的であり、銀行資本その他の支配介入を極度に忌避する。他方また銀行にしても、彗星の如く現われ信頼度、安定性に欠ける企業に対しては、戦後の資本蓄積の貧弱さの中にあつては、その融資にはおのずから限界が生ずる。かかる株式資本における閉鎖性、他人資本借入れの排除・困難性と、他方成長過程における巨額の資金需要とが内証して、節慾的な自己集積がなされる。幸にして耐久消費財ブームの中心をなした家庭電気機器は、新しい製品、新しい市場の存在・開拓により、最も果汁多き部門として、同社にも著しい超過利潤を保障したのである。したがって、はじめは巨額の超過利潤が社内に留保されてきた。

しかしながら、人的会社に止まり、源泉をもつばら特定の個人或は会社の蓄積に負っている限り、蓄積量の絶対的限界から解放されることは不可能である。電気機器産業においては、改良、拡張、或は新製品分野への進出のために、巨額の資本の継続的な支出を、競争による見えざる力によって強制されてくる。ラジオ、洗濯機、さらにテレビ等の組立生産は、極めて労働集約的ではある

株式配当と企業資本の蓄積 (二)

が、本質的にコンベヤ・システムによるマス・プロ方式をその生命とする。ここに、これまでの封鎖的な資本の自己蓄積体系から、広く社会的に現存する諸資本の集中への準備が企図されてくる。それは、二十八年八月大阪証券市場における店頭銘柄としての公開、二十九年四月同取引所上場、その後東京、福岡等全国の証券取引所等への上場となつて発現した。なお家庭電気器具の如く、国民大衆の末端の消費に直結する商品製造する会社にあつては、株式の大衆への分散浸透によるP・R、顧客の積極的な創造・吸引、株式上場による社会的信用の増大等もまた無視することはできない。この面からも株式の一般投資大衆への公開が迫られてくるのである。

さて株式の公開に先立つては、取引所上場規準もさることながら、ともかく株数の増加―資本金の増額が必要である。しかしながらそれまで社内株主で固まっていた当時、社長以下の機能資本家―株主にとっては、留保利益の彼等自身への還元が図られねばならない。もとよりそれを現金配当として社外に分配するのでは、すぐさままた増資しなければ、資本の集積―企業の発展―に逆行する。そこで、留保利益の資本金への振替えすなわち株式配当政策

がとられ、(機能)株主の持分としての明確化がなされる。二十七年三月払込の二対二株主割当、配当率(年率)にして五〇〇%

といわれる超高率の株式配当は、その源泉が詳らかでないが、かかる性格のものと推測されるのである。これによって資本金は一躍三倍の六、〇〇〇万円となり、株数は増え、一株当りの公開株価は下落して市場性が附与されてくる。また資本金の増加が、借入金に対するトラスト・ファンドとしての機能を増大せしめ、他人資本形態による集中をも促進せしめる役割を果す。ついで、資本金の二倍ないし五倍という利益率を基礎に、一〇〇%、二〇〇%(年率)という驚くほど高率の株式配当が続けられた。かくて、二十九年株式上場時には有償増資分も加えて、資本金四億円、四年間にして二〇倍の膨張率を示したのである。

ここで第九表に同社の最近五ヶ年間の大株主構成の推移を示しておこう。株式を上場したとはいえ、当初は大株主十名中、社長を筆頭株主に専務、常務等取締役七名が順次上位に名をつらね、その持株比率は過半数を占めている。すなわち、会社の中枢部には、血縁関係、ならびに創立以来の盟友というか、腹心の部下とも思われる人々が、大株主として、また同時に取締役として参加

しているのである。株主総数は上場直後の二十九年五月には一、五三七名にしかすぎなかった。

また、最近五ヶ年間の株式所有者別構成の推移も掲げれば第一〇表の通りである。五年前の三十年においては、株式の八七%が個人を主とする「その他」の五、七三七名によってしめられ、金融機関は一八名で持株比率は僅か七%であったのである。

資本金の増大とともに、株式分散の高度化が進み大株主の持株比率は低下の一途を辿り、三〇年には五〇%を越えていたその比率も、三十五年には三七%へと下落している。また増資の連続による巨額の払い込み負担は、個人的大株主の蓄積の限界を遙かに突破し、在来の大株主 \parallel 経営者はその持株比率の急速な低下を余儀なくされた。他方社会的遊休貨幣を吸収する金融機関、証券会社の進出するところとなり、大株主名簿の地図は大きく書きかえられている。すなわち、そこには個人株主はいまや社長一名をとどめるにすぎない状態となったのである。もちろん、大株主 \parallel 経営者達は、その後退過程において創業利得を貨幣で実現し、それをもって、絶対数の上ではより多くの新株を獲得したわけではある。

第 9 表 三洋電機大株主構成の推移

株式配当と企業資本の蓄積 (二)

3 0. 5			3 1. 5		3 2. 5	
氏 名	持 株 数	比 率	氏 名	比 率	氏 名	比 率
井植 歳男 (社長)	4,247,270	29.50	井植 歳男	28.33	井植 歳男	16.97
井植 薫 (常務)	577,920	4.01	井植 薫	3.61	越水 土地	7.73
井植 祐郎 (専務)	577,800	4.01	岩佐 三郎	3.60	塩屋 興産	6.06
岩佐 三郎 (常務)	577,500	4.01	後藤 清一	3.51	井植 薫	2.42
後藤 清一 (常務)	570,300	3.96	井植 祐郎	3.45	岩佐 三郎	2.42
龜山 太一 (取)	228,400	1.59	龜山 太一	1.44	後藤 清一	2.32
岸本小三郎 (取)	228,200	1.59	岸本小三郎	1.43	井植 祐郎	2.12
山一証券 (大阪)	186,540	1.30	住友銀行	1.22	住友銀行	1.87
住友銀行	176,000	1.22	協和銀行	1.15	住友生命	1.67
日本生命 相互	128,000	0.89	山一証券 (大阪)	0.93	大阪証券	1.38
計	7,497,930	52.08		48.67		45.04
3 3. 5		3 4. 5		3 5. 5		
氏 名	比 率	氏 名	比 率	氏 名	持 株 数	比 率
井植 歳男	12.8	井植 歳男	6.67	三菱信託 銀行	7,047,702	6.71
越水 土地	6.33	越水 土地	5.75	井植 歳男	6,300,000	6.00
住友銀行	3.38	大阪証券 金融	4.33	越水 土地	5,794,532	5.52
三菱信託	3.36	塩屋 興産	3.82	住友信託 銀行東京支店	4,549,775	4.33
大阪証券 金融	2.89	大和証券	3.54	住友銀行	3,965,000	3.78
塩屋 興産	2.57	住友銀行	3.37	塩屋 興産	3,799,754	3.62
大和証券 (大阪支)	2.47	信友信託 東京支店	3.33	山一証券 大阪支店	2,558,887	2.43
井植 祐郎	2.00	三菱信託	2.22	協和銀行	1,785,000	1.07
岩佐 三郎	1.89	大和銀行 東京支店	2.08	住友生命	1,737,060	1.66
井植 薫	1.88	住友信託 銀行	2.00	大阪証券 金融	1,606,332	1.53
計	38.95		39.03		39,141,042	37.28

