

わが国における公募・時価発行：株式プレミアムの 実態

片山， 伍一

<https://doi.org/10.15017/4488734>

出版情報：経済學研究. 31 (5/6), pp.119-133, 1966-02-25. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



わが国における公募・時価発行

―株式プレミアムの実態

片 山 伍 一

目 次

まえおき

一 実態分析の視角

二 わが国における公募―時価発行の量的・質的未成熟性

1 比重高い所有支配的会社における公募

2 上場会社における公募―時価発行の未成熟

(未完)

わが国における公募・時価発行―株式プレミアムの実態

さきに「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―」(経済学研究第三十巻第二号)において、時価発行―株式プレミアムの問題性についての総観をおこなった。そこで、本稿以降において、かかる時価発行―株式プレミアムをめぐる諸問題について、個別的検討を加えて行くことにする。

まず、さきの「プレミアム論争」において、争いの焦点となつた株式プレミアムの性格を、わが国の現実・具体の経営実践のなかで、検照していかうとおもふ。そのためには、株式プレミアム―資本剰余金の会計・経営・経済理論的性格についての、諸先学による成果を一応確認することからはじめねばなるまい。

一 実態分析の視角

株式の額面以上発行により、会社が直接入手する株式プレミアムの性格・帰属については、会计学・経営学の領域において、久しく争そわれてきたところである。すなわち株式プレミアムは、会計理論的には、株主が拠出した「資本」であるのか、それとも会

社が取得した「利益」であるのか、が論争の中心であった。しかし、株式プレミアムの性格規定についてのかかる対立は、会計実務的には、株式プレミアムは配当の源泉たりうるか否か、さらにそれに対する課税の当否如何、という問題として展開されてきた。

そして数年前、従来株式プレミアムの本質は創業利得なりと規定してきた論者のなかにあつても、それが必ずしも創業利得ではないという岡部利良教授の指摘に端を発して、株式プレミアム―創業利得論争の再燃をみるに至つたのである。しかも問題が創業利得にかかわるだけに、会計・経営学者のみならず、金融論、経済原論専攻の論者の参加もえて、はなはしく展開されたことは、周知のごとくである。

「論争」は、なお多くの問題を残しながらも、一応行きつくところまで行きついた観がある。われわれはいま、「プレミアム論争」自体に深く立ち入って、理論的再検討をおこなう余裕をもたない。ここでは、馬場克三教授の「プレミアム論争の展望」⁽¹⁾によって、「論争」の成果を確認しておこう。

教授は、錯綜した論争を明快に整理されながら、「株主が払い込んだ額のうちどれだけが利益であり、どれだけが資本であるか

の基準の問題について」、つぎのごとく要約されている。

「(1)利潤率と利子率の間に落差がある『本来的な過程』に関する限り、予定された配当を維持するに必要な『所要機能資本』が基準となるのが当然であり、その限りでの株主の超過払込部分は処分可能であり、それが創業利得として現われる場合はもちろん、それが株式プレミアムとして現われる場合においても、これを本質的には利益であると規定しなければならないと考える。(2)ところが『財務的に条件づけられた過程』に関しては、ここでは利潤率と利子率の間に落差がないのであるから、利潤を生む資本を利子を生む資本に計算しなすという過程が不必要的しは不存在であり、したがってここでは『所要機能資本』を資本か利益かの判定の基準として持ち出す理由がないのである」と。それでは「利益か資本かの基準として、この財務的な過程で持ち出されるものは何であらうかといえば、それは新旧株主間の利益の均衡という経営内部的基準にこれを求めるはかばかしく考えるのである。『本来的な過程』において作用するのは産業資本に対しての貸付資本相互間の競争であるのに対し、『財務的に条件づけられた過程』において作用するのは経営内にもち込まれた貸付資本

相互間の競争、すなわち新旧株主の競争にはかならない」と。

これによって論争に終止符が打たれたわけではない。「所要機能資本」の理解の仕方についても、多くの異論のあるところである。いずれ「論争」に直接参加させて載くとして、いまは、これまでの論争の過程ですごく剔抉された論理を、抽象的次元に固定せず、現実の経営実践のなかにかえしていこうとおもう。

