

# 資本剰余金の形成と創業者利益<sup>1</sup>

——株式プレミアムの「処分可能性」と正味現在価値——

生 駒 道 弘

- I 問題提起
- II 創業者利益・資本剰余金＝創業者利益説・正味現在価値
  - 1 創業者利益の理論
  - 2 資本剰余金＝創業者利益説の根拠
  - 3 処分可能性アプローチと正味現在価値法
  - 4 期間利益と現在価値
  - 5 何処でボタンの掛け違いが起こったか——処分可能性理論の虚と実
- III 創業者利益の実現と未実現——鶴飼哲夫教授の批判にこたえて
  - 1 鶴飼教授の創業者利益定義
  - 2 額面発行増資のさいの創業者利益にかんする鶴飼説
  - 3 時価発行増資のさいの創業者利益にかんする鶴飼説
  - 4 鶴飼理論の特徴
- IV 結び

## I 問題提起

企業が株式の時価発行を行って資本調達をした場合、株式会社に払い込まれる額面超過金つまり株式プレミアムの経済学的性質をめぐってかなり早くから議論がたたかわされてきた<sup>2</sup>。また我が国の実際界でも1969年ご

- 1 創業者利得または創業利得ではなく、創業者利益という用語を用いる理由については生駒道弘『現代財務管理論』千倉書房、1973、294-5ページを参照されたい。
- 2 岡部利良「会計学上の資本と利益（四・完）」『会計』73巻4号、1958。にお

ろから時価発行が急速に普及し始め、時価発行会社に大量の資本剰余金が蓄積されるようになった。こうして我が国企業金融及び企業会計における資本剰余金の現実的意義と重要性は極めて大きくなってきた。

額面超過金発生の根拠として通常説かれるのは、帳簿上の株主持ち分均衡説である。通常は既存の株主の帳簿持ち分が額面をこえて存在するのだから、新株主は額面超過金を払込む事によって、株主持ち分がバランスするという考え方である。これにはもちろん一定の説得力があるが、両者が常に一致するという保証はないので、その限界は明かである。また株式の市場評価を基準に考えて、既存持ち分の市場評価に従って、新株の発行が行われるのは市場経済原理からして当然であると言う見方もあり得る。しかしこの考え方はいわば新株の公募時価発行取引の事実を、そのまま言い替えただけの、当たり前の建て前をのべているに過ぎない。それは我が国において1970年代以降なぜ多くの企業が時価発行に殺到したかの理由を説明する力を持っていないと言わなければならない。

これに対してプレミアム＝創業者利益説は、時価発行によって企業が獲得したプレミアム＝額面超過払込金・資本剰余金は企業にとって利益であるとする学説であるから、我が国株式金融の時価発行ないしエクイティー・ファイナンスへの急速な転換と配当節約の実践を説明するかのようと思われる、また経営者の実務意識および世間一般に流布していた感覚つまり株式プレミアムは即ちタダ金であるとの感覚とも重なるところがあって、かなりの直観的説得力を持っていた。株式時価発行は、1970年代以降の我が国の経済的成長過程において、日本企業の拡大と繁栄の財務戦略の一手段として大きな働きをなしたことは疑いない所である。しかし筆者はまた

▽ ける岡部教授の株式プレミアム＝創業者利益説（とくに処分可能性基準による創業者利益説）批判から始まった昭和期プレミアム論争をさす。なお別府正十郎『資本会計の経済理論』森山書店、1964、27-111ページも参照されたい。

他方で、額面超過払込金＝プレミアム自体が企業にとって利益であったり、創業者利益であったりすることはないと考えている。小稿は株式プレミアム（額面超過金）＝創業者利益説に対して批判的な立場から、つまりプレミアム＝資本説の立場から、かねてからの筆者の創業者利益説批判の一齣を追加しようとするものである。

## II 創業者利益・資本剰余金＝創業者利益説・正味現在価値

### 1. 創業者利益の理論

周知のように、創業者利益は R. ヒルファディングの創始した概念である。それゆえ株式プレミアム＝創業者利益説を展開するためにはまず彼の株式会社学説の中から、創業者利益概念を把握し、株式時価発行にともなって株式会社に流入する額面超過金が、そこで把握された創業者利益に当たるものであることを明らかにする必要がある。その様な手続きにはいくつかの方法があるが、最も良く用いられたのは、ヒルファディング自身が創業者利益概念の解説を行った『金融資本論』の一節である<sup>4</sup>。そこでは要旨およそ次のように創業者利益の概念が解説されている。

