



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	創業者利得と株式プレミアム
Author(s)	中村, 通義
Citation	経済學研究, 47(2), 47-55
Issue Date	1997-09
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/32060
Type	departmental bulletin paper
File Information	47(2)_P47-55.pdf



創業者利得と株式プレミアム

中 村 通 義

1. はじめに

1950年頃から10年以上にわたって、株式プレミアムをめぐる論争があった。その主要な論点は、株式の時価発行によって得られる株式プレミアムを創業者利得として理解するのか、拠出資本として把えるのか、というところにあった。前者の理解に立てば株式プレミアムは利益であり、後者の把え方からすれば株式プレミアムは資本ということになる。これをめぐって数多くの論稿が発表されたが¹⁾、結着がつかないままに論争は下火となった。しかしその後も研究はつづけられ、近年では生駒道弘氏²⁾、鵜飼哲夫氏³⁾、醍醐聰氏⁴⁾、山根寛隆氏⁵⁾等がこの問題についての論稿を発表しておられる。この小論では、上記の諸氏とはやや異なった観点からこの問題について考えてみることにする。

2. 創業者利得の発生機構

A 株式プレミアムが発生する場合
資本金 (= 額面総額) 100億円 (額面100円×

1億株) の一会社があるものとする。この会社の利益見込みが確実で、年々10億を配当にまわすことが出来るものとする。一般的利子率は6.7%。この時点で、この会社が株式を公開すれば、株価は150円になるであろう。株価総額は150億円、うち50億円は株式プレミアムである。

この設例はヒルファディングと同じである。彼は1910年にDas Finanzkapital『金融資本論』を刊行し⁶⁾、ここではじめてGründergewinn「創業者利得」という概念を提唱した⁷⁾。この概念は、従来さまざまな角度から検討されてきたが、ここでは、彼がどのような経済の現実からこの概念をみちびきだして来たのか、ということをもておくことにする⁸⁾。

ドイツでは20年にわたる大不況が1895年には終りを告げ、95年以降景気は好転する。産業証券の有利な発行の機会が熟し、ここに第3回目 (第1回目は1850年代半ば、第2回目は1860年代末から70年代初頭) の会社設立期が到来した。といっても、ここでの会社設立は70年代初頭とおなじく、そのほとんどが既存の個人企業の組

- 1) この論争にかんする文献については、日本経済学会連合会編『経済学の動向』中巻、東洋経済新報社、1975年、304ページ～305ページを参照されたい。
- 2) 生駒道弘『株式時価発行の理論』千倉書房、1986年。
- 3) 鵜飼哲夫『株式発行の会計理論』森山書店、1994年。
- 4) 醍醐聰「子会社増資に伴う親会社持分変動の会計分析」東京大学『経済学論集』第57巻第3号 (1991年10月)。
- 5) 山根寛隆「時価発行増資と創業者利得」(財) 政治経済研究所『政経研究』第65号 (1994年10月)。
同上「株式プレミアムと創業者利得の異質性について」『証券経済学会研究年報』第31号 (1996年5月)。

6) Hilferding, R.: Das Finanzkapital—Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, Wien 1910. ただし本稿ではDietz Verlag, Berlin 1955を使った。

7) この語は、しばしば「創業利得」と訳されるが、これは誤訳である。岩波文庫の岡崎次郎訳の旧版・上巻 (1955年刊) では、この語は「創業利得」と訳されていたが、改版 (以下本稿ではこれを邦訳と略称する)・上巻 (1982年刊) では「創業者利得」と訂正されている。

8) 以下のドイツにかんする叙述については中村通義『株式会社論』亜紀書房、1969年、30ページ以下を参照せよ。

織変更であった。全く新しい会社が設立される場合とちがって、この場合はすでに個人企業として集積された資本が、株式会社への転換によって流動化可能な形態を与えられたのである。つまり、これによって新たな社会的資金が集中され、それが現実資本に転化するのではなく、すでに存在する現実資本に証券資本の形態を与えられるのである⁹⁾。