出 所 同社有価証券報告書より。

第二十六卷 第四号 八五

第 10 表 三洋電機所有者別持株比率の推移

年 度	株 主	政 府 共 同	公 共 機 関	融 資 機 関	証 券 業 者	そ の 他 の 人	外 國 人	そ の 他	株 数 合 計	株 主 数
		%	%	%	%	%	%	%		名
30.5		0	7.51	4.09	1.20		0	87.15	14,400,000	5,905
31.5		0	8.54	4.91	1.22		0.01	85.32	17,424,000	10,801
32.5		0	10.09	5.27	15.12		0.01	69.51	33,000,000	15,260
33.5		0	20.22	7.24	1.35		0.02	71.17	39,930,000	17,389
34.5		0	23.70	15.59	10.95		0.03	49.73	60,000,000	23,614
35.5		0	27.37	8.7	10.51		0.04	53.86	105,000,000	43,002
株 主 数	30	名 0	名 18	名 117	名 33		名 0	名 5,737		名 5,905
	35	0	35	206	164		23	42,574		43,002

株式配当と企業資本の蓄積(=)

出 所 同社有価証券報告書より作製。

なお、35、11 末現在株主数 52,598 名。

第二十六卷 第四号 八六

つぎに株主数をみれば、現在四三、〇〇二名へと個人株主を中心に急増してきているが、持株比率においては、個人株主層の後退と金融機関の大巾前進が対照的である。

さて、第二段階での問題であるが、株式公開後といえども同社は未だ、依然として「大株主所有—支配—経営」的形態をとる会社であることには変りがない。しかして、家庭電気器具部門における資本需要は前述せる事情のもとに益々旺盛となつてくる。さらに、従来この部門に対して、とかく全面的な進出を意図するだけの信頼度ももちえなかつた在来の巨大重電機資本の参加を見るに至つて、競争の激化が予想された。すなわち、二十九年の不況に際会して重電メーカーの業績は低落したのに対し、片や不況知らずの家庭電化部門がブームを謳歌しているのを見て、在来の重電機資本は資本の必然的要求として、技術的にはさして問題のない同部門へ進出してきた。かくて熾烈化した競争のもとでは資本の大きさは絶対的であり、それが企業の死命を制することとなるのである。

ところで、大量生産方式を生命とするが、労働集約的組立生産による家庭電気器具を主製品とする同社にあっては、重電機部

門と違つて、設備の拡張には必ずしも一度に巨額の固定資本の段階的な投下を必要とするものではない。流れ生産方式をとるいわゆるアッセンブル・メーカーでは建設資金の多くは建物・土地代である（第三表参照、機械および装置勘定が建物勘定の%以下という点からも推測される）。とくに同社の場合、資本節約的に、部品は外註に依存し、広汎な下請支配的生産形態をとつている。かかる技術的構成の基礎の上に、漸進的な資本集積でもつて一応事足りるわけである。

そしてまた、軽電機部門においては、建設期間が短い。追加的生産資本の調達から、それが現実に資本機能をし利潤を実現する資本の回転期間もまた短期である。年少女子単純労働者の比率が圧倒的に高いから労務費も安い。かくて資本の回転率は早い。それに不況知らずの電化ブームに支えられて、売上高利益率は高い。したがって、当然に利潤率は高くなる。かくて同社資本金利益率は三十一年五月期までは、年率にして資本金を一倍半も上廻る一六〇%以上の高水準を維持しているのである。三十一年五月期は計上利益六億七、六〇〇万円余である。これは相当の自己資金の供給を可能とする額である。もとより全額が蓄積出来るわけ

株式配当と企業資本の蓄積 (一)

ではない。税金引当金は全く問題にならないし、またかかる高利益率のもとでは、株主のかんりの現金分配要求も無視出来ないのである。

他方、普通増資による大巾の資本の集中は、会社の支配権を握る大株主||経営者側における増資払い込み能力に限界があり、前述の如く、支配権維持との関連で問題がある。

かかる諸資本のそれぞれ要請のもとで、次のような利益の分配―自己蓄積政策がとられてきた（前掲第八表参照）。すなわち、一六〇%以上の資本金利益率を基礎に、四〇%という高率配当が続けられ、二〇%が現金配当、二〇%が株式配当という併列方式がそれである。現金と株式の二〇%、二〇%という形態は、まさに所有者||経営者の矛盾の表現ともみられよう。

また利益の内部留保も厚い。増資による資本金の急増と不況の影響を受けた三十年五月期を除いて、株式配当を含めた配当総額よりも、任意積立金の積増しの方が常に高い。この任意積立金に利益準備金、さらには株式配当による直接蓄積分を加えれば、流出を阻止しえない税金引当金を除いて、利益の殆どが直ちに、或は予め計画的であれば決算を俟たず利益の実現と同時に、拡大再

生産の為に追加投資され得ることになる。その額は五年前の三十年五月期で、資本金八億七、〇〇〇万円に対し年率六七%にも当る約三億円弱に達するのである。

次に、幾度も繰返すようであるが、ここでもう一度制度上の「払込強制」の問題にふれておこう。前述の如き高水準の利潤率—超高率の資本金利益率—四〇%という配当率、しかも現金配当二〇%という、現金配当だけをとってみても社会的平均的な配当率をかなり上廻るものであり、株式配当は全く追加的な配当である。さらに将来に亘って大きな成長が期待されるとき、かかる株式配当には、制度上の払込強制がなくとも、株主は自ら進んで払い込みに応ずる。いな、普通増資の場合同様、プレミアムさえつけてくる。すなわち、額面五〇円の株価が三二〇円（昭和三十年高値）にまでも吊り上げられて行く現実である。

一六〇%をこえる資本金利益率の誇示と、そのもとにおける二〇%現金配当、二〇%株式配当という高率配当の連続は、資本の急上昇を続ける同社に対して、とかく不安・不信の念を抱いていた資本市場の警戒心を緩めさせた。かくして、同社株式の資本市場における市場性が確保されて行った。そしてまた株式配当

政策に対する信頼度を著しく高めたことは、見逃すことの出来ない重要な点である。このことが、次の第三段階に至って、現金配当を切り捨て株式配当のみを宣言する政策を可能ならしめる一つの布石的役割を果すことにもなったのである。

ともあれ、こうみえてくると、この段階での株式配当は、いわばなしくずし増資ともいうことができる。かくて、それは世にいわれるところの「現金配当の代りの株式配当」というよりは、二割増資という「小刻み増資の代りの株式配当」とも称した方がより適切であろう。もとより、株式配当と本来の増資とでは、前者の源泉が当期利益そのものであるのに対し、後者の源泉はたとえ如何に少額であったとしても、必ずしも当該会社の利益そのものの枠内に限られないところに相違がある。また、多くの論者により、株式配当は「自己金融」なりと主張されるが、かかる意味で社会的に平均的な配当(率)ではなくて利潤を分配する所有—支配の会社にあつては、上述の如き利益率のもとに行われる四〇%はすべて配当と考えられるべきものである。「経営者支配」的形態をとる独占企業にあつては、配当率は一般に社会的平均的配当率程度まで押し下げられている。したがって、それ以上の利益の内

