

無償交付の一側面(1)

——増資プレミアム還元論議の問題点——

鵜飼哲夫

はじめに

- I わが国におけるプレミアム還元論の展開
- II プレミアム還元の実態
- III プレミアム還元に関する批判論の胎頭
- IV プレミアム還元論議の問題点

おわりに

はじめに

わが国における株式発行は、長らく株主割当額面発行を慣行としており、公募時価発行は、それが企業の自己資本充実に寄与し資本構成の是正に役立つことから、広くその促進が叫ばれたにもかかわらず、なかなか普及するにはいたらなかった。昭和30年代では、株主割当額面発行と並行して実施される部分的時価公募が見られたのであるが、なお、十分に利用されるという状況にはなかつたのである。しかし、この株式の時価発行は、昭和43年10月に日本楽器製造が本格的な時価発行増資を公表して以来、それを契機にして急速に増加し、昭和47年には一つのピークを形作り、東証上場会社の増資調達額の6割を占めるほどまでになった。その後、オイル・ショックの影響などで一時低迷したものの、昭和51年にはふたたび盛り返して、調達資金額の6割程度となり、大きな比重を占めるにいたつた。

ところで、このように一応の「定着」を見た株式の時価発行も、それが、これまでの額面発行という長年の慣行をくずしてしまうものであるところから、それへの移行にあたっては多くの問題点が指摘され、様々な議論がたたかわされることになった。本稿でとりあげようとする「増資プレミアム還元」の問題もその一つであって、議論の中心点として多くの人々によって論ぜられており、その内容は次のようなものである。

前述のように、わが国では長らく株主割当額面発行が行なわれていて、それが、新株発行の場合の一つの慣行を形成していたのであるが、このような新株発行方式のもとでは、額面金額で払込みに応じた株主は、株価が額面以上にあるときには、額面価額と株価との差額を自己のものとして取得することが可能となっていたし、また、証券市場においても、株価は将来の額面発行増資の期待を折り込んで形成されることとなっていた。そこで、このような慣行のもとで株式の時価発行が行なわれると、株主は自己が従来からもっていた期待権を失なうことになるとともに、証券市場もまたそれによって混乱をきたすこととなるために、額面発行から時価発行への移行にあたっては、「既存株主の期待権との調整をはかるとともに、増資に募応した株主の期待を満たし、時価発行増資に対する株主の信頼を得てこの定着をはかるため、特段の配慮が要請」されることになり、この「特段の配慮」の中心として、時価発行によって会社が取得した株式プレミアム部分を、なんらかの形で株主へ還元することが要請されたのである。そして、その還元の方法としては、企業が取得した株式プレミアムに相当するものを増配するか、あるいは、配当据置きを前提にプレミアム部分を資本金へ組入れ、新株を無償交付するということが考えられた。この二つの方法のうち、単純な増配による方法は、いわゆる安定配当の考え方

1 東京証券取引所証券政策委員会「時価発行増資について」『証券』第23巻第265号、1971年4月、75ページ。

が支配的であることからその実施に困難が多く、もっぱら、後者の無償交付による方法が、プレミアム還元の方法として採用されることになった。株式の無償交付は、交付された株式についてなされる配当が実質的に増成となる、という点で株主の利益になると一般に受け取られて、このような無償交付の方法によるプレミアム還元が、従来の株主の期待権を満たすものとして、時価発行会社にたいして要請されたのである。しかもこの要請は証券業界を中心としてプレミアム還元についての「自主ルール」が作成され、プレミアム還元の「基準」が提示されたということによって、このルールを中心としてプレミアム還元の是非についての議論が百出したのである。

しかしながら、その議論の多くは、株主あるいは企業それぞれの立場から、自己の利害を中心として議論を展開するといういささか表面的なものに終始して、問題解決の方向へ導くものとしては不十分なものが多かったのである。しかし、このプレミアム還元の問題は、じつは、株式プレミアムの本質規定と深く結びついていて、その帰属・配分の問題であるといえるのであるから、むしろ、このような点からの一歩つき進んだ検討をへて、はじめて問題解決への道がひらかれるものと考えられるのである。そこで、このような視点に立って、プレミアム還元の問題をとりあげることが必要となるが、ここでは、その予備的な考察として、これまでの「プレミアム還元論議」をたどったうえで、そこでの対立点を整理して、これまでの問題のとりあげ方の限界点と問題点を明らかにしてみたいと考える。

I わが国におけるプレミアム還元論の展開

本稿の冒頭で述べたように、わが国では、新株の発行は株主割当額面発行で行なうという慣行が長年にわたって確立されており、そこでは、額面

金額をもって払込んだ株主は、額面金額と株価との差額を自己のものとして取得することが可能となっていたし、また、このことから証券市場においても、株価は、将来の額面発行増資の期待を折り込んで形成されることになっていたのである。ところが、株式が額面発行ではなく時価で発行されることになると、長年にわたって形成されてきたわが国の株式発行の慣行がくずされるとともに、証券市場も混乱におとし入れられることになる。そこで、時価発行に移行するにあたっては、従来からの株主の期待権を満足させるような株主優遇措置をとることが必要であり、なかでも、時価発行によって企業が株式プレミアムとして入手した部分にたいし、これをなんらかの形で株主に還元すべきであるという議論が提出されたのである。その主要なものをたどってみると、次のごとくである。²

