

# 株式配当と株式分割

——とくに株式配当の利益配当性を中心として——

鵜 飼 哲 夫

- I はじめに
- II 株式配当と株式分割についての Accounting Research Bulletin の見解
  - 1 J.C.Dolley の見解を中心とする予備的考察
  - 2 Accounting Research Bulletin の見解
- III Accounting Research Bulletin の検討
  - 1 株主持分を中心として
  - 2 株価を中心として

## I は じ め に

本稿は、株式配当と株式分割にたいし、両者の会計上の性格を中心として、若干のアプローチを試みようとするものである。従来、株式配当については、それが株主にたいする利益配当を構成するかいなか、いいかえれば、これを現金配当と同様に株主にたいする利益の分配とみなしうるかいなか、というその本質をめぐって、多くの議論がたたかわされてきたのである。この株式配当についてのとらえ方の多様性は、たとえばアメリカにおける判例・通説が、普通株主にたいする普通株の配当、いわゆる「通常の株式配当」(ordinary stock dividend)<sup>1</sup> について、これが株主への利益配

1 アメリカにおいては、普通株にたいする普通株の配当を、とくに“ordinary stock dividend”と呼んでいる。

当を構成しないとしているの<sup>2</sup>にたいし、わが国の商法規定は、これとはまったく逆に、その利益配当性を認めているごとくである<sup>3</sup>。さらには、アメリカにおける支配的見解がその非利益配当性を主張しているとしても、他方では、逆に、その利益配当性を強く主張している論者も存在するし<sup>4</sup>、また、わが国においても商法における利益配当の規定にもかかわらず、会計学上の多数説はむしろ株式配当の非利益配当性を主張しており<sup>5</sup>、いまだ確固たる結論に達していないのが現状である。ところで、このような株式配当の性格をめぐる議論のなかで、一方の有力な見解に属する多くの論者は、株式配当が株主にとって利益配当であることを強く否定しているわけであるが、それでは、彼らはこの株式配当の本質をどのようにとらえているかといえ、その多くは、この株式配当を株式分割と本質的に同一のもの、すなわち株式分割の一形態として理解しているのである。そして、この理解を基礎にして、そのうえで、株式配当と株式分割をたんに株式分配の規模によって量的に区別したり<sup>6</sup>、あるいは株式配当なる概念をまったく否定して、これを株式分割に包含せしめたりしている<sup>7</sup>。すなわち、株式配当というカテゴリーの縮小ないしはその独自性の否定を示しているのである。したがって、ここでは、株式配当と株式分割という本質的に異なる二つの

2 たとえば、W. A. Paton は株式配当について、「株式配当は明らかに真の配当ではない。そこでは会社の資産の株主への分配はまったく行なわれない。配当株式の発行は、分配どころか、剰余金が配当源泉から永久にひきあげられ、資本金へ付け加えられたことを株主に知らせる役割をするものである」と、明確にその利益配当性を否定している。W.A. Paton, *Advanced Accounting*, New York, 1941, p. 588.

3 商法第二九三条ノ二「会社ハ第三百四十三条ニ定ムル決議ヲ以テ利益ノ配当ノ全部又ハ一部ヲ新ニ発行スル株式ヲ以テ為スコトヲ得」。

4 たとえば、G. R. Husband, *The Entity Concept in Accounting*, *The Accounting Review*, Vol. XXIX No.4, 1954. など。

5 たとえば、丹波康太郎「株式配当の課税問題」『国民経済雑誌』第85巻第1号、1952年など。

6 たとえば、本稿でとりあげる AICPA, *Accounting Research Bulletin* の見解。

7 たとえば、W. A. Paton & W. A. Paton Jr., *Corporation Accounts and Statements*, New York, 1955. の見解。

範疇を認める比較的少数説の見解とはまったく対立する有力な見解が成立しているわけである。そこで、本稿においては、この相互にあい対立している二つの見解が存在する株式配当について、その会計上の基本的性格を明らかにするために、まず、この株式配当と株式分割の性格上の差異ないしはその同質性を明らかにする一つの手掛りとして、株式配当についての今日の代表的見解の一つとみなされている AICPA の Accounting Research Bulletin の見解をとりあげ、そこにみられるところの株式配当と株式分割とを本質的に同一のものとしてとらえ、両者をたんに株式配当の規模によって量的に区別しようとする考え方について若干の検討を加え、上記の問題についてのアプローチを試みてみたいと考える。

## II 株式配当と株式分割についての Accounting Research Bulletin の見解

### 1 J.C. Dolley の見解を中心とする予備的考察

本章において AICPA の Accounting Research Bulletin の見解をとりあげるにさきだて、まず、株式配当と株式分割をそれぞれ独自の範疇であると認める見解を一瞥しておきたい。というのは、この Accounting Research Bulletin のように株式配当と株式分割の同質性を主張する見解の特質を明らかにするためには、それに対立する逆の見解を十分にふまえたうえで、それとの比較において考察することがきわめて有意義であると考えられるからである。

J.C. Dolley は、株式配当と株式分割の各々について、その独自性を認め、次のように述べている。すなわち、まず株式分割について、「株式分割の本質的特徴は、普通株式の額面価額あるいは表示価額が減少されても、この過程によって資本金勘定および剰余金勘定はともに不変のまま