部留保分は企業自体の持分として配当支払を要しないものであり、それは「自己金融」である。所有—支配的会社におけるこの株式配当率二〇%も、量的にみれば「自己金融」部分に相当するかも知れないが、それは株式資本金として明確な株主持分形態をとり、質的に異なるものと考えるのである。(「自己金融」と株式配当については第五節で説述する)。

なお、かかる第二段階までの株式配当は消極的ではあるが、支配権の確保ないし防衛的役割をも担わされているともいえる。

この段階においても普通増資が行われている。そのためにこそ閉鎖的な殻を破って株式を公開したのである。大株主—支配者—経営者達の払込能力の限界はあっても、それ以上に、企業維持の上からより多くの資本の結集が至上命令として迫られてくる。しかし彼等の支配力維持との妥協と株式配当によるなしくずし増資のために、増資回数は少ない。あつてもその比率は、倍額増資が一般的であった当時において、五割或は六割増資である。そして「昭和二十九年七月三十日開催の株主総会の決議により発行する株式について、当会社の株主は新株引受権を有する。但し取締役会の決議により、二〇%を限度として排除し、この全部又は一部

を当会社の役員、従業員及び販売契約店に与えることができる」(同社有価証券報告書)という決議事項のもとに、三二万株が繰故募集されているのである。

次に第三段階へ移ろう。ここでの特徴は、資本金の相つづ増大と、三十二、三年の不況の影響もあつて資本金利益率が半減したことである。配当率もそれに応じて、四〇%から二五—二三%に切り下げられた。株式配当は依然二〇%を維持せられ、激減したのは現金配当で、五—三%というそのみでは遙かに社会的平均配当率を下廻る率に低落した。他方、普通増資の頻度も増加し、三十三年、四年、五年と毎年半額増資を行い、しかも各回かなりの公募を含むに至ったことは、同社の資本金集中・集積策上注目すべき変化である。

競争による外的な蓄積強制、新しい技術、新しい商品の企業化と、単なるアッセンブル・メーカーから脱出して技術的独立性・独自性を貫ぬこうとする内的衝動、関係子会社の新設、育成・拡充という支配的衝動にかりたてられて、同社は相対的にはまさに資本の飢渴状態にあつた。ここに、現金配当は僅かに所得税の源泉徴収分相当程度を残して他はすべて株式をもってし、この社会

的平均的配当率よりも高い配当率—高い株価を利用して、社会的に現存する遊休貨幣資本を、資本金としてのみならず株式プレミアムをも加えて集中する方策をとってくる。例えば昭和三十四年五月三十一日決算、割当時の株式配当および増資による資本の集中・集積内容を示せば、第一表の如くである。

すなわち、株式配当による三億円、株主割当増資分一五億円、公募額は増資額の約一一・八%で比率こそ少ないが、公募価格は券面額の四・五倍に当る一二五円、したがってこの分が九億円、計二七億円と実質的には九割増資が行なわれたわけである。このうち七億円は株式プレミアムであり、資本金ではなくて、資本剰余金を形成する。かくて、われわれはここに株式配当—増資(資本金・資本剰余金)と二重、三重の集積が強行されていることを看取することができる。ここでは株式配当は、直接に間接に、資本の集積・集中策としての最高度の利用形態を示しているのである。なお公募を行うために、昭和三十年の商法改正に伴い、「昭和三十一年一月二十八日開催の株主総会において、新株引受権に関する規定は削除され」、以降、定款の新株引受権の内容は「なし」ということになっていたのである。

第11表 三洋電機 昭和34年5月期
株式配当および増資の状況

株式配当	割当率 資本金増加額	10 : 1 300 万円
株主割当	割当率 資本金増加額	10 : 5 1,500 百万円
公 募	株 数	400 万株
	公募価格 (1株当)	(4,028,803 株) 225 円
	資本金増加額 資本剰余金の増加額	200 百万円 700 百万円 (705,041 千円)
資本増加合計額		2,700 百万円 (2,705 百万円)

註 1) 割当 34.5.31日 払込 34.7.30。

2) 新株式一般募集4,000,000株、失権株及び株主割当端数株分 28,803株との合計 4,028,803株、そのプレミアムは1株当たり 175円て705,041千円である。すなわち、()内の数字は実際額である。

かかる株式配当と増資との巧妙な組合せは、従来も急角度を描いてきた資本金の上昇角度を、さらに垂直的にまで引き起すこととなり、資本の集中・集積戦術を極度にまで発展させたものである。この方策が、三洋電機の尨大な資本蓄積過程を、著しく短縮せしめることになったことはいふまでもない。

しかしながら、現金配当を含まない高率株式配当（株高）―公募を含む増資―高率株式配当―さらに公募を含む増資と、螺の殻の線のように旋回して急増して行く資本集中・集積のテンポは、自らそこに限界がある。すなわち、蓄積、蓄積また蓄積という資本の主観的要求も、客観的な要因によって制約されてくる。その第一は、収益力の面からのそれである。第二は、第一の問題を基底におくものであるが、投資株主一般に配当の貨幣への実現化を、個別企業内において永続的に認めないところから醸成されてくるところの、会社に対する社会的不信―株式配当忌避人気―当該株式の流通機構の崩壊である。

まず第一については、常に当該株式の株価が額面を上廻るほどの収益力を維持できる限りかかる政策の続行は可能である。しかしながら、当該会社のみならず、競争的な個別資本も加えて、急

速な資本の集中・集積の累積は、当該商品の社会的価値を押し下げ、したがって個別企業における利潤率―利益率の低下を必然ならしめる。すなわち、過剰投資を促進する傾向は否めない。また、三洋電機にも見られる如く、自己資本における資本金の急増は、剰余金の如く利子或は配当を支払う必要のない資本部分の相対的低下となり、その部分による獲得利潤の資本金利益率への加重効果も相対的に減退してくる。

三洋電機において、当初みられた五〇〇％という利益率は今日では八〇％にまで漸次下落の過程を辿って来た。それが実質的な利益率である限り、二〇％という株式配当も実質的な蓄積内容をもつものである。同社の利益率が社会的平均的な利益率（東証上場会社平均純益率、昭和三十五年三学期で三三％）を上廻り、それにもとづいて、社会的平均的配当率（東証有配会社平均配当率一三・五三％）を遙かに上廻る配当率（株式配当二〇％、現金配当三三％計二三％）を維持している限り、この間における株式配当―増資による資本蓄積策は、決して早激的なものではなく、配当負担の増大という反蓄積の要因をも克服する程の収益力に支えられているのである。この頃は家庭電化ブームのなかで、家庭電