昭和34年から36年にかけては、いわゆる「岩戸景気」と呼ばれる好況期であったが、これを反映して証券市場も活況を呈し、このような状況を背景にして、従来の株主割当額面発行増資と並行して時価発行による公募を行なう会社が現われ、次第に普及していった。とくに昭和34年に三井不動産、ソニー、東芝などがあいついで大型公募を行なったこともあって、時価発行による公募のあり方にたいする議論が起ることとなったのである。そこで、このような議論を反映して、日本証券業協会は、昭和35年4月に「貿易・為替の自由化をひかえての見解と要望」という意見をとりまとめ、そのなかで、有償増資新株の一部を時価発行する場合においては、株主尊重の精神にのっとり、(1)その発行株数の増資新株式総数にたいする割合を一定限度(10%以内)とすること、(2)その発行にあたって株主に優先応募の機会を与えること、という既存株主にたいする優遇策を示し、さらに、「(3)その発行後適当な時間(例えば3年)内に、米国における株式分

2 以下の経過は、主として、山一証券株式会社・山一証券経済研究所『我が国企業
の資金調達——その回顧と展望——』商事法務研究会、1977年によっている。

割の慣行にならぬ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」というような、株主優遇措置を提示したのである³。そして、同年6月には、証券取引審議会も「増資の促進について」という答申のなかで、時価発行を行なう場合には、株主の期待に応えるため、配当の増加、無償交付、株主分割等現在の株主を優遇する方策をかならず併行的に考えるべきであるという見解を表明しているのである⁴。

また、昭和42年4月には、証券団体協議会が「株式の時価発行に関する見解」を公表しているが、これは、昭和40年の証券不況がおさまって、証券市場が安定をとりもどし、昭和41年の日本通運による100億円という大型時価転換社債の発行、大木建設による全額公募による増資計画発表等により、ふたたび株式の時価発行に関する論議が活発になったことを背景にしたものであった。ここでは、株主割当額面発行から時価発行へ移行する場合のあり方ということで問題がとりあげられ、その場合の重要な柱として、次のような株主優遇措置が指摘されている。すなわち、(1)「時価発行を現実に行なう場合には、増配を行なうか配当据置きを前提に無償交付を行うか、またはこれを併用すること」、(2)「当分の間、時価発行による公募を行なう場合にも、株主に優先募入の機会を与えること」、(3)「時価発行により、企業が取得したプレミアムは可及的速やかに株主に還元すること」というものであった⁵。この見解は昭和42年4月の経団連証券問題懇談会でも了承されることになったのである。そして、生命保険協会、全国銀行協会連合会でも、その機関投資家としての立場から時価発行に大きな関心をよせて、前者は昭和43年6月、後者は同年9月に意見を公表して、株

3 同書、125、301ページ。

4 同書、125ページ。

5 同書、125、147-148、301-302ページ。

6 同書、148ページ。

主の利益尊重を要請している。⁷

昭和43年10月にいたると、日本楽器製造が600万株の新株を全額公募時価発行することを発表し、ここに本格的な時価発行の時代に入ることになって、それ以後、大型公募時価発行があいつぎ、「公募(時価発行)の定着」という言葉も使われるようになったのである。このような時価発行の地位の上昇を反映して、昭和47年4月証券4社は、アンダーライター業務を通じて時価発行増資の適法化をはかるために、「時価発行増資について」と題する調整基準をまとめ、今後の業務運営を通じて、時価発行増資の自主的調整を行なうことになった。これが後に、いわゆる「時価発行ルール」として発展するのであるが、この「時価発行増資について」は、抽象的な基本姿勢の文章化というようなものであったために、プレミアムの還元についても、たんに「増資会社に対し増資後の利益配分について、その姿勢を確認すること」という一般的、抽象的表現を用いているにすぎないのである。⁸

ところで、この「時価発行増資について」のなかで明らかにされた考え方は、昭和48年2月に4社株式引受部長会が発表した「時価発行増資に関する申し合わせ」にひきつがれることになるが、ここでは、全体として、たんなる基本姿勢の文章化から、発行額の限度あるいは公募インターバルなど、より具体的に詳細な基準が明らかにされることとなった。そして、この申し合わせによる調整基準は、世上「時価発行ルール」と呼ばれて、その後の時価発行に関する重要な基準となったのであるが、しかし、ここでも、プレミアムの還元については、とくに詳細な基準が示されたわけではなく、さきの「時価発行増資について」におけるものとほとんど同じよ