しかして、現実の時価発行―株式プレミアムは、極めて複雑多様な要因によって規定されており、論理がそのまま現われるものではない。あるいは現実の迷路に踏みまどうおそれなしとしない。しかし、そこはまた理論によって照らされ、実践を整理・批判しながら進みたいとおもう。そして、このわが国の実態分析を通じて、理論の発展・深化、内容の豊富化に、何らかの寄与をなすことができるれば幸である。もちろん、混沌たる現象や特殊な非本質的な現象に固執し、それにあわせて理論構成をするがごとき愚は厳につつまねばならない。

以上の諸点をふまえたうえで、われわれの実態分析は、次の方法で進めていくことにする。

(1) 株式発行の時点において、時価発行―株式プレミアムの形態

わが国における公募・時価発行―株式プレミアムの実態

・内容のなかに、株式プレミアム―資本剰余金の性格を追求する。

ここでは株式プレミアムの生きた全体をつかむ。「論争」においては、一定の発展段階に到達した株式会社のみが前提とされていた。いわゆる「所有と経営の分離」した現代株式会社がそれである。しかしながら、現実には発展段階を異にする株式会社が併存し、しかもいろいろな目的のもとに、時価発行を強行し、またその形態を利用している。したがって、「論争」が非本質的なものとして捨象してきた株式プレミアムがここではすべて復位されてくる。すなわち、わが国における時価発行―株式プレミアムの全体を、公募―時価発行の形態の枠内でまず量的に把握する。そして、それを質―性格別に分類する。結論を先走って言えば、現在までのところ、わが国では、所有支配的会社におけるいわば「非本質的プレミアム」が、量的には大半を占めているということである。

ところで、「プレミアム論争」は、前述のごとく、株式プレミアムが「資本」であるか「利益」であるか、配当の源泉たりうるか否か、さらにその直接の処分可能性、などを問題としてきた。

しかしながら、株式会社―経済の発展につれて、設定される問題の性格もまた変化してくるべきである。要は、「機能としての資本」を基底におきながらも、株式プレミアムをめぐる資本の生産関係―所有関係が、問題なのである。すなわち、株主に一義的に帰属する「資本（金）」と、「企業自体」ないしその背後にある機能資本家の支配下にある「利益（得）」との、いずれに属するかということに焦点がおかれてくる。こんにちの段階では、資本剰余金が現実に取り崩されて社外に持ち去られるかどうか、あるいは配当として分配することができるかどうかは、直接の問題ではなくなってきたいると考える。この対抗矛盾の産物である資本剰余金のなかで、支配資本の論理が、どのように貫められていくかが、問題である。そこで、

(2) 発行時点における時価発行―株式プレミアムの性格が、その後の帰属を規定するとしても、現実には資本剰余金がどのように処置されているのか、その形態・内容と時期をあきらかにする必要がある。すなわち、獲得された資本剰余金の直接・間接の帰属を追跡することこれである。

資本剰余金部分が投資され稼働期に入り、利潤を稼得するよう

になった段階で、資本剰余金が直接に資本組み入れの形態で、またはその稼得利潤による配当増額という内容で間接に、どの程度株主に帰属せしめられるのか。あるいは外観的にも実質的にも「企業自体」持分として握えおかれ、その利潤部分は留保され年々累積されていくことになるのか。こういった点についての実態の把握が必要となる。

しかして、資本組み入れされる資本剰余金、増配の源泉となる資本剰余金の本質はどう理解すべきであるのか。また発行価格―獲得プレミアムの基礎となった予想配当―予想利潤率の増減・変動によって、資本剰余金の性格上の変転が起ると考えるべきか否か、など新たな問題を生じてくる。

要するに、わが国における時価発行―株式プレミアムの実態を、その性格に焦点をおいて、量的かつ質的に、また全体的・平均的かつ個別的・特殊的に、そしてその発生時点においてのみならずその後の処分・処置の分析を通じて、明らかにしていこうというが本稿のねらいである。以下その作業に移ろう。