器産業部門では、蓄積資金の形成のための収益の確保、そのための管理価格の一定水準以上の維持が図られ得た段階にあった。

しかしながら、テレビ、或は洗濯機、ラジオの需要一巡にもとづく市場の飽満化は、次第に過剰生産の傾向を示し始めている。新商品分野への進出によって収益力低下を補完し、更には新・旧交替させるのでなければ、利益率の低下は必至である。かくて、もし、株価維持限度の収益力をも持ち得なくなつた場合、株式配当は制度的強制でもって実施可能であつたとしても、通常の増資を不可能にし、それまでの資本金の増大に伴う配当負担の過重は、一度に露呈して積極的な桎梏となり、こんどは逆に減配・無配への急速な転落を余儀なくさせてくるのである。

次に、現金配当を全く否定し、株式配当の永久的継続がなされる場合の問題に移ろう。もっとも、日本の場合、現金配当の否定といつても所得税との関係で、最低源泉徴収相当額を現金配当とせざるをえない。三洋電機の場合も、三十三年度を除いて、三十一年十一月期以降、二〇%の株式配当に対し現金三一・五%という配当政策をとつてきている。従つて、株主は、社会的な最下限の配当率にも到底及ばないところの、全くとるに足らない端数的

現金しか入手出来ない。したがつて株式配当のみの政策を五期継続したとみても差支えあるまい。

もとより同社株式は公開されている。前述の如く二十九年上場後も続いた高率配当率一とくに二〇%の現金配当と二〇%の株式配当の結果、一般投資株主の陸続たる流入をみ、株主数の急速な増大を招来し、同社の市場性は確立された。したがつて、現段階において、同社が数期間株式配当を続けたとしても、一般投資株主は、同社の収益力を信じ、将来における現金配当を期待して、株価は逆に高く、この株価を計算の基礎として配当された株式を換算し、株価は更に上昇するという事態を繰返している(前掲第一〇および第二表株主数の推移、年間株価の高低表参照)。かくして、現金の必要な個別株主は、配当された株式を市場において他の投資家に容易に肩替りすることによって貨幣への実現化を図ることが出来る。

しかしながら、もし現金配当への復帰が期待されないほど永続的に株式配当のみの政策が継続されるならば、一般株主のもつ配当金に対する個別的自主性要求は、永久的に無視されることとなる。当該会社は、結局、豪も株主に分配するところがなく、資本の吸

収のみなることが、余りに明白な事実として眼前にさらされてくる。もとより、社会的にみれば、今日の株式会社機構のもとでは、社会的な配当総額と増資による集中総額とを比較してみた場合、集中総額の方が大である。なるほど形式的には、或は制度的外観からすれば、その間に個々の株主の自主性を認めている。しかし実質的には配当されなかったと同じことができる。否、それ以上に社会の消費資金にまで喰い込むのほど経済的強制による集中が行われているのである。かかる社会的な、或は制度的な疎外は、個々の投資株主においては一応問題とならない。しかしながら、蓄積のための蓄積という資本の法則性を、全くむき出しの形で貫らぬく永久的株式配当による個別的疎外には、一般株主は直接抵抗を感ずるようになる。はじめは主観的に彼の自主性を取戻すために市場に売却したとしても、それはあくまで他人への肩替りにすぎない。かかる市場人気の醸成によって、貸付資本的性格をもつ一般投資資本は市場への流入を次第に逡巡するようになり、一旦成立したその株式の擬制資本市場の崩壊に導くおそれが生じてくる。

当該会社が、その株価を額面程度にも維持できない事態にでも立至れば、株式配当のもつかかる矛盾はたちまちにして露呈する

株式配当と企業資本の蓄積 (二)

ことになるであろう。

こうして、現金配当を含まない永久的株式配当、それを基礎とする増資による資本集中方式にはやがて限界が生じ、現金配当への復帰を必然ならしめてくる。

もとより、三洋電機の場合がいまかかる事態にあるというのではない。同社の場合いまのところ前述の如く、株主によって逆に歓迎されている段階にある。このことは同社の一常務取締役の次の言葉にあらわされている。すなわち「株主の要望が非常に強かったことや内部留保ができることから株式配当をすることにした。将来も株式配当を続けるかどうかは、いまのところなんともいえない」(昭和三十四年十一月十三日、日本経済新聞)と。しかしながら成長度の停滞—資本需要の後退、他方における業績—利益率の横這いという事態に立至れば、直ちに株式配当から現金配当への政策転換が図られてくるであろう。

さて、次に、増資が公募を含む段階における、「小刻み増資の代りとしての株式配当」の発行価額の問題にふれておこう。わが国商法上、株式配当において新たに発行する株式は券面額をもつてする規定がある。この点において株式配当は公募、時価発行と

矛盾するものをもっているのである。しかして、三洋電機の場合

にもみられる如く、公募を含む増資が次第に波及してきている。

この場合、公募分の発行価額は公正であらねばならず、時価を少しく下廻る程度の価格であることが一般的慣行である。しかし、株式配当が積極的な資本蓄積を企図し、かつ三洋電機における如く株価が高い時には、株式配当の場合の発行価額も時価発行を認めるよう要望されてくるものと考えられる。でなければ蓄積目的をもつ株式配当政策は会社コントロール・グループによって、次第に忌避されて行くであろう。もつとも、公募が行われるといつても、それは今日未だ増資額の一〇%前後が一般的であり、大部分が額面で株主割当を続けている実情で、公募の全面化には程遠い。株式配当の場合量的にも少なく、その時価発行は、理論的にはともかく、手続上からも煩瑣なので商法が改正されたとしても当分実現されないものと考ええる。

以上の如く、第三段階に至ると、株式配当をはじめとし、同社の資本集積・集中方式はかなり変貌をみせ始めてきている。かかる政策の移りかわりの基底には、前述の如き利益率の減滅もさることながら、同社における所有―支配―経営構造の変化に注目し

なければならぬのである。

株式配当―増資の連続による資本金の螺旋的増大に対応して、一般投資株主のより一層の導入と、金融機関との結合の喫緊性に迫まられ、また同社の企業としての信頼度の向上につれて、金融機関、証券業者等も積極的に参加を求めてきた。これは、従来、資金面において、強力な組織的背景を有しなかった同社にとつて、当然の措置でもあった。そしてこのことは、社長以下経営担当者の持株比率の相対的著減、社長を除いた全経営者の大株主名簿からの後退となってあらわれた。この間の事情は、前掲第九表及び第一〇表が如実に示しかつそこで説述せるところである。三十四、五年頃から、公募株の多くを親引けし、或は市場における浮動株のはめ込み等によって、株主構成の改善、近代化が積極的に図られ、住友銀行、協和銀行、埼玉銀行等との株式持合が行われている。住友銀行はすでに二十八年頃から重役派遣（常務・経理部長、常任監査役）をしてきたのである。同社における金融機関の制度的支配力の浸透は顕著なものがある。