7 同書、148ページ。生命保険協会の意見書は「株式の時価発行に対する意見について」、全国銀行協会連合会の意見書は「株式時価発行について」というものである。

8 同書、126、132ページ。

うな内容で、「増資会社に対し、増資後の利益分配について特段の配慮を
はらうよう具体的にその姿勢を確認すること」という抽象的な表現がなされ
ているにとどまっている。⁹

この時価発行ルールは、その後、昭和48年5月の「時価発行増資後の利
益分配についての追加申し合わせ」、同年10月の「時価発行増資に関する
追加申し合わせ」、昭和49年7月の「時価発行増資に関する取扱いについ
て」、同年8月の「時価発行増資に関する取扱い」という数次にわたる追
加・改訂をへて、昭和49年9月の「時価発行増資に関する申し合わせ」に
よって、全体として集大成されることになったが、ここでは、プレミアム
還元という観点から、この数次の改訂をみていくことにする。プレミアム
還元の問題からみると、まず昭和48年5月の「時価発行増資後の利益分配
についての追加申し合わせ」が目される。ここでは、これまでの「利益
分配について特段の配慮を払う」べきことというような抽象的な基本姿勢
の表明からやや進んで、その運用にあたって第一に、時価発行後の利益配
分は、原則として配当性向を基本として無償交付、増配等の方法によるこ
とを検討すること、第二に、時価発行増資を引受けるに際しては、前回の
時価発行増資時に確認した利益配分の実施状況について特段の配慮を払う
こと等を明らかにし、その内容をより明確にしたのである。これが今日、
「プレミアム還元ルール」と呼ばれるものそのものはじまりであるとい
われている。¹⁰

この「追加申し合わせ」では、利益還元の指針がある程度明らかにされた
ものの、これを実施するにあたっての具体的基準が示されたわけではな
かった。具体的にその基準が示されたのは、同年10月の「時価発行増資に
関する追加申し合わせ」からである。ここでは、まず増資後一定期間にお

9 同書、131、318ページ。

10 同書、148、318ページ。

ける増配または無償交付により、増資前以上の配当性向の維持を公約させることとし、利益配分が無償交付によるときは、増資プレミアムは5年ないし10年の間に全額資本金に組入れることを期待するとともに、利益配分が十分と判断できる時期まで増資の引受けを慎重に対処する、ということ¹¹を明らかにしている。したがって、ここでは、これまでの表現から一步進んで、プレミアムを5年ないし10年の間に全額資本金に組み入れるというように、具体的な数字によってその還元の基準が示されているのである。この「追加申し合わせ」においても明らかなように、株主にたいするプレミアム還元の方法としては、単純な増配による方法でも無償交付による方法でもいづれでもよいとされているが、実際には、いわゆる安定配当の考え方が支配的なことから、単純な増配によってこれを行なうところはみられず、利益の還元は無償交付によるのが通例となったのである。そこで、この後のルール強化の過程では、もっぱらプレミアムの資本組入比率の規制に重点がおかれることとなったのである。¹¹

昭和48年10月につづく昭和49年4月および7月のルール改訂によって、原則として5年程度でプレミアムの全額資本組入れが行なわれるべきであると規定され、さらに、昭和49年8月の「時価発行増資に関する取扱い」では、「増資後の利益還元を無償交付により行う場合には、前回によるプレミアムが次回増資時まで20%以上還元されること」とされたのである。¹²

以上のような経過をへて形成されてきたいわゆる「プレミアム還元ルール」は、初期の項の抽象的表現から次第に具体的詳細な表現のものへと改訂されてきたが、昭和49年9月の「時価発行増資に関する申し合わせ」で一応の集大成をみることとなった。そして、昭和51年10月の「時価発行増

11 同書, 148, 319ページ。

12 同書, 149ページ。

資に関する考え方」において若干の適用除外例がつけ加えられて今日にいたっている。そこでいま、このルールの主要な内容を、昭和51年10月の「時価発行増資に関する考え方」によって示しておく、次のとおりである。

〔(1)無償交付による場合の利益配分の方法

イ、増資後の利益配分が無償交付により行われる場合には原則として5年程度で増資プレミアムの全額資本組入れが期待されるものであることとし、次のように厳密に行うこと。

(イ)利益成長が充分に見込まれる場合は一定の公約配当性向を維持することによって全額資本組入れが見込まれるようにする。

(ロ)利益成長が必ずしも充分でない等の場合は、配当性向を高めることを公約することによって全額資本組入れが見込まれるようにする。

ロ、前回増資によるプレミアムが増資時まで20%以上還元されること。

ハ、過去の増資による累積プレミアムがある場合は、その多寡を勘案して、当該増資に関する利益配分を行うこと。

なお、利益配分を増配により行う場合は、上記趣旨に準じて行うこととする。¹³」

今日、「プレミアム還元ルール」といわれるものの主要な内容は上記のようなものであるが、これは要するに、時価発行増資が行なわれる場合には、原則として5年程度で増資プレミアムの全額を資本金に組入れて、これを株主に無償交付することを期待し、しかも前回増資によるプレミアムが今次増資時まで20%以上還元されるべきであるというのである。このような内容をもつ「プレミアム還元ルール」は、もともと、証券業界が時価発行増資を引受ける際の基準として作られたものであったが、しかし、