注(一) 馬場克三「プレミアム論争の展望」九大経済学研究第

二十六巻第五・六合併号、あるいは同氏著「株式会社金

融論」(昭和四十年) 参照。

二 わが国における公募—時価発行の量的・質的未成熟性

1 比重高い所有支配的会社における公募

わが国における時価発行は、すでに明治時代から存在していた。しかしわが国では、株主割当・第三者割当は、特殊な場合を除いて額面発行を一般的慣行としてきている。したがって、時価発行は、いくつかの例外的事例はあるが(それについては後で詳述する)、通常、公募形態をとるときにかぎられたのである。逆に公募すべて額面超過発行とはかぎらない。しかし額面公募は、これまた例外に属する。そこで、資料の関係もあって、以下公募—時価発行として論じ、例外的事例については別に特記することとする。

さて、大正年代に入って、八年頃には、株式市況の「未曾有の熱狂」を反映して、プレミアム付発行の盛行をみるに至った。^① 降って第二次大戦後の経済体制の変転期にも、かなりの公募発行がおこなわれた。しかし、その後、こんにちまで、公募比率は、時に変動はあるにしても、一〇%以下、おおむね六ないし八%の間

わが国における公募・時価発行—株式プレミアムの実態

第1表 株式の募集方法(全法人) (単位 億円)

年 度	株 主 割 当		株主以上に 対する割当		一 般 募 集		合 計	
	金 額	比 率	金 額	比 率	金 額	比 率	金 額	比 率
昭和27	1,022	80.1%	129	9.7%	136	10.2%	1,338	100%
28	1,716	87.6	74	3.8	168	8.6	1,960	100
29	1,325	89.5	41	2.8	114	7.7	1,481	100
30	881	85.1	51	4.9	103	10.0	1,035	100
31	2,823	90.4	118	3.8	187	5.8	3,129	100
32	—	87.6	—	6.1	—	6.3	—	100
33	2,116	88.3	73	3.0	209	8.7	2,397	100
34	3,450	88.9	117	3.0	314	8.1	2,882	100
35	4,823	88.6	176	3.2	445	8.2	5,445	100
36	8,907	91.1	238	2.4	632	6.5	9,777	100
37	5,647	89.2	195	3.1	490	7.7	6,332	100
38	6,259	85.4	383	5.2	683	9.3	7,325	100
39	8,494	92.9	340	3.7	309	3.4	9,143	100

註 1) 募集額面 100万円以上のものを対象とし、有価証券届出書の効力発生日又は、有価証券通知書の提出日を基準に集計。

2) 大蔵省証券年報、その他より。

を徘徊し、ここ一二年は急激な低下をみせているのである。いまわが国経済―企業の復興・再建成った昭和二十七年以降について、全法人の株式募集の方法別推移を表示すれば、第一表のごとくである。

発行株式の九〇％前後が株主割当てで占められている。残り約一〇％を、一般募集と第三者割当てが分ちあっている状態である。

株式会社が如何なる資本調達形態を選ぶか、さらにその本来の金融方式である株式金融をどのような形態・内容でもっておこなうかは、企業―支配資本の内的要求と外的環境による。すなわち、それは、当該企業の所要資本量にもとずき、収益力、株価、資本市場の情勢を基礎におき、企業内「分配」関係を規定する当該企業の「所有―支配」構造によって、大きく左右されてくる。

再言するまでもなく、額面発行であれば、払込金はすべて明白な株主持分として制度上認められている資本金となる。それが時価発行に移行すれば、株式プレミアム部分は、株主の直接的持分からはなれ、資本剰余金として分別経理されることになる。したがって、増資新株の募集に際して時価発行を強行しうするためには、公開公募などの場合をのぞき、その内的根拠として、大衆投

資家さらには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―新株受権の制度的・実質的喪失が、前提とされねばならない。

かくして、増資新株の発行形態は、「所有と支配の分離」の進化に照応して、基本的には順次、次の如き形態を一般化させてくる。

- (1) 発行総額―額面・株主割当
- (2) 一部―額面・株主割当、一部―額面・第三者割当
- (3) 一部―額面・株主割当、一部―時価(または額面超過)
- ・株主あるいは第三者割当
- (4) 一部―額面・株主割当、一部―時価・株主あるいは第三者優先、一部―時価・公募
- (5) 発行総額―時価・公募
- (6) 無額面株―時価・公募