株式会社においては資本の二重化が特徴的な経済現象として生じる。即ち株式会社においては仕入・製造・販売の過程を現実資本が反覆循環する事によって絶えず利益が生産されて行くと同時に、会社はその利益を現実資本の出資者たる株主に配当分配する事が出来るようになる。さてその会社の株式が株式市場に上場されるようになると、このようにして出資証書たる株式に対してある水準の将来配当を予測ないし期待させる客観的諸条

3 筆者の考え方の概要については次の著書を参照されたい。生駒道弘『株式時価発行の理論』千倉書房、1986、3-135 ページ。

4 Hilferding, R. "Das Finanzkapital" 1955, SS. 142-146. ヒルファディング、岡崎次郎訳『金融資本論』（上）岩波文庫、1982、212-217 ページ。

件が整ってくる。つまり会社内部での製品製造過程のほか外部市場との取引関係においても企業活動の組織がダイナミックに働き始めて、ここに規則的な収益獲得の見込みがある程度の確実性をもって期待できるようになる。そうすると証券市場は、かような将来配当の期待を一定の割引率で割り引いた資本価値をもって、株式を評価するようになる。そしてこれが株式市場における株式価格成立の基礎となる。

こうして株式会社ではいわばその内部で仕入・製造・販売の循環を繰り返す現実資本の運動とは別に、株式会社が発行した株券が証券市場である種の評価を受けて、その価格で株式が売買取引きされると言う現象が生じる。株式の売買は言うまでもなく出資者の交替を意味するが、そこで成立する株式価値は、配当見込みという客観的な経済的基礎を持ち、かつ何時でも貨幣に転換できる経済的価値である。そして会社の発行済の株式はすべて経済世界の誰かによって必ず所有されている筈であるから、発行済の全株数×株式価格の金額の経済価値が実体のある価値として社会的に成立していると言える。この価値をヒルファディングは擬制資本 (fiktives Kapital, fictitious capital) とよんだ。すなわち株式会社では資本は、現実資本と擬制資本という二重の存在に分裂することをヒルファディングは明確に指摘したのである。

次に問題になるのは、この擬制資本が株式価値として形成される水準・その大きさである。それは結局のところ期待される将来配当の流れを、利子率で資本化した水準に落ちつくであろうと彼は結論した。結局の所それは株式市場が出入り自由な開放市場であり、株式への資本投下をきそう無機能資本家達が競争することから、株式購入者は利子率以上の投資収益を得ることが出来ないからである。株式価値は、その価格で株式を買う投資家にとって受け取り配当が丁度利子率に当たるようなその様な価格に落ちつくであろうとヒルファディングは論じたのである。このことを将来の

年々の配当期待値がコンスタントであるケースに当てはめると、株式価値は、期待年配当／年利子率 の水準において成立することになる。

ところで株式会社においては現実資本の資本利益率の期待値は、つねに利子率以上であると考えられるから、ここできりに獲得利益が全額配当されると言う仮定を入れると、擬制資本つまり株式価値はつねに、その基礎にあって擬制資本ないし株式価値を成立させている現実資本よりも、大きくなるという関係が導かれる。つまり株式価値は現実資本よりも大きいという原理的關係が成立する。そして両者の差額つまり擬制資本ないし株式価値から現実資本を差し引いた差額が、創業者利益と命名された。その差額は株式会社設立出資者が、出資額をこえる株式価値を獲得する事から生じる設立出資者にとっての利益と言う意味で創業者＝設立出資者の利益という意味を持っている。この点を数字例をあげて説明すると次のようになる。

いま100万マルクの資本の一産業企業を仮定し、その平均資本利益率を15%、危険プレミアムを含む支配的利子率を7%とする。このとき利益は年15万マルクであるが、管理費や役員賞与など株式会社にとって特別の費用を2万マルクとすれば、配当可能利益は13万マルクとなる。そうすると価格総額はこの13万マルクが7%に当たるところの1,857,143マルク即ち約190万マルクに評価される。しかし年15万マルクの利益を生むためには前提によって100万マルクの資本しか必要でなかったのだから、90万マルクは自由である。この90万マルクは利益を生む資本（現実資本）の利子を生む資本（擬制資本）への転化から生ずる創業者利益である。

ヒルファディングはおよそ以上のように創業者利益概念を定義している。この叙述は、素直に読むと現実資本100万マルクの醸出をもって株式会社が設立される事から出発している。その現実資本が15%の利益率で利益を生んで年15万マルクの利益を見込む事が出来るが、特別費用2万