あるということである。個々の株主に関するかぎり、彼の会社における持分総額は、株式分割以前とまったく同一のままであるが、この持分は、今や、より小さな単位のより多くの株式数によって表示されているのである<sup>8</sup>」と述べるとともに、この株式分割に対応させつつ、株式配当の性格については、「株式配当では、剰余金勘定の一部あるいは全部を資本化し、それを普通株の資本金勘定 (common stock capital account) に移す。株式配当は株式分割と似て、個々の株主の持分総額は変わらないままであり、たんにその持分を細分化しているところの株式数を増加するだけである。しかしながら、株式配当は株式分割と異なって、各普通株の額面価額あるいは表示価額はそのままである一方、剰余金および資本金勘定両方に変化を生ずる<sup>9</sup>」と述べているのである。したがって、Dolley は、株式配当と株式分割について、この両者の間に一定の類似性を認めながらも、両者の相違点について明確な指摘を与えているのである。すなわち、株式配当と株式分割では、ともに、個々の株主の持分総額は株式分配後も分配以前と同様に変わりがなく、ただ株式分配後においてその株式総数が増加しているという点においては、両者はともに同一であるけれども、しかし、一方の株式配当では、一株あたりの額面金額あるいは表示価額が変わらないために、株式の分配にみあうだけの金額が剰余金から資本金に移されるのたいし、他方の株式分割では、一株あたりの額面金額が変化することとなるために、このような剰余金から資本金への振替えは行なわれないという点において、両者はまったく異質な面をもっているということを指摘しているのである。

Dolley は、株式配当と株式分割における上記のような差異をより一層明確にするために、次のような例示をもってさらに説明を行なっている。

8 J.C. Dolley, Characteristics and Procedure of Common-Stock Split-Ups, *Harvard Business Review*, Vol. XI No.3, April 1933, p. 317.

9 *Ibid.*, p. 317.

「次のような資本構成をもつ会社を考えてみよう。

社債	100,000ドル
優先株 (額面100ドル)	50,000ドル
普通株 (額面100ドル)	300,000ドル
剰余金	350,000ドル

額面 100 ドルの旧株式一株につき新無額面普通株二株が交換される株式分割は、資本金勘定および剰余金勘定ともに変わらないままである。しかしながら、発行済普通株の数は二倍に、3千株から6千株に増加する。そして、一株あたりの額面ないし表示価額は100ドルから50ドルに減少する。株式分割後の資本構成は次のようになる。

社債	100,000ドル
優先株 (額面100ドル)	50,000ドル
普通株 (6千株の無額面株)	300,000ドル
剰余金	350,000ドル

他方、100%の株式配当は剰余金勘定から資本金勘定へ300,000ドルの振替えを行なう。発行済普通株は3千株から6千株に増加するが、一株あたりの額面価額は100ドルのままである。株式配当によって資本構成はより実質的に変化する。

社債	100,000ドル
優先株 (額面100ドル)	50,000ドル
普通株 (額面100ドル)	600,000ドル
剰余金	50,000ドル

どちらの過程においても、一株あたりの帳簿価額は216.66ドルから108.33ドルに半減される。そして、各株主によって保有される株式数は倍加す

10  
る」

この例示によって一層明らかのように、株式配当と株式分割では、前者が、株式数を増加すると同時に剰余金から資本金への振替えを行なっているのに対し、後者では、剰余金から資本金への振替えをまったく行なわずに株式数を増加しているのである。すなわち Dolley は、株式配当と株式分割との間に株主持分についての一定の類似性を認めながらも、上のような事実を前面に持ち出して、これを株式配当と株式分割における質的差異とし、両者を質的に異なる二つの財務的事象として理解しているのである。

ところで、この Dolley のように、株式配当と株式分割を質的に異なる二つの財務的事象と考える見解は、アメリカにおいては比較的少数の立場であって、むしろ、このような見解とは逆に、株式配当と株式分割の類似性を強調して、両者を本質的に同一のものであると理解する見解の方がはるかに有力である。そこで次には、このような立場をとる代表的な見解の一つとして、前述の AICPA の Accounting Research Bulletin の見解をとりあげてみよう。

## 2 Accounting Research Bulletin の見解

Accounting Research Bulletin No. 43, Chapter 7 Section B Stock Dividends and Stock Split-Ups<sup>11</sup> (以下 ARB と略す) は、株式配当と株式分割について、それぞれ次のように定義している。まず、株式配当について、ARB は、「株式配当……とは、取締役会が社内に留保したいと欲している現金または他の財産を分配することなく、会社の蓄積利益中の各株主持分の一部について、なんらかの明確な証拠を株主に与えたいと望むことによって……普通株を対価なしに発行することをいう<sup>12</sup>」と説明しており、また、株式分割については、「株式分割……とは、……市場価格 (unit

11 AICPA, Accounting Research Bulletin No. 43, *Accounting Research and Terminology Bulletin*, Final Edition, 1961, pp. 49—54.