もちろん、現実には、このような論理的階梯をそのまま忠実にあゆむものではない。しかし、基本的には、一般投資家ないし株主の無機能化の進展につれて、(1)から(5)ないし(6)の形態へと移行して行く。米国では、すでに、(4)～(6)の段階に

第2表 米国の割当先別層資額（普通株）

各年6月末に 終る1年間	公 募		株 主 割 当		縁 故 割 当		合 計
	百万ドル	%	百万ドル	%	百万ドル	%	百万ドル
1948	452	28.8	643	40.9	476	30.3	1,571
49	424	46.1	435	47.3	60	6.5	919
50	787	51.1	695	45.1	59	3.8	1,541
51	817	55.7	621	42.3	30	2.0	1,428
52	1,399	49.3	933	32.9	507	17.8	2,839
53	1,689	59.3	875	31.1	253	9.0	2,808
54	1,653	63.3	626	24.0	332	12.7	2,610
55	2,457	63.6	1,105	28.6	302	7.8	3,864
56	3,212	70.7	857	18.9	474	10.4	4,543
57	2,934	50.1	2,399	41.0	524	8.9	5,858
58	3,205	53.4	1,201	20.0	1,592	26.6	5,998
59	4,758	74.5	893	14.0	736	11.5	6,387
60	5,314	82.6	560	8.7	562	8.7	6,435

出所 Annual Report (SEC) より。

あるといわれている。わが国の場合、(3)ないし(4)の段階が、現実問題として漸く論議され、その推進が強く主張されている現状である。

米国の場合も、一九〇〇年頃までは、株主割当による新株発行が一般的慣習であった。それが一九〇六年頃からプレミアム付増資の出現をみるに至った。⁽²⁾そして第二表に示されるごとく、第二次世界大戦後は、株式発行の急増にもかかわらず、公募比率は年々上昇傾向をたどってきている。いまや、わが国における株主割当・公募比率と処をかけるほどの盛行をみ、もはや公募が常態化してきているということができよう。しかも、日本と違って、株主割当・第三者割当にも額面超過発行のみられる同国の場合、株式プレミアム問題の重要性が首肯できるのである。もっとも、株式の時価発行による資本調達も同国の株式会社金融全体においてこれをみると、すでにより高次の蓄積形態である自己金融に、大きくその地位をゆすりわたしてしまっている。すなわち、時価発行は、株式金融のなかにあつては支配的形態であるとしても、株式会社金融全体のなかでは、もはや補助的地位しか占めていないということである。

第3表 株式公募発行の状況(全国上場会社)(単位 億円, %)

	増 資 会 社		う ち 公 募 付 増 資 会 社					C/A	D/B	E/D	F/D	平均公募 価 格 50× $\frac{G}{E}$	$\frac{E}{B + \text{無償}}$	東証第1 部 225種 単純平均 株面
	会社数 (A)	増 資 払込額 (B)	会社数 (C)	増 資 払込額 (D)	公 募 金 額									
					額面(E)	プレミア ム (F)	計 (G)							
昭28	540	1,207	73		18			13.5						
29	313	1,014	32		9			10.2						
30	143	672	3		1			2.1						108.17
31	361	1,791	45	264	35	16	51	12.5	14.7	13.3	6.1	76		126.43
32	358	2,051	48	351	35	19	54	13.4	17.1	9.5	5.4	102		114.10
33	197	1,729	32	384	32	19	51	16.2	22.2	8.3	4.9	79.5	1.6	110.36
34	227	1,756	62	521	47	101	148	27.3	29.7	9.0	19.4	157.5	2.1	146.39
35	408	3,470	131	1,360	102	233	336	32.1	39.2	7.5	17.1	164.5	2.5	167.58
36	629	6,793	292	3,618	255	649	903	46.7	53.9	7.0	17.9	177	3.5	187.39
37	596	5,985	180	793	45	150	196	30.2	13.2	5.7	18.9	217.5	0.7	141.08
38	527	4,030	140	713	31	91	122	26.6	17.7	4.3	12.8	145	0.7	127.27
39	473	5,292	79	717	11	8	19	16.8	14.2	1.5	1.1	90	0.2	106.80