マルクを控除した年 13 万マルクずつの利益（配当）見込みが成立し、更にリスクプレミアムを含めた広義の利子率を 7% と見込めば、株式市場でこの株式は総計 1,857,143 マルク（=13 万マルク/0.07）に評価される事を主張していると解される。

ところが前提によってこの株式会社は設立出資者が 100 万マルクを投じて設立したものだから、設立出資者としては 100 万マルクの支出と引換に受け取った所有権証書たる株式が 100 万マルクを超える 1,857,143 マルクの価値を今や達成したのである。それゆえその差額約 857,143 マルクつまり約 90 万マルクは設立出資者の利益つまり *Gründergewinn*（創業者利益）であると言う事が出来るのであり、創業者利益はこのように定義されたのである。

## 2 資本剰余金=創業者利益説の根拠

株式プレミアム（額面超過払込金）を創業者利益とみる見解は、上記のヒルファディングの創業者利益定義を次のように解釈する事から出てきた。100 万マルクの現実資本から 190 万マルクの擬制資本が生み出されると期待できる。そこで株式会社設立のめどが立った計画段階で発起人は、あらかじめ時価発行によって 190 万マルクの資本を証券市場から調達する事が出来るだろう。ところが 190 万マルクの株式価値を確保するのに必要な現実資本は、仮定によって 100 万マルクであったのだから、190 万マルクを差し引かねばならないが、しかしそれでもなお 90 万マルクが残る。この 90 万マルクは余分な貨幣であり、株式会社にとって自由に処分できる剰余であり、創業者利益である。それは会社にとっての利益であると言える。株式プレミアム=創業者利益説はこのように考える<sup>5</sup>。

5 馬場克三『株式会社金融論』著作集Ⅱ、森山書店、1987、94-108 ページ。内川菊義『資本剰余金論』中央経済社、1966、215-248 ページ。鶴飼哲夫『株式発

この論理は現に成立している株式価格での時価発行を前提にしてかなり説得力があり、創業者利益説の有力な論拠となったと言って良い。何よりも単純にして明快であるから、多くの支持者を集めた。しかし子細に検討すると、上に紹介したヒルファディングの創業者利益定義と一致しない部分がある事に気づくだろう。その一つは、創業者利益が現実資本と擬制資本の差額として定義されているのに、株式プレミアム＝創業者利益説はこの定義を満たしていないのである。つまりこのプレミアム＝創業者利益説では、創業者利益は株式会社が入手した現実資本として存在する事になり、定義を満たさないのである。創業者利益が擬制資本から現実資本を引いた差額として定義されている事は、創業者利益が擬制資本（の一部）として発生する事を意味している。その定義は創業者利益が出資者の利益として発生する事を示唆しているにも拘らず、プレミアム＝創業者利益説の論者達は、なんらこの事に関説するところがないのである。

実は190万マルクの現実資本が調達されるために、このプレミアム＝創業者利益説的解釈から更に大きな矛盾が生み出される。それは90万マルクの余剰現実資本が株式会社の手の中に入る事から、このケースの擬制資本は190万マルク（それは100万マルクの現実資本運用から可能である）に留まる事が出来なくて、さらにそれを超える事が必然的となるからである。かくしてこのような解釈はヒルファディング自身の創業者利益定義と数字例を大きく逸脱するのである。

### 3 処分可能性アプローチと正味現在価値法

以上のように処分可能性基準による創業者利益把握（つまり株式プレミアム＝利益説）は、到底支持する事は出来ない。しかし先にも触れたよう

↘ 行の会計理論」森山書店、1994、31-70 ページ。

6 生駒道弘『株式時価発行の理論』21-33, 37-42 ページ参照。

に、そのアプローチは不思議な説得力をもっており、人はともすればその論理に引き込まれそうになる。額面超過払込金つまり株式プレミアムは決して創業者利益などではないし、また会社にとっての剰余=処分可能利益でもない。それは株式会社がそれをもって利益を生産すべき元本に他ならない事は明かである。

そこでこの処分可能性アプローチの不思議な魅力と関連して、連想するのは、このアプローチと正味現在価値法 (net present value approach) の類似性である。周知のように正味現在価値法は、現実資本の投下案ないし運用案の採否・選択の基準として提出される方法の一つである。それはとりあえず形式的に言えば、投資案の実行に関連して予想される将来のキャッシュフローを一定の割引率で現在価値に割り引いて、すべてのキャッシュフローの現在価値の合計がいくらであるか特に正であるか負であるかによって、投資案の価値を評価しようとするアプローチであることはよく知られている。

