

# 株式の評価価値と創業利得

—生駒教授の創業利得論によせて—

鵜 飼 哲 夫

- I はじめに
- II 創業利得と株式プレミアム
  - 1 ヒルファディングおよび内川教授における創業利得論
  - 2 株式プレミアムと創業利得
- III 会社設立出資者と創業利得

## I はじめに

株式プレミアムを創業利得の一形態ととらえる創業利得説は、これまで多くの論者によって批判の対象とされてきた。その中で、比較的最近、精力的に批判を加えられたのは生駒道弘教授である。

生駒教授は、「資本剰余金＝創業利得説に従えば資本剰余金はほんらい株式会社にとっての利益であり、そのようなものとして処理されるべきであるにもかかわらず、資本家的会計制度はこの本質を隠蔽している（資本剰余金は会計上は利益とみなされず課税されず配当されえない）ということになるのであるが、このような理解は正当な論拠を欠くのであって、資本剰余金はもともといかなる意味においても株式会社にとって利益などではなく、たんなる醸出資本にしかすぎないのである」という立場から、「問題の中心は時価発行に伴い株式会社に流入する資本剰余金が株式会社にと

1 生駒道弘『株式時価発行の理論』千倉書店、1987年、3-4ページ。

っての創業者利得であるか否かにかかっており、もしこの点が否定されれば、資本剰余金=利益説はその理論的基礎を失う<sup>2</sup>とされて、教授自身の創業利得および株式プレミアムについての考え方を次のように示しておられる。

「設立出資者は、設立出資と引換えに受け取った株式が擬制資本として評価されることから利得を得るのであって、利得の源泉は擬制資本にあるのであるが、時価発行増資によって株式会社が手に入れる株式プレミアムはたんなる擬制資本ではなく、自ら利益を生産すべく運動することのできる現実資本であることが注意されねばならない。株式価値が額面を超えて、すなわちプレミアムがついて形成されているということは両者に共通であるが、その差額が設立出資者の手におちると、株式会社に流入するのでは事態は根本的に異なるのである。株式プレミアムとして株式会社に流入した現実資本は資本金部分とともに利益生産のために働き、そのことによって既存株主に創業者利得を得させることになる。そして増資に伴うこの追加的創業者利得もまた旧株式の価値上昇という擬制資本形態において発生するものであることは、創業者利得の性質を理解するうえで留意すべきことである<sup>3</sup>」。いいかえれば、「創業者利得は擬制資本の形で旧株主により獲得されるものであるのに、資本剰余金は現実資本として会社に払い込まれた機能資本（現実に機能する資本）である……。両者はもともと別個の概念」であり、「量的に一致する必然性は全く存在しない<sup>4</sup>」。

このように、教授は、創業利得の源泉は擬制資本であるのにたいし、株式プレミアムは現実資本であって、両者はまったく別個の概念であるにもかかわらず、創業利得説では両者の混同があり、その誤りは明らかであると主張されているのである。

2 同書, 4ページ。

3 同書, 77ページ。

4 同書, 98ページ。

生駒教授が株式プレミアムの資本性を主張される際の基礎となっているのは、なによりも教授の創業利得についてのとらえ方にあると思われる。教授は、上にも引用したように「創業者利得は擬制資本の形で旧株主により獲得されるものである」と述べられ、また、「創業者利得はほんらい会社設立出資者または増資計画者（増資時の株主）にのみ取得されるものであり、しかも彼らの所有株式価値（擬制資本）の上昇あるいは追加出資を超える擬制資本増大という形でのみ取得される」と述べておられることからわかるように、教授は創業利得を出資額を超える株式の評価価値あるいは擬制資本額としてとらえておられる。このような創業利得についての理解から、教授は、株式プレミアムが生ずるような時価発行増資の場合だけではなく、額面割当増資においても、さらには、増資以前の段階における設立出資者においても、創業利得が取得されることとなり、それぞれにおいて生ずる創業利得について言及されている。もちろん課題は株式プレミアムの性格の検討にあるから、増資時における創業利得が問題になるが、これらについての検討は別稿に譲り、本稿では、生駒教授のいわれる、増資以前における設立出資者の取得する創業利得についてとりあげてみたい。というのは、この場合の創業利得の存在形態とその取得が、生駒教授の創業利得についての理解をもっとも端的に表していると思われるからであり、したがって、これによって、教授による創業利得説に対する批判の特徴の一つを明らかにすることになるとともに、われわれが創業利得および株式プレミアムを検討する際の大きな素材を提供すると考えられるからである。