12 *Ibid.*, p. 49.

market price) の低下をもたらし、それによって株式のより広範な分散と改善された市場性をうるという目的のために、発行済株式数を増加させたいと望むことによって、普通株主へ自社の普通株を対価なしに発行することをいう<sup>13</sup>と定義づけている。

このような株式配当と株式分割についての定義からみると、ARBでは、両者をそれぞれ別個に規定し、この二つをまったく異なった性格のものとして理解しているようにみうけられるが、しかし、じつは、ARBでは、この両者をまったく異質な二つの財務的事象としてではなく、本質的には同一性格のものとして理解しているのである。この点は、ARBの中において「受領者に関して」と題して、株式配当と株式分割のその受領者にたいする性格を論じた箇所<sup>13</sup>で、次のように明らかにしている。

「会社の利益は、その利益中の個々の株主の持分にはかかわりなく、別個のエンティティのものとして決定される。伝統的な会計概念のもとでは、会社が利益をもっているという事実の結果として、それだけで株主は利益をもつものではない。すなわち、未分配利益による株主の持分の増加は、彼にとっては潜在的利益 (potential income) 以上のなにもものでもない。会社によって稼得された利益が株式の市場価格の上昇をもたらすことがあることは事実であるが、しかし、会社資産の分配 (distribution)、分割 (division) あるいは分離 (severance) があるまでは、株主はなんら利益をえるものではないのである。……株式配当あるいは株式分割においては、会社資産のなんらの分配、分割あるいは分離も存在しないし、そこからは、会社にたいする株主の比例的持分を分割する以外に実現するものはなにも存在しないのである。……以上のことは、株式配当あるいは株式分割をうけとることにとともなう会計手続きについての議論において考慮されるべき重要な点である。というのは、株式配当を利益としてみとめる立場

13 *Ibid.*, p. 49.

の人々によって展開された議論の多くは、実質的には、会社の利益を、それが会社内で発生し株主へ分配される以前に株主の利益であると認識したための議論だからである。いいかえれば、そのような議論を受け入れることは、株式会社会計における『別個のエンティティ』概念の放棄を要求するであろう<sup>14</sup>。ここにおいて ARB は、会計が「別個のエンティティ」概念に立脚している以上、会社の利益が株主の利益となるには、会社資産の分配・分割・分離が必要であって、株式配当あるいは株式分割でそのようなことが行なわれない以上、株主の利益となるものではなく、したがって、株式配当あるいは株式分割は両者ともに株主の比例的持分を細分化するものにすぎないことを主張している。しかも、ARB は上の説明をさらに補充する意味で、株式配当についての非利益的な考え方を確立したといわれる *Eisner v. Macomber* 事件<sup>15</sup>における Pitney 判事の見解を引用し、この見解にたいし、株式配当の非利益性の主張を「これ以上にうまく要約しえない<sup>16</sup>」と評価して、次のように紹介している。「株式配当は、現実には、会社の財産から何ものも引き出さないし、株主の持分に何ものも付け加えない。会社の財産は減少しないし、株主の持分は増加しない。……各株主の比例的持分は同じままである。唯一の変化は、その持分を表示する証拠の中に存在する。すなわち、新株発行前にもとの株式が表示していたのと同じ比例的持分を、新株ともとの株式がいっしょになって表示するということである<sup>17</sup>」。以上のように ARB が引用し、賛意を表している

14 *Ibid.*, p. 50.

15 *Eisner v. Macomber*, 252 U.S. 189 (1920)。この事件の内容は、Standard Oil Company of California の株主である原告が1916年1月に50%の株式配当をうたところ、その株式配当にあてた利益剰余金のうち、連邦に課税権が認められるけようになった1913年以後の積立金部分約2万ドルについて、原告に所得があるとして課税されたことにたいし、原告がこれを不服として、その還付をもとめて提訴した事件につき、最高裁判所がその還付請求を認めた原審判決を確認したというものである。竹内昭夫『剰余金の資本組入』東京大学出版会、1962年、172—173ページ。

16 ARB, p. 50.

17 *Ibid.*, p. 51.

Pitney 判事の見解においては、株式配当が株主にとってなんら利益配当とはならないという主張の根拠が簡潔に示されているが、ここに示されている株式配当が株主にとって利益配当とならないという主張の論拠を、<sup>18</sup> D. Kehl は次の三つの点に要約している。(1)会社の資産は株式配当を通じて減少することはない、(2)株主持分は増加しない、(3)各株主の比例的持分は変化しない。この三つの論拠によって、株式配当は株主への利益配当ではなく、株式配当によって生ずる変化は、新株発行前（株式配当前）にもとの株式が表示していたのと同じで持分を、今度は、もとの株式と新株式とがいっしょになって表示するという事、いいかえれば、株式配当は会社における株主の持分を細分化している株式単位数以外に変化させるものはないということになり、したがって、株式配当は株式分割とまったく同じ性格のものであって、両者の間にはなんら本質的な区別は存在しないと主張されている。そしてまた、この考え方は、ARB においても全面的に賛意を表せられることになっているのである。

ところで、以上みてきたように、ARB では、株式配当と株式分割を本質的には同一性格のもの、すなわち、両者とも会社における株主の持分を細分化している株式の数をさらに細分化する以外のなものでもないという点について同一のものであると考えているのであるが、ARB では、このような株式配当と株式分割についての本質的理解にもとづきながらも、さらに、両者の間を株式分配の規模によって量的に区別することになっている。すなわち、株式分配の規模が20—25%以下のものを株式配当とし、20—25%以上のものを株式分割として区別しているのである。

