

わが国株式会社における時価発行の問題：企業資本の蓄積・所有形態の展開

片山, 伍一

<https://doi.org/10.15017/4403359>

出版情報：経済学研究. 30 (2), pp.97-116, 1964-06-25. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

わが国株式会社における

時価発行の問題

— 企業資本の蓄積・所有形態の展開 —

片 山 伍 一

目 次

- 一 はしがき
- 二 時価発行をめぐる対立
— 時価発行の問題点 —
 - 1 新株引受権の制度的実質的喪失
— 「所有—支配」構造の社会的個別的発展 —
 - 2 企業資本の充実と株主権の侵害
— 株式会社観の相違 —
 - 3 時価発行の問題点
(1) 株式プレミアム—資本剰余金の帰属

わが国株式会社における時価発行の問題

— 増配・資本組み入れ・株式分割 —

(2) 時価発行の形態と発行価額

— 株主優先応募権・親引け・一般公募 —

(3) 時価発行と資本市場

— わが国資本蓄積の現段階と時価発行 —

(4) 時価発行と開放経済体制

— わが国株式金融の特質 —

(5) 時価発行と現実的蓄積との関係

— 資本剰余金の「社会的」性格 —

(6) 問題点の要約

— 分析の具体的方法 —

一 はしがき

わが国における株式会社金融の現段階的問題の一つに、株式の時価発行の問題がある。⁽¹⁾時価発行とは、市場価額を基準とした価額で新株を発行することである。この発行価額と額面価格との差額である株式プレミアムは、資本剰余金（企業会計原則上の用語）或いは資本準備金（商法上の用語）として分別経理され、会社内に積み立てられる。⁽²⁾

しかして、かかる時価発行は、貨幣資本の集中・支配の發展過程で展開される株式金融の一つの歴史的形態である。したがってこの時価発行―資本剰余金の問題も、「支配」と「蓄積」の二つの視角からとり上げられてくる。すなわち、「所有―支配」との関連において時価発行の利害得失を論じ、また時価発行の資本蓄積に果す役割が問題となってくる。前者にあつては「所有として」の資本の問題を株式資本・株式市場の観点から展開して行くのに対し、後者にあつては「機能としての資本」の問題に個別資本・総資本的視点から接近する。もとより両論は交錯する。しかしそれらは統合されねばならない。「所有―支配」は資本の蓄積過程において顕現し、この両者は有機的に関連しながら企業資本を形成して行くからである。

かかる基本的な考え方にもとづいて、わが国における時価発行の問題とする。われわれは、わが国株式会社―経済の成長・發展に於いて、その「所有―支配」構造と資本蓄積の形態にどのような変貌がみられたかを、時価発行問題の解明を通じて明らかにすることに、強い関心をもっている。換言すれば、株式会社における資本の集中・支配の一段階を示す時価発行の実証的研究を、日

本資本主義の現段階性の分析に利用しようというのである。

そこで、まず、問題の所在と一応の性格を、時価発行をめぐってげしく対立する賛・否両論のなから把握し、その上でこの問題についての具体的な接近の方法を見定めることにする。

註(1) 例えば金子佐一郎「資本蓄積と株式時価発行」エコノミスト昭和三十九年八月四日号参照。

(2) 本稿では額面株における時価発行を問題とする。わが国の場合、ほとんど全部の上場会社の株式が額面株であるからである。資本剰余金が特に問題となるのは無額面株の場合であるが、わが国における無額面株は、東京証券取引所上場会社の中では、三菱倉庫株式会社・住友金属工業株式会社の一部株式、および富士観光株式会社の株式(ごく一部額面株)だけにすぎない。

つぎに時価発行の用語について整理しておく。株式の発行価額には、額面発行・割引発行および額面超過発行さらには時価発行がある。額面以上ではあるが時価よりはかなり低い価額での発行を、とくにプレミアム発行と称する場合もある。ところで、株式の発行形態には、後述するように、株主割当・第三者割当・公募の三基本形態と、その組み合わせた形態がある。公募は商法上時価発行でなければならぬ。他方新株引受権を与えて株主割当てをした場合には、わが国の長い慣習は額面発行を普通とした。しかし法律上は株主割当ての場合にも額面超過発行が可能であり、現に一部の会社で行なわれたことがある。上述の如くであるので、株主に新株引受応募権を与えな

がらも時価で発行した場合に限り「時価発行」というときもある。しかし本稿では、発行形態が公募・第三者割り当て・株主割り当てとわらず、時価（実際は市場価格より一〇％程度低いのを普通とする）で発行した場合を総称して時価発行という。

また、ここでは増資の場合における時価発行をとり上げる。時価発行は会社創業時の新株発行の際にも可能である。しかし、今日の会社の設立形態は、通常、募集設立ではなくて、発起（同時）設立であり、株式は発起人（支配資本家）により額面（同時）受けられている。しかも株式が証券取引所に上場され、経営経済学的意味での株式会社となるためには、例えば東京証券取引所では、会社設立後三カ年（三十九年五月二十日まで）は二カ年）を要する。したがって、時価発行が実際に問題となるのは、増資の場合ということになるからである。