行論の都合上、生駒教授の見解を取り上げる前に、あらかじめヒルファディングにおける創業利得の規定を一瞥し、さらに、創業利得説における

5 同書、12ページ。

6 拙稿「増資と創業利得の存在形態——生駒教授の株式プレミアム論に関連して——」『会計』第138巻第6号、1990年12月。

株式プレミアム論を内川菊義教授についてみておきたい。

## II 創業利得と株式プレミアム

### 1 ヒルファディングおよび内川教授における創業利得論

創業利得を一つの独自の経済的範疇として明らかにしたのは、周知のように、R. ヒルファディングである。ヒルファディングは、創業利得について、次のような規定を与えている。

「創業利得または発行利得は、利潤でも利子でもなく、資本還元された企業者利得である。その前提は、産業資本の擬制資本への転化である。発行利得の高さは、第一には平均利潤率によって、第二には利子率によって、規定されている。平均利潤マイナス利子は企業者利得を規定し、企業者利得は、支配的利子率で資本還元されて、創業利得をなす<sup>7</sup>」。

そして、ヒルファディングは、創業利得の成立過程を、例示によって次のように示している。

「100万マルクの資本をもつ一産業企業があるとしよう。平均利潤は15%、支配的利子率は5%とする。この企業は15万マルクの利潤をあげる。しかし、15万マルクという額は、年収入として5%で資本還元されれば、300万マルクという価格をもつであろう。5%では、貨幣資本はおそらく確定利子付の確実な証券しか引き受けようとしな<sup>8</sup>いであろう。しかしわれわれは高い危険割増をつけることにし、これを2%としよう。さらにわれわれは管理費、役員配当などを考慮せねばならない。これらは、企業の利潤から支出されねばならないものであり、個人経営ならば、株式会社とちがって、省かれたであろうものである。これらのために、処分可能な利潤を2万マルクだけ削減するとすれば、13万マルクが分配されうることにな

7 R. ヒルファディング『金融資本論』(上) 岡崎次郎訳、岩波文庫、1982年、363-364ページ。

り、これが株主に7%の利子を提供すべきものとなる。そうすれば、株式の価格は1,857,143 マルク、すなわち約190万マルクに等しい。しかし、15万マルクの利潤を生むためには、100万マルクの資本しか必要でなく、90万マルクは自由である。この90万マルクは、利潤を生む資本の利子を生む（配当を生む）資本への転化から生ずる。これは、株式会社形態から生ずる比較的高い管理費が利潤を減らすことを考慮しないとすれば、15%で資本還元された額と7%で資本還元された額との差に、すなわち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。この差が『創業者利得』として現れるのである。それは、ただ、利潤を生む資本の利子付資本形態への転化から生ずるにすぎないところの、利得の<sup>8</sup>一源泉である。

ヒルファディングのこのような叙述によれば、創業利得は、産業資本の擬制資本への転化を前提にして、「平均利潤を生む資本と平均利子を生む資本との差」、つまり「資本還元された企業者利得」として生ずるものであることが明らかにされている。ヒルファディングのこの規定は、これまでさまざまに取り上げられ、またさまざまに解釈されてきているが、そのなかで内川菊義教授は、創業利得を次のように論じておられる。

「信用制度と擬制資本市場の確立した時代においては、機能資本家は、もしもその必要とする資本たとえば100万マルクを、自己の所有する資本で調達することなく、株式の形態で、一般の貨幣資本家より調達しようとする場合には、彼はその必要とする機能資本100万マルクを、たとえば1,000株の株式に分割して、1株の出資単位額すなわち額面金額を1,000マルクとし、この株式、すなわち機能資本100万マルクないしその可除部分としての出資単位金額（額面金額）1,000マルクの所有者たる資格すなわち所有名義を、その所有者にたいしては、その株式1株、すなわち出資単位金額1,000マルクごとに、一定率たとえば平均利子率5%に危険プ

8 同書、215-216ページ。

レミアム2%を加えた7%の配当を支払うという約束ないし見込みのもとに、あるいは同じことであるが、機能資本100万マルクないしその出資単位金額(額面金額)1,000マルクを、それを所有する貨幣資本家としての株主にたいしては、その所有にたいする報酬すなわち利子として、7%の配当を取得せしめることのできる使用価値をもつ一種特別の商品として、その所有名義を表示する株式(株券)の売却という形で、これを有価証券市場で一般の貨幣資本家へ売却するならば、その株式1株、すなわち出資単位金額1,000マルクあたりの売買価額であるところの擬制資本額は、ちょうどその株式の額面金額すなわち出資単位金額1,000マルクに等しくなるから、彼は、その株式の売却により、その代価として、株式の額面金額すなわち出資単位金額1,000マルクの総計である機能資本額に等しい100万マルクの貨幣を取得することができる。