20—25%以下の株式分配を株式配当とする理由について、ARB は次のような説明を行なっている。「株式配当は、実際には、会社の資産においても、各株主の比例的持分においてもなんら変化をもたらさない。しかし

18 D. Kehl, *Corporate Dividends*, New York, 1941, p. 337.

ながら、その取引の目的と、株主および一般大衆への表示の中で配当として示される結果、株式配当の受領者の多くは、それを会社利益の分配、しかも通常は受けとった追加的株式の公正な価額に等しい額の分配とみなしていることが認められる。さらに、保有株式の市場価格が実質的に変化しないような以前の発行済株式とくらべて小規模の発行の場合、これが非常に多いのであるが、このような場合に、受領者のこの考え方は実質的に強められると考えられる。それゆえ、このような状況が存在する場合には、大衆の利益を考えれば、会社は発行された追加株式の公正な価額に等しい額を利益剰余金から永久資本化のカテゴリー（資本金および資本剰余金勘定によって示される）へ振替えることを考えるべきである。もしもこれがなされないとすれば、株主が自分達に分配されるものと信じやすい利益の額が、再度、同じような株式発行あるいは現金分配を可能にする利益剰余金中に残されることになる<sup>18</sup>。

このように、会社が比較的小規模の株式分配を行ない、それが株価にほとんど影響を及ぼさないような場合には、その株式分配の受領者は、新たに受けとった株式を利益の分配すなわち配当を受けたものと認識することが多いけれども、しかし、このような株式分配が行なわれたにもかかわらず、その裏づけとして利益剰余金の資本金への振替えが行なわれないとすると、この部分は、ふたたび配当源泉として用いることのできる利益剰余金中に残されることになり、投資家に誤解を生ぜしめる恐れがあるために、この場合には、株式分配にみあう額の利益剰余金を資本金へ振替えて、かかる誤解の生ずる余地をなくしておくべきであるとしているのである。いわば、株式配当を受けとった株主の側のまったく慣習的な理解の仕方によって、本質的には株式分割であるものを株式配当と呼称するとARBは主張しているわけである。

19 ARB, pp. 51-52.

ところが、このような株式配当にたいして、ARB は、20—25%以上の株式分配について、これを株式分割としているのであるが、この点については次のように述べている。「株式配当として発行された追加の株式数が多いので、株式の市場価格を実質的に低下させる効果を持つあるいは持つことが予想される場合には、前のパラグラフで論じた事柄（株式配当についての説明——引用者）はあてはまらず、そして、この取引は明らかにパラグラフ 2（前出の株式分割の定義の箇所——引用者）で定義した株式分割の性格を有する。……結論的には、そのような状態のもとでは、……利益剰余金を資本化するなんらの必要もない。しかしながら、このような事例においては……配当という言葉をさけるべきであり、法律的要求のためにそれができない場合には、たとえば『配当の形で行なわれた株式分割』（split-up effected in the form of a dividend）というように表現することを勧告する<sup>20</sup>」。ここにみられるように、20—25%以上という比較的規模の大きい株式分配が行なわれる場合には、株価が比例的に低下すると考えられるので、株主が新たに受けとった株式部分は、株価の低下によって相殺されることになる。したがって、この場合には、20—25%以下の株式分配におけるように、株主に誤解を生じさせないというような意味で、株式分配にともなって利益剰余金を資本金へ振替える必要性はなんら存在せず、これはまさに株式分割であるというのである。

このようにして、ARB では、株式配当と株式分割とを本質的には同一性格のもとと理解し、両者の間に質的に区別されるべきものはなにもないとしながらも、このような株式分配を主として株価への影響の仕方を中心として二分し、株価への影響がほとんどないと考えられる20—25%以下の株式分配を株式配当、株価を低下させると考えられる20—25%以上の株式分配を株式分割として、たんに分配の規模という量的な基準によって両者

20 *Ibid.*, p. 52.

を区別しようとしているのである。

かくして、ARB では、株式配当と株式分割とを、さきに紹介した Dolley のように、利益剰余金の資本金組入れの有無という事実を前面に持ち出して、これによって両者を本質的に異なるものと考えのではなく、株主持分になんらの変化がないという事実に着目して、両者を同一のものとして捉え、しかるのち、株式分配の規模による株価への影響の違いにしたがって、株式配当と株式分割とを区別するという方法をとっているのである。したがって、ここでは、Dolley が重視した利益剰余金の資本金への振替えという事実は、株価の変動の仕方からこれを考えるという副次的な事柄になってしまっているのである。すなわち、Dolley の場合に比べると、その規定はまったく逆になっており、ARB の著しい特色をなしているのである。そこで、この点をふくめて、次章においてARB の見解にたいして若干の検討を行なってみよう。