正味現在価値を  $NPV$ ,  $I_1$  を 1 期の収入,  $O_1$  を 1 期の支出などとし,  $k$  を割引率とすれば, 正味現在価値は次のように表現される。

$$NPV = \frac{I_1 - O_1}{1+k} + \frac{I_2 - O_2}{(1+k)^2} + \frac{I_3 - O_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{I_n - O_n}{(1+k)^n} - O_0$$

採否決定問題の場合には、この正味現在価値 (資本価値) が少なくとも正であることが必要である事も良く知られている通りである。

前記のヒルファディングの数字例をここに適用すると、100万マルクを投下して年々13万マルクの将来利益配当を受け取る見込みの会社所有権は、リスクプレミアムを含む利子率7%の下では、1,857,143マルクと評価される事になる。ところが設立出資者は100万マルクを手放しているのであるから、これを差し引いて、857,143マルクつまり約90万マルクの正味現在価値が、設立出資者に発生するであろうと言うのが、ヒルファディ

ングの数字例の正味現在価値法的理解である。

$$\begin{aligned}
 NPV &= \frac{13 \text{ 万マルク}}{1+0.07} + \frac{13 \text{ 万マルク}}{(1+0.07)^2} + \frac{13 \text{ 万マルク}}{(1+0.07)^3} + \dots + \frac{13 \text{ 万マルク}}{(1+0.07)^n} \\
 &\quad \dots - 100 \text{ 万マルク} = \frac{13 \text{ 万マルク}}{0.07} - 100 \text{ 万マルク} \\
 &= 857,143 \text{ マルク}
 \end{aligned}$$

さて正味現在価値法は上述のように、当該投資案が出資者にとって有利であるかどうか、どれほど有利であるかを、正味現在価値の大きさによって判断しようとするものであった。予測キャッシュフロー（現実資本）がもし実現すれば、株主の富（擬制資本）が増加するかどうか、もし増加するとすればどれほどの増加かをあらかじめ見積もろうとするものであった。そしてこの点はヒルファディングの創業者利益の理論と全く共通するものがある。創業者利益は典型的には設立出資者、一般的には既存の現在株主にとっての、株式証券所有者にとっての、持ち分市場価値理論であることがここに示唆されている。

#### 4 期間利益と現在価値

このようにして創業者利益が所有者の一種の現在価値として理解できる事が明かになると、それは所有権の証券市場価値として発生するという事が良く見えてくる。処分可能性理論が言うように、株式会社法人が所有し運用する現実資本の一部として、つまり額面超過払込金として、存在する事は全く有り得ない事であるように思われる。

ヒルファディング自身が創業者利益は企業家利益（Unternehmergewinn）の資本還元価値である事を指摘している事は良く知られている。これは言葉の真の意味における創業者利益が将来の年々の企業家利益の流れの見込みによって成立する事を意味している。そういう意味で創業者利益は現実

7 Hilferding, a. a. O. S. 177. ヒルファディング, 前掲訳書, 264 ページ。

資本の収益獲得活動に依存する事は言うまでもない。しかしそれは丁度、擬制資本そのものが年々の利益配当見込みに依存しているのと同じ事であって、あたかも株式価値が財務諸表に現れる事がないように、創業者利益もまた財務諸表に現れる事がないのである。第1に通常の財務表は過去の1期間計算の結果であるのに対して、創業者利益は未来の各期の収益活動に依存する。第2に創業者利益は出資者の証券市場における持ち分評価価値として発生するのである。

額面超過払い込み金の本質が利益か資本かと問われれば、我々は躊躇なくこれを資本と言わなければならないのではないかと。少なくとも利益とする根拠は全く存在しない。高寺貞男教授が創業者利益の株式会社会計に対する外部性を指摘される時、それは創業者利益が株式会社法人の会計とは別の会計主体である出資者の会計概念である事を示唆しておられるように<sup>8</sup>に思われる。

##### 5 何処でボタンの掛け違いが起こったか——処分可能性理論の虚と実

先にも述べたように、ヒルファディングの創業者利益定義は、これを虚心坦懐に読めば、先ず100万マルクの現実資本をもって株式会社が設立され、しかるのちに上場されると現実資本の利益率13%が利子率7%を超える故に、株式は1,857,143マルクの評価をもつ擬制資本を獲得すると言う事であった。そしてその事から設立出資者は、擬制資本金額と出資した現実資本との差額つまり857,143マルクの利益を得る。これが創業者利益である。ヒルファディングはこのように創業者利益を定義した。