好況の到来とともに、銀行は活発な発行活動を開始した。1895年から1904年までの10年間の設立会社数は約2,000社、資本金総額は約30億マルク、証券発行総額は約65億マルクであった。個人企業の株式会社への転換といっても、主導権は銀行にある。大銀行は、みずから与えた産業企業に対する固定的な信用（ヒルファディングのいわゆる資本信用）を事後的に流動化し回収するために、貸付先企業を株式会社に転換させ、その株式を額面で引受ける。その産業株式会社が安定的な経営をつづけて、年々ほぼ確実な利益をあげるようになると、株式は公開されプレミアムが付くようになる。

この時点から銀行は手持ちの株式をある場合には小刻みに、また市場の状況によっては大規模に売り出すことによって、固定的な信用を回収するとともに、株式プレミアムを創業者利得として取得する。実質的な「創業者」たる大銀行が「利得」として株式プレミアムを入手するのである。これがヒルファディングの見ていたドイツの株式会社の現実である。会社の外部の銀行が、株式を額面で引受けて額面以上で売り出してその差額を取得するというこの関係は非常に分かりやすい。ヒルファディングが「創業者利得」という概念を定立しえたのは、現前の

事態そのものが、このように、きわめて分かりやすい構造をもっていたからではないかと考えられる。

B 株式プレミアムが発生しない場合

従来、創業者利得をめぐる論争では、もっぱら株式プレミアムだけが取上げられてきたが、これは片手落ちである。創業者利得は、かならず株式プレミアムという形であらわれるわけではない。

いま複数の会社の合併によって新会社が設立されるものとする。これらの会社の資本金合計は200億円。これらの会社は、合併前ははげしく競争していて、全社で10億円の配当原資しかもたなかったが、合併による市場支配力の強化によって、20億円の配当原資を予定できるものとする。一般的利子率を6.7%とすれば、発行価格総額は300億円になるであろう。そこで新会社は額面100円の株式を発行価格も同じく100円で3億株（予定配当率は6.7%）発行し、旧会社の株主の持株と1株：1.5株の比率で交換する。旧会社の株式は、合併によって、5割の無償交付を受けたのと同じことになる。資本金は名目的には300億円、現実に機能する資本は200億円である。ここでは現物出資が過大評価されるか、あるいは何らかの「のれん」が設定されるか、あるいはその両方が行われて、資本金は100億円分増しされることになる。

合併により市場支配力が強化され、予定通り20億円の配当原資を安定的に確保できるようになると、この会社の株式は額面価格で売買されるようになる。新会社の株主、報酬として新株を手に入れたプロモーターは、持株を市場に投ずることによって創業者利得を得ることができ。水増し分は、無償で取得したものであるから、かりに株価が額面まで達しなくとも創業者利得を入手し得る。これは1890年代半ば以降、20世紀のはじめにかけての、アメリカにおける既存企業の合併による大企業形成期のcapitalizationの一つのパターンである。

9) ヒルファディングは、しばしばmobilisieren(およびその名詞形のMobilisierung)という言葉を使うが、これには①兵、資金などを動員する、②流動化する、現金化する、という二つの意味がある。岡崎訳の旧版では「動員」(①の意味)と訳されていたが、改版ではコンテキストによって「動員」(①の意味)と「可動化」(②の意味)に訳し分けられている。ただし「可動化」よりは「流動化」の方が適切であろう。