二 時価発行をめぐる対立

——時価発行の問題点——

1 新株引受権の制度的実質的喪失

「所有—支配」構造の社会的個別的発展—
時価発行が行なわれるようになると、前述の如く、かつては在来株主の手中に直接入っていた新株の株式プレミアムが、或いは

また明確な株主持分として株式資本の形態をとっていた払い込み資本の一部が、いまや資本剰余金として会社に積み立てられてくる。かかる時価発行が可能となるためには、その内的根拠として、大衆投資家ないし一般株主の証券市場のみならず株式会社内における無機能化—新株引受権の制度的・実質的喪失が前提とされねばならない。このような資本の集中・支配の内包的深化を示す時価発行は、株主と企業との内部矛盾の激化につれて両者が背離して行く過程で、収益力—株高を基礎に、支配資本家が「集中」と「支配」を貫徹こうとしてとる株式金融形態の一階梯なのである。

さてわが国株式会社における新株引受権の実態を通観すると、昭和三十年の商法再改正以前にあっては、あいまいな商法規定或いは例外規定をもうけた定款のもとで、この権利はかなり融通自在に付与或いは排除されてきた。すなわち、その株主への付与率は、不況下の金融逼迫時には上昇し、好況の株高時には第三者割り当てや公募を増大させて低下し、株式会社の発展につれて基本的には漸次減少の傾向を示してきた。かくして、株主の新株引受権は時に企業（支配資本家）にとって追加資本確保の手段ともな

り、また第三者の新株引受権は支配資本家にとって株式プレミアムの直接取得あるいは議決権支配確保の手段としての性格をもっていたのである。⁽¹⁾

昭和三十年七月施行の再改正商法が立案・審議の過程に入るや、法律上原則として株主に新株引受権を認めるか否かをめぐって、激しい対立がみられた。結局は、第三者割り当てに對しても規制を加えたものの、株主の新株引受権も排除されて、法律上は公募一時価発行主義をとることになったのである。このことは、全体としてわが国株式会社における支配資本と一般投資株主との新株引受権をめぐる相剋の一つの段階を示し、基盤たるわが国経済の發展—資本蓄積の現段階性をあらわすものといえよう。

われわれはさきに「わが国における新株引受権の実態」⁽²⁾についての分析を行ない、再改正商法の意義について検討し、次のような展望をもった。⁽³⁾

「会社支配者団の横暴に對する直接的な自動的抑制機構の大部分が取り払われつつある今日、一般投資株主はいよいよ会社支配者団の善意に期待するほかない。だがその善意が如何なるものであるかは、われわれの先刻承知のところである。独占資本の次

の狙いは、株主の新株割り当て価格も必ずしも平価たるを要せず、会社所定の価格—引き受け消化を阻害しない限度でできるだけ市場価格に近い価格—とすることであろう。こうして、株主の新株引受権はますます権利的性格を稀薄化され、義務的色彩を濃厚にして行くか、でなければ広範に排除されて公募分を増大せしめて行くかのいずれかであろう」と。

事実、三十一年以降一部公募方式による時価発行併用の増資の盛行をみるにいたった。とくに三十四年・三十五年・三十六年には、好況—株高を基礎に、(1)増資件数に占める公募件数の割合、(2)増資額に占める公募額(額面換算)の比率、(3)有償払い込み額に對する公募プレミアム金額の割合、の三指標とも段階的な増加を示した。また時価株主割り当ての新株発行さえもあらわれてきたのである(例えば阪田商會における三十六年九月一日払い込みの増資)。このような時価発行の急増傾向に對応して、時価発行の是・非が、さきの株主の新株引受権論争と内包する問題は基本的に同質ながら、あらためて現実問題として盛んに論議されるに至ったのである。^註

すでに株主の新株引受権は法的に排除され、現に時価発行の盛

行をみて生じたこの対立においては、攻・守その処は明白であり、帰趨これまたおのずからあきらかであろう。

註 三十年の商法再改正時における新株引受権排除論者が表面にかかげた最大の理由は、「資本調達機動性を図る」、ということであった。しかし時価発行推進論者の主張は、後で詳述するように、「自己資本の充実」に変わってきている。

2 企業資本の充実と株主権の侵害

―株式会社観の相違―

時価発行を是認し、さらに之を積極的に推進しようとする者は、「経営者支配」的な独占的産業資本・独占的銀行資本、およびその利益代表的機関である経済団体連合会・経済同友会^註であり、また国民経済的視点に立って資本蓄積の必要性を強調する総合政策研究会（有沢広己会長）や経済評論家（例えば稲葉秀三氏）などである。昭和三十四年八月六日に開かれた証券取引審議会（井上敏夫会長）においても、証券資本の代表委員の強い反対にもかかわらず、時価発行論が大勢を占めたといわれている（もっとも、「企業の自己資本充実のための増資促進策問題」についての昭和三十五和四月二十五日の政府答申にあっては、結局証券

わが国株式会社における時価発行の問題

界に大きく譲って、時価発行は漸進的に行なうべきであるという趣旨のものであった。之等の時価発行推進論者は、「所有と経営の分離」・「企業自体」・「企業の社会性」などをその理論的根拠とする。

註 経済同友会の最近の調査「経営理念と企業活動に関するアンケート」のなかで、「企業と株主との関係について」という質問に寄せられた回答は、日本の代表的企業における経営者の株主観をよくあらわしている（回答者は代表的企業三百九十七社）。

第一は、株主を企業の所有者とみなし、所有者の最大の利益を考えて行動するのが経営者の義務である、と回答したのが全体の二七・二％。

第二は、長い目でみて株主の利益になればいいと考え、ときには株主を無視したような行動をとることがあるという回答が三三・〇％。

第三は、企業の所有者としての株主の重要性は、今日では相対的に低下しているので、経営者は株主の利益のみを考えてはならないという回答が三八・三％。

（朝日新聞・昭和三十九年七月二十三日）

時価発行に反対し之を阻止しようとするものは、大衆投資株主やその利益代表的立場に立たざるをえない証券業者であり、また大口投資株主である生命保険会社などである。投資家保護・株主