13 同書、325ページ。

このルールは、実質的には、時価発行そのものを規制する基準としての効果をもつために、これに関係する人々すべての関心と呼び、議論の対象となつて、多くの論争をひき起こすこととなつたのである。第1表は、プレミアム還元からみた時価発行ルールのこれまでの変遷である。

第1表 プレミアム還元ルールの変遷

| | |
|----------|--|
| 昭和48年2月 | ① 利益配分について特段の配慮を払うよう具体的に姿勢を確認する。 |
| 昭和48年5月 | ①' 利益配分の方法は配当性向基準で無償交付か増配による。 |
| 昭和48年10月 | ①'' 増資後一定期間における増配または無償交付により増資前以上の配当性向維持を公約させる。 ② 無償交付による場合はプレミアムを5～10年間で還元を期待。 ③ 利益配分が充分と判断できる時期まで増資の引受は慎重対処。 |
| 昭和49年4月 | ②' 5年程度で全額還元を期待する。 |
| 昭和49年7月 | ②'' 無償交付による場合は、5年程度で イ) 利益成長が見込めるときは一定の公約配当性向を維持し、ロ) 充分でないときは配当性向を高めて全額資本に組入れを期待。 |
| 昭和49年8月 | ④ 無償交付の場合は次回増資までにプレミアムの20%以上を還元。 ⑤ 過去の累積プレミアムある場合は爾後の利益還元時に考慮する。 ⑥ 利益還元につき、方法(増資・増配)と公約配当性向を公表。 |
| 昭和49年9月 | ⑥' 増資後一定期間における無償交付又は増配を明らかにし、増資時程度以上の配当性向維持を公約させる。 ⑦ 公約を実施しないときは、引続き引受会社があるに努むる。 |
| 昭和51年10月 | ⑧' 48年10月③につき イ) もとの配当水準に復帰すると公約する場合、ロ) 発行後2年経過後の減配で配当性向が継続して50%以上である場合、ハ) 前回発行後5年経過、又は3年経過後でかつプレミアム全額を還元している場合は適用除外とする。 |

資料 山一証券株式会社・山一証券経済研究所『我が国企業の資金調達——その回顧と展望』商事法務研究会、133ページより作成。

II プレミアム還元の実態

これまでみてきたように、わが国では、株式の額面発行から時価発行への移行は、株式発行に関する従来の慣行からけっして容易に行なわれうるものではなく、そこには、株主と企業とのきびしい利害の対立がみられるのである。そこで、額面発行から時価発行への移行を円滑にするために、一定の調整措置が必要となり、プレミアム還元もその一つにほかならないのである。増資プレミアムの還元は、前章でみたように、証券業界を中心とする自主ルールという形で次第に整備されてきたのであるが、それでは、このプレミアム還元ルールといわれるものが十分にその役割をはたしているかといえ、けっしてそのような状況にはないのである。このことは、東京証券取引所が上場会社におけるプレミアム還元の実状を調査した¹⁴その調査結果を見ることによって、十分に理解しうるのである。

「プレミアム還元状況調査」といわれているこの東京証券取引所の調査は、東証上場会社について、時価発行が本格的にはじまった昭和44年から昭和50年3月までを対象に行なわれ、つづいて昭和50年度におけるものを補足するという形をとっている。したがって、調査対象期間は、昭和44年1月1日から51年3月31日までであり、調査対象会社は、(イ)調査対象期間中において、時価発行増資（額面をこえる発行価額による第三者割当増資および東証上場のための株式公開を含む）を行なった会社、および(ロ)転換社債発行会社のうち、株式への転換によりプレミアムを取得した会社であって、会社数は市場第一部 646 社、市場第二部 278 社、計 924 社となっている。

14 東京証券取引所「プレミアム還元状況調査について」『証券』第27巻第321号、1975年12月、58-63ページ、第28巻第333号、1976年12月、40-46ページ。

この調査によって明らかになったプレミアム還元状況の年度別の推移は第2表のとおりであり、また、プレミアム還元率の分布状況は第3表のとおりである。

第2表 プレミアム還元状況の推移

| 年 | プレミアム 取得額 | プレミアム 還元額 | プレミアム取 得額の累計(A) | プレミアム還 元額の累計(B) | プレミアム還 元率 (B/A) |
|--------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 億円 | 億円 | 億円 | 億円 | % |
| 44 | 582 | 22 | 582 | 22 | 3.8 |
| 45 | 1,535 | 237 | 2,117 | 259 | 12.2 |
| 46 | 1,181 | 234 | 3,298 | 493 | 14.9 |
| 47 | 7,258 | 481 | 10,556 | 974 | 9.2 |
| 48 | 5,732 | 1,314 | 16,288 | 2,288 | 14.0 |
| 49 | 3,674 | 1,145 | 19,962 | 3,433 | 17.2 |
| 50 | 2,591 | 1,788 | 22,553 | 5,221 | 23.1 |
| 小 計 | 22,553 | 5,221 | 22,553 | 5,221 | 23.1 |
| 51.1~3 | 1,535 | 678 | 24,088 | 5,899 | 24.5 |
| 合 計 | 24,088 | 5,899 | 24,088 | 5,899 | 24.5 |