もとより、井植社長は、第二位の株主に落ちたとはいえ、その一族或は支配会社の持株、それに創業以来の役職員の特株も考慮

に入れば、実質的にはなお「所有—経営」的支配力を具有して
いるといえるであろう。しかしながら、その力は弱くなり、かっ
ての井植個人の会社から、今や社会的な客観的存在物に大きく転
じてきている。個人的な大株主の利害関係よりも、制度としての
企業の資本の集中・集積策がとられざるをえなくなる。公募もそ
の政策の一端のあらわれである。もっともこの公募は一部を親引
して、株主安定化政策に使われたものである。

株式配当政策についてみれば、株主優遇的な、所得性の高い株
式配当に対する否定的な要素を、その胎内に漸次成長させてきて
いるといえる。同社の一層の発展とともに、配当性向の低下、さ
らに配当率そのものの社会的平均的配当率への接近化が図られよ
う。かくて利益率を高く維持できる間は、蓄積機能をやがて「自
己金融」に譲ることになる。

或は公募の全面化傾向とともに、株式配当をやめ、公募による
資本の集中に転じよう。株式配当形態による集積に固執する場合
は、商法が発行価額を券面額と定めている限り、「株式配当」を
やめ配当—増資（時価発行）の二段階構成に逆もどりすることも
考えられる。利益率の低下があらわれれば、低い配当率のもとで

株式配当と企業資本の蓄積(二)

の株式配当政策がとられてくる。その場合の株式配当は、所得性
も蓄積性も後退したものでであろう。以上のような段階が来るの
は、個人的色彩の大株主、会社が全く後退し、大株主の持株比率
も低下して、より近代的な金融機関の制度支配下に同社がおか
れた時であろう。

なおまた、三十六年一月から開始される公社債投資信託の開始
は、社債市場の育成・発展に大きく寄与することとなり、未だ社
債による資本調達を行なっていない三洋電機にしても、株式配当
を社債に代替せしめて資本コストの切下げを図ることが予想され
るところである。

以上、ながながと、三洋電機株式会社における資本の集中・集
積を株式配当政策を中心に述べてきた。われわれは、ここに同社
がこの一〇年の間に、株式会社全体の全発展段階を圧縮した形で経過
してきていることを知りうるのであって、いわば株式会社発展の
縮図と、そこにおける株式配当の性格・蓄積機能、その漸次的な
変容とを看取ることが出来るのである。

(四) 松下電器その他の場合

余りにも三洋電機に紙数を費やしすぎたわれわれは、先を急が

第12表 松下電器産業の株式配当

決算期	払込資本利益率	配当率 (年率)	内 株 式 率 配 当 率	同割当率	株式配当による 資本金 増加額	内 現 金 率 配 当 率
27.11	124	35%	20%	10:1	百万円 50	15%
30.11	81	25	20	10:1	300	5
31.11	109	25	20	10:1	330	5
32.5	123	25	20	10:1	363	5
11	114	25	20	10:1	399.3	5
33.5	107	25	20	10:1	439.23	5

株式配当と企業資本の蓄積(二)

- 註 1) 株式配当による資本金増加額合計 18 億 8,153 万円。
 2) 資本金 150 億円 (35 年末現在)。
 3) 各種資料より作製。

第13表 松下電器産業大株主名簿

3 2. 5			3 5. 5		
株 主 名	持 株 数	比 率	株 主 名	持 株 数	比 率
松 下 幸 之 助	12,296,500	16.94%	松 下 幸 之 助	14,182,773	7.1%
住 友 生 命 保 險	2,904,000	4.00	三 菱 信 託 銀 行	8,885,500	4.4
住 友 銀 行	2,200,000	3.03	住 友 生 命 保 險 相 互	7,906,140	3.9
三 菱 信 託 銀 行	1,764,000	2.43	大 和 銀 行 東 京 支 店	6,599,000	3.3
住 友 海 上 火 災 保 險	1,405,800	1.94	株 住 友 銀 行	6,000,000	3.0
松 下 興 産	1,300,000	1.79	住 友 信 託 銀 行 (東 京)	4,956,000	2.5
日 本 生 命 生 險 相 互	1,210,000	1.67	住 友 海 上 火 災 保 險	3,827,289	2.0
大 和 銀 行 東 京 支 店	1,100,000	1.52	日 本 証 券 金 融	3,596,656	1.8
日 産 火 災 海 上 保 險	1,055,000	1.45	日 本 生 命 保 險 相 互	3,300,000	1.6
東 京 海 上 火 災 保 險	1,054,000	1.45	協 和 銀 行	3,000,000	1.5
計	27,389,300	37.74	計	62,253,361	31.1

出 所 同 社 有 価 証 券 報 告 よ り。

第 14 表 積極的蓄積策としての株式配当

会社名	決算期	払込資本 利益率	配当率	内株式	内現金
帝国臓器 資本金 154 百万円	30. 11	168	30%	10%	20%
	31. 11	148	30	10	20
	32. 11	60	25	10	15
	33. 11	56	20	10	10
万有製薬 256	33. 9	172	45	20	25
	34. 3	132	45	25	20
	9	119	40	20	20
	35. 3	123	45	25	20
	9	140	45	25	20
養命酒 368	31. 11	130	36	20	16
	32. 11	94	30	20	10
	33. 11	77	24	12	12
	34. 11	34	20	10	10
駒井鉄工所 194	31. 12	364	50	35	15
	32. 12	564	120	100	20
	33. 12	194	25	10	15
	34. 12	136	22	10	12
阪急百貨店 615	30. 9	239	40	40	※
	32. 3	223	40	20	20
大塚証券	35. 3	114	23	18	5
	35. 9	252	26	20	6

株式配当と企業資本の蓄積(二)

- 註 1) 資本金は35年5月現在。
 2) 養命酒、帝国臓器…東証上場、阪急…大証その他上場、万有…東京店頭、駒井鉄工所…大阪店頭、大塚証券…未上場。
 3) ※は源泉徴収分に相当する現金配当。

なければならぬ。

ここで、三洋電機における株式配当と同様な性格の株式配当政策をとった若干の会社について、一瞥しておく。その一つに松下電器産業がある。同社の株式配当は三洋電機ほど継続的ではないが、会社資本金が大きいところから、六回にして一八億八、〇〇〇万円余の集積がなされている。第一二表はその要目を示している。同社は三十三年下期以降、株式配当を排して、毎年増資による集中策に転じ、現在資本金一五〇億円の巨大会社へと成長している。同社が社長松下幸之助氏の所有支配下にあることは周知の通りである。一応同社の大株主構成を表示しておく(第三表)。

その他積極的な蓄積目的のもとに、株式配当政策をとった会社を列举すれば、第一四表の如くである。之等の会社についての詳細な論案は割愛せざるをえないが、その多くが最大株主即社長であるか、或は養命酒における飛電会、阪急百貨店における共栄会など特殊の株主構造をとっている。いずれも資本金利益率が高く、従って配当率も高率で、社会的平均的な現金配当の上での追加的株式配当である。之等の会社の規模、所有—支

第15表 神崎製紙の増資要目 (31.6.1払込)