しかるに処分可能性理論においては、事態を逆転させて信用を介在させ、まず株式信用を利用して現実資本を調達する事を先行させた。ここからボタンの掛け違いが始まったと思われる。その意味はこうである。創業

8 高寺貞男『複雑系の会計』三嶺書房、1995、155-171ページ。

者利益の理論では擬制資本はつねに現実資本と対応しており現実資本の収益性に基礎をおいて擬制資本が形成された。そして株式価値はたんなる証券価値・擬制資本としてのみ存在した。しかるに処分可能性理論では株式信用を利用して1,857,143マルクの現実資本を調達してしまった。現実資本を調達してしまうと、株式会社はこれを運用しなければならない。そうすると擬制資本はもはや1,857,143マルクに留まる事は出来なくなる。ここに処分可能性理論の矛盾がある。

時価発行では確かにその時々の時価つまり額面を超えて形成されている価格で新株が発行されるのだが、その新株発行価格は既存の現実資本の他にいま計画されている調達額（新現実資本）の収益性をも見通して形成されるはずである。しかるにこのヒルファディングの設例では100万マルクの現実資本と13%の収益力、それに基づく1,857,143マルクの擬制資本が規定されているばかりであるから、処分可能性理論の構築は成立し難いであろう。

それが成立し難い事は上記の通りであるが、しかしその主張がなされるときに感じる一定の説得力はいったい何処からくるのであろうか。どうもそれは筆者自身が株式会社会計と所有者＝株主会計とを判然と区別し得ていないからではなかろうかと考えている。ヒルファディングの設例でいえば、この株式会社設立から857,143マルクの創業者利益＝正味現在価値がえられるという株主擬制資本会計の次元と、現実資本の過去会計しかも1期間利益会計に終始する制度会計の次元がまだ判然と区別されていないのではないかと思うのである。換言すれば株式会社会計と株主会計がまだ十分に分離されていないと言う事であらうか。

株式会社の発展とともに、株式会社を舞台に展開される経済活動の比重がますます増大すると共に、そこに登場する利害関係者の数も増えてきている。その利害関係者の各々がそれぞれ固有の経済関係と利害関係をもつ

て株式会社と係わっている事を考えると、会社会計領域の拡大と会計主体の多様化の進展は当面避けて通れない道であろう。

### Ⅲ 創業者利益の実現と未実現——鵜飼哲夫教授の批判にこたえて

#### 1 鵜飼教授の創業者利益定義

我々がかねてから創業者利益を、擬制資本と現実資本の差額つまり前者から後者を引いた差額として理解し、その上で株式プレミアムと創業者利益の関係を取り扱ってきた。従って株式会社設立時の創業者利益について言えば、その株式会社が上場されて株式価格が成立するようになりさえすれば、必ず現実資本と擬制資本の資本二重化が起こり、そこから創業者利益が発生すると述べた。かりに会社設立者が、その所有株式の全部を株式市場で転売せず、その一部を自己の持ち株として所有し続ける場合でも、発行済の全株式について擬制資本評価が成立し、従って全現実資本と全擬制資本の間の差額が創業者利益として発生すると述べた。

これに対して、鵜飼哲夫教授は、創業者利益をより厳密に定義され、これを設立出資者がその株式を市場で売却 (Emission) する時にのみ発生する利益に限定するところの新しい創業者利益定義ないし解釈を示された。そしてその立場から、上記の筆者の創業者利益理解をコメントされた。教授によれば創業者利益は、設立出資者が取得している持ち株を外部の出資者に売却したときのみ発生するものであって、設立出資者がこれを保有し続けている場合は、たとえ上場企業であって株式価格が成立していても、そこに創業者利益の発生を認めないのである。言葉を換えて言えば設立出資者にとって株式転売によって投下資本が現金形態で回収された場合にのみ、つまり創業者利益が実現された場合にのみ、創業者利益の発生を認識するという立場である。<sup>9</sup>

私の立場は上記のように、市場で売買可能な株式が発行されている場合は、まだ転売されていない故にたとえ未実現ではあっても、すでに株式価値という客観的尺度が成立している限りにおいて、設立投資者の保有する株式についても創業者利益は発生していると見るものである。それゆえ私の想定する創業者利益概念は、実現した創業者利益と未実現の（潜在的）創業者利益の和であると言う事が出来る。これは概念の定義の仕方の問題であるが、筆者としては、鵜飼教授の見解と異なり、今まで理解してきたように広義の概念としての創業者利益つまり未実現の創業者利益を含めた創業者利益概念を用いるのが妥当ではないかと考えるので以下にその理由を申し述べたい。