ヒルファディングは、水増しによる創業者利得を認めていない。彼は次のようにいう。「名目的株式資本が大きくて、発行の際のその相場が名目価値以下に、額面以下に、下がれば、株式資本の水増しと言われる。この水増しが当初は純粹に計算上のものであることは明らかである。収益が前提されていて、これが総株式資本の相場を規定する。総株式資本を成す個々の株券が多ければ多いほど、一個の株券には当然それだけ小さい可除部分が割当たる。水増しは創業者利得とはなんの関係もなく、創業者利得は、むしろすべての株式会社創立に際して、利潤を生む生産的資本の、利子を生む擬制資本への転化から生ずるものである。実際、水増しはなんら本質的なものではなく、したがって創業者利得とは反対に、通例は法律によって阻止される。」¹⁰⁾。なぜかといえば「過大資本還元はけっして価格に影響を及ぼすものではない。擬制資本が名目的に膨張させられているがゆえに、価格法則がなんらかの仕方では改変されてありうる、というのは奇妙な見解である。」¹¹⁾というのである。つまり水増しによって名目的に株式資本が大きくなっても、その会社がみずから生産する商品の価格を、水増しされた株式資本額に十分な利益をもたらすほど高く売れるはずはないから、水増し分だけ株価は下落して創業者利得は発生しないというのである。

しかし上の設例にもあるとうり、競争企業の合併によって市場支配力が強化され、超過利潤が入ってくるようになれば、水を抜きつつ一般利子率でいどの配当を払い得るケースは十分ありうるのであって、「水増しは創業者利得とはなんの関係もなく」ということはできない¹²⁾。

ただヒルファディングのこのような立論の背後には次のような事情があった。彼はReport of the Industrial Commission 1901に目を通し、さらにFrankfurter Zeitung紙、Berliner Tageblatt紙の報道などによってアメリカのU.S. Steel Corp.の設立時の経緯と、その後1909年の第三・四半期までの財務方策の動向に鋭い注意を払っていた¹³⁾。その経緯と動向の概要は次のようなものであった¹⁴⁾。

1901年、J.P.モルガンをマネージャーとするシンジケートによってCarnegie Co.が買収され、つづいてその他の10社が統合されて、U.S. Steel Corp.が設立された。総資本は普通株5億823万ドル、優先株5億1,021万ドル社債3億345万ドル、子会社社債5,910万ドル、その他2,187万ドル、計14億285万ドルであった。被合同会社の株式はそのほとんどがU.S. Steel Corp.の株式と交換され、J.P.モルガンのシンジケートが提供した資金は2,500万ドルであった。証券交換の過程で資本は水増しされた。被合同会社の株式資本そのものがそれ以前に水増しされていたから、U.S. Steelへの参加によって水増しは二重になったのである。普通株はその全部が、優先株も $\frac{1}{5}$ から $\frac{2}{5}$ が資産の裏付けをもたなかった。J.P.モルガンのシンジケートは創業の報酬として額面で1億3,000万ドルの株式(優先株と普通株半々)の株式を受取った。

U.S. Steelは優先株には常に7%の配当を支払った。優先株の株価は当初は額面を割ることもあったが、1900年代の半ば頃から、しばしば10%以上のプレミアムが付くようになった。U.S. Steelは、年々巨額の利益をあげた。普通株に

10) Hilferding, R. a. a. o., S.153. 邦訳、上巻、230ページ。

11) Ebenda, S.156. 邦訳、上巻、231～232ページ。

12) しかしまた、ヒルファディングは「事情によっては水増しは、創業者たちの分け前を創業者利得以上に高めるための適切な金融技術的手段である。」(Ebenda, S.155. 邦訳、上巻、230ページ。)ともいっている。これは水増しされた普通株は相場の変動がはげしく、この「相場の変動は、この変動のため

になにものをも費やすところのなかった玄人大株主たちによって、利益の大きい投機のために十分に利用される。」(Ebenda, S.155. 邦訳、上巻、231ページ。)ということをいっているのであって、水増しが創業者利得であることを認めているわけではない。