資 本 金		株 主 割 当 (31.3.31)		縁故割当
増 資 前	増 資 後	有 債	無 債	
百万円 250	百万円 500	5 : 2	5 : 3	千株 1,000

- 註 1) 有債分の払込にあてるため31.3月期の配当は1株当たり手取り30円となるようにした。すなわち年率133%の配当をしている。
- 2) 同社の31年中の株価。()内は月日
 高 値 安 値
 旧 270(3.27) 205(1.25)
 権利落後161(7.17) 149(9.14)
 新 155(7.18) 142(6.29)
- 3) 同社の31年3月期前後の利益率、配当率。
 利益率% 配当率%
- | | | |
|------|-----|-----|
| 30.9 | 171 | 25 |
| 31.3 | 224 | 133 |
| 31.9 | 135 | 25 |

「株式配当」を規定した現行商法の下においても、旧法時代の如く配当決議と同時に増資決議を行い、配当金をもって直ちに増資

(イ) 神崎製紙における配当―増資

配構造、証券資本市場における信用性ないし株式の市場性等からみて、いわば三洋電機における第二段階期にある会社ということができる。

株式配当と企業資本の蓄積 (二)

第16表 神崎製紙株式会社大株主構成

(昭和3年3月31日現在)

氏 名 又 は 名 称	持 株 数	比 率
	株	%
興和会 (従業員共済組合)	579,500	11.59
佐久間 長吉 郎	199,300	3.79
三菱 信託 銀行	140,000	2.80
大山 橋 管 子	55,000	1.10
日本 証券 株式 会社	205,600	4.11
大河 日本 図書 株式 会社	58,000	1.16
第一 生命 相 敏 雄 社	50,000	1.10
東京 火災 海上 保 險 互 会 社	50,000	1.00
東亞 火災 海上 保 險 株 式 会 社	50,000	1.00
広瀬 藤 四 郎 (専務)	30,000	0.60
三井 信託 銀行 大 阪 支 店	66,000	1.32
朝日 生 命 保 險 相 互 会 社	40,000	0.80
金 沢 寛 一	35,000	0.70
加藤 藤 太 郎 (社長)	35,000	0.70
合 計	1,638,400	32.77

出所 同社有価証券報告書より。

資新株に払い込ませる配当―増資を行うことができる。勿論この場合、配当を現金として受け取るうが、或は直ちに増資払い込みに応じようが株主の自由選択にまかされている。しかしながら、株主にとって新株の所得性が高いときは、制度上の「払込強制」がなくとも、株主は自ら進んで払い込みに応ずることは、すでに幾度も繰返して来たところである。かかる数少ない戦後の実例と

第二十六卷 第四号 九八

して、いまここに神崎製紙株式会社におけるそれをあげることにする。

同社の増資費目、株価の動き、前後の利益率、配当率を表にして示せば第一五表の如くなる。同社は有償増資分の払込みに充てるために、一株当りの配当金を三三円三三銭手取り額三〇円、率にして実に一三三%の配当を行い、配当―増資を遂行している。前後の配当率も二五%で社会的平均的配当率よりも高いが、三十一年三月期の突出した高率配当率からみて、蓄積目的以上に利益分配―配当金額目的の性格が強い。同社の大株主構成を示せば第一六表にみられる如くで、従業員共済組合が最大株主という特異の構造をとり、個人大株主もまた多い。総株数の中でも、個人を主とする「その他」株主の持株比率が八〇%以上を占めている。同社が現行商法下においてなおかつ何故にかかる改正前の如き配当―増資という形態をとったかは、縁故募集、無償交付を含む増資と併用したからであろう。外形的にも、配当―増資の間に株主の自由裁量を認め、株主の自主性を尊重する形式となっている。実質的には既述せる如く経済的払込強制により、この増資はとどこおりなく完了しているのである。

株式配当と企業資本の蓄積 (一)

(二) 「経営者支配」的会社における株式配当

——社会的平均的配当率前後の株式配当——

上述せるところの三洋電機、松下電器産業或はその他の会社にして、それらはいずれも、「大所有―支配―経営」的な、株式会社の発展段階から云えば、未だ人的会社の色彩を濃厚に残存せしめている会社であった。したがって、之等の高収益かつ人的会社における積極的な蓄積機能を果す株式配当をもって、直ちに今日の典型的な株式配当なりと断するわけにはいかない。たしかに、株式会社の前段階をなす「所有―支配」的会社における株式配当は、現実にはかなり多く宣言されてはいる。しかしながら、株式会社「経営者支配」的形態にまで発展し、それが代表的な会社形態となって来ている今日、そこにおける株式配当の有・無、もし株式配当政策がとられるとすれば、それは如何なる形態・内容をもつものであるかの究明を必要とする。

いわゆる経営者支配の形態をとる会社にあつては、配当率は次に利益率との関連性を稀薄化し、配当は資本吸引のための必要経費的性格をおびてくる。収益力が大であれば、公募―時価発行

によって、プレミアムを稼ぎながら配当に数倍する資本の集中を可能ならしめる。この場合、配当支払を要しないプレミアム(資本剰余金)の積立ては、増資負担を軽くし配当率の維持を容易にする。したがって、株主に新株の引受けを額面で押しつける株式配当よりも、公募政策がとられてくる。また、社会的信用をつなぎとめるに足るだけの配当が可能な限度に配当性向を押し下げ、利益の内部留保による資本蓄積が可能である。留保利益は配当負担を招かないコスト零の資本である。以上のような事態のもとでは株式配当政策がとられてくる可能性は薄い。

しかしながら「経営者支配」的会社にあっても、収益力において劣るとき、或は一時的な収益力の低下時には、株式配当政策が歓迎されてくるのである。そこでまず、個別企業にとって積極的な資本蓄積の意図のもとに行われる株式配当を問題する。幸にしてそのような性格をもつ株式配当の最も典型的例証を、われわれは三井物産株式会社のそれに求めることができる。

(4) 三井物産の場合

まず三井物産の性格規定から始めよう。同社の前身は、戦後連合国総司令部より、財閥解体の一環として解散を指示された元三

井物産株式会社である。解散後の昭和二十二年元社員有志夫々によって、数十の第二会社が設立された(一九五〇年当時、資本金五百万円以上の同系会社の数は二五社にのぼるといわれる)。戦後の経済混乱期、復興過程において、各商社間に死活的斗争が展開されてきたが、そのなかで、占領の終結とともに元三井物産系諸企業の統合・復古運動が、第一物産を中核として押し進められ、昭和三十四年二月には前三井物産との大合同が進捗して、遂に今日の新しい三井物産が誕生した。かくて同社は三菱商事を凌駕して、質・量ともわが国貿易界において覇位を占めるまでに至ったのである。第一七表の同社の資本移動状況調がこの間の事情を歴然と物語っている。