そこで彼は、この100万マルクの貨幣を、産業資本として現実に機能せしめるならば、一般的な状態のもとでは、平均利潤率たとえば15%に相当する15万マルクの利潤を取得することができるので、それから管理費など2万マルクを差引いた残りの13万マルクから、さらに一般の貨幣資本家にたいする7万マルクの配当を支払った残りの6万マルクを、企業者利得として毎年自己の所得にすることができる。

したがってもしも、彼が、この株式会社において、機能資本として現実に循環せしめることを必要としない余分の貨幣を、個人所得としてかしくは資本として一時に取得したという場合には、彼は、その株式すなわち機能資本100万マルクないしその可除部分としての出資単位金額1,000マルクの所有名義にたいする配当を、その機能によって自分が取得しうべき企業者利得部分の、たとえばその全部を減少せしめることにより、一般の平均利子率以上の配当率たとえば13%として、これを有価証券市場で一般の貨幣資本家へ売却する。

とすると、この場合には、その株式すなわち出資単位金額1,000マルクないしその総計としての機能資本100万マルクの所有名義を購入しようとする一般の貨幣資本家は、それにたいして支払われる実際の配当額130マルクないしその総計13万マルクを、平均利子率プラス危険プレミアム7%で資本還元した価額でもって、いいかえればその平均利子率をこえる配当額13万マルクは、他の一般的な利子生み資本に投資すれば、いかにどの貨幣量によってこれを取得することができるかと比較考量することにより、その貨幣量でもって購入することになるから、その株式の額面金額すなわち出資単位金額1,000マルクないしその総計としての機能資本100万マルクと、その株式の発行価額すなわち出資単位金額の所有名義の売買価額としての擬制資本1,900マルク、ないしその総計190万マルクとのあいだには、1株すなわち出資単位金額あたり900マルク、ないしその総計にして90万マルクの差額が生ずることになる。

いいかえればこの差額は、株式会社における機能資本家が、自己の取得しうべき企業者利得の総計6万マルクを減少せしめて、その取得権を配当の形で一般の貨幣資本家へ売渡したがゆえに、一般の貨幣資本家は、この企業者利得6万マルクを平均利子率プラス危険プレミアム7%で資本還元した価額90万マルクだけ余分に支払わねばならぬこととなったために、生じたものである。

そこでこの差額部分はヒルファディングによって『創業利得』とよばれ、前述のように『平均利潤を生む資本と平均利子を生む資本との差』、あるいは『資本還元された企業者利得である』としてとらえられることになったのである<sup>9</sup>。

内川教授のこのような論述によれば、ヒルファディングの例示における100万マルクの産業資本と額面価額総計100万マルクは同一の金額であり、

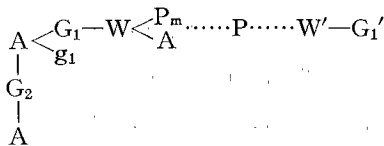
9 内川菊義『資本剰余金論』中央経済社、1966年、221-223ページ。

産業資本と額面金額とが、その企業における現実に機能せしめられる機能資本ないし現実資本と同一にとらえられている。したがってまた、その株式の売買価額つまり擬制資本額190万マルクから産業資本100万マルクを差し引くことによって算出される創業利得90万マルクは、株式の売買価額190万マルクから額面金額100万マルクを差し引くことによっても、同様に算出することができることになるのである。

ところで、ヒルファディングの例示では、発生した創業利得は、そのすべてが企業内において現実に機能する産業資本から切り離されて、企業外へ持ち出されるものになっている。この点について、ヒルファディングは次のように述べている。

「株式(A)が発行され、したがって貨幣(G)と引換えに売られる。この貨幣は二つの部分に分かれる。一つの部分( $g_1$ )は創業利得をなし、創業者、たとえば発行銀行のものとなって、この循環の流通から脱落する。他の部分( $G_1$ )は生産資本に転化されて、われわれのすでに知っている産業資本の循環を描く。株式は売られている。株式そのものが再び流通すべきものとすれば、そのためには追加貨幣( $G_2$ )が流通手段として必要である。この流通  $A-G_2-A$  は、その場所を、特有の一市場、取引所に見出す。

かくて次のような流通図ができる。



ひとたび創造されれば、株式は、それが代表する産業資本の現実の循環とはもはやなんら関係がない。株式の流通途上に待ち受けるもろもろの事件や事故は、直接には生産資本の循環には触れるところがない<sup>10</sup>。

10 ヒルファディング、前掲書、219-220ページ。



ヒルファディングのこの説明では、産業資本の現実の循環と株式つまり擬制資本の流通とは、まったく別個のものであって、両者が触れ合うことがまったくない。しかも両資本の差額として発生した創業利得は、創業者たとえば発行銀行のものとなって、産業資本の循環からも、擬制資本の流通からもともに脱落するものとなっている。したがって、創業利得は、この場合には、銀行における資本集積の一手段として役立つことになるのである。