資料 東京証券取引所「プレミアム還元状況調査について」『証券』第28巻第333号、1976年12月、41ページ。

第3表 プレミアム還元率の分布

| 還元率 | 社 数 | 構成比 |
|-------|------|-------|
| 0 | 202社 | 31.3% |
| 10%未満 | 22 | 3.4 |
| 10%以上 | 107 | 16.6 |
| 20 // | 131 | 20.3 |
| 30 // | 89 | 13.8 |
| 40 // | 40 | 6.2 |
| 50 // | 14 | 2.2 |
| 60 // | 15 | 2.3 |
| 70 // | 2 | 0.3 |
| 80 // | 10 | 1.5 |
| 90 // | 14 | 2.2 |
| 合 計 | 646 | 100.0 |

資料 同書、41ページ。

この調査の対象期間におけるプレミアム取得累計額は、第2表にみられるように2兆4,088億円であり、これにたいするプレミアム還元累計額は5,899億円で、プレミアム還元率は24.5%となっている。年次別にみると、昭和44年が3.8%と低率になっているが、これは通常プレミアムの還元は一定の期間中に徐々になされるので、プレミアム取得の当初においては、その還元率が低いものとなるからである。45—46年は12.2%、14.9%と還元率は上昇を記録してきたが、47年は9.2%と低下している。これは金融緩和による株式市場の活況を背景にこの年のプレミアム取得額が大巾に増加したためである。48年以降還元率は14.0%、17.2%、23.1%、24.5%と拡大傾向を続けている。¹⁵

第3表において、調査対象期間中にプレミアムを取得した会社の還元率（昭和51年3月31日現在）の分布をみると、この対象期間中にプレミアムを取得した会社646社のうち、これまでにプレミアム還元を行っていない会社は202社で、31.3%にも達している。このうち、プレミアム取得後まだ決算期末の到来していない会社が16社あるが、これを除いても、ほぼ半数の会社の315社が還元率20%未満となっているのである。¹⁶

したがって、この調査から現実のプレミアム還元の状況は、いわゆるプレミアム還元ルールで示されたところの「原則として5年で資本化、次回公募時まで20%還元」という基準からみれば、はるかに低い水準にあることがわかる。この調査報告においても、この点について、たとえば「個々の会社に関してはプレミアム還元状況について差がみられるものの、全体としてみればプレミアム還元が進んでいない会社が多い。今後は、各会社において無償交付等をふくめて総合的な収益還元政策の確立が望まれる¹⁷」というように提言しているのである。このように、時価発行増資を行

15 同書、第27巻第321号、61ページ、第28巻第333号、43ページ。

16 同書、第28巻第333号、43ページ。

17 同書、46ページ。

なった会社の実際のプレミアム還元状況は、けっして順調なものではなく、プレミアム還元ルールが意図した水準とはかなりのへだたりが存在するのである。それでは、なぜプレミアム還元がこのように進展しないのか、ということについては別個に検討を要する事柄であるので、この点についての考察は次の機会にゆずるとして、ここでは、とりあえずプレミアム還元の現実について、上のような状況が確認できるのである。

III プレミアム還元にたいする批判論の胎頭

証券業界を中心とするところの、プレミアム還元を積極的に推進させようとする動きにもかかわらず、現実のプレミアム還元の状況は、前章でみたように、かならずしも順調には進んでいない。これは、とりもなおさずプレミアムを取得した企業がその還元消極的であることを意味しているが、このような企業側の姿勢を反映して、昭和51年暮項から時価発行企業を中心にプレミアム還元批判的な意見が表明されるようになった。¹⁸その代表的なものがソニーの盛田会長による見解である。盛田氏は、昭和52年3月に東証谷村理事長にあてて、プレミアム還元促進論にたいする批判を盛り込んだ質問状を寄せている。この書簡は公表されていないので、その内容について言及することはできないが、同氏の「資本市場からみた日本企業国際化の問題点」なる論文において、プレミアム還元の問題が言及されているので、ここでは、その論述を要約してみよう。

「自由経済体制の下では、企業や経営者の自由意思が尊重され、経営者の創意工夫を支援する方向で物事が運営されるのが当然」¹⁹である。たとえ

18 以下の盛田氏の意見の他、たとえば、パイオニア石塚社長も、昭和51年11月25日の決算発表の席上、プレミアム還元批判的意見を表明している(山一証券、前掲書、150ページ)。