### III Accounting Research Bulletin の検討

#### 1 株主持分を中心として

前章で明らかにしたように、ARB においては、株式配当が株主への利益配当ではなく、その本質は株式分割であるということを主張しているのであるが、その論拠は、主として株主持分に変化がないという点によっていた。そして、この株主持分に変化がないという点から、株式配当は、株主が従来もっていた株主持分をより多くの単位数(株式数)に分割するだけであって、それは株式分割と少しも変わることはないという主張がなされたのである。このように、ARB の見解においては、その主張の一つの重要な柱として株主持分という概念が存在するのであるから、このARB の非利益的な見解が妥当するかいなかは、その基礎をなす株主持分の考

え方そのものについて検討してみることが必要であると考え。というのは、このように株主持分を中心として株式配当の性格を考えようとする見解については、この株式配当を現金配当と関連させて考察してみると、かかる ARB のような利益配当性を否定する考え方にたいして大きな疑問が生ずるからである。

いま、便宜上、前章で紹介した Dolley の例示<sup>21</sup>を借りて、この点の考察を試みてみよう。ある会社が Dolley の第一の例示のような貸借対照表貸方の状態にあり、この会社が 100% の株式配当を実施して、利益剰余金 30 万ドルを資本化して 3 千株の新株を発行したと仮定すると、この会社は第三の例示の状態になる。ところが、この会社が株式配当ではなく、利益剰余金 30 万ドルにつき現金配当を行なったと仮定すると、次のようになるであろう<sup>22</sup>。

社債	.....	100,000ドル
優先株 (額面100ドル)	.....	50,000ドル
普通株 (額面100ドル)	.....	300,000ドル
剰余金	.....	50,000ドル

なお、この場合、貸方に対応する借方資産は 80 万ドルから 50 万ドルに減少する。そこで、便宜上、100 株を保有する株主の持分を考えてみると、第一の例示すなわち配当前においては、一株あたりの株主持分は 216.66 ドル ( $\$650,000/3,000$ 株) であるから、100 株を保有するこの株主の持分は 21,666 ドルである。ところが、第三の例示すなわち株式配当が行なわれた場合には、一株あたりの株主持分は 108.33 ドル ( $\$650,000/6,000$ 株) となるが、100 株を保有していた株主は、現在では、新株の交付によって 200 株を保有することになっており、したがって彼は、結局、総額 21,666 ドル

21 99ページ参照

22 この場合、100%の現金配当という巨額の配当になり、現実的ではないが、比較の意味でこのような配当を考える。

の株主持分をもつことになって、株式配当前とその持分の総額においてなんら変わりがない。いいかえれば、株式配当においては、一株あたりについての持分が減少した割合だけ、逆に株式数が増加することによって補われることとなり、株主持分の増減はみられないのである。次に、上記の例示のように現金配当が行なわれたとすると、一株あたりの配当額は100ドルであるから、100株を保有する株主は現金で1万ドルを取得することになるが、そのかわりに、一株あたりの株主持分は116.66ドル（\$350,000/3,000株）に減少し、100株を保有する株主の持分は11.666ドルとなる。いいかえれば、現金配当においては、株主は一方で配当額だけの現金を取得することはできても、他方において彼の会社資産にたいする持分は同額だけ減少することになるのである。このように、株式配当の場合には、株主は表面的には何ものも取得せず、また会社は何ものも失なっていないが、現金配当の場合には、株主は何ものかを取得するが、同時に、彼は間接的に同額のもを失なっているのである。したがって彼は、D.Kehl が指摘する<sup>23</sup>ように、株式配当あるいは現金配当のいずれの場合においても、その生じた経済的利益 (total economic interest) はまったく同じであってなんら変わるところはない、ということができるのである。

このように、株式配当の利益配当性を否定する見解が、株主持分なる概念を基礎として主張されるかぎり、たしかに株式配当において株主持分は増加せず、株主はこのことによって表面的には何ものも取得していないことになり、株式配当の利益配当性を否定する一つのメルクマールになるかにみえる。しかし、株主持分を基礎として現金配当の場合について考えてみると、この場合には、株主は現金を取得する反面、同額だけ彼の持分は減少することになり、全体的には、現金配当の場合にも、株主は利益をえたということにはならない結果となるのである。

23 Kehl, *op. cit.*, p. 338.

しかも、このことは、株主の比例的持分についても同様にいうるのであって、各株主の比例的持分は、現金配当の場合においても、株式配当の場合においても、いずれも同じ割合のままであって、なんら変化するところはないのである。すなわち、現金配当の場合には、持株に応じて現金が配当されるのであるから、株主持分はそれに応じて比例的に減少するにすぎず、株主間の持分割合はいささかも変化するものではない。たとえば、前の例示では、100株を保有する株主の比例的持分は、配当前には3.3% ( $\$216.66 \times 100 \text{株} / 650,000$ )であったが、現金配当がなされた後においても、やはり3.3% ( $\$116.66 \times 100 \text{株} / 350,000$ )であって、彼の比例的持分は少しも変わっていないのである。また、株式配当がなされた場合には、一株あたりの持分の減少が株式数の増加によって補われることになるから、株式配当後においても、株主の比例的持分は配当前となんら変わるところがない。すなわち、この例示では3.3% ( $\$108.33 \times 200 \text{株} / 650,000$ )であって、配当前と配当後の株主の比例的持分はなんら変わりがないという点においても、株式配当と現金配当とは異なるものではないといえるのである。しかも注意すべきは、「比例的持分が変わらない」という事柄は、たんに株主の会社資産にたいする持分割合が相対的にみて変わっていないということ、すなわち、株式配当の前と後とにおいて、相対的に同一の状態にとどまっていることを示すにすぎないということである。したがって、この「比例的持分が変わらない」ということについては、全株主が同じ割合で（持株に応じて）利益をえているか、あるいは利益をえていないかという両方の場合が考えられるのであって、かならずしも、株主が利益をえていない、という結論にはならないと考えられるのである。