註 1) 対象は全国上場会社, ただし失権株公募は含まない。

2) 山一証券調べ。

さて、株式会社の「所有—支配」構造の段階が、株式の発行形態を大きく左右するとすれば、わが国における時価発行の未成熟さは、わが国株式会社構造の現段階性を表現するものであろうか、あるいはその理由を他の特殊性に求めるべきであらうか。これらの問題についての詳細な検討は、後にゆずるとしても、ここでもう少し分析しておかなければならないことは、前掲第一表が、募集券面額一〇〇万円以上の全法人を対象としている点である。したがって、そこには、私的閉鎖的所有会社をも多数含むことになる。とすれば、株主割当が圧倒的比重を有することは、また当然である、という反論も生じてくるであらう。そこでつぎに、経営経済学的意味における株式会社たる株式既上場の会社について、その増資態様をみていこう。

第三表は、全国の証券取引所に株式を公開している会社を対象として、株式公募状況（山一証券の調べ）をしめたものである。この第三表をさきの第一表と比較してみるに、たとえば三十九年度の増資額は、全法人を対象とした第一表では九、一四三億円、上場会社を対象とした第三表では五、二九二億円である。この差額が非上場会社による増資であると考えられる。したがってわが国における公募・時価発行—株式プレミアムの実態

第一表には相当数の非上場の私的所有会社の増資を含むことが、推定されてくるのである。

このように対象を異にする第一表および第三表の公募比率を対比させるために、第四表を用意しよう。

この表から、直ちにわれわれに奇異の感を抱かせることは、さ

第4表 全法人と全上場会社における公募比率

	全 法 人	上 場 会 社
昭31年	5.8	1.9
32	6.3	1.7
33	8.7	1.8
34	8.1	2.7
35	8.2	3.0
36	6.5	3.8
37	7.7	0.8
38	9.3	0.8
39	3.4	0.2

註 1) 前掲第1表および第2表より作製。

2) 全上場会社の公募比率は、第2表におけるE/B。

きに述べた株式の発行形態の論理的発展とは逆に、わが国では株式会社のおくれた段階において、公募がより多く行なわれているということである。すなわち、全法人における公募比率は、一貫して上場会社におけるそれを遙かに上回り、数倍から一〇倍にもおよんでいる。上場会社における公募比率は、その最高の年であ

昭和三十六年においてさえ、三・八％にすぎない。三十七年、三十八年では一％を割ってともに〇・八％、そして三十九年のときは〇・二％と皆無にひとしいのである。公募金額（額面計算）でみても、上場会社では、三十七年以降各年四五億円、三一億円、一一億円にすぎない。これを全法人についてみれば、三十七年以降、比率で七・七％、九・三％、三・四％、金額では四九〇億円、六八三億円、上場を前提とした公募の激減した三十九年でも三九〇億円となっている。したがって、公募の多くは非上場会社においておこなわれたことになるのである。全法人の増資―公募額から上場会社の増資―公募額を控除し、非上場会社のみを増資―公募比率を算出すれば、その数字は、おそらく全法人における数字に倍するであろうことは想像にたたくない。

経済の強成長過程にあつて、非公開の同族的色彩の濃い中小企業も資本の集積を促進され、株主割当による増資払込能力の限界が、公募へと走らせることになったのである。あるいはなかには、一般証券市場の好調を背景に、株式プレミアム稼ぎを目的とするものもあつたであろう。しかしながら、これらの会社は、株式公開後もその多くは、依然として所有支配的会社の段階に止ま