## 2 株式プレミアムと創業利得

ヒルファディングは、上のような過程について、「銀行の力が強ければ強いほど、配当の利子化はより完全に達成され、創業者利得はより完全に銀行の手に帰する」としながらも、「逆に強大堅固な企業は、増資に際して自ら創業者利得の一部を自己の企業に確保することに成功するであろう。かくて会社と銀行とのあいだに創業者利得の分配をめぐる一種の闘争が展開され<sup>11</sup>」ることも指摘している。したがって、強大堅固な産業株式会社は、銀行の資本集積に対抗して、発生する創業利得を自己の手に確保しようとする企てがみられることになる。つまり、発生した創業利得が、機能資本家によって株式会社の外に持ち出されることなく、その会社において現実に産業資本として機能せしめられる場合である。この場合、さきの流通図は、次のように改められることになる。

$$\begin{array}{c} A \left\langle \begin{array}{l} G_1 \\ g_1 \end{array} \right\rangle W \left\langle \begin{array}{l} P_m \\ A \end{array} \right\rangle \dots P \dots W' \leftarrow (G_1 + g_1)' \\ | \\ G_2 \\ | \\ A \end{array}$$

ところで、内川教授は、「発生した創業利得のうち、機能資本家によって株式会社の外へはもち出されずに、その株式会社へ投入されることにな

11 同書、263ページ。

った創業利得は、これを会計学上『株式プレミアム』と名づけている<sup>12</sup>とされ、この株式プレミアムについて、次のように詳述されている。

「このように、発生した創業利得が企業外へもち出されるということは、その株式会社の機能資本家が、銀行ではなくして、その経営を実際に担当する大株主である場合にも、同様におこりうる事柄である。すなわち・  
・大株主は、自己の所有する株式を、かかる平均利潤の全部が配当されるものとして、これを単に資本の所有を担当するにすぎない一般の貨幣資本家へ売却するならば、その株式にたいする配当は、資本の所有にたいする報酬としての利子部分のほかに、さらに資本の機能にたいする報酬としての企業者利得部分をふくむ大きさとなっているがゆえに、その株式を購入しようとする貨幣資本家は、その株式を、他の一般的な、資本の所有にたいする報酬としての利子に相当する大きさの配当、すなわち平均利子率に相当する配当をなすにすぎない株式にくらべると、企業者利得をふくむ部分だけ、余分の配当をうけることとなる。したがって彼らは、その株式を購入することの有利なるを悟って、その取得をめぐる相互に競争する結果、ついにその企業者利得部分を平均利子率で資本還元した価額だけ、余分の現金を支払わざるをえなくなり、かくしてその株式の額面金額とそれの売買価額とは大きさを異にして、両者のあいだに差額が生ずることとなる。そこで大株主は、この差額部分を創業利得として、いいかえれば将来にわたって取得する企業者利得を、創業利得の形で、現在において一時に前取りし、それを自己の個人的所有として消費することもできれば、またそれを他の企業における資本として機能せしめることもできるのである。

ところが・・・株式会社の経営を実際に担当する大株主は、その株式会社をして、生産力発展の水準に照応して、つねに企業として存続せしめる

12 内川、前掲書、182ページ。

こののできるためには、その株式会社において『生産資本に転化されて・  
・産業資本の循環を描』かねばならない所要機能資本の大きさを、たえず増大せしめることが必要になってくる。

そこでかかる必要の生じた場合には、大株主は、その取得した創業利得を別途に使用することなく、これをその株式会社における所要機能資本の一部に追加して、現実に産業資本として循環せしめようとする。したがってこの場合には、大株主は、前述のように、まず自分がその株式を額面どおりに引受けて現金を払込むというようなことをせず、いきなりその発行した株式を、擬制資本市場においてひろく一般の貨幣資本家へ売却し、その代価を直接会社にたいして払いこましむるという手続きをとる。

かくしてこの場合には、発生した創業利得は、その会社における所要機能資本の一部として、いいかえればその会社において産業資本として現実に機能しつつある諸機能形態の一部として、大株主に帰属することになる。したがって彼は、これを所要機能資本の一部として機能せしめているかぎり、さらに詳しくいえば、彼が、機能資本家としての地位を保つために、これを産業資本として現実に機能せしめることが必要であるかぎり、彼は、これを会社から遊離せしめることができなくなる。が、かかる形態にある創業利得が、<sup>13</sup>ほかならぬ会計学上の株式プレミアムであると、わたくしは考えている。

このように内川教授は、会計学上の株式プレミアムはいわゆる創業利得の一形態であって、その会計学上の性格は利益であって、これを資本としてとらえるべきでないことを主張されているのである。