ここでは、現存してすでに機能している諸資本の集中—企業の吸収・合併という本来的集中と、社会的に遊休している貨幣資本の集中—増資による資本の集中という二つの集中策がみられ、さらに一六回におよぶ株式配当による資本の集積が累積されている。かくて、設立当初僅かに資本金 一九万五、〇〇〇円の第一物産は今日では六八億余円の巨大貿易商社としての新しい三井物産に結実したのである。

戦前の三井物産は、銀行、鉱山と共に三井財閥の三大支柱の一つであった。そして、その所要資本はすべて財閥機構内部で調達され、当時において既に億を数える株式資本は、いわゆる財閥転向後においても公開されなかった。それどころか、直系中核会社たる同社は、株主数、大株主氏名さえも「発表せず」（昭和十五年株式会社年鑑）という完璧な閉鎖的私的所有のもとにおかれていたのである。

ところが前述の如く、同社の細分割による第二会社の零細化と、同財閥の中核金融機関たる三井銀行の相対的後

第 17 表 第一物産—三井物産資本金移動調

増（減）資		株 主 割 当		払 込 期 日
増(減)資前	増(減)資後	期 日	率	
旧株 千円	千円	年月日		年月日
第一物産	195			22. 7.25
新設	5,000	(縁故募集)		22.12. 1
195	10,000	(")		23. 4.23
5,000	25,000	(")		23.12.10
10,000	75,000	24.5.21	1 : 2	24. 6.13
25,000	150,000	25.9. 9	1 : 1	25.10.17
75,000	200,000	(ベークェ社融資による)		26. 7.25
150,000	400,000	27.1.12	1 : 1	27. 3. 5
200,000	404,566	(株式配当)	100 : 2	27. 5.30
400,000	416,652	(")	100 : 3	27.11.29
404,566	516,652	(互洋貿易に割当)		28. 1.14
416,652	530,199	(株式配当)	100 : 3	28. 5.30
516,652	545,916	(")	100 : 3	28.11.28
530,199	562,096	(")	100 : 3	29.5. 30
545,916	1,012,096	(三井木材と合併)		29.11.11
562,096	1,028,693	(株式配当)	100 : 3	29.11.29
1,012,096	1,079,764	(")	100 : 5	30. 5. 4
1,028,693	1,432,164	(第一通商に割当)		30. 6.30
1,079,764	1,952,164	(日本機械貿易に割当)		"
1,432,164	2,039,972	(株式配当)	100 : 5	30.11. 2
1,952,164	2,140,171	(")	100 : 5	31. 5.30
2,039,927	2,245,158	(")	100 : 5	31.11.28
2,140,171	2,355,298	(")	100 : 5	32. 5.30
2,245,158	2,415,298	(国際物産交易に割当)		32. 6.20
2,355,298	2,534,411	(株式配当)	100 : 5	32.11.29
2,415,298	2,546,796	(大洋合併)		33. 4. 1
2,534,411	2,673,151	(株式配当)	100 : 5	33. 5.30
2,546,796	2,706,151	(東洋物産と合併)		33.10. 1
2,673,151	4,059,277	33.12.10	2 : 1	34. 2.14
2,706,151	5,926,727	(三井物産と合併)		34. 2.15
4,059,277	6,222,579	(三井物産に社名変更)		"
5,926,727	6,533,086	(株式配当)	100 : 5	34.11.30
6,222,579	6,858,984	(")	100 : 5	35. 5.30
6,533,086		(")	100 : 5	35.11.30

出 所 野村証券、「戦後会社資本移動調」に二回追加。

株式配当と企業資本の蓄積(二)

退、さらに旧財閥内における紐帯関係の脆弱化は、第一物産をはじめ同系商社の資金的背景を極めて弱体なものとした。もとより、従来の如き自己蓄積も閥内調達も不可能である。株式は当然に公開されるに至ったのである。

同社の株主数及び大株主名とその持株比率は、第一八表の示すところである。三十五年三月末現在、株主数は戦前の十数名に比し四九、三二四名にも達する。大株主名簿では、三井銀行を筆頭とはするが、東京銀行、富士銀行或は投資信託、証券会社と同財閥外の金融機関が上位を占めている。一応われわれは同社を、戦後再建された三井系金融資本の一環と規定することが出来るが、しかしながら、今日においては、もはやかつての如き「完全支配」という名に値するだけの力の中心的所在が喪失し、漠然とされてきているということが出来る。

さて、同社は事業の性格上固定資産を余り要せず、必ずしも巨額の追加資本の段階的投下を必要としない。もちろん、企業規模拡大のためには、不断の資本支出を要請されてくることはいくまでもない。しかし、激しい競争と戦後商社地位の一般的後退のなかで、特に戦前の如き独占的地位に非らざる同社の利潤率―

第 18 表 第一物産―三井物産大株主構成の推移

24.7		28.9		32.3		35.3	
株主名	株数	株主名	株数	株主名	比率	株主名	比率
中央(現三井)生命	75,000	C. A. England & Co.	1,958,540	三井銀行	11.16	三井銀行	7.19
東京銀行	60,000	富士銀行	884,235	東京銀行	5.46	東京銀行	4.64
富士銀行	60,000	住友銀行	547,150	富士銀行	4.77	大和銀行	4.49
東亜火災	60,000	三井銀行	527,223	C. A. England & Co.	3.59	大東京支店	
千代田火災	50,000	大正海上	326,863	大正海上	3.24	富士銀行	3.39
富国生命	49,000	東京銀行	325,851	日興証券	3.17	三菱信託行	3.01
		東亜火災	260,478	日本火災	1.72	大正海上	2.81
		三井生命	259,348	三井生命	1.63	三井生命	2.18
		三和銀行	238,234	住友銀行	1.61	日本生命	2.01
				野村証券	1.59	三井信託行	1.98
						野村証券	1.55
計					37.94		33.25
発行株数					44,903,157		124,451,572
株主数	1,229	5,199			23,157		49,314

註 24年7月、28年9月および32年3月期は第一物産時代。

資本金利益率は決して高くはない。第一九表が示す利益率を、先に第二表で示した東証上場会社平均純益率（有配・無配会社を含む）と比較した場合、それを僅かに上廻る程度である。既に説述した三洋電機、松下電器産業等における一〇〇%を越える利益率と対照するとき、戦前、戦後とを異にし、全く今昔の感に堪えない。かかる社会的平均利益率程度の利益をもってしては、当然に社内利益留保による蓄積は困難となる。再評価積立金でもあれば、その小刻み資本組入れと小刻み無償交付でもって現金配当に代替せしめ、利益の内部留保を図ることも可能である。しかしながら戦後設立の、しかも固定資産比率の低い商社では、同積立金もまた極めて貧弱である。かくして少しでも、一刻も早くという蓄積要求は、社会的平均的な配当率前後の率をもって、計画的、規則的に、連続的株式配当による漸進的な資本蓄積策となって現われた。この場合、獲得利益の大部分（株式配当分と社内留保分）は、実質的には会計上の決算とは全く無関係に、資金計画のなかに逐次繰り込まれ得ることになる。すなわち、資本機能の自己資本内部における所有関係からの一部止揚が行われる。