13) Ebenda, S.157～158. 邦訳、上巻、234～236ページ。

14) 以下のU.S. Steelにかんする叙述は、とくにことわらないかぎり、中村前掲書、43ページ以下を参照せよ。

も市場で額面を維持するに足りるだけの、あるいはそれ以上の配当をすることが可能な年もあった。ところが大量の普通株を抱える創業者たちがとった財務方策は、徹底的な水抜きであった。普通株には2%~4%の配当しか行わず、残りの利益は新設備投資、剰余金積立に振向けられた。設立以来10年間で優先株の水増額の全部が除かれ、普通株のそれは約半分が除かれた。それに応じて、普通株の相場も上昇していった。設立の年には高値でも額面の55%の値しか付かず、さらに1904年には高値で33%にまで下落した株価は、1908年には高値で59%、1910年には同じく91%の値を付けた¹⁵⁾。

U.S.Steelが設立以来の20年間にあげた巨額の利益は次のことを可能にした。(1) 優先株の全額面価格とさらにその半額に相当する配当支払い。(2) 普通株の全額面価格に相当する配当支払い。(3) 同社の最初の総資本の $\frac{2}{3}$ に当たる剰余の蓄積、そのうちの3億ドル以上が新工場と設備に投ぜられた。(4) 約5億ドルの残余と未配当剰余(現金ないしは外部の証券)はそのほとんどが利子と配当をもたらす¹⁶⁾。こうしてU.S.Steelの株式は、アメリカ第1級の工業証券となったのである。

しかしヒルファディングのみでいた1909年の第三・四半期までは、普通株の相場は額面を抜くことができなかった。低値の方をみると、1904年には額面の8%にまで下落したことがあった。これらをみていたヒルファディングが、水増し

は創業者利得とはなんの関係もないと判断したのは、それなりの根拠があったのである。

このBの型の創業者利得の発生は、合併によって、水増し分をカバーできるだけの超過利潤が得られるということを前提としている。したがってAの型よりも不確実である。Aの型の場合は、投資家が、配当が株価にとっての利子に近くなるまで株式を買い上げてくるという客観的な根拠をもっているのに対して、B型は会社(あるいはプロモーター)の超過利潤の予想が現実化したときにだけ成立するからである。超過利潤が発生しなければ、株価は額面に達することができず、大きな利得の機会は失なわれる。またU.S.Steel Corp.のように、超過利潤が発生しても水増し部分が大きすぎれば、水を抜くのに長い年月を要する。普通株の相場が額面あるいは額面に近いところまで上がらないかぎり、モルガンのシンジケートの取り分のうちの普通株についても、また証券交換に応じた旧会社の株主の入手した普通株についても、創業者利得は部分的にしか実現しない。

C ヴァリエーション

上にあげた例は、ドイツおよびアメリカにおける創業者利得の発生期の現実の態様をタイプ化して示したものであるが、創業者利得には別の発生の仕方もある。二つあげておこう。

特別に有利な技術、あるいは特別にすぐれた経営上のノウ・ハウを持つ小企業が、銀行の融資、リスクを恐れない投資家による株式の引受け等によって、規模を拡大し、急速な成長を遂げ、高い利潤を安定的にあげるようになった時点で株式を公開すると、その株式にはプレミアムが付くであろう。この場合は投資家、創業者およびその周辺の株式の原始取得者は、それぞれの立場に応じて持株を売り、創業者利得を入手することができる。これは上にみたAの型のヴァリエーションである。

また現代では、多くの株式会社は株式会社によって設立される。新分野に進出しようとする

15) 株価については、石崎昭彦『アメリカ金融資本の成立』東京大学出版会、1962年、240ページ。普通株が額面割れしていたからといって、創業者利得が全く得られないというわけではない。すでにふれたように、水増し普通株は無償交付株的な性格をもっている。優先株(額面100ドル)の株価と普通株(額面100ドル)の株価の合計が100ドルをこえていれば、創業者利得を得る可能性がある。しかし大量の普通株をかかえている創業者たちにとっては、水抜き財務によって普通株の株価をあげることが何よりの課題となるのである。

