

# 創業者利得について

——独占段階における株式擬制資本の運動——

伊 藤 光 雄

## 目 次

- I はじめに
- II 「配当／利子率資本還元説」と株式キャピタル・ゲイン
- III 株式キャピタル・ゲインの一特殊形態としての創業者利得
- IV 独占のもとでの創業者利得と株式キャピタル・ゲイン  
〔補論〕 時価発行プレミアムについて
- V むすびにかえて

## I はじめに

本稿の課題は、独占段階における株式擬制資本の運動の特質を、創業者利得が生じるメカニズムに焦点を当てながら解明することにある。

周知のように、「創業者利得」を経済学的範疇として最初にとらえ、分析したのはルドルフ・ヒルファディングであった。ヒルファディングは『金融資本論』の第二篇「資本の可動化 擬制資本」、第7章「株式会社」において、「創業者利得」を以下のように例解している。

「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〔率〕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からう。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はなく、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、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』として現われるのである。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じるにすぎないところの、利得の<sup>1)</sup>一源泉である。

そして、ヒルファディングはこのあとに、「創業者利得は、詐欺でもなければ補償または報酬でもなく、一つの独自の経済的範疇である」と規定するのである。

このヒルファディングの設例では、株式の額面総額が擬制資本総額と等しくなるように株数を増して発行されていることや、「利潤を生む資本の利子付資本形態への転化」といった「規定」など問題点をいくつか含んでいることは、すでに少なからぬ論者によって指摘されてきている。またこの叙述以外にもヒルファディングの創業者利得論に対しては様々な研究上の論点が提起されてきており、それは創業者利得論にとどまらず、株式会社論、金融資本論の理解とも密接にかかわるものとして論じられてきている。<sup>2)</sup>だが、これらの点はひとまず措いて、次のように創業者利得が生じるメカニズムを説明したならば、少なくともその基本線に異論を唱える論者は見あたらないように思われる。

「ここに1億円の資本金をもつ株式会社があるとしよう。資本金の全額は会社設立時に株主によって払い込み済みであり、株式は1株額面100円、100万株発行され、額面総額も資本金に等しい。この会社は、年配当を1株につき14円、総配当1,400万円を『約束』しており、企業業績から見ても当面は1株14円配当を維持するにたる利潤をあげることが見込まれている。この会社の株式が公

開され、そのときの支配的利子率——たとえば超優良社債利回り——が5%であり、また危険割増が2%であると仮定しよう。するとこの会社の株式の市場価格は1株200円となろう。つまり、1株につき14円の配当請求権を7%の利子率プラス危険割増で資本還元すれば、200円の株式擬制資本価格、時価総額では2億円の株式擬制資本が生じるのである。会社の原始出資者がこの時点で持株を市場価格で売却したならば、それと額面価格(=拠出資本)との差、100円の1株当たりの売却益が生じる。この売却益が『創業者利得』であり、50万株売った株主ならば、5,000万円の利得を得ることになる(この時点で残る50万株、5,000万円の『創業者利得』は未実現の評価益)。この利得は当該株式の売買=所有移転によって実現されたもので、その源泉は株式の継承取得者が支払った購入代金である。このような『創業者利得』は、時価を下回る株式払込金での増資——典型的には旧株主額面割当増資——に際しても、基本的には同様のメカニズムで生じる。」

筆者の例解に対しても、会社の利潤率を明示していない点や、原始出資者が「創業者利得」をすべて実現していない点など、いくつかの論点は出てこよう。しかし、『金融資本論』の「内在的解釈」ではなく、「創業者利得」の発生そのものの説明としては、細部にこだわらない限り大きな異論は出ないと思うのである。というのも、これまでの「創業者利得」に関する様々な議論をふまえると、この例解同様、「創業者利得」は以下の二式を中心にして説明するのが一般的だからである。

$$\text{創業者利得} = \text{株価} - \text{額面価格} (= \text{拠出資本}) \dots\dots (1)$$

$$\text{株価} = \text{配当} \div \text{利子率} [+ \text{危険割増}] \dots\dots (2)$$

この(1)(2)式に示されているように、「創業者利得とは原始出資者が会社設立にあたって拠出した1株当たりの資本額を上回る株価が形成されることによって得られる『差益』であり、そのような株価は配当を利子率(プラス危険割増)で資本還元した値にほぼ定まる」というのがおおむね「通説」と思われるのである。<sup>3)</sup>

ところで、本稿で問題としたいのは何よりもこの(2)式の妥当性である。そ

れにもとづく株価論は、私見によれば、「配当／利子率資本還元説」と呼びうるものであるが、それがはたして現実の株価水準を説明する「基礎理論」たりうるものなのか——筆者はこの点に以前から否定的な見解をもっているからである。そして仮にこの(2)式が妥当性を欠くものならば、論理必然的にそれにもとづく「創業者利得」も経済学的範疇としては未確定なものとなり、先に記した「通説」にとってかわる新たな創業者利得論の構築が求められることになるろう。