さて、以上述べてきたように、株式配当と株式分割とを同一視して、株式配当の利益配当性を否定する考え方は、「株主持分」なる概念を基礎としてその主張がなされているのであるが、このような考え方は、現金配当

と対比して考察した場合、そこに大きな矛盾の存在することは明らかである。すなわち、株主持分の概念を基礎として株式配当の利益配当性を否定する、その同じ論理を現金配当に当てはめて考察してみると、現金配当の利益配当性にも重大な疑義が生じ、その利益配当性を否定してしまわねばならない結果となるのである。とすれば、このように株式配当の非利益配当性を「株主持分」なる概念を基礎として主張することによって、株式配当と株式分割を本質的に同一のものであると主張するこの ARB のような見解は、はたして、それがなんらの論理的矛盾もなく主張しうるものであるかどうかについて、おおいに疑問がもたれるのである。

## 2 株価を中心として

前節で指摘したように、ARB で示された株式配当の利益配当性を否定する考え方は、これを現金配当との対比において考察するとき、その妥当性について大いに疑問がもたれるのであるが、しかし、前節では、この株式配当を株式分割と直接対比せしめて、両者の性格上の異同について考察するということは試みられていなかった。そこで、本節では、この点について考察してみたい。さきに述べたように、ARB においては、株式配当と株式分割を本質的には同一性格のものであると理解しながらも、株式配当の規模によって両者を一応区別していた。すなわち、20—25%以下の株式配当を株式配当とし、20—25%以上を株式分割としていたのである。しかしながら、ARB におけるこのような区別の仕方は、たとえば Dolley が、利益剰余金の資本金への振替えということを基準にして、株式配当と株式分割との質的差異を考察するというのとは明らかに異なって、株式配当の規模による株価の変動の有無から利益剰余金の資本金への振替えを要請するという、まったく逆の規定の仕方となっているのである。したがって、ここでは、かかる逆の規定の仕方がどこまで妥当しうるかを検討することによって、ARB の見解のように、株式配当の非利益配当性を主張し

て、それを株式分割と同一視することがはたして可能であるかどうかについて考察してみよう。

いうまでもなく、株式配当においては、利益剰余金を資本金へ振替えるとともに株式を各株主にその持株に応じて交付するわけであり、ここでは、当然のことながら、資本金部分の増加と株式数の増加が生ずる。これにたいして、株式分割では、利益剰余金を資本金へ振替えることなく株式数を増加する。したがって、両者はともに株式数が増加するという点では同じであるが、しかし一方の株式配当は、同時に資本金部分の増加があるのにたいし、他方の株式分割では、資本金部分の増加がないという違いが存在するわけである。Dolley は、この両者の違いを重視して、これをもとにして株式配当と株式分割を異質なものとしてとらえているのにたいして、ARB では、この両者の違いを重視せず、20—25%以上の株式分配では株価が低下するのにたいし、20—25%以下の場合には、株価が変動しないので、この変動しない後者の場合には、利益剰余金の資本金への振替えが必要であると、たんに結果的にとらえているにすぎないのである。したがって、ARB では、株式配当と株式分割における利益剰余金の資本金への振替えの有無という違いから、両者の間の異質性を導き出すということとはまったく行なわれていない。しかしながら、このようなARB の考え方を株価との関連において検討してみると、ここで示されている見解には大きな疑問が生ずることになるのである。

周知のように、今日においては、一般株主の所有する株式はたんなる利潤証券として、株主の会社にたいする配当請求権を代表するにすぎないものとなっている。株主の大多数を占める一般株主にとっては、会社の財産価値あるいは一株あたりの財産価値はなんら株式購入の動機とはなりえず、株主は、その購入する株式にたいしていくら配当がなされるかを基準にして、その購入の意思を決定するといえる。したがって、この配当が

いくらなされるかによって株価はつねに変動し、基本的には、配当額を一般利子率で除した値においてそれが定まることになるのである<sup>24</sup>。ところで、ARB では、20—25%以下の株式分配の場合には株価に変動がないので、利益剰余金から資本金への振替えが行なわれるべきであると勧告しているのであるが、しかし、上記の点を考えれば、ARB はかかる勧告を行なう前に、20—25%以下の場合には、なぜ株価の変動が生じないのか、そして、20—25%以上の場合には、なぜ株価の低下が生ずるのか、その理由について、より突込んだ吟味を試みる必要があったと考える。というのは、株式がたんなる利潤証券であるとするならば、この20—25%以下の場合に株価が変動しないということは、一株あたりの配当額が株式分配の前後を通じて一定しているということであり、また、20—25%以上の場合に株価が低下するということは、一株あたりのそれが株式分配後において低下していることを示していることになり、したがって、この株式分配の前と後とで、配当総額が増加する場合と増加しない場合とでは、たとえ各株主の持分総額にかわりがないとしても、各株主が受けとるそれからの果実すなわち配当の大きさは、株式配当と株式分割の場合とでは、まったく異なってくることになり、したがってまた、この違いを無視して、両者をたんに株主持分に変化がないという理由だけで同質視することはできないと考えられるからである。とすれば、ARB のように、株式配当または株式分割によって株主に与えられる配当の大きさについてまったく言及することなく、株主持分にかわりがないということによって株式配当と株式分割を本質的に同一のもののみなし、さらにまた、株価の変化の仕方の相違にのみとづいて両者の間に量的な区別をすることは、まったく表面的な把握といわざるをえなくなるのである。