16) 以上の四項目については、鎌田正三『アメリカの独占企業』時潮社、1956年、112ページ。

企業は、失敗のリスクが本体に波及しないようにするために新会社を設立する。その株式の大部分は、親会社、関連会社その他の大口資金所有者によって共同出資的に払い込まれる。多くの場合、株式は額面で発行される。がんらい株式が額面以上の価格で売買され、流通するのは、その背後に現実資本が存在し、ある期間にわたって一定の利潤をあげているからなのであって、いまだ何の実績もない新規設立時においては、株式は額面で発行される他はない。さて、この企業が利益をあげるようになり、配当の支払いがはじまり、しかもその安定性が一般的に確実視されるようになった時点で株式を公開すると、株式は額面以上の価格をもって売買され、流通しうようになる。この場合も親会社およびその周辺の、株式の原始取得者は、それぞれの立場に応じて持株を売却することによって創業者利得を手に入れることができる。これもAの型のヴァリエーションである。

以上、創業者利得が発生する四つのケース(大きく括れば二つ)をみてきたが、これらのケースでは「創業者」は現実「利得」を入手している。株式を売却して得た利得は、会社の資産としてではなく、「創業者」個人の財産として、あるいは法人の所得として自由に処分できるのである。私は創業者利得という概念は、このAとBおよびAのヴァリエーションとしてのCの場合にのみ使用しうものと考ええる。つまり株式の原始取得者が、株式公開時に発生するプレミアムを、個人の財産としてあるいは法人の所得として取得した場合が一つ、いま一つは無償で入手した水増株を売却した場合である。

3. 公開会社の時価発行による株式プレミアム

すでに株式を公開している株式会社が、増資によって入手する株式プレミアムは上にみた創業者利得とは明らかに性格がことなる。

会社が新たな設備投資を計画し、そのために

必要な資金を増資によって手当てすることにしたとする。この会社の株式は額面が100円、時価150円であるとすれば、必要な資本額が150億円の場合、1株150円で1億株発行することになる。これによって得られた150億円のうち50億円は形式的にはたしかに株式プレミアムである。しかしこの株式プレミアムには「利得」性は全くない。これは、新設備投資のために必要な資本として株主が拠出したものである。株主の拠出した資本が資本金と株式プレミアム(=資本準備金)に分けられるのは、会計処理上の問題にすぎない。額面合計は資本金であるが、株式プレミアムは「利得」であるとは、とうてい、いえないのである。

株式プレミアムの「利得」性を主張する論者の中には、株式プレミアムは資本コストがゼロの資本であることを強調する人がいるが、会計制度上の処理と仕方としてはともかく、経済学的にいえばこれはまちがいである。時価発行とは、株式を額面を上まわる価格で発行することであるが、これが株式発行の常態となってしまうと、この時点でその株式の額面はその意義を失っているのである。株式の額面とは本来、払込み義務を示すものであるが、時価発行はこれを否定するものであり、額面株は無額面株と同じものになってしまっているのである。いま資本金100億円(額面100円×1億株)、予定配当額10億円の一会社があるとする。一般的利子率を6.7%とすれば、株価は150円になる。この会社が倍額増資をすれば150億円が入ってくる。これに対して予定配当額は10億円であるから、この会社は、この増資によって150億円を6.7%の資本コストで調達したことになる。資本コストは、額面合計100億円に対しては10億円、株式プレミアム50億に対してはゼロという考え方は成立たない。こういう考え方は、時価発行が額面を実質的に無意味化していることを無視しているのである。増資に応じた株主も、10円の配当をもらえる部分(100円の額面)と、配当をもらえない部分(50円の株式プレミアム)とを合計して