保護を説く投資評論家（例えば飯田清三氏）もまた時期尚早論者に属する。彼等の多くは、所有と経営は基本的には未分離であるという会社観を依然として固執するのである。

要するに企業ないし経営者の立場にたつか、或いは投資家ないし株主側の立場にたつかよって、時価発行に対する賛・否が分かれてくる。ということは、時価発行が株式会社資本における主要矛盾である企業（支配資本）と株主（従属資本）との矛盾の激化によって、「株主」に対立する「企業自体」が登場している段階での問題であるということである。時価発行による利害の対立が、基本的には「所有と経営の分離」の程度に比例して、強くなりまた弱くなるということを示唆している。

つぎに、時価発行のもつ矛盾・盾のそれぞれの側面を、賛・否両論者の主張のなかにみて行こう。これらの主張は、それぞれの立場を強く一方的に反映して、主観的・一面的かつ表面的なきらいがある。しかしそれだけに、利害の対決点を極めて明確な姿で示してくれる。もとより、現実の時価発行の問題は、株主と企業との対抗矛盾の故に、両論者の主張の如くにはかく単純ではないのである。またこれら賛・否両論とも、企業と株主との対立性・差

別性のみ焦点をおき、資本としての同一性の観点からは問題にしていない。したがって、そこには資本の生産関係の問題は露呈されても、之等の論者に、資本制社会の基本的な生産関係の点から、時価発行がどのような問題点をもっているかを望むことはむずかしい。

それはさておき、まず時価発行推進論者の意見から聞いて行こう。彼等は、「資本支配」の面を背後におき、「資本蓄積」に果す役割を前面に押し出して強調する。すなわち、時価発行によって、低コスト自己資本の調達が可能となり、増進も促進される。したがって時価発行は、わが国企業の他人資本への過度依存——企業財務の脆弱性——日本経済の不健全性——是正のための自己資本充実の有力な手段であるというのである⁴。

なるほどプレミアム——資本剰余金部分は、株式資本金に比して、株主の直接的な所有支配的拘束から解放された自己資本である。この部分に対しては直接に配当を支払う必要がない。したがって増資額全体の資本コストは、配当率ではなくして、利子率程度の利回り（配当／発行価額）となってくる。かかる低コストのために、額面発行に比して、同一発行株数でより多くの自己資本

の集中を図ることができるし、同額の資本を調達する場合には、少額の資本コストですむことになる。また相対的に少ない発行株数は、新株の発行費用をも切り下げることをおのずから可能にする。さらに資本コストの低下は、企業収益力が低い場合額面発行による配当負担の増大の故に躊躇せざるをえなかった増資をも、促進させることになる。

本来個別経済的観点から自己資本充実策として推進されてきた時価発行も、わが国の場合、開放経済体制を迎えんとするに当り、国際競争力の強化という国民経済的な要請を、にしきの御旗”として、逆にここに重点をおいてその主張を一層強めてきている。すなわち、技術水準・生産性においておとり、財務的にも劣弱な日本の諸企業は、国内企業間の競争にもまして国際的競争を強いられようになる。したがって、その面からも低コスト自己資本の巨額の調達が必要となり、そのための国の諸優遇措置が急がるべきであるとするのである。

経済団体連合会の代表は、処もあろうに反対論の急先鋒である証券業者の大会で、時価発行の必要性を説く。すなわち日本証券業協会連合会会長は、「時価発行は株主の利益を無視するもの

で、株式保護の見地からできるだけ避けてほしい」と述べたのに対し、「時価発行はその企業の資力充実に役立って、さらに今後は自由化に伴なう日本の国際交流の進展という見地からも、大いに推進して行きたい」（昭和三十五年四月十五日）と強調したという。

国際競争力の点で最も問題があるといわれた自動車産業部門では、たとえばトヨタ自動車株式会社の如く、「国際競争をするためには、どうしても安いカネがほしい。だから証券市場の情勢などを考えて、常識的な額の公募はつけたい」（日本経済新聞・昭和三十五年九月十一日）ということになる。

しかし時価発行の盛行も、企業資本の充実・国際競争力の強化ということ堂々と標榜しながらも、その実は端的には、株高現象をみせつけられてともかく巨額の株式プレミアムに触手を伸ばして来たということである。すなわち、「五〇円額面の株が三〇〇円もしてたくさんのお宝が持っている現在、そのプレミアムは株主だけに与えられるものではなく、目先会社側にも分けるべきものだ」（住友化学長谷川常務談、日本経済新聞・昭和十五年九月十五日）と。さらに朝日麦酒山本社長のように、個人的

意見とことわりながらも、「株主が時価で株を売るように、会社が時価で株式を発行したっておかしくはない。公募は論理的に当然なこととの見方も成り立とう」（日本経済新聞・昭和三十五年九月十日）という見解もあらわれてくる。

また「時価発行への移行が」低迷する昨今の「株式市場救済策の根本」と考えられる東京銀行常務三木邦男氏は、つぎの如く提唱される。「額面発行の制度が続くかぎり、株価上昇のプレミアムは全部投資家のふところにはいって企業にはいかない。……肝心の資金需要者たる企業の資本充実に役立たない。株価の額面超過のプレミアムは企業の内容充実とその将来の成長性を織り込んでいるならば、このプレミアムは投資家と企業とが折半取得してくるべきではないか」と（同氏は日本経済新聞・大機小機昭和三十九年五月十二日にも同様の見解を示しておられる）。