19 盛田昭夫「資本市場からみた日本企業国際化の問題点」『経団連月報』第24巻第9号、1976年9月、32ページ。

ば利益処分についても、「経営者の経営判断が利益処分決定の第一要因である」²⁰べきである。ところが、「日本では、経営者の経営判断がなかなか素直に利益処分に反映しにくい状況にあり……額面を基準にした高率配当抑制論が出るかと思えば、それと時を同じくして、配当性向が低いのは株主を優遇しない企業であるかの議論がされたり、増配要求が社会的要請として出されたり、様々な制約が加えられ、本来経営者の自由意思で決定され株主がこれをチェックすべき利益処分を歪んだものにしてしまっている」²¹。「日本で特に困るのは、本来個々の企業の経営方針に添ってなされるべき利益処分が社内的要請（社会的要請——引用者）とか、ある種の提言というような一般論で論ぜられ、一般論との対比に於てその企業に対する社会的判断を下していく点にあ」²²る。株式の時価発行においてもそうであって、「例えば、プレミアム還元自主ルールなるものがあって、その時点で既にプレミアムがあれば、その還元率に縛られてしまうし、将来の利益処分に対する自主性のある程度放棄する覚悟でなければ時価公募による資本調達は困難であることは周知の通り」²³である。「プレミアム還元是非の議論はさておいても、還元したい企業には還元させるし、還元したくない企業には還元しなくてもよいというような選択の余地を与えるべき」²⁴である、というものである。

この論文における盛田氏の主張は、要するに、自由経済体制のもとでは企業や経営者の自由意思が尊重され、たとえば配当政策においても経営者がフリー・ハンドを持つべきであり、したがって、プレミアム還元においてもプレミアム還元ルールという形でしぼるべきものではなく、企業の自

20 同書、35ページ。

21 同書、35ページ。

22 同書、35ページ。

23 同書、36ページ。

24 同書、36ページ。

由な選択に任せうる問題である、²⁵ というものである。前記谷村理事長宛書簡についても、²⁵ ほぼ同旨の内容であると推測されており、盛田氏のプレミアム還元についての主張は、上記論文および書簡からして次のような点にある。(1)無償交付(いわゆるプレミアム還元)を株主への利益配分の方法と考えるのは、時価発行制度導入の基本理念と相反するものであり、額面主義にとらわれた思想である。(2)無償交付を行なって株数をふやしても、プレミアム還元を行わずに発行済株式総数をそのままにおいても、基礎となる純資産価額は同じであるから、無償交付それ自体だけで株主に利益を与えることにならない。(3)株主にたいして利益を配分するのは無償交付による必要はない、直接増配をすればよい。(4)無償交付は異常に高い株価を切下げて市場を回復する手段である。²⁵

しかも、この盛田氏の見解は、たんにソニーのみの見解にとどまるものではなく、プレミアム還元²⁶に批判的な産業界全体の空気を代表したものであるといわれている。

ところで、このような盛田氏の見解にたいして、東証谷村理事長より答えられた見解²⁶は次のような内容のものである。(1)無償交付自体は利益の分配ではないが、配当率が据え置かれた場合でもこれにより実質増配の効果が出ることに意義がある。わが国では配当について額面を基準に考える傾向がある。その結果、配当は一般に低位に固定されがちであり、一方では、額面を基準に高率配当が批判されている。このような配当慣行や経営環境が存在する限り、株式数を増やすことにより、配当率を上げないままに受取配当金を増加させようとする無償交付が要請されるのは、いわば額面思想との妥協として必要なことである。利益の増加に応じて直接一株あたりの配当が増えるならば、あえて無償交付による増配方策をとる必要は

25 小野二郎「増資プレミアム還元論争の意味するもの」『産業経理』第37巻第9号、1977年9月、60ページ。

26 昭和52年6月6日に記者会見の形で公表された。

ないが、しかしいずれにせよ、利益配分の方針は常時明らかにされているべきである。(2)増資プレミアムについても、時価発行企業のなかには、低コストの資金、はなはだしきは無コストの資金と考えて、株主の立場を顧みないような傾向がみられる。額面発行であれ時価発行であれ、いやしくも株主から資本の提供をうけた以上、その負托に応えるべきである。時価発行企業にたいする無償交付や増配の要請は、増資プレミアムにたいする誤った考え方を改めてもらいたいとの気持から出たものと思う。(3)企業の配当政策については種々の意見が出されているが、一般論としては、公開企業にあってはやはり利益の一定部分を配当するという慣行をたてていくべきであろう。その場合、額面にたいする配当率という考え方を離脱して、配当性向で考える慣行が立てられるようにすることが望ましい。