払込んだとは考えない。彼が150円を払込んだのは、これに対する10円の配当が、一般的利子率と同じ水準になるからである。

このようにみえてくると、公開会社の増資の際の株式プレミアムを創業者利得とみる見解が、とうてい支持しがたいものであることは明らかである。

4. 「拠出資本説」の検討

株式プレミアムを創業者利得とする見解は、すでに1950年に木村和三郎氏によって発表されている。同氏は「資本剰余金の主たる構成部分である『資本利得』(Capital gain)は金融資本主義の確立した時代、詳しく言えば株式会社と証券取引所の機構が確立した時代において利潤の分配請求権を平均利子率によって逆に資本還元することにより生ずる、擬制資本額と、元の投下資本額との差額即ち『創業者利得』(Gründergewinn)であるのである。」¹⁷⁾と述べている。また「経営利潤も資本損益も共に資本の所有関係の面においては、元本を損せずして、自由に処分し得るものである点においては相違ないのであり、何れも株式会社の利潤であり、利得であり、処分可能なものである¹⁸⁾。」ともいっている。ここで「資本損益」というのは株式プレミアムのことである。

また馬場克三氏は1955年に次のような見解を発表している。「問題の鍵はプレミアムが本来、会社の発起人であり支配者団である機能資本家に帰属する創業利得であるという点にある。……経済学的には明らかに超過利得の前取である株式プレミアムなのだが……その本質が超過利得の前受けであることに変わりはない。」「プレミアムの源である超過利得の真の売手が会社の

支配者団たる機能資本家であること、従ってその取得した代価たるプレミアムが真の売手たる支配者団の自由にするとところであることも疑いのないところである。」¹⁹⁾

両氏とも、かなり粗雑な論述であるが、株式プレミアムは創業者利得であり、それは自由に処分できるものであるとしている。これらに対して岡部利良氏は、1958年に次のような議論を展開した²⁰⁾。

「かりにここに、資本としては自己資本のみで、その内訳は資本金100万円、剰余金100万円、計200万円の会社があるとし、またこの場合株式の額面は50円、配当(可能な限度のものとして)1割5分を行い、他方一般利子率は(危険プレミアムをもふくめて)7分5厘とする(危険プレミアムをもふくめた利子率を一般利子率と呼ぶのはおかしい。正しくは一般利子率プラス危険プレミアムであろう。——引用者)。そうすれば、株価は100円として成立するであろう。そしてこのような配当の持続性を前提して、この会社がさらに倍額増資を行うとすれば、(額面に該当する部分としての)資本金100万円、ほかにプレミアム100万円、計200万円を取得することが可能である。」²¹⁾これを設例(1)とする。

設例(2)は資本金100万円、剰余金70万円の会社を想定する。他の条件は設例(1)と同じ。

設例(3)は資本金100万円、剰余金ゼロの会社を想定する。

設例(1)で生じた100万円の株式プレミアムの性格についての同氏の理解は次のようなものである。「右のごとき事実を基礎として考えるかぎり、じつはこの会社がひきつづき配当1割5分を持続するには、このプレミアム100万円をふくむ200万円全部を投資しなければならないはず

17) 木村和三郎「資本剰余金の概念分析」『会計』第58巻第3号(1950年9月)、10～11ページ。

18) 同上「資本剰余金の性格について——その慮外の効果と影響——」『税経通信』第11巻第13号(1956年12月)、19ページ。

19) 馬場克三「株式会社会計の根本問題」『会計』第68巻第2号(1955年9月)、4～5ページ。

20) 岡部利良「会計学上の資本と利益——両者の区別の仕方についての一論——」(1)～(4)『会計』第73巻第1号～第4号(1958年1月～4月)。

21) 同上(4)、71ページ。

であり、そうするならば、この場合自由に処分の可能なものは存在しないといわなければならない。」²²⁾つまり増資前の資本金100万円に対して15%の配当(15万円)をするためには、資本金100万円と剰余金100万円を必要としたのであるから、新資本金200万円に対して15%の配当(30万円)をつづけるためには、プレミアム分100万円も資本として充用しなければならないであろう。したがってこの100万円のプレミアムには処分の可能性がないというのである。