また、現実には、経営者にとって増資は、資本の増加というこ

株式配当と企業資本の蓄積(二)

第 19 表 第一物産—三井物産株式配当実施状況

決算期	資本金 利益率	配当率 (年率)	内株式 配当率	内現金 配当率	株式配当分の 資本増加額	東証有配会社 平均配当率
27. 3 9		15 12	4 6	11 6	百万円 4.5 12.1	25.75
28. 3 9	24 25	〃 〃	〃 〃	〃 〃	13.6 15.7	22.34
29. 3 9	26	13 12	〃 〃	7 6	16.0 16.6	19.77
30. 3 9	38 35	16 〃	10 〃	〃 〃	51.1 87.8	17.39
31. 3 9	33 38	〃 〃	〃 〃	〃 〃	100 105	16.53
32. 3 9	45 42	〃 〃	〃 〃	〃 〃	110 119	15.42
33. 3 9	43 43	〃 〃	〃 0	〃 16	126 0	14.27
34. 3 9	43 34	〃 14	〃 10	〃 4	0 296	13.51
35. 3 9	42 44	〃 〃	〃 〃	〃 〃	311 326	13.53

註 1) 株式当配による資本金増加額17億929万円
2) 各種資料より作製。

とよりも、むしろまずその前に資本金の増加―配当負担の増大に、より多く配慮が払われる。とくに、利潤率の低い会社、資本回転の遅い産業部門にあっては然りである。何故なら、増資により資本金が増大するにもかかわらず、現実の追加資本は未だ充分な資本機能を果しておらず、従って、利益の相対的減少―資本金利益率の低下を来たす。また現行資本金利益率が、配当・利子の支払を要しない資本によって大きく支えられている場合にも、増資による資本金の急増は、同様に、資本金利益率の低下を招来する。その結果、いわゆる増資負担のための減配へ踏みきらざるをえなくなってくる。しかして、現行利益率―配当率が、すでに社会的一般的に配当率の下限に近い会社においては、もはや減配の余地がない。そこで、増資にあたっては、資本そのものの需要度よりも、むしろ、それ以前に資本金の増加―配当負担の増大―資本金利益率・配当率の低下に、より多くの関心が支払われるという顛倒した考慮がなされてくるわけである。

要するに、生産力の構造―技術的構成―資本機能の様式―所有関係からくる規制と、生産と分配の問題がからまって、現実の資本集中・集積方式はえらばれてくる。すなわち、借入金に依存す

るか、増資を行うか、或はまた株式配当政策を選ぶか、さらには自己金融にまかせるかである。

三井物産の場合、資本回転率の早い商業資本ではあるが、売上高利益率は低く資本金利益率も高くない。しかし配当率は一心、社会的平均的な配当率を維持することができる。そこで「業績の伸びに応じて資本金をふやして行くには、株式配当が最も合理的」(同社副社長談、日本経済新聞三十五年三月二日)という方針のもとで、大巾増資を避け、連続的株式配当政策がとられてきているのである。二十七年以降一六回というわが国企業中最も多い株式配当が実施されている。之に対して本来的増資は、その株主構成からみて、「所有―支配―経営」的会社にみられた如き払込資金の hand 問題はないにもかかわらず、昭和三十四年二月(払込)半額増資が一回行われたにすぎない。このことは同社における資本調達方式の特徴を明瞭に物語るものであろう。

もっとも、第一物産時代、二十六年七月株式取得の形で外資導入が行なわれ、C. A. England & Co. が同社の筆頭株主となった。アメリカでは、株式配当には直接所得税が課税されないところから、この在米株主からの要請もあって、二十七年三下期から

株式配当を行なうことになったともいわれる（山一証券・増資の実務四六七頁）。爾後、同株主の地位の低下にもかかわらず、今日まで株式配当政策が継続されていることは、そこに前述の如き必然性があつたのであらう。

株式配当の形態・内容は前掲表の如くで、それによる株式資本増加額は三十五年九月期まで一六回、一七億九二九万円に達する。配当率の低さのためその回数が多きにもかかわらず、前述の三洋電機（一四回）の二〇億円、松下電器産業（六回）一八億円をかなり下廻っている。しかしこの額は、同社の同期間における本来の集中―他企業の吸収合併額には及ばないが、増資による集金額を僅かに上廻る額である。

こうみてくると、同社の株式配当は、社会的にはともかく、個別的には積極的な資本集積策ということが出来る。それは「小刻み無償交付―利益の内部留保」或は「小刻み増資」の代替策ともいうことができよう。要するに「経営者支配」的形態をとる会社の場合、収益力の低さ（社会的平均配当率は可能な程度）からくる資本吸引力の弱さが、その企業のもつ資本需要度の漸進性と相俟って、当該企業にとっては積極的な資本蓄積的役割を担わされ

株式配当と企業資本の蓄積（一）

て、株式配当政策を登場させたものと考えられる。

したがって、「成長力に応じた資本金の増大」を基本方針として株式配当を続けてきた同社も、「株式配当による資本金の増加と業績の伸びとのバランスがくずれるようになれば、増資して調整する」ことになる（同社経理部長談、昭和三十五年三月二日日本経済新聞）。このことは、株式配当が収益力が伴わずところからくる消極的な蓄積策としての性格をもつことを裏書きするものである。蓄積策としての株式配当のかかる段階の会社における限界性もここにあるのである。

わが国最大の商社としての地位を占め、三井系中枢の貿易商社として、強大な組織・人・資本力を擁するに至った同社が、独占的な利潤を獲得できるようになったあかつきには、同社の成長を支えてき株式た配当も、今度は桎梏に反転する。かかる性格をもつに至った株式配当政策は捨てられ、公募を含む増資による集中策に走り、さらに利益率の向上に伴い、自己金融による蓄積強化に向うことは必然である。

積極的蓄積策としての株式配当には、之を要するに、（一）利潤率―利益率の高い「所有―支配」的会社における、社会的にも個別

企業にとつても積極的な株式配当と、(二)利潤率の低い社会的平均的な配当の可能な程度の「経営者支配」的会社における、社会的にはともかく、個別的には積極的な意図をもつ株式配当、との二つの形態をみる事ができる。

しかし、前者の段階にある会社における利潤率の低下は株式配当政策を困難ならしめ、その「経営者支配」形態への発展、或は後者における利潤率の向上は、株主に新株引受権を強制する株式配当政策を排除させて行く傾向にある。株式配当にとつてかわるものとして、優先応募権付発行や公募による時価発行の比率の増大となり、やがて「自己金融」政策が資本集積策の核心となつてくるであらう。

もとより、株式配当の場合、額面以上の発行を禁止しているわが国現行商法が改正され、時価発行をも認めるようにでもなれば、株式プレミアム(資本剰余金)をもつてする蓄積機能が株式配当の上にもつけ加えられてくる。この場合には、制度上の「払込強制」は大きな役割を果すことになるが、そのときにはこの「払込強制」規定自身に対してまた批判の眼が向けられてこよう。(未完)

(昭和三十五年十一月)