ここで問題となっている配当の問題をさらに検討するために、以前に示

24 川合一郎『株価形成の理論』日本評論社、1960年、12ページ参照。

した例示 (99ページ) を利用してこの点を考えてみよう。この例示によって、株式配当と株式分割の両者における配当を考えてみると、どうなるであろうか。さきにも述べたように、株式配当の場合においては、利益剰余金30万ドルが資本金化され、これによって資本金は30万ドルから60万ドルに増加する。そして額面100ドルの株式は3千株から6千株は増加するのである。これにたいして株式分割が行なわれた場合には、利益剰余金の資本金への振替えは行なわれず、額面または表示価額が変更されて、株式数は3千株から6千株に増加する。この二つのケースにおいて株主が受けとる配当額を考えてみるのであるが、いまさしあたり配当率は一定とし、配当はここでは株式分配の前後ともに一割の現金配当が行なわれるとする。とすれば、株式分配前に100株を保有していた株主は、株式分配前には一株につき10ドルの配当金をうけとり、したがって100株では1000ドルの配当金をうけとっていた。ところが、株式配当が行なわれた場合には、彼は保有株式数が200株となるから、この株主は一株あたりの配当金10ドルを200株分、すなわち2000ドルの配当を受領することになる。これにたいして株式分割が行なわれた場合には、彼は額面または表示価額の減少した株式を200株保有することになるわけであるから、彼がうけとる配当は一株5ドルを200株分すなわち1000ドルとなり、この場合には、株主は株式分割前と同額をうけとるのみである。ここで明らかのように、株式配当と株式分割では、配当率を一定とすると、株式分配の前と後で、株主のうけとる配当額に著しい差が生じてくるのである。すなわち、株式配当では、株主に株式を交付するとともに利益剰余金の資本金への振替えが行なわれるので、これはあたかも現金配当を行なうと同時に増資を行ない、その配当された現金をもって増資に応募した場合と同様に、株主のうけとる配当総額は増加することになるのである。ところが、株式分割の場合にはそのようなことはなく、株主がうけとる配当総額はかわらず、株式配当におけるような

受取配当額の増加はみられないのである。このように、株式配当と株式分割では、株式分配後に株主がうけとる配当額について著しい相違がみられることになる。もちろん、以上に述べた事柄は、一株あたりの配当率が株式分配の前後ともに一定としているわけであるが、この前提は、今日、配当の利子化がいわれ、また継続的な一定率の配当支払いの維持が企業評価の重要な要素の一つとなっている以上、株式配当ないしは株式分割後にも以前と同じ配当率を維持するのが通常であることによるのである。この点は、M.R. Sussman が、株式配当に関する著作の中で、自己の調査にもとづいて、「会社の経営者は、通常、すくなくとも一株あたりについて一定の現金配当支払いを維持しようとする意向をもっている<sup>25</sup>」と述べているとおりである。とすれば、さきに述べたように、株式配当では、株主は増加した株式数だけ現金配当の増額がもたらされることになり、他方の株式分割では、株式数が増加したにもかかわらず、株主は株式分割後もそれ以前と同じ配当額をうけとるにすぎないこととなるのである。

このように、株式配当と株式分割では、その後に株主がうけとる配当額に相違がみられるのであるが、それでは、このことは株価にどのように反映するのであろうか。さきに述べた株価の考え方に従えば、株式数の増加に応じて株主のうけとる配当総額が増加する株式配当の場合には、原理的には株価が低下することはないのにたいして、株式数が増加してもそれに依りて配当額が増加しない株式分割の場合には、その株式分割の規模に応じて株価が低下すると考えることができる。もちろん現実の株価は、証券市場をとりまく様々な要因によって変動することはいうまでもないことであるが、原理的には上のように考えてよいように思われるのである。

---

25 M.R. Sussman, *The Stock Dividend*, Michigan Business Studies, Vol. XV No.5, Ann Arbor, 1962, p. 76. Sussman の調査によれば、調査会社87社中、株式配当後に現金配当を減額あるいは不払いとした会社は14社にすぎず、他の73社は配当率を株式配当前と同一に維持しており、増加した株式数だけ配当額を増加させている。