設例(2)については、同様な考え方でいくと株式プレミアム100万円のうち30万円の創業者利得が生ずる。

設例(3)の場合は株式プレミアムと創業者利得はともに100万円で両者は一致する。

これらのことから、同氏は「プレミアムと創業利得の関係は、単純に一律には論じ難いもの」²³⁾であり、「プレミアムだからといって——少なくとも一般的には——必ずしも処分の可能なものではないことは一見して容易に知られるはずである。」²⁴⁾という。したがって、株式プレミアムを「処分の可能性を根拠としてその利得たることを説明しようとするごとき考え方は——少なくとも一般的な立論としては——とり難いものであるといわなければならない。」²⁵⁾という結論をみちびきだしている。

この岡部説には二つの問題点がある。その第1は、三つの設例の倍額増資が何のために行われるのかということについての説明が全くなされてないこと。その第2は「処分の可能性」が、株式プレミアムの「創業者利得」性を判断する根拠になっていること。

まず第1の点から。設例(1)では経営者が何を目的として倍額増資をしたのかという説明がないが、もっともありうるケースとして、新工場の建設費用とその運転資金のために200万円が

必要であったからである、と理解しておこう。このように理解しておくで設例(1)は設例として意味のあるものになる。それでは設例(2)の場合、経営者はなぜ倍額増資したのであろうか。増資には増資の理由があるはずである。その理由の方が先で、増資の規模はあとから付いてくるものである。かりに上と同じく、新工場の建設費用とその運転資金のために170万円の資本が必要であったとしよう。そうすると、発行価格100円で1万7,000株発行すれば目的は達せられる。なぜ2万株発行して200万を入手しなければならないのであろうか。というのは、この200万円には7.5%の資本コストがかかっているからである。すでに述べたように、増資手取金の資本コストは配当額/増資手取金×100とするべきであるから、設例(2)では7.5%である。現実資本として充用する必要のない、しかも資本コストのかかる株式プレミアム30万円は、何のために調達されるのだろうか。株式会社としては資本準備金が増加することは望ましいことであろうが、ここではそういうレベルでの議論をしているのではない。配当、利子率、株価、株式プレミアム、創業者利得についての一般論をしているのである。設例(3)も(2)と同様に、あるいはそれ以上に奇妙な設例であるが、難点は同じであるから繰返して論じることはしない。

第2の点に移る。株式プレミアムの処分可能性とは何を指すのか。ノーマルな会計制度の存在を前提すれば、このプレミアムは資本剰余金に繰入れられる他はない。これが取りくずされて新投資の原資になったり、新株の無償発行が行われたりする。株式プレミアムの処分可能性とは、こういう意味でしかありえない。木村氏のような「自由に処分しうる……利得」ではないし、馬場氏のいうように「支配者団の自由に」できるものではない。岡部氏がこれらに対して、設例(1)によって、いかなる意味でも「処分の可能性」のないケースをあげて「プレミアムだからといって——少なくとも一般的には——処分可能なものではないこと」を明らかにし

22) 同上(4)71ページ。

23) 同上(4)72ページ。

24) 同上(4)71～72ページ。

25) 同上(4)73ページ。

たことは一步前進であるが、処分可能なら創業者利得であるされている点では、木村氏、馬場氏と同じ平面に立っている。岡部氏は「株式プレミアム＝拠出資本」説の代表的論者とみられているが、これは誤解であろう。氏は資本金と剰余金と同額のときには株式プレミアムは創業者利得にならないが、剰余金が資本金より少なければ創業者利得は発生するといっているのである。しかも剰余金が少なければ少ないほど創業者利得は増加するということになっている。