要するに、時価発行―自己資本充実論の基底には、株式プレミアム―資本剰余金に対する株主持分の大巾後退ないし稀薄化と、それにかわる「企業自体」の持分強化とが、暗黙のうちに措置されている。ここに株主の権益が侵害される危惧がひそんでいるのであって、この点反対論者の「非」とする論拠でもある。

前述の如く、わが国株式会社―経済の現段階は、商法上原則として株主の新株引受権を認めず、したがって時価発行―公募はむしろ合法的である。しかし反対論者は、あくまで株主権を主張し額面発行の慣行に執着するのである。もっとも公募主義をとった法規定はあくまで外的な可能性を与えるものにはすぎない。個々の会社における現実の時価発行は、内的根拠たる株式会社資本における矛盾性―企業と株主との結合と対立―を通じて顕現するからである。

ともあれ、時価発行推進論者が企業資本の充実に果す役割を高くかかげたのに対し、反対論者は株主の「所有―支配」内容の悪化を理由に時価発行をはげしく非難する。その主たるものをあげれば次の如くである。

- (1) 時価発行は本来株主に帰属すべき株式プレミアムを剝奪するものである。
- (2) 不当に安い公募価格を通じて、株式プレミアムの一部が公募株取得者に持ち去られ、株主は直接的に権益を侵害される。
- (3) 強引な大量親引けにより、公募価格とも関連して、株主の比例的地位に変更を来す（「親引け」とは、公募株の一部又

は相当部分の引き受け先を、発行会社が特定の第三者に指定することである)。

(4) 時価発行株式の比率の上昇は、増資速度を低下させ、株主割り当て分における株式プレミアムの取得機会を減少させる。

(5) 以上のような株主の期待権の侵害により、一般投資家の投資意欲の減退・証券市場からの離反を招来し、他方公募株は市場を圧迫して、株価はいよいよ暴落する。その結果、増資による企業資本充実を困難にする。

ところで、一般投資株主やその利益代表的立場にあるもののみならず、大産業資本のなかにも、時価発行時期尚早論がある。例えば味の素・日本レーヨン・日本鋳業・朝日麦酒などの諸会社がそれである。いまその理由を聞いてみよう。

まず味の素株式会社の道面社長は、「株式会社は株主が第一だから、株主に不利になるような公募はつけない。……株が高いといては株価のプレミアムを公募でかせごうとは思わない」という(日本経済新聞・昭和三十五年九月十八日)。日本レーヨン浅海専務もまた、つぎの如く公募には激しい批判をする。「プレミアムかせぎを目的とした公募は「邪道」だ……。もともと株主に帰

わが国株式会社における時価発行の問題

属すべき恩典を会社もぎとることにほかならない。……会社自体の利益のために公募をつけるのは、株主から選ばれた経営者として仁義に反した行為である」(日本経済新聞・昭和三十五年九月十六日)と。また前述の如く社長個人としては時価発行に賛成の朝日麦酒にしても、「経営者は株主の信託を受けているものだ。株主の恩感が全額、株主割り当ての増資であり、株価がそうした株主の期待権を織り込んで形成されているのであってみれば、株主の恩感をそこない、株主を裏切ることとはできない」(日本経済新聞・昭和三十五年九月十日)としている。

これらの主張についてはその底にある会社の「所有—支配」構造なり、資本集中の緊急度および収益力、或いは現実の資本集中・集積状況など検討の要があろう。

時価発行推進論者にしても、自己資本の充実・国際競争力の強化を理由に、時価発行の必要性を強調するが、事柄の本質は、株式会社の「所有—支配」構造の変化が時価発行による自己資本の充実を可能ならしめてくるのである。国際競争力の強化要請ということも、外部的な促進要因にすぎない。われわれは、問題を顛倒させてはならない。

以上にみられた如く、時価発行についての賛・否両論の主張は、基本的にはその根底にどのような株式会社観をもつかにかかっている。株式会社資本における主要矛盾—企業と株主との結合と対立—において、何れを矛盾の主要な側面とみるか、主導的な役割を果しているのは企業と考えるのか、或いは株主であると考えるのかによって見解は分かれる。株式金融の一形態である時価発行—資本剰余金が如何なる性格をもつかは、株式会社資本において支配的な地位を占める矛盾の主要な側面によって規定されるからである。したがって、わが国株式会社における個別的・全体的な「所有—支配」構造の段階と内容の分析が、時価発行問題を解く基本的な鍵となってくるのである。

つきに以上みてきた時価発行賛成論者と反対論者の主張を直接対決させながら、そして、資本制生産関係からの視点をも加えながら、時価発行の問題点をより具体的にさぐって行こう。

3 時価発行の問題点

時価発行は、株式会社における質的な「所有—支配」構造と量的な収益力を内的根拠として基本的に性格づけられ、資本市場・経

済の再生産構造さらには社会的生産力の発展を外的条件として量的に影響されて現実を展開される。したがって対立点ないし問題点も当然に広汎な領域に及ぶ。まず第一に、その帰属をめぐって賛・否両論が直接的に対立している株式プレミアム—資本剰余金の性格が問題となる。