創業者利益概念を明らかにするためには、まず現実資本と擬制資本（株式価値）という二つの概念を明確化せねばならないが、これらはすでに先述したので繰り返す必要はない。創業者利益は両者の差額として発生するので、擬制資本が現実資本とは別個の資本概念として成立しておれば、創業者利益は創業者つまり設立投資者に必ず発生すると言わなければならない。株式会社はいうまでもなく株式市場を媒介として資本の動化が可能になった地点で成立したのであり、株式の売買という形で資本動化が行われる場合の売買価格において擬制資本は成立する。我々が日常経験しているように売買価格は変動するが、それにつれて擬制資本も膨張と収縮を繰り返している。このような変動が現実資本額の変動と直接に対応するものではない事は、ヒルファディングも述べるように明らかである。これが資本の二重化と言うものであると理解される。

ある株式会社の設立投資者が既に株式の一部を公開市場で転売済みである状況を考えよう。その市場では既に出回っている当社株が常に売買され

---

9 鵜飼哲夫「株式の評価価値と創業利得・生駒道弘教授の見解に関連して」『株式発行の会計理論』森山書店、1994. 148 ページ。

ているであろうから、株式価値が成立しており、他方で、当社発行済の全株式は設立出資者を含む複数の株主の誰かによって必ず所有されているはずである。従ってこれら株主の所有する金融資産としての株式は、その時点での株式価格で評価された価値をもっている。そのことは彼がその株式を売却すれば、それだけの貨幣を得る事が出来る事によって明らかである。このような意味で株式が設立出資者の手中にあらうとそれ以外のどの株主の手にあらうと、株主の資産として、しかも客観的な市場評価価値をもつ株主資産として存在する事を疑う事は出来ない。このばあい設立出資者は既に転売済みの株式について創業者利益を実現して獲得済みである事は言うまでもないが、しかし未転売で留保中の株式についても未実現ではあるが創業者利益を自己の保有する株式価値の一部としてもっている事は、これまた疑う事が出来ないように思われる。設立出資者である金融機関または親会社がその経営政策の一環として保有株式の一部をさらに市場に放出して資本を回収するとしよう。その場合はそれまで潜在的であった(株式価値の形でのみ存在した)創業者利益が現金の形で実現するであろう。このようにして実現した株主利益たる創業者利益の源泉が株式価値つまり擬制資本形成にある事は明白である。

このようにして擬制資本は株主すべての所有株式について成立しており、それは仕入・製造・販売の過程で利益を生み出しつつある全現実資本に対応する概念である。それゆえ擬制資本から現実資本を差し引いた大きさに規定される創業者利益もまたその様なものとして、つまり実現済みの創業者利益と未実現の創業者利益の和として、理解するのが妥当であろうと考えられる。

鵜飼教授は創業者利益を、設立出資者が出資株式を転売する時点でのみ把握され、擬制資本もその時点でのみ形成されると理解しているのであって、先に述べたヒルファディングの創業者利益定義ないし解説に関連し

て、例えば次のように言われる。「（設立出資者が）この株式を自己の手許に継続的に所有している限りでは、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得る余地は存在していない」<sup>10</sup>と。

確かにヒルファディングが創業者利益を実現利益のように説明している箇所もあるが、しかしそれは不十分なミスリーディングな説明であって、彼の理論構成の全体を見るときには、筆者がしばしば述べてきたような資本三重化の理解が妥当すると思われる。鵜飼教授は擬制資本を株式売買の瞬間においてのみ成立するものとして理解され、また創業者利益を設立出資者が現金で実現した利益としてのみ理解されるのであるが、余りにも厳密すぎる窮屈な理解であるように思われる。

教授は現実に存在する経済的範疇は株式証券とそれに対する配当のみである事を強調されるけれども、それは現実資本の運動と利益分配にのみ注目した結果である。むしろそのような定期的配当の期待が株式市場で擬制資本を形成させる事が株式会社制度の経済的特徴であることにも目を向けるべきであろう。もちろんそのような利益配当が株式価値＝擬制資本を支えている事も重要である。そしてその結果、株式を転売するや否や、株主は配当の受領権を失う事は明確であるし、また設立出資者が潜在的創業者利益を獲得するや否や、所有株式は擬制資本価値で評価される故に、以後は、それに対して利子に当たる配当をしか得る事が出来ないことも明確である。