すでに述べたように、創業者利得という概念は、株式の原始取得者が、株式公開時に発生する株式プレミアムを、自己の持株を売却して個人の財産としてあるいは法人の所得として取得した場合、および合併によって新会社が設立され、被合併会社の旧株主が自己の持株と新会社の株式の交換の際に入手した水増株が売却された場合に限定して用いられるべき概念である。このようにして入手したプレミアム分は、語の本来の意味での処分可能性をもつのである。公開会社が増資に際して得る株式プレミアムは、こういう本来の意味の創業者利得とは何の関係もない。無理に関係を付けようとすると、岡部氏の設例(2)および(3)のような奇妙なものになってしまうのである。それでは、公開会社の増資の際の株式プレミアムを創業者利得とする謬見が、プレミアム論争で有力な一翼となったのは何ゆえであろうか。

5. ヒルファディングの問題点

創業者利得という概念はきわめて重要な概念である。これによって株式会社金融の一つの態様が明確になるとともに、擬制資本とはどういうものであるかということがきわめて分かりやすくなった。ところがヒルファディングはこれを過度に一般化してしまった。彼は創業者利得とは「平均利潤を生む資本と平均利子を生む資本との差に、等しい。」²⁶⁾という。そしてここでは、利潤はすべて配当にまわされるものと想定

している。さしあたり三つの問題点を指摘しておこう。

第1に、もし平均利潤を生む資本が創業者利得を入手できるとしたら、理論上はあらゆる企業が創業者利得を得ることができることになるが、そんなことはありえない。ある会社の株式が公開されて、額面以上の株価で売買されるためには、その会社がその産業分野で何らかの技術的優位性もっているとか、あるいはその分野で一定レベル以下には下がらないシェアをもっていて、一定以上の配当を現在はもちろんのこと、将来にわたっても安定的に行いうるほどの堅固な経営の維持を期待されるものでなければならない。これは原理論レベルでの利潤概念では対処できない問題である。

第2に、利潤がすべて配当にまわされるといいうのも現実的な想定ではない。これでは配当政策の入る余地はない。利潤は配当政策に媒介されて配当率に転化し、その配当率と一般的利子率との関係が、さしあたり株価の基準となるのである。

第3に、創業者利得はそのすべてが現実の利得として入手されるものではない。持株の売却によって創業者利得を入手しつつ、支配資本をどこまで節約しうるかは、もちろん具体的条件の如何によることであって、一般的に規定することではない。ある場合には少数持株支配が可能であろうし、他の場合には過半数持株支配が必要であろう。いずれの場合も、計算上は存在するはずの創業者利得は必要持株分だけ現実の利得とはならず、未実現の評価益として概念的に存在するにすぎないのである。

これらのことは、創業者利得を論ずる場合に避けて通ることのできない重要な論点であるが、ヒルファディングはこれを過度に一般化して「平均利潤を生む資本と平均利子を生む資本との差」としてしまったため、概念としては含

26) Hilferding. R, a.a.O., S.144. 邦訳, 上巻, 215ページ。

蓄に乏しいものとなったが、反面ではきわめて平明なものになった。この定式からは、株式プレミアムは、そのすべてが創業者利得であるという理解がみちびかれやすいのである。彼じしんもまた、第7章の最後に近いところで「創業者利得は、まったく新たな創業にせよ、既存個人企業の株式会社への転化にせよ、語の本来の意味における創業において得られるだけではない、ということは自明である。語の経済的意味における創業者利得は、既存株式会社の増資に際しても、その収益が単なる利子よりも多くも

たらすことが前提されれば、常に追求される。」といている²⁷⁾。これでは創業者利得の概念が拡散してしまっ、「語の本来の意味における創業において得られる」創業者利得の独自の意義が稀薄になってしまうことは繰返すまでもない。

(付記) 本稿は証券経済学会第46回全国大会(1996年10月5日、九州産業大学)での同題の報告原稿に大幅に加筆し、訂正したものである。報告原稿そのものは『証券経済学会年報』第32号(1997年5月)に掲載されている。

27) Ebenda, S.177. 邦訳, 上巻, 263~264ページ。