### Ⅲ 会社設立出資者と創業利得

前章では、ヒルファディングにおける創業利得の規定、さらには株式プ

13 同書、225-227ページ。

レミアムに関する内川教授の見解を一瞥した。そこで以下においては、前章における整理を基礎にしながら、生駒教授の創業利得についての考え方、なかでも会社設立出資者における創業利得の取得問題について考えてみたい。

生駒教授は、「創業者利得 (Gründergewinn) の概念は、言うまでもなくヒルファディング (Rudolf Hilferding) の提唱にかかるものであり、株式会社においては、それをもって利益が生産されつつある現実資本と、その利益が出資者たる株主に対して年々の配当として支払われることから生ずる株式評価額たる擬制資本との差額として発生するものであることは周知のとおりである。・・・株式会社の設立者 (出資者) はその現実資本の醸出と引換えに手に入れた株式に対して上記のごとき「年配当を年利子率で除した」「価値評価を獲得することができるのであるから、結局のところこの株式評価 (擬制資本) から醸出ずみの現実資本を差し引いた差額を創業者 (設立出資者) としての利得として手に入れることになるわけである<sup>14</sup>」として、さきのヒルファディングの例示にならって、株式会社の設立出資者にかかわる創業利得について、次のような設例を示しておられる。

「100万マルクの現実機能資本が額面に対する払込額によってのみ調達されるものとする。1株額面が1,000マルクであると、発行株数は1,000株である。配当可能利益期待値が13万マルクである (それ以外に利益はない) とし、利子率 (危険プレミアムを含む) を7%とすると、額面1,000マルクのこの株の時価は約1,900マルクで株価総額は約190万マルクとなる。このばあい設立出資者は1株当たり1,000マルクを出資して1,900マルクの価値ある株式を入手したこととなり、設立出資者全体としては100万マルクの資本醸出に対して190万マルクの株式総価値を得たことになる。

14 生駒, 前掲書, 5ページ。

設立出資者にとって、この擬制資本と現実資本の差額90万マルクが創業者利得をなすものであることについては大方の意見が一致するであろう<sup>15</sup>。

また、同様のことを次のようにも述べておられる。

「現実資本100万マルクの醸出をもってする株式会社の設立をまず第1段階で考え、次にその資本醸出者たる設立出資者の持株が190万マルクの評価（擬制資本）を達成すると解釈しなければならない。そしてそのとき株式会社設立出資者——それは投資銀行や証券銀行であるかもしれないし、また他の大資本家（連合）であるかもしれない——の経済的地位に注目すると、設立出資者は全体として100万マルク現実資本を出資し、それと引換えに受け取った出資証書である株式がいまや190万マルクの価値をもつのであるから、全体としてその差額90万マルクの創業者利得（設立出資者利益）を得ることになるのである<sup>16</sup>」。

教授のこの叙述によれば、設立出資者は現実資本として機能する100万マルクを株式の形態で出資し、それから得られる配当可能の利益13万マルクを毎年取得する（あるいは、その取得が確実視される）と、危険プレミアムを含む利子率が7%であるならば、所有する株式は約190万マルクの評価価値つまり擬制資本を成立せしめることとなり、彼は、この擬制資本190万マルクと現実資本100万マルクとの差額90万マルクを創業利得として取得することになることが示されている。

しかしながら、教授の示されるように、設立出資者がたんに100万マルクの貨幣を株式の形態で出資し、その貨幣を現実に産業資本として機能させることによって、配当可能の利益を毎年確実に取得する（あるいは、その取得が確実視される）というだけで、そのことからただちに、危険プレミアムを含む市場利子率7%の存在を条件として、所有する株式が190万マルクの評価価値つまり擬制資本を成立させることになり、したがって、

15 同書、42-43ページ。

16 同書、39ページ。

設立出資者は、この擬制資本と現実資本との差額90万マルクを創業利得として取得することになるといえるかどうかは十分に検討してみなければならない。というのは、さきの内川教授の場合はもちろんのこと、ヒルファディングにおいても、設立出資者がたんに100万マルクの産業資本から13万マルクの利益を取得しているという経済的事実から、たとえ市場利子率7%が形成されているとしても、そのことからただちに、100万マルクの産業資本つまり現実資本とは別に、190万マルクの擬制資本が成立し、したがってまた、この擬制資本と現実資本との差額として90万マルクの創業利得を取得することになる、ということにはなっていないように思われるからである。