つまり、この意見では、株主の立場を顧みないような多数の企業が存在するわが国の現状では、プレミアム還元のルールが必要であり、その場合、実質的増配効果のある無償交付による方法がもっとも現実的である、という点が明らかにされているが、この意見は、従来のプレミアム還元ルール作成の基礎となった考え方とほとんど変わるところがない。要するに盛田・谷村両氏の議論は、無償交付の性格とプレミアム還元ルールが必要であるかどうかという点を中心にしてなされているが、これまでのところ、それぞれのいい分を主張するというだけにとどまって、それ以上の進展を見ていない。

IV プレミアム還元論議の問題点

これまでにとりあげてきたいいくつかのプレミアム還元論議から、賛否それぞれの主張および対立点を整理して、この論議の問題点を明らかにして

27 山一証券、前掲書、150ページ。

みよう。まず、プレミアム還元促進論のおもな論点は次のような点にある。

わが国では、増資新株を発行する場合には、額面価額による株主割当が長年の慣行であり、株主は払込金額と株価との差額を取得しうるという期待をもちえたので、この額面と時価との価格差が払込みを促進するという作用をはたしてきた。この場合、証券市場においても、将来の額面発行増資の期待を折り込んだ株価が形成されることになるから、このような状況のもとで時価発行に移行するということは、株主の上のような期待権を犯すこととなり、証券市場もそれによって混乱することになる。しかも、企業側における時価発行に対応する配当政策・増資政策が未確立である現状では、時価発行へ移行するにあたっては、従来からの株主の利益を守り、市場を混乱させないようにするための一定の措置が必要となる。時価発行が行なわれた場合、従来からの株主の期待権をそこなわないためには、時価発行会社は、自己の取得した株式プレミアム相当分をなんらかの形で株主に還元することが必要であり、その方法として、増配という形をとるか、あるいは無償交付という形をとるか、いずれかの方法が考えられるのである。しかしながら、安定配当という考え方が支配的であるわが国の現実からすれば、後者の方法がより適切な還元の方法であるといえる。というのは、無償交付の場合には、配当率が据え置かれたままであっても、株主はあらたに取得した株式分だけ実質的増配を受けるという効果をもたらすからである。また、時価発行会社の株価に発行価額を下回る事例がしばしば存在したことを考え合わせると、このプレミアム還元については、「ルール」という形で一定の基準を設けて、その基準にそって実行せしめることが必要となるのである。これにたいして、プレミアム還元にたいする批判論のおもな論点は、次のような内容のものである。

株式の時価発行は、わが国企業における資本構成是正のための重要な柱

となっており、時価発行増資のもつ自己資本充実機能に大きな期待が寄せられてきたのである。すなわち、時価発行ではプレミアム部分を企業に帰属させて、これを資本準備金として積立てることによって企業の自己資本充実に寄与できる点に注目されて、その推進が大きく叫ばれてきた。ところが、企業が時価発行を行なっても、それと並行してプレミアム還元が行なわれるということでは、たとえそれが取得したプレミアムの直接の返還ではないとしても、プレミアム相当分の何らかの株主への還元をせまられることになり、これでは時価発行のそもそもの基本理念に反することになる。さらに、企業の財務政策ないし配当政策は、本来その企業の経営者の自主的判断に任せられるべきものであって、プレミアム還元についても、それをことさらに「ルール」という形で一定の制約を加えることは、自由経済体制の本来的な在り方からいって疑問である。プレミアム還元をしたい企業は還元を行ない、還元したくない企業はしなくてもよいという選択の余地を与えるべきである。また無償交付自体も、それは株価を下げ市場性を回復させるための手段であって、利益配分の方法としては、その効果に疑問がある。

ところで、このようなプレミアム還元を行なうか否かは企業の自主的な判断の範囲の問題であるとする考え方は、さらにいえば、資本コストの安いプレミアム部分は、これを十分に企業内で利用したいとする考え方がその背後にあるとあってよいであろう。すなわち、一般には、株式発行の資本コストは配当であると受け取られており、したがって株式によって調達したもののうち資本金に計上した部分については直ちに配当負担がかかってくるのにたいして、株式プレミアムは資本準備金として取扱われるため、その分だけ配当負担を免れることになる。つまり時価発行では、株価が高ければ高いほど資本金に計上される部分は相対的に少なくすみ、したがって資本コストも安くてすむということになるのである。経営者が時

価発行増資をコストの安い資本調達方法としてのみ理解しているとすれば、プレミアムを早期に資本金に組み入れ無償交付によって株主に還元させようとするプレミアム還元ルールは、配当負担の増大をできるだけ避けようとする経営者にとっては容認しがたい無理強いとして映ることになるわけである。²⁸