(1) 株式プレミアム—資本剰余金の帰属

—増配・資本組み入れ・株式分割—

われわれはまずもって株式プレミアム—資本剰余金の会計・経営・経済理論的性格の明確な認識を必要とするが、資本剰余金の理論的性格については、長年に亘り多数の論者の参加をえて争われてきたところである。いまここで「論争」自体のなかにみずから深く立ちいって検討する余裕をもたない。いくつかの問題点を残しながらも、「論争」は一応行きつくところまで到達した感がある。われわれは今までの論争の過程で明らかにされた論理を、現実の経営実態のなかで検照して行こうと思う。

さて企業会計原則ないし商法が、資本剰余金制度ないし資本準備金制度を規定してその取崩しに制約を加え、また現実的蓄積と

の關係で之を直接社外に持ち去ることが困難な状態のもとでは、対立の焦点は資本剰余金の持分上の帰属如何に移ってきている。

すなわち、時価発行推進論者は、資本剰余金が「会社自体」に帰属するという前提のもとに、その企業資本の充実に果す役割を強調する。之に対し、阻止論者は、時価発行そのものに反対して株式プレミアムの直接的取得を主張する。しかし法的に社会的にも時価発行を認めさせられている今日、支配資本の時価発行の強行には積極的に抗すべくもない。したがって、次善の策として株式プレミアムが資本剰余金として積み立てられた場合には、それが株主持分たることを強調することによって、株主の利益をできるだけ護ろうとする。また是認論者のなかにも時価発行を正当化するために、「会社の利益は結局は株主の利益となる」、という論者も多い。

例えば、余りにも有名な時価発行論者である三井銀行会長長佐藤喜一郎氏は、「株式の時価発行はその会社に自己資本の充実といつた利点を与えるだけでなく、株主にも不利ではない。それなのにどうして証券業界ではこの点についての理解が薄いのだろう」（日本経済新聞・昭和三十五年九月六日）かど。

わが国株式会社における時価発行の問題

しかし、株主の利益となるというからには、それなりに抽象的ではなく具体的な裏付けがなされねばなるまい。資本剰余金部分が稼働して収益期に入った場合、その利潤が種々の形態を通じて現実に株主に分配されるのでなければ、反対論者の納得を得ることは出来ない。問題は、(1) 配当率の引き上げによる増配、或いは(2) 資本準備金の資本組み入れ―無償交付や(3) 株式分割による配当額の増加によって、資本剰余金が結局実質的に株主に還元され株価も回復するということが、完全に期待されるかどうかである。しかしながら、これに対しても反対論者の人々には不信の念が強い。

例えば、大阪証券取引所の高橋理事会議長は、「元來株主のものである再評価積立金でさえ、資本組み入れを法律的に強制されて初めてやるような経営者に、全面時価発行後に株式分割、増配などができるだろうか」（日本経済新聞・昭和三十五年九月二十九日）と。

もとより、増配・無償交付・株式分割が完全に行なわれるれば、低コスト資本による資本の充実という要求に端を発した時価発行それ自体と矛盾する。それでは時価発行の効果が期待されるの

は、せいぜい発行時点から増配・無償交付などが行なわれるまでの、一時的な効果にしかすぎないことになり、時価発行の意義は大きく減殺されてしまうからである。

もっとも、資本剰余金がつとえ持分上株主に属したとしても、常に増配・無償交付・株式分割が可能であるかどうかとも検討を要するところである。さきの「論争」は株式プレミアム即創業利得ではなく、現実には利潤率が利子率以下の場合にも株式プレミアムは発生することを教えている。また国内競争・国際競争のほげさが、資本剰余金部分の利潤を圧下させる場合もあるろう。さらに後述するような資本剰余金の非資本的投下のおそれも考えられる。これらの場合には増配の可能性が必ずしもあるわけではない。

なお、時価発行後の増配の方式について、配当率そのものの積極的な引き上げは、一般的に爾後の資本蓄積の阻害要因に転化するおそれがあり、また高率配当に対する社会的批判もあって困難である。いきおい無償交付・株式分割による株主への還元・増配に向うであろう。米国で盛んに行なわれる株式分割制度も、わが国では未だ導入されていないので、資本準備金の資本組み入れが

重要な問題となってくる。したがってこの無償交付の実態分析を本稿での一つの大きな課題とする。同じく無償交付であっても、資本剰余金が株主持分であるが故の組み入れであるのか、それとも米国にみられるが如き過小資本金現象から惹き起こされてくる矛盾の解決策としての質のものか、区別を要するところである。

時価発行論者は、米国・英国でおこなわれている株式分割・無償交付、およびそれを期待することから生ずる利回り革命現象から、資本剰余金の株式還元を説いている。したがって、之等の国々のそれとわが国のそれとの同一性・差別性が当然問題となろう。

なおまた、株式プレミアム―資本剰余金即創業利得論者のなかには、剰余金部分は「機能資本家としての支配株主のみの所有に帰し」、「支配株主がわがものとする可能性がある」と主張する人がある。しかしながら「その可能性がどのような財務操作によって実現されるかという点になると、創業利得論者の側にもまだ充分な検証がなされていない」のであって、その究明は困難な作業ではあるが、残された大きな問題である。