この点について鵜飼教授が「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では、創業利得を取

10 鵜飼哲夫、前掲書、148ページ。

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<sup>11</sup>』というのは全く正しい。この点に関しては教授と筆者の間に意見の相違は存在しないと思うのであるが、教授は上の引用文に続いて、筆者（生駒）の見解では「機能資本家は、一方において企業者利得を取得しながら、他方において創業者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<sup>11</sup>」として批判されるのであるが、筆者はその様に考えた事はないし、書いたこともないのでやや心外である。ただ企業者利益（鵜飼教授のいう企業者利得）を含む全利益が株式に配当される事が現実資本を超える擬制資本を形成させるのであるから、その事が設立出資者に創業者利益を取得させる前提であることは間違いがないだけである。

## 2 額面発行増資のさいの創業者利益にかんする鵜飼説

鵜飼教授は前述のように創業者利益＝実現利益説の立場に立つので、増資（額面発行・時価発行）の場合に発生する創業者利益の発生に関する筆者の考え方を、その立場から検討されている。教授は額面割当発行の場合でも、額面を払い込んで新株を取得した株主も、それを売却しなければ、創業者利益を獲得したことにならないという立場に立たれる。これは株式価値の擬制資本としての存在を、それが売却されない限りでは、認識しないと言う立場である。筆者が株式価値に認める擬制資本は、鵜飼教授においては、株式の現実の売買執行を前提にしない、従ってたんなる可能性としての存在にしか過ぎないところの、将来において存在する事になるかもしれないいわば想定上のものに格下げされてしまう。

額面割当増資の時代においては、増資は株主の経済的利益を保証する重

11 鵜飼哲夫，前掲書，153 ページ。

12 鵜飼哲夫，前掲書，153 ページ。

要な財務政策であった。株主は等しくそれから増資利益を獲得したのであったが、鶴飼教授の場合には新株を処分して始めて創業者利益が発生するのであるから、処分しない株主には創業者利益は発生しない事になる。新株を処分するかしないかは、投資家主体それぞれの個別的諸事情に依存するので、増資に伴う創業者利益は株主一般に発生するとは言えない事になる。しかし株主は一般に自己の所有する株式の経済的価値を市場価値から知っており、それを担保に出して金融を受けるなど様々の経済活動にこの市場価値即ち擬制資本を利用している。つまり擬制資本は株主の資産価値として現実に働いていると考えるべきである。その資産価値が、額面割当増資を通じて、払込金を超えて上昇した場合、そこに創業者利益の発生を認識するのはごく自然な事のように思われる。そういうわけで鶴飼理論は額面割当増資に際しての創業者利益の捕捉においてもやや狭きに過ぎるように思われる。

### 3 時価発行増資のさいの創業者利益にかんする鶴飼説

時価公募発行のさいには応募する一般投資家は醸出資本にたいしてたんに利子しか受け取る事ができないというのが筆者の見解である。そのことから既存株主は新調達資本の生み出す利益の内の利子超過分を獲得する事が出来るようになり、それが既存株主に株式価値の増大という形で創業者利益を生み出すと考えている。数字例としては現実資本 100 億円、年利益 20 億円、利子率 10%、2 億株（額面 100 億円）発行済の株式会社を想定し、この会社が新たに年々 10 億円の追加利益を企業にもたらすところの 50 億円の新投資機会を金融するために時価発行を行う場合、それはどのように行われ創業者利益はどのように発生するかを考察した。結果は、年々の総利益 30 億円のうち調達資本 50 億円の利子分に当たる 5 億円が新株主の配当に充てられ、残りの 25 億円が旧株主の配当に回されるから、旧株

主は全体として、50億円の擬制資本増大（それは1株100円から125円への株価上昇として現れる）を創業者利益として享受する事になる、そして額面超過の株式プレミアムは30億円が計上される、というのが筆者の見解である。<sup>13</sup>