設立出資者が100万マルクの貨幣を株式の形態で出資し、それを現実に産業資本として機能させることにより、それから得られる分配可能の利益13万マルクを配当として取得している（あるいは、その取得が確実に見込まれる）という段階においては、経済的範疇として現実に存在するのは、産業資本として機能しつつある100万マルクの現実資本と、そこから取得される分配可能な産業利潤13万マルクのみである。したがってこの場合には、彼の所有する株式は、たんにその出資を証明する出資証券としての役割を果たしているにすぎず、また、彼はこの出資証券にもとづいて13万マルクの配当を受領しているにすぎない。しかも、彼が、この株式を自己の手許に継続的に所有しているかぎりでは、そこに存在する現実の経済的範疇は、たんに、産業資本とそこから得られる利潤、および出資証券としての株式とそれに対する配当のみであって、擬制資本および創業利得は、この現実資本100万マルクに関連しては、現実の経済的範疇としてはなお成立しうる余地は存在していないと考えられるのである。

たしかに、ヒルファディングは、「100万マルクの資本をもつ一産業企業がある・・・13万マルクが分配されうることになり、これが株主に7%の

利子を提供すべきものとなる。そうすれば、株式の価格は・・・約 190 万マルクに等しい。しかし、15万マルクの利潤を生むためには、100万マルクの資本しか必要でなく、90万マルクは自由である。この90万マルクは、利潤を生む資本の利子を生む（配当を生む）資本への転化から生ずる。それは・・・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。この差が『創業者利得』として現れるのである。それは、ただ、利潤を生む資本の利子付資本形態への転化から生ずるにすぎないところの、利得の「源泉である」<sup>17</sup>と述べている。

生駒教授は、ヒルファディングのこの叙述を受けて、「ここに利益を生む資本とは株式会社の中で仕入れ・製造・販売の運動を繰り返しつつ利益を生んでいる現実資本のことであり、利子を生む資本とは配当がちょうど利子にあたるように評価されている株式価値＝擬制資本を指していることは言うまでもない。そして Gründergewinn なる呼称は、この利益が設立出資者（Gründer）にとっての利益であることを明確に物語っている」<sup>18</sup>という理解のもとに、前述のように、「創業者利得・・・の概念は、言うまでもなくヒルファディング・・・の提唱にかかるものであり、株式会社においては、それをもって利益が生産されつつある現実資本と、その利益が出資者たる株主に対して年々の配当として支払われることから生ずる株式評価額たる擬制資本との差額として発生するものである」と規定されている。

そして、このことをさらに次のように詳述しておられる。

「まず始めに株式会社における資本の二重化つまり現実資本と擬制資本の同時的成立から出発しよう。すなわち株式会社においては、それを用いて利益が生産されるところの現実資本と、その利益が出資者たる株主にたいして年々の配当として支払われることから生ずる株式評価価値たる擬制

17 ヒルファディング、前掲書、215-216ページ。

18 生駒、前掲書、36ページ。

資本の、二つの資本が二重に存在する。株式評価はその株式にたいして予想される将来配当の資本還元価値の水準におちつくとみなされるが、資本還元価値は将来配当がちょうど利子にあたるような元本の水準のことであるから、将来の予想配当水準を所与とすれば、株式価値は年配当期待値を年利子率で除した値におちつくことはよく知られている。株式会社の設立出資者は、その現実資本の醸出と引換えに手に入れた株式について上記の評価価値を獲得することができるのであるから、結局のところこの株式評価価値すなわち擬制資本から醸出済みの現実資本を差し引いた差額を設立出資者(Gründer)の利益(Gewinn)として手に入れることとなるのである。これがヒルファディングの説く創業者利得である<sup>19</sup>。

このように教授にあっては、株式の形態で出資された一定量の貨幣が、現実に産業資本として機能することにより、通常の状態のもとでは平均利潤を取得し、それが出資者である株主にたいして配当として分配されることになる。その醸出資本額とそれにたいする配当を基礎にして株主の所有する株式は、その配当がちょうど利子に相当するような元本に資本還元された評価価値をもつことになる。そして、この株式の評価価値が他ならぬ擬制資本であって、株主は、この株式評価価値=擬制資本とさきの利潤を生む産業資本つまり醸出済みの現実資本との差額を創業利得として取得することができる<sup>20</sup>とされているのである。

しかしながら、この場合注意しなければならないのは、ヒルファディングが擬制資本の成立および創業利得の取得を論ずるについては、所有する株式が売買されることを前提にしていると考えられることである。ヒルファディングは、前章でも引用したように、「株式(A)が発行され、したがって貨幣(G)と引換えに売られる。この貨幣は二つの部分に分かれる。一つの部分( $g_1$ )は創業者利得をなし、創業者、たとえば発行銀行のもの