このように考えてくると、ARBにおける株式分配の規模による株価変動の仕方から利益剰余金の資本金への振替えの要、不要を考える見解は、著しく論理の逆立ちがみられるのである。むしろ、現実には、株式の交付にともなって利益剰余金の資本金への振替えが行なわれるかいなかによって、その後の配当額に相違があらわれ、それが、また株価に反映すると考えるべきものなのである。したがって、ARBのように株価の変動から利益剰余金の資本金への振替えを考えるべきものではけっしてない。ARBがいうように、たとえば20—25%以上の比較的規模の大きい株式分配の場合に、利益剰余金の資本金への振替えが必要ないのではなく、この場合には、むしろ企業にとっては、配当負担が増加するために、20—25%以下の株式分配の場合のように利益剰余金の資本金への振替えを容易に行ないえないということであり、たとえこの場合であっても、会社が利益剰余金の資本金への振替えを行ない、株主のうけとる配当総額を増加しさえすれば、当然、株価は低下しないといえることができるであろう。しばしば大規模の株式配当を“melon cutting”と特別に呼称され、株主に大いに歓迎されるといわれるのもこのことによると考えられるのである。このようにみてくると、ARBが示したような株価の変動の仕方を出発点において株式配当と株式分割を区別する考え方は、まったく表面上をとらえた考え方であり、なんら本質的に両者の異同をとらえたものではないのである。したがって、また、ARBで示されているところの、株式配当と株式分割を本質的には同一のものと理解しながら、ただ便宜上、株式分配の規模によって両者を分けるという見解は、とうてい承認しえないものといわざるをえないのである。

それでは、一体、この両者の性格、とくに議論の出発点をなしている株式配当の性格、なかでもその利益配当性についてはどのように捉えたらよ

いであろうか。最後にこの点にふれてみよう。さきに述べたように、株式配当と株式分割では、その後の株主がうけとる配当について、著しい相違が生ずる。この点に、両者とくに株式配当の性格を決定する一つの大きなポイントがあるように考えられる。すなわち、株式配当においては、株主は現金こそうけとっていないが、そのかわりに株式をうけとっているのである。そして、この株式は、もっぱら配当を取得しようという利潤証券としての性格をあらわにしている。したがって、株式をうけとったということは、その配当株式を株主が手元に保有していれば、それ以後になされる現金配当について、彼はその配当株式分だけあらたに現金配当を取得しうることになる。いいかえれば、このことは、現金配当後に行なわれた増資にたいして、その配当された現金をもって増資に応募した場合と実質的には同じ効果を株式配当が与えると考えられる。このように、株主が配当株式分について、それ以後の現金配当を取得しようという意味において、株式配当は、株主にとって利益性のものであると考えられるのである。ただし、ここで、株主が株式配当によってあらたに株式をうけとっても、会社が従来配当総額を変えなかった場合には、株式数の増加によって一株あたりの配当率は低下することになり、株主の受けとる配当額はなんら増加することにならない。しかしながら、この配当率の低下するということは、一株あたりの配当率あるいは配当額によって、企業の経営状態を判断する重要な基準とする今日の一般的傾向のもとでは、企業としては容易に行ないえないのである。<sup>27</sup>したがって、一般的には、会社は株式配当後にお

27 会社が一定率の配当支払いを維持することの意義について、たとえば次のように指摘されている。「いったん確立された現金配当を維持することは会社の信用の安定にとって明らかに重要である。これは、一定率の配当支払の継続を期待させるほどの期間にわたって確立された配当の場合にはとくにそうである。普通株にたいする配当は、その言葉の法律上の意味においては、固定した配当支払いを行なわなくてもよいことは確かであるが、現金配当を行なわなかったり減額したとき会社の信用状態にたいしては、社債に利子を支払わなかったと同じくらい悪い影響を及ぼすであろう」。R.H. Montgomery ed., *Financial Handbook*, 2nd. ed., New York, 1937, p.593.

いても配当率を従来どおりに維持しようとする傾向をもち、株主は株式配当によって増加した株式分だけその後の現金配当の増額がもたらされることになるのである。しかも、株主は、この配当株式を売却した場合には、株価相当額の現金を取得しうることはいうまでもないのである。このように、株式配当の場合には、(1)株主が配当された株式を手元に保有していれば、その配当株式分について以後の現金配当を取得しうること、(2)株主が配当された株式を売却すれば、株価相当額の現金を取得しうるという点について、株主にとって利益たる性格をもつと考えられ、したがって、株式配当はあくまで利益配当の一種として規定されるべきであると考えられる。

ところが、株式分割の場合には、かかる配当総額の増加、あるいは株式の売却による現金収入の増加という現象はまったく起らないのである。すなわち、配当に関していえば、すでにみたように、株式分割では、株主の保有する株式数は増加しても、一株あたりの額面金額あるいは表示価額が減少して総額においてはなんらかわりがなく、したがってまた、一株あたりの配当率はかわらないとしても、額面金額の減少によって、配当総額そのものの大きさには変動がないのである。また、株式分割によって増加した株式の一部を売却した場合にも、株価は原理的には低下していると考えられ、したがって、株主は、株式配当におけるように新しい株式の売却によってあらたな現金収入をえることはできないのである。むしろ株式分割の場合には、従来の株式を分割して株価を低下させ、より広い市場性をうることに主要な目的があるのであり、配当として株式が株主に交付されるのはまったく異なった財務的事象なのである。

このように、株式配当と株式分割はその性格において著しい相違が存在するということができ、両者は厳然と区別されなければならないのである。