っているのである。

もっとも、かかる非公開会社の公募が、具体的には如何なる形態・内容のものであつたかは、吟味を要するところであるが、つまびらかではない。公募株はその大部分が、取引関係者、取引金融機関、狭い地域関係者あるいは従業員によって引受けられたものと思われる。公正な競争価格形成の場をもたないだけに、額面ないし額面価格に近いものであつたかも知れない。あるいはまた、三十六、七年頃までは株式市場の公開ブームを反映して、かなり高い価格で売り出されたものもあつたことが、いくつかの例からも類推できる。いずれにしても、別にかんりの第三者割当もみられるところから、非公開会社の公募がすべて実質的には第三者割当で、発行価格も額面価格であつたとは考えられないのである。

このように、わが国における公募―時価発行の大半は、「論争」が対象としたそれとは、その性格において必ずしも合致するものではないことを、まずここで指摘しておこう（かかる会社における株式プレミアムの性格についての詳細な吟味は、後に譲る。）つぎに、こうした「所有―支配」構造と公募という観点から、

経営経済学的意味における株式会社である上場会社について、第一部市場会社と第二部市場会社別に、その増資の実態を比較検討していこう。

周知のごとく、昭和三十六年十月、第二市場の発足にともない、同じく東京証券取引場所上会社といっても、それは第一部（六六一社）と第二部（三二五社）とに分れることになった。市場第二部は、中堅企業を対象とする（発足当時の上場の暫定基準は、資本金五千万円以上五億円未満、総株主は株式公開後二五〇人以上になる見込み、と規定している。本基準では一億円以上一〇億円未満）。しかし、これらの会社は、一般に未だ所有支配的色彩の強い会社である。これに対して第一部上場会社は、巨大会社を含み、いわゆる「所有と経営の分離」した会社が多い。このように、同じく上場会社といえども、一部と二部とでは、「所有—支配」構造に段階的差異が認められるのである。かかる一部および二部別に、公募のもつとも盛行をみた昭和三十四年—三十七年の増資状況を表示したのが、第五表である。

この表によれば、公募の絶対額においては、企業規模も小さく上場会社数においても大きく劣る第二部が少ない。しかしながら、

わが国における公募・時価発行—株式プレミアムの実態

第5表 東証第一部および第二部上場会社の公募状況

		増資額 A	有償増資額 B	公募額 E	E/A	公募額 F	F/E	F/B
		百万円	百万円	百万円	%	百万円	倍	%
東証第一部	昭和34年	197,949	148,873	2,879	1.5	9,400	3.3	6.3
	35	383,607	324,519	9,929	2.6	33,097	3.3	10.2
	36	672,073	609,019	20,578	3.1	71,645	3.5	11.8
	37	583,158	524,786	2,452	0.4	8,006	3.3	1.5
東証第二部	34	10,685	10,073	12	0.1	38	3.2	0.4
	35	25,777	24,379	633	2.5	2,763	4.4	11.3
	36	38,675	36,648	2,123	5.5	10,866	5.1	29.6
	37	50,484	46,696	1,276	2.5	7,592	5.9	16.3

- 註 1) 東証第二部の昭和36年8月以前の数字は、店頭市場のもの。
2) 出所中村孝俊「日本の証券市場」166頁より。

わが国における公募・時価発行―株式プレミアムの実態

公募比率 (E/A) および平均公募価格においては、第二部上場会社の方がかなり高い。しかも第二部市場会社における公募価格は、市場第一部の低迷にもかかわらず、表中の F/E に示されているごとく、三十七年は平均約六倍、五十円額面にして約三〇〇円である。これに対して第一部上場会社のそれは一七〇円がらみである。このように公募比率・公募価格において高い第二部市場会社にあつては、公募付増資を行わない会社を含めて、全有償増額に対する公募払込額の比率は、三十六年では第一部の一〇%あまりに対して、三〇%にも達しているのである。

要するに、上場会社のなかにおいても、総体的にみれば、所有支配的会社の公募―時価発行比率が高い。このことは、さき是非上場会社と上場会社との対比にあらわれた傾向と、全く軋を同じくしていることを意味している。かくしてわれわれは、ここにわが国株式プレミアムの特殊性についての認識をいよいよ深めざるをえないのである。