19 同書, 35-36ページ。



となって、この循環の流通から脱落する。他の部分 ( $G_1$ ) は生産資本に転化されて、われわれのすでに知っている産業資本の循環を描く。株式は売られている。株式そのものが再び流通すべきものとすれば、そのためには追加貨幣 ( $G_2$ ) が流通手段として必要である」(傍点引用者) と述べている。また、同じように、「株式の取引は、資本取引ではなく、収益請求権の売買である」<sup>20</sup>(傍点引用者)あるいは、「貨幣資本家は資本の貸付によって利子を受け取るが、株式を発行する銀行は、この場合にはなにも貸出さず、利子も受け取らない。利子は、むしろ株式の所有者が配当として受け取る。銀行には企業者利得が流入する。しかし年々の収入としてではなく、資本還元されて企業者利得としてである。企業者利得は連続的収入であるが、この収入が銀行には企業者利得として一度に支払われてしまう」<sup>21</sup>(傍点引用者) というようにも述べている。

したがって、ヒルファディングのこのような一連の叙述によれば、擬制資本したがってまた創業利得は、発行された株式が取引所つまり株式売買市場において現実に売買されることによって、すなわち、株式の所有者がその売買によってAからBへ変わるときに、はじめて生ずるものであるということを前提としているように考えられるのである。そしてこのことは、生駒教授自身、さきに引用したヒルファディングの「株式(A)が発行され、したがって貨幣(G)と引換えに売られる」という文章に関連して、「上の引用文冒頭において『株式(A)が発行(emittieren)され・・・』というときの発行は、設立出資者たち(例えば証券銀行)が公開市場へ株式を転売することを意味している」<sup>22</sup>として、株式の発行が、ほかならぬ公開市場での株式の転売を意味するものである、ということ述べておられるのである。

20 ヒルファディング、前掲書、214ページ。

21 同書、265ページ。

22 生駒、前掲書、41ページ。

とするならば、教授が「この擬制資本について、前述のように、「その利益が出資者たる株主に対して年々の配当として支払われることから生ずる株式評価額たる擬制資本」、あるいは、「ここに・・・利子を生む資本とは配当がちょうど利子にあたるように評価されている株式価値＝擬制資本を指している」、さらには、「100万マルクの現実機能資本が額面に対する払込額によってのみ調達されるものとする。・・・配当可能利益期待値が13万マルクである（これ以外に利益はない）とし、利子率（危険プレミアムを含む）を7%とすると、・・・株価総額は約190万マルクとなる。このばあい設立出資者は・・・全体としては100万マルクの資本醸出に対して190万マルクの株式総価値を得たことになる」と述べておられるときの、その擬制資本は、株式の転売つまり株式所有者の移動という事実にもとづいてそれが形成されるということにならなければならないはずである。

ところが、教授の場合には、このような株式の転売ないし株式所有者の移動という事柄はかならずしも前提とされていないように見うけられる。一方に額面株式に相当する100万マルクの現実資本が投下され、その機能によって配当可能利益13万マルクが取得され、その全額が分配されているという事実が存在し、他方に危険プレミアムを含む7%の市場利子率が形成されているという事実が存在すると、たんにこの両事実の存在のみを条件として、設立出資者としての株主は、その所有する株式について190万マルクの評価額を得て、擬制資本が形成されることとなり、したがって、彼はこの擬制資本とさきの現実資本との差額90万マルクを創業利得として取得するものととらえているのである。

「ヒルファディングにおいて、「この90万マルクは、利潤を生む資本の利子を生む（配当を生む）資本への転化から生ずる」、あるいは「それは、ただ、利潤を生む資本の利子付資本形態への転化から生ずるにすぎないところの、利得の源泉である」と述べられているときの、その「転化」と

は、設立出資者である株主から継承取得者である一般株主へと、その所有する株式が転売されるという事実にもとづいて、それが使用されていると推測されるのである。ところが、生駒教授にあっては、この「転化」の意味が、株式の転売という事実の存在しない場合においても、株主の受け取る配当金が市場利子率に相当する7万マルクを超えて13万マルクであるという場合には、たんにその事実にもとづいて、株主に対する配当額13万マルクが市場利子率7%で資本還元されて、その株式価値は190万マルクの評価を得て、そこに擬制資本が成立することになるという意味で使用されていることになる。したがってまた、ヒルファディングが、「創業利得または発行利得は、利潤でも利子でもなく、資本還元された企業者利得である。その前提は、産業資本の擬制資本への転化である。発行利得の高さは、第一には平均利潤率によって、第二には利子率によって、規定されている。平均利潤マイナス利子は企業者利得を規定し、企業者利得は、支配的利子率で資本還元されて、創業利得をなす」と述べているときの、その企業者利得と創業利得との関係は、機能資本家としての設立出資者である株主が、その企業者利得を配当の形で取得しているかぎりには、創業利得を取得することができず、また逆に、創業利得を取得した以後においては、彼は、もはや企業者利得を取得することができないというものになっている。つまり、ヒルファディングでは機能資本家は企業者利得と創業利得を同時に取得することはできないものとしてとらえられているのに対し、教授の場合には、企業者利得を配当の形で取得していることが、すなわち創業利得の取得を可能ならしめることになり、機能資本家は、一方において企業者利得を取得しながら、他方において創業利得も取得するという、両者の同時取得が可能であるものとなっているのである。