要するに、われわれは、株式プレミアム―資本剰余金が、誰の持分に帰属するのか、或いは誰の支配がより強く滲透しているの

か、その支配は具体的にどのような操作―形態・内容でもって行なわれているのか、日本の株式会社における実態に照らして検討して行く必要を痛感するのである。

(2) 時価発行の形態と発行価額

―株主優先応募権・親引け・
一般公募―

時価発行をめぐる基本的な対立は、前述の如く、株式プレミアムの帰属にあるのであるが、そのほかにも既存株主の権益を侵害する可能性のある問題点がいくつかみられる。その一つに、公募による在来株主の会社に対する比例的地位の希薄化の問題がある。比例的地位は、本来二つの内容をもっていた。議決権に対する比例的地位と、会社財産ないし擬制資本価格に対する比例的地位の二つである。しかし無機能化した現代の一般投資株主にとって、議決権の比例的地位はほとんど問題とならない。ただ議決権支配確保のために、不当に大量の公募株がまさしく公募されずに、特定の第三者に「親引け」によってふり向けられるところの問題が生ずるのである。

わが国株式会社における時価発行の問題

近代株式会社の株主にとっては、議決権同様、会社財産そのものに対する直接的な比例的地位も問題にならない。既存株主にとっては、公募による株価上の損失に大きな関心がある。したがって、公募価額は、公正にして株主がそれによって不利益を受けない価額でなければならない(商法二八〇条)。その基準としては株式の市場価額すなわち時価がとられる。この発行価額が時価を無視した低いものであれば、時価と発行価額との差額である株式プレミアムは、公募新株を引き受けた第三者の手中に直接入るわけで、その分だけ既存株主は在来の権益をおかされることになる。しかして現実には、公募株の消化や「親引け」とも関連して時価よりかなり下回って決定される。公募株の払い込みを円滑迅速に確保するためには、公募価額は低きほど経済的強制力を発揮する。市場で新たに公募株式を買う投機家ないし新規投資家にとっては、公募価額は時価を下回りかつ買付け手数料も不要なところから、公募は一つの好機を提供するものである。また、新株引受権の第三者付与が三十年の再改正商法で困難になったために、「親引け」が議決権支配確保やプレミアム獲得の手段として利用されるようになった。かかる目的からは、公募価額はできるだけ

第三十卷 第二号 一〇九

低きをよしとする。他方低い公募価額は、会社のプレミアム獲得額を減少せしめ、在来株主には株価上の損失を結果することとなる。

こうして、発行会社・会社が指定する特定の第三者・一般引受者、その間に介在する証券会社とが、それぞれの力関係・公募の目的などをからませて、公募価額の決定―差額プレミアム取得をめぐって暗闘を展開する。この公募価額の決定問題の追究は、われわれに「支配」の所在を、或程度教えてくるであろう。

なお、公募が在来株主の比率的地位を侵害するという非難を回避するために、新たに導入された募集形態に優先応募資格を株主に与える方式がある（例えば、日産自動車・日立製作所・東京芝浦電気などの諸社）。

(3) 時価発行と資本市場

―わが国資本蓄積の現段階と時価発行―

強硬な時価発行論者である稲葉秀三氏は、金融正常化すなわち企業の資金供給方式を今のようない間接金融方式から直接金融方式に切り替えることを推進すべきだ、と説かれる。その一つの有力

な手段として「時価発行による株式公募を政府の協力を得てもっと果断に推進せよ」、と主張される（日本経済新聞・和昭三十五年四月二十六日）。しかし之に対して、時価発行はかかる意図とは全く逆に、株式投資に対する魅力の喪失はますます間接金融方式に傾斜せしめるおそれがある、と反対論者は危惧するのである。

株式資本は他人資本と違って危険負担資本である。したがって、株主は当然にそれ相應の利得によって保証されねばならない。その一つが利子でない利益の分配にあずかるということであり、もう一つが株式プレミアムであるといわれる。もちろん一般的傾向としては、株式会社の成長・経済の発展につれて、株主の負担する「危険度」は低下し、株主の無機能化―配当の利子化と新株引受権の喪失が進展してきていることは、前述の通りである。しかしながら、わが国の今日までの段階では、証券市場の性格ともからみ、株式プレミアムは危険負担にこたえる報酬として、投資（機）家の株式に対する投資意欲を支えてきたのである。現在の株価が相当のプレミアムをもっているのは、増資新株の株主額面割り当て―株式プレミアムの直接取得という基礎条件の上に、株価が形成されているからである。経済成長・企業成長

期には、数回先の増資によるプレミアムまでも織り込んで株価は騰げてくる。このことは、株式の利回りが利子率をはるかに下回るところまで買い進まれて、いわゆる「利回り革命」現象を英・米と違った段階で示していることに明らかに示されている。例えば、株価の高かった昭和三十六年七月十四日の東京証券取引所二・五種総平均単純利回りは、二・七％の低さを示したのである。

したがって、時価発行・大量公募の一般化はかかる現在の株価形成の前提を大きく揺り動かしてくる。株主のプレミアム獲得は期待しえず、危険負担は利回りのなかに折り込まざるをえない。株価は新しい採算基準の上で評価替えを余儀なくされる。この再評価の過程において、一時的にしる株価暴落による大きな摩擦・混乱が生ずることは、必至であろう。かくて、企業が期待する株式プレミアム―資本剰余金自体も大きく減少することになる。もちろん株価が額面を上回っている限りにおいて、株式プレミアムが生ずる余地はあるが、その計算の基礎に今日の高い株価をおくことはできない。他方また、一般投資家ないし株主の消極的抵抗は、投資意欲の急速な減退となつてあらわれ、資本市場の育成・拡大どころか、証券市場を萎縮させることになる。ひいては通常

の増資自体をも困難にする。かかる観点から、時価発行は賛成論者の云う資本蓄積の促進どころか阻害要因にさえ転化すると、時価発行反対論争者は反論する。どちらに荷担するかは、わが国資本市場の性格の究明、および企業・経済の現段階における資本蓄積の緊急度の分析評価によって決まらう。