2 上場会社における公募―時価発行の未成熟

つぎに、前掲第三表にしたがい、上場会社における公募の形態・内容をもう少しくわしく検討しておこう。

第三十一巻 第五・六合併号 一三〇

まず公募付増資会社数をみるに、昭和三十年の僅か三社が三十四年四十五社、三十二年四十八社と急増した。この時期における公募付増資の増加した理由のひとつとして、株価の上昇もさることながら、三十年の改正商法が第三者割当に対して厳格な規制を加えたことがあげられる。すなわち第三者割当の代替策ともみられる公募―親引けの続出が、これを特徴的に裏付けている。しかしながら、公募の一層の拡大をみたのは昭和三十五年、三十六年である。昭和三十五年六月には証券取引審議会も「増資促進について」の政府への答申において、わが国慣習上全面公募は不適當としながらも、証券市場に混乱を与えない程度に、公募―時価発行への漸進的移行をはっきりと打ち出した。また株式市況も未曾有の好況を呈したのである。こうした事態をを反映して、公募付増資が常態化した感さえいだかせた。すなわち、株価(第一部)が修正平均・単純平均とも戦後こんにちまでの最高に達した三十六年には、公募会社は実に二百九十二社を数えている。同年の増資会社のうち四六・七%の会社が、つまり約二社に一家の割合で、多かれ少なかれ公募をつけたことになる。公募額は、額面計算で二五五億円、収得したプレミアムも六四九億円、合計九〇三億

岡が公募による払い込み資本であった。そしてそれも八幡製鉄、富士製鉄、日立製作所、東芝電気など、大衆投資家を株主に擁する巨大会社の増資が目立ったのである。公募の目的も、低コスト資本調達の一手段として株式プレミアムの獲得にあった。また第二部市場の発足にともない、成長中堅企業の公募も急増した。

さらに、平均公募価格についても三十四年頃から急に高くなり、同年以降一五七円、一六四円、一七七円、二一七円、一四五円と、三十八年までは、額面の三倍ないし四倍の高値であった。したがってプレミアムの増資払込額に対する比率も、三十四年—三十七年は、二〇%近くにも達する額であった。こうしてわが国でも、まさに、公募時代への移行をおもわせるものがあったのである。

しかしながら、公募付増資会社における公募株数の増資株数に対する比率は、かならずしも高くはない。山一証券調べによると、三十一年以降順次、一一・七、一一・四、七・一、九・一、八・〇、七・九、六・五、四・七%と、年々低下傾向さえしめている。そして、三十九年ごろときは、わずかに一・四%、払込額に対するプレミアム比率も一・一%と惨落している。この数字の推移かわが国における公募・時価発行—株式プレミアムの実態

ら、われわれは株式プレミアム獲得を目的とする公募の急速な後退—消滅をうかがい知ることができよう。

すなわち三十七年以降は、株式市況の低迷が公募額と公募価格を急落せしめて、三十四年以前の状態に逆戻りした。しかし、このときにおいても、公募付増資会社数にあっては、さほどの減少をしめてはいない。このことは、大型会社におけるプレミアム稼ぎ公募の激減を反映し、他方資本金の端数調整的な公募や、過小資本の小型会社における公募が、依然として続いたことを物語っている。

四十年に入って、株式市場の極度の不振—増資制限というきびしい現実のなかで、公募社会数は一応一八社を数えるが、公募額(額面)に至っては、僅かの五千万円にすぎない。

ところで、昭和三十四年以降、公募付増資の急増傾向にかんがみ、株主権の侵害を危惧する東京証券業協会は、「貿易、為替の自由化をひかえて」、つぎのような要望を発表した。