このように、ヒルファディングの場合には、株式の売買が前提されているのに対し、教授の場合には、それが前提されていないために、擬制資本

および創業利得のとらえ方が、この兩者においてまったく異なる内容のものとなっているのである。ヒルファディングの場合には、擬制資本とは、株式の売買が行われるとき、その売買価格として成立するものであり、したがって擬制資本の成立のためには、株式所有権の移動とそれに対応する貨幣の受渡しが必然的にもなうことになる。したがってまた、創業利得は、さきに投下した現実資本とこの株式の売買価額つまり擬制資本との差額として成立し、それは貨幣の形で現実取得された、つまり実現された利得として生ずるものとなっているのである。

ところが、生駒教授の場合には、擬制資本とは、株式の売買に際して成立するものとはなっていないために、機能資本家が、一定量の貨幣を株式の形態で現実資本として投下し、それから通常の状態のもとでは平均利潤を取得し、それを配当の形で取得しているとすれば、彼は、無機能資本家としての一般の株主が受け取る平均利子率に相当する配当金よりも、平均利潤から平均利子を差し引いた企業者利得に相当する部分だけ余分に配当を受け取っていることとなり、したがって、一般の株主がその株式を取得しようとする場合には、その企業者利得部分を平均利子率で資本還元した価額だけ余分に、つまり、その平均利潤率に相当する配当金を平均利子率で資本還元した価額に相当する貨幣を必要とすることから、彼の所有する株式は、その価額に相当する評価価値をもつことになり、ここに、この株式の評価価値としての擬制資本が成立するとともに、この擬制資本と現実資本との差額、つまり現実資本を超える株式の評価価値額を、創業利得として取得することが可能になるものとしてとらえられているのである。

したがって、ヒルファディングの場合には、取得される創業利得は、これまで配当の形で取得していた企業者利得の将来の取得を、株式の売却ということで一般の株主に譲渡したことにより、その代価として現実に貨幣の形で取得した、いわば実現利益を示すものとなっているのに対し、教授

の場合には、その取得されるものは、企業者利得の将来の取得権を売却することによって、現実に貨幣の形で取得された利得としてではなく、たんなる株式の評価価値上の利得、つまり現在配当の形で取得している企業者利得の、その取得権が、将来株式の売却によって他の一般の株主に譲渡されるならば、その価額で売られるであろうときの、その評価価値上の利得、いわば未実現の利益を示すものとなっている。

とするならば、教授の場合には、成立した創業利得は、機能資本家と無機能資本家との間において、現実に成立した人間相互の関係を示すものとしてではなく、たんに、この両者の人間相互の関係が将来において成立するであろう、その可能性としての人間相互の関係を示すものとなっているといえることができるのである。

このように、ヒルファディングの場合には、擬制資本および創業利得は、ともに株式の売買という事実にもとづいて、それらが一個の経済的範疇として現実に形成されたものであるのに対し、教授の場合には、株式の売買を前提としない、したがって、それらはたんなる可能性としての経済的範疇、つまり将来において存在することになるかもしれない、いわば想定上の経済的範疇を示すものとなっている。とすれば、ヒルファディングと教授とでは、その擬制資本および創業利得という用語は同一であっても、その用語によって表そうとする経済的範疇の具体的内容はかならずしも同一ではなく、異なる内容をもつものといわねばならないのである。

そこで、以上のような理解が許されるならば、擬制資本および創業利得について、そのとらえ方をヒルファディングにしたがって、株式の売買を前提として、この創業利得と株式プレミアムの同質性を主張する創業利得説に対して、生駒教授が、上で明らかにしたような内容をもつ教授の創業利得のとらえ方によって、株式プレミアムと創業利得の異質性を主張されたとしても、教授と創業利得説の意味する「創業利得」の内容の食い違い

がある以上、ただちに創業利得説が誤りであると結論しうることにはならないと考えられる。教授の意味される創業利得と株式プレミアムは当然に異なっているとしても、ヒルファディングの意味する創業利得と株式プレミアムを同質のものであると考える余地がなお十分に存在するからである。

本稿では、生駒教授の示されている創業利得のとらえ方について若干の検討を試みた。そこで、ここでの検討をふまえて、教授の株式プレミアム論についての検討をさらに進めてみたいと考える。