さて、時価発行が一般化すれば、現在の額面割り当て―増資プレミアム株主取得の予測をめぐって上下する株価の変動巾は小さくなる。すなわち、時価発行は株価の投機的変動を防ぎ、投資ないし市場の健全化に寄与することになる。反面、公募による浮動株の圧迫も加わつて市場を沈滞させ、投機的妙味が薄らぎ、投機市場的要素の強い現在のわが国証券市場は縮小するおそれもある。したがって、この点から証券資本、とくに中小証券資本の反対には根強いものがある。

現段階のわが国経済は、証券市場に対して発行市場としての機能の發揮を大きく期待している。しかしながら、現在の市場は、投機的色彩の強い流通市場としての性格をもち、アンダー・ライター機構も未発達である。大量公募株をどう消化するかが問題となる。しかし時価発行の現実の増大が、わが国証券市場を発行市

場として漸次整備して行くであろう。また時価発行は株券の発行数量自体を相対的に減少させ、この面からも流通市場としての規模の相対的縮小に導くであろう。当初時価発行に猛烈に反対した証券資本も、そのわが国の支配構造の中に占める地位にかんがみ、また大証券資本は幹事会社の地位保全のため、そして公募株引き受けによる差額プレミアム取得或いは少なからざる手数料収入のために、必ずしも反対しない傾向にある。発行市場において重要な役割を果し得る大証券資本と、そうでない中小資本との格差の一層の懸隔が問題とならう。

このようにみてくるとき、時価発行は、わが国における株式会社社の「危険度」および資本の集中・集積の緊急度、投資資本の性格ないし証券市場の現状、直接金融方式か間接金融方式かの問題、さらに全体として日本資本主義における資本蓄積の現段階と体制的な強さ、といった事に対する評価ともからんで問題となる。近視眼的にはなく一時的にはなく、時価発行と額面発行とのいずれが資本蓄積のより促進的要因たりうるかは速断を許さない。実態に即して慎重な考察が必要であろう。企業資本の充実・金融正常化・経済の正常化が叫ばれている今日、時価発行問題

についてもまたそれだけの視野の広さをもつことが要求されてくるのである。

(4) 時価発行と開放経済体制

—わが国株式会社金融の特質—

資本・貿易の自由化が現実問題となり、わが国株式会社社がその株式を A D R (American Depositary Receipts) ・ E D R (European Depositary Receipts) などの形態をとって欧米市場で公募し、また転換社債を海外市場で発行する割合が増加するにつれて、これがまた時価発行主義を導入する契機ともなつてきつつある。すでに時価発行主義をとっている先進諸国の資本市場との交流に対応して、わが国でも、無額面株採用の一般化とか、株式分割制度の採用など、証券制度の基本的改革が問題となつてきている。

また、わが国における時価発行問題を論ずる場合、常に引き合ひに出されるのが、米国での株式金融のなかに占める時価発行の比重の高さである。しかしながら、両国の経済・市場・企業の発展段階なり性格・慣習の相違などを無視した機械的な比較は、そ

それほど意味がない。現代資本主義体制のもとでは―その典型は多く米国に求められるが―、時価発行による資本調達も、とくに独占的産業資本にあっては、すでにより高次の蓄積形態である自己金融にその地位を譲り渡してしまっている。自己金融段階に至れば、株式プレミアムは資本剰余金として企業内にはあらわれなくなってしまう。ここに時価発行―資本剰余金問題の限界がある。

わが国の場合、わが国経済の現段階および個別資本―総資本における「所有―支配」構造とも考え合せて、時価発行は過渡的・中間的な資本の集中・支配形態としては、充分に開花せずして自己金融へ移行する可能性を感ずるのである。かつて増資促進策を強く答申していた証券取引審議会も、昭和三十九年五月の会議では、自己資本の充実の重点を自己金融に大きく傾斜せしめてきているのである。

(5) 時価発行と現実的蓄積との関係

―資本剰余金の「社会的」性格―

額面発行が、配当負担のために収益力の向上をまわって増資するという、いわば事後増資におちいりがちなのに比べて、時価発行

わが国株式会社における時価発行の問題

は低コストのために、先行投資を可能にする。また時価発行は収益力―株価の高低が直ちに資本の集中量に反映されるので、資本の社会的配分の合理性がより貫らぬことになる。

このように時価発行は量的に資本蓄積を促進させるが、同時に資本蓄積の質的な側面との関連性も、見逃しえない大きな問題である。

株式プレミアム―資本剰余金の性格については、前述の如く種々論議されているが、それは株主の直接的所有支配からの離脱―「自立化」の第一歩を踏み出した自己資本であるということができる（自己金融資金にあってはこの「自立化」はより完成する）。この低コスト資金は、生産規模と新しい機械の採用の範囲を拡大する。この資本機能の資本所有からの一定の「解放」は、技術の進歩に対しても促進的な役割を果すことができる。現段階の時価発行は、一方における所有―支配構造の尖鋭化と、企業間競争国際競争の激化および生産力の発展からくる資本の社会的性格要求圧力とによって惹き起こされたものである。したがって、「自立化」・「解放」といっても、反面に矛盾する一層集約された「私的化」を背中合わせにした所有の「社会化」である。それが競争