鵜飼教授は創業者利益＝実現利益説であるので、もちろん上記の旧株主の擬制資本価値増加＝創業者利益の見解には批判的である。ところが他方でそれとは別に教授は、上記の私の時価発行の数字例の上で興味ある分析を示される。それは応募新株主が提供した新資本50億円が稼ぎ出す利益10億円の全てが新株主に配当されるのではなく、新株主に配当されるのはそのうち5億円に過ぎなく、残りの5億円（企業家利益）は旧株主に行ってしまう事を指摘されるくだりである。<sup>14</sup> 同じ事を教授は、無機能資本家である応募株主の醸出した30億円が以後稼ぎ出す年利益6億円のうち、応募株主が得るのは1億円だけで、残りの5億円は毎年旧株主に行ってしまうとも述べている。筆者が上記の時価発行理論で言いたかった事の一つは実にこの事に他ならない。時価発行の主体である機能資本家（旧株主）が無機能資本家である応募株主から企業家利益を抜き取る構図がここに明確に示されているからである。抜き取った結果が旧株主の株式価値上昇という形で一括して獲得されるのが、旧株主の追加的創業者利益なのである。いずれにしてもこのあたりの鵜飼教授の叙述は精彩に富み、教授の著書『株式発行の会計理論』第4章のハイライトをなしている。<sup>15</sup>

13 生駒道弘, 前掲書, 第1章, 参照。

14 鵜飼哲夫, 前掲書, 164-166ページ。

15 このように筆者は鵜飼教授の旧株主の新株主に対する支配論を高く評価するが、鵜飼教授は筆者が全ての株主を同質・平等のものとしているとして批判されている。鵜飼哲夫, 前掲書, 164-166ページ。しかし筆者が全ての株主を同質・平等と言うのは、株式会社制度がそうになっているという意味で、たとえば時価発行株の醸出額が旧株の従前の持ち分より多くても、増資後に旧株主と新株主の間で議決権や配当や持ち分額の点で差がつくことはないという事である。本文記述の意味で旧株主が新株主を支配できるのは、この前提があるか？

#### 4 鵜飼理論の特徴

鵜飼教授の創業者利益理論の特徴は、創業者利益＝実現利益説にあった。実は最初私は鵜飼教授が何故これほど強く実現利益説に肩入れするのかが理解できなかった。しかしやがてこれは教授のプレミアム＝創業者利益説と関連があるかもしれないと考えるようになった。実現か未実現かということは重要な問題であるが、かりに実現説を取る場合でも、利益を実現できるのはそこにあらかじめ擬制資本が形成されているからである事、つまり創業者利益の源泉は株主の所有する株式に株式価値が形成されているからである事は極めて重要である。

鵜飼教授は株式会社を、出資者の間の支配・従属の構造において捉えようとする志向が強いように推察される。それは教授の時価発行における旧株主の新株主にたいする支配関係の考察に現れており、強い説得力がある。株式市場は実に支配株主がいかにして従属株主を動員して資本を調達するかの工夫をこらす場であり、市場で作用する擬制資本の法則を利用したのが時価発行であるといえる。しかしこの考えを突き詰めて行くと、創業者利益は、株主によって擬制資本形成を源泉として獲得されるものであり、株式会社が創業者利益をプレミアムとして獲得する事は有り得ないという結論に到達せざるを得ないように思われる。

## IV 結 び

本稿は創業者利益にしても正味現在価値にしても、出資者に対して発生する利益である事を明らかにしようとした。ヒルファディングの株式会社理論の最大の特徴は資本の二重化をはやく理論的に明確ならしめた点にある。彼の提起した擬制資本や創業者利益の意味と概念規定をめぐっては、  
＼ らである事を考えて頂きたい。

第2次世界大戦後にわが国の多数の経済学者がその解明に努力をしてきたが、十分明確な成果をあげる事が出来なかった。株式プレミアムが資本であるのか利益（創業者利益）であるのかを問うプレミアム論争の混迷も、その影響を受けて今日に至っている。しかし擬制資本を株式会社の所有者ないし株主の理論として捉え直す事によって、ヒルファデイングの理論の意義がかなり明確になるのではないかと考えているわけである。

#### しのびごと

故正木久司教授と私は、昭和30年代中葉のほぼ同じ時期に経営学研究の道に入りました。ともに経営財務が専門であったので、教授のお名前は早くから知っていました。そのころ大阪のある研究会で一緒になったときが初対面であったと思いますが、そのとき当時私が調べていた「ストック・オプション」について、事細かく私に質問された事を記憶しています。そしてそのことによって、教授の研究意欲の旺盛と熱心を強く印象づけられました。教授は周知のようにこれまでパーリ・ミーンズをはじめ米国制度学派の研究において優れた業績を数多くあげてこられました。これから私がこの方面において教授の業績に学びつつ、その後を追おうとしている時に教授を失った事は、私個人にとってもかけがえのない先達をなくしたという思いが深く残念でなりません。教授が生前筆者に賜ったご好意と友情に深く感謝すると共に、心からご冥福をお祈り致します。