以上のように、プレミアム還元をめぐる議論をみてもみると、一方の還元促進論は、株主の従来からの利益を守り証券市場を混乱させないためには、プレミアム還元が必要であると主張するのにたいし、他方の批判論は還元を行なうか否かは企業の自主的判断の問題であり、とくに「ルール」という形で規制する必要はないと主張しているのである。たしかに、株主側からみれば従来から存在した増資にたいする期待権が犯されることとなるかどうかは重大な関心事であり、もしもそれが犯されるような形で時価発行が行なわれるならば、株主はおおいに投資意欲がそがれることとなるであろうし、また、企業側からすれば、資本コストの安いとされているプレミアム部分を、なにもことさらに資本金に組み入れて、無償交付を強制されるいわれはないということになり、両者の間には、時価発行によって生じたプレミアム部分をめぐって大きな利害の対立が生ずることとなり、この点をめぐって議論が展開されるというのも当然のなりゆきといえる。また、無償交付が株主の利益となるか否かという点での議論も、上のようなそれぞれの主張とからみあった形で、その性格論議がなされており、一方の促進論では、無償交付が実質的増配をもたらす点を主張するのにたいし、他方の批判論は、逆に無償交付自体は株主の利益とならない点を強調するという結果となっているのである。

このようにみても、この両者の議論は並行線のままかみあうことが

28 杉江雅彦「プレミアム還元問題を考える」『産業経理』第37巻第9号、1977年9月、67ページ。

なく、しかもそれが内容をともなわない表面的な議論におちいつているといわざるをえないのである。というのは、このプレミアム還元の問題は、もう一步つき進んで、プレミアムの本質を考察し、そこから解き始めることが必要であると考えられるからである。つまり、この問題はじつは、株式プレミアムが誰れのものであるかというその帰属の問題が、その核心を形成していると考えられるのである。いいかえれば、株式プレミアムがその本質において株主に帰属するものであるならば、それはなんらかの形で株主に還元すべきであるという議論に結びつくことになるし、また逆に、企業に帰属するものであるならば、なにもことさらこれを株主に還元する必要はないということになるのである。もっとも、プレミアム還元の具体的方策としては無償交付が中心となっているので、この無償交付自体がプレミアム還元の有効な方法となりうるかどうかは別個に検討を要することであるが、プレミアム還元の問題は、根元的には、上述のように株式プレミアムがいったい誰れのものであるかという、その本質規定に関する問題をその根底にもっているのである。この点で、これまで主張されてきた様々な議論は、いたずらに株主と企業のそれぞれの利害を表面的にぶつけあうという形に終始してきており、上記のような視点からの再検討が必要であると考えられるのである。

お わ り に

これまで明らかにしてきたように、いわゆるプレミアム還元の問題は、株式の時価発行に関する問題の一つの中心として多くの関心を呼び、とくに「プレミアム還元ルール」をめぐる様々に議論されてきた。しかしこれまでの議論の多くは、株主あるいは企業の利害を直接反映した形の還元賛成論ないしは反対論であったといえる。しかしながら、さきに指摘し

たように、このプレミアム還元の問題は、じつは、株式プレミアムの性格をいかにとらえるかという、その本質理解と深く結びついている問題である。したがって、この問題は、株式プレミアムの本質および帰属という点での検討をふまえながら、問題解決へのアプローチがなされるべきであると考えられる。もちろんこれまでに、プレミアム還元の問題が結局プレミアムの本質規定とその帰属の問題であるという指摘は、若干の論者によってなされてはきている。たとえば、江口行雄教授は株式プレミアムの本質を創業者利得とされたうえで、株式会社のプレミアム問題を、会社新設の場合における額面以上の公募発行、既存企業の株式の公開売出し、および増資時価発行という三つの場合に区別され、「前二者におけるプレミアム問題と増資時価発行におけるプレミアム問題との間には、プレミアム帰属という点で根本的な相違がみられる。すなわち前二者においては、プレミアムが原則として株主（もしくは創業者）の取得となるのに対し……増資時価発行の場合のプレミアムは原則として会社すなわち企業側の取得するところとなる。すなわちそこでは、新株引受権の株主からの収奪という形において（この点が最も大きな特色である）、本来的には株主に帰属するプレミアムを企業が取得する、という形で行なわれるところに特色が存するのである²⁹」と理解され、「時価発行の実施にあたって会社側の果たすべき最低の責任と条件とは、本来株主のものであるこのプレミアムを、なんらかの形において株主に還元する、という点にある³⁰」と主張されている。教授のこの見解は、株式プレミアムの本質にさかのぼってプレミアム還元の問題をとらえようとされている点で、十分に傾聴に値するものといえるが、たとえば、株式プレミアムが発生する場合を三つに分けて、その取得者が変わるという点については十分な検討を要すると思われるし、また、

29. 江口行雄「時価発行問題研究の総まとめ」『証券研究』第30巻、1971年1月、201ページ。

30. 同稿、203ページ。

この見解の柱となっている「株主」、「創業者利得の取得者」、「企業」等の内在的関係はとくに説明されておらず、たんに株主一般と企業との対立関係のみで捉えられており、したがってこの点でも、教授の見解にはおおいに疑問が存在するといわざるをえないのである。プレミアム還元の問題は、株式会社の実態とそこにおける株式プレミアムの性格に即して解明することが必要であるが、この点からの検討は稿を改めてとりあげてみたい。