の激化による消極的なものであつても、この「社会化」の側面が發展させられれば、プレミアム―資本剰余金部分の利潤が圧縮され、商品価格の低下となつてあらわれるであらう。とくに技術的水準・生産性において劣位にあるわが国企業が、はげしい国際競争にさらされる場合にはさうであらう。かかる場合には、株式プレミアム―資本剰余金の一部は「社会へ還元」され、ここに時価発行の一つの社会的意義を見出すことができる。また労・資対立のなかで、労働者は斗争によつてこの利潤部分の一部を賃金としてかちとる可能性もあらう。もっとも現実に、資本剰余金が積極的に社会のために―技術の發展および消費者・労働者のために―使用されることは望むべくもない。この「社会化」は、資本が資本たることを否定するどころかもっと高度な集約化された形で資本の論理を貫らぬこうとするに違いない。その具体的な形態・内容はどのようなものであらうか。

このような時価発行の資本蓄積に果すであろう積極的な機能の強調に対して、反対論者は、安易な投資による社会的資本の浪費をもつて對抗する。すなわち、株式プレミアム―資本剰余金が低コスト資金いなコスト零の資金とさえ意識されて、資金の運用に

真剣味を欠き、放漫な投資に流れる危険性を有する。不当に立派な本社社屋や研究所の新築・設置などに乱費されるおそれがあるという。「公募で事業会社がただの金をかせげば政治献金もえよう」といったにくまれ口さえも出てくるわけである（日本経済新聞・昭和三十四年八月六日）。

公募価額の維持、さらには資本の効率的運用ということに、経営者はどれだけの道徳的責任・社会的責任を自覚しているであらうか。

(6) 問題点の要約

―実態分析の具体的方法―

以上時価発行をめぐる「肯定」と「否定」とを対立させながら、問題点を指摘してきた。つぎにこれらの問題点についてより具体的検討と理論的追究を行なおうと思う。その方法は、「支配」と「蓄積」とを問題の中軸とし、現象把握から出発して理論的研究へ、そしてその上で再び現実・具体的問題の解明に向い、さらに問題の横への広がりを追って行くという順序をとる。

すでに問題点を現実の対立のなかにつかんできたわれわれは、

つぎには、一般株主と「企業自体」との矛盾の接点に立ち、問題の焦点である株式プレミアム―資本剰余金の本質究明のために、下向することから始めよう。もっともこの点については、すでにこれまで長年に亘り多くの論者の参加をえて行なわれた「プレミアム論争」による成果があるので、そのたすけをかりて、プレミアム―資本剰余金の会計・経営・経済理論的性格を確認する。たゞそこでは、すでに株式会社のある一定の発展段階だけが予定されており、その上で株式プレミアムの性格を規定する内的原因の一つである収益力すなわち利潤率―利益率―配当率を基準に理論的究明が行なわれてきた。ところが現実の時価発行は、多種・多様な目的・形態・内容を有するものが併存している。そこで、

第二に、第一の過程において非本質的・非基本的な性格のものであるとして捨象された時価発行―株式プレミアムを復位して、生きた全体をつかむ。株式プレミアム―資本剰余金の性格を、それを規定する内的根拠たる「所有―支配」構造の各段階に照応させて、歴史的に把握する。もとより時価発行の本来的な形態と、その単なる利用形態との区別は明確に認識されねばならない。そしてまた時価発行の株式会社金融における位置づけを行なう。換

言すれば、株式会社金融の発展過程における時価発行の特殊性を、他の金融方式との相互連関において明らかにして行く。

第三に、時価発行の形態と発行価額を問題にする。とくに時価発行段階での特定の第三者（支配資本およびその関係者）による議決権の確保・株式プレミアムの一部取得の手段と化した「親引け」と公募価額の決定問題を中心に実態分析を行なう。

第四に、すでに時価発行―資本剰余金の論理的・歴史的性格を明らかにしたわれわれは、資本剰余金の帰属の実態を、配当政策・資本組み入れ・株式分割との関連で明らかにし、またそのほか資本剰余金の財務操作についての究明を試みようと思う。

つぎに、問題の領域を互につながりをもち影響しあっている部門経済・全体経済へと横に広げて行く。すなわち、

第五に、時価発行がよって立つ外的基盤たる証券市場・金融市場との作用・反作用の追究に眼を向ける。とくに時価発行との関連でわが国資本市場の構造的特質が問題となる。

第六に、時価発行を中心に、わが国の株式金融の諸制度の特質を、先進諸国との対比において明らかにし、いわゆる開放経済体制のもとで生じてくる問題点を論ずる。

以上大体において、時価発行を「構造論」的に把握してきたのであるが、最後に総括として、時価発行を全体経済の変動との関連で「循環論」的観点から再把握する。そうしてまた逆に、時価発行の盛衰消長という株式会社における貨幣資本の蓄積方式の変転から、日本の資本主義経済の現段階・構造的特質解明へと接近して行こうと思う。

註(1)(2) 馬場克三・片山伍一「わが国における新株引受権の

実態」企業会計第八卷第七・八号(昭和三十一年)。

(3) 片山伍一「新株引受権」現代経営会計講座Ⅰ(昭和三十一年)所収、一一〇頁。

(4) 片山伍一「時価発行と企業資本の充実」税経セミナー一九六一年九月号参照。

(5) 「プレミアム論争」については、馬場克三「プレミアム論争の展望」九大経済学研究第二十六卷第五・六合併号四三〇七五頁、および別府正十郎「資本会計の経済理論」三六〇三九頁など参照のこと。

(6) 馬場克三「プレミアム論争の展望」九大経済学研究第二十六卷第五・六合併号六六頁―六七頁。

(未完)