「当面の諸般の事情により、やむをえず有償増資の一部を時価発行する場合においても、株主尊重の精神に則り、

(1) その発行株数の増資新株総数に対する割合は、さして、株

主の権利利益を害せず、証券市場に悪影響のない程度（一〇％以内）とすること。

(2) その発行に当っては、株主に優先応募の機会を与えること。

(3) その発行後適当な期間（例えば三年）内に、米国における株式分割の慣行にならない、当該資本準備金を資本に組み入れて、その株式を株主に無償交付すること。

(4) 少くとも、その発行後(3)の無償交付をするまでは、従前の配当率が維持できる見通しが確実であること。」

公募の実態をこの「要望」に即してみれば、(1)については、平均的には、前述の如く、三十一年の一一・七％を最高に、むしろ低下傾向にさえある。また(2)に止められた株主優先公募も、その後いくつかの大企業においてみられるようになった。しかしながら、(3)に対する株主の期待が満されてきたとは決していえない。そしてまた株主の最低限の要望である(4)でさえも、こんにちほとんどの会社において裏切られ、現在の株価がかえって公募価格をかなり下回っている有様である。こうしたことから時価発行に対する一般投資家の不信心は、極度に達しているのである。

しかして昨今、証券市場の構造的変化にともない、時価発行に市場正常化策の一環としての機能・役割を期待して、論議が再燃している。³⁾しかしながら時価発行―公募の基本的機能は依然として自己資本の充実にある。不況のなかで自己資本比率はいよいよ低下し、法人企業統計による三十九年度末の全産業の比率は、一九・七％となっている。このように二〇％を割り込んだ自己資本比率の引き上げ策の一つとして、大蔵省、証券取引審議会でも、時価発行の推進をいよいよ真剣に検討するもようである。しかしながら、株式会社の内外の情勢は、いまのところすぐに時価発行の急増を許すような条件をそなえてはいない。

以上、わが国における公募―時価発行を量的に、全体としてあるいは平均的に把握してきた。そしてこれまでの分析によって指摘しうるわが国公募・時価発行―株式プレミアムの特質は、その量的・質的未成熟性にある。すなわち、わが国公募―時価発行の特質の第一としては、何といってもその量的貧弱性をあげねばならない。つぎに第二の特質として、非公開会社と上場会社との対比においては前者に、上場会社のなかにあつては第二部上場会社

に、公募―時価発行の多いことがあげられてくる。すなわち、論理的な帰結と実践との脊離・逆行がそこにみられるのである。発展の方向をさししめす基本的性格の株式プレミアムよりも、基本的なものとして捨象されがちなおくれた性格のそれが、わが国の現段階においては、量的には支配的であったということである。ここにわが国株式プレミアムの質的（性格的）特殊性を看取することができる。

さきの「論争」は、「本来的過程」における創業利得を本質とする株式プレミアムと、「財務的過程」において形成される持分均衡的プレミアムとの、外観的同一性と本質的差別性をおしえてくれた。しかし、わが国の現段階では、創業利得を本質とする株式プレミアムにしても、その基盤たる株式会社の「所有―支配」構造の多層性・特殊性を反映して、性格をことにするものを包含しているのである。そしてかかる株式プレミアムの大部分にも、持分均衡的性格を、かなり認めなければならないのである。

このように、現実の株式プレミアム―資本剰余金がつ多様性・複雑性の故に、株式プレミアムをその総体性において一括認識し、これを基本的性格のそれによって劃一的に截ち切ることは、

わが国における公募・時価発行―株式プレミアムの実態

大きな誤をおかすことになる。

また商法なり税法なりが、かかる異なった段階の資本剰余金を同一次元に圧縮して規定するときは、当然に、そこに摩擦や硬直化現象をおこすことになる。

これを要するに、わが国における時価発行は、はなばなしのプレミアム論争をよそに、量的にも質的（性格）にも、いかに未成熟であるかを痛感するのである。

そこで、かかる未成熟性の原因如何が、つぎの問題として登場しくる。がしかし、そのまに、わが国における公募・時価発行―株式プレミアムの特殊性について、まだまだ個別的・特殊にかつ具体的に、検討を深めておく必要がある。そのために、まず公募―時価発行の多様な目的から吟味して行くことにする。

註（１）馬場克三・片山伍一「わが国における新株引受権の実態」企業会計第八巻第七、八号（昭和三十一年）。

（２）片山伍一「アメリカ株式会社における新株引受権の変遷」九大経済学研究第二十一巻第二号（昭和三十年）。

（３）片山伍一「時価発行と資本充実・市場正常化」証券経済七三号（一九六五年）。

（未完）