筆者は以前、論文「擬制資本の形成と運動——債券と株式——」（東北大学研究年報『経済学』第44巻第3号、1982年）において擬制資本の形成と運動の基本論理を考察する中で、「配当／利子率資本還元説」にもとづかない独自の株価論を展開した。だが、そこでの論理水準が独占を前提していないこともあって、創業者利得にまで論及することができなかった。本稿では筆者自身のこれまでの展開をふまえつつ、独占段階の株式擬制資本の運動がいかにして創業者利得を生みだし、またその創業者利得なるものが経済学的範疇としていかなる意味をもちうるものなのかを明らかにしたい。

## II 「配当／利子率資本還元説」と株式キャピタル・ゲイン

「配当／利子率資本還元説」によれば、株価を決定する基本要因ないし主要因は2つあり、1つは個別株式会社が支払う配当の大きさであり、もう1つが金融市場での利子率の水準である。この考え方は、「株式に買い向かう貨幣資本は基本的には利子生み資本であり、利子生み資本であるからこそ、その利得源泉はもっぱら配当中心にならざるをえない」ということを前提にして成立する。この前提にたてば、現実の株式市場でキャピタル・ゲインの獲得を主たる動機として株式売買がなされても、それは「利子生み資本の運動から逸脱した投機資本」とみなされ、「投機資本」である以上、その資本自体の理論把握はできず、個別、「実証的」に分析するにとどまる、ということになるろう。かくして大方の株式（市場）研究者は、一方では「基礎理論」としての「配当／利

子率資本還元説」を堅持しつつ、現実の分析では、もはやこの「基礎理論」が適用できないような様々な要因や市場構造の変化の剔出にはげむことになる。<sup>4)</sup> 無論、その前提が正しければ、このような研究方法を批判する余地はないであろう。だが、筆者にはその前提自体が根本的な難点をもっていると思われるのである。

まず指摘しなければならないのは、株式擬制資本を媒介とする貨幣資本の運動  $G \text{---} A \text{---} A' \text{---} G'$  を仮に利子生み資本の運動ととらえても、個別株式会社の順調な発展——これが歴史の現実でもある——を想定するならば、独占を前提にしなくても、いずれキャピタル・ゲインが発生し、利率を大きく上回るような収益率を実現する投資家が生じざるをえない、という問題である。

先にあげた例と同様、額面 (= 抛出資本) 100 円、年配当 14 円の株式に利率プラス危険割増 7% の期待収益率をもつ「利子生み資本」が買い向かうものとしよう。株価は「当然」200 円となる。この株式を発行した会社は、その後いかなる発展経路をたどり、それとともに株価はどうなるのかを以下で検討してみよう。

最初に最も想定しがたいケースではあるが、ヒルファディングの設例にもみられる、会社の利潤がすべて配当に回される場合 (利潤率 14%) を考えよう。その場合、この会社が資本拡張をおこなうとするなら、それは借入もしくは増資によることになるろう。

まず借入であるが、この会社が 5,000 万円を 5% の利率で借り入れて総投下資本を 1 億 5,000 万円に増大させたとしよう。その結果生み出される総利潤は 2,100 万円であり、支払利子が 250 万円であるから差引 1,850 万円が配当可能となり、1 株 18 円 50 銭の配当を実施することになるろう。この株式にも 7% の「利子生み資本」が買い向かうのであるから、株価は約 264 円に跳ね上がる。仮に 1 株 200 円で買った株主が 1 年後に 264 円で株式を売り、かつそれまでに 14 円の配当を受け取ったとすれば、この株主の投じた 1 株当たり 200 円の「利子生み資本」は年 78 円、率にして 39% の収益を実現したことになる。

増資で資本拡張した場合はどうであろうか。この会社が株主額面割当て 50 万

株発行して、5,000万円増資したとしよう。この場合、総利潤2,100万円すべてが配当可能となり、1株当たり14円配当が実施され、株価は新旧ともに200円となる。その結果、額面割当を受けた株主は、新株1株につき100円の「創業者利得」を入手できることになる。借入の例と同様、株式を売却するまでの期間を1年と仮定すれば、旧株2株の買入れ金400円プラス新株払込金100円の500円で配当28円と「創業者利得」100円の計128円、率にして25.6%の収益を実現する。またこの例では、「利子生み資本」が「創業者利得」を取得するという訳のわからないことが生じてしまう。<sup>5)</sup>

このように、借入にしる増資にしる資本拡張がなされれば、株式擬制資本を媒介とする貨幣資本の運動は、利子生み資本のそれとは似ても似つかぬ性格のものになってしまうのである。だが、このような指摘にたいしても、「そのような変動は、特殊かつ一時的なもので、それ以外のときには株式は利子生み資本の投下部面となっているではないか」との反論が予想される。借入や増資が「特殊かつ一時的なもの」という理解それ自体は大いに疑問であるが、今はそれを問わないとしよう。しかし、この反論も「利潤全額配当」という極端な前提でなくして、株式会社による恒常的な資本蓄積を認めるならば、たちどころに効力を失うことになる。

これまで、例にとってきた株式会社の利潤率が14%ではなく28%で、配当以外に蓄積も毎年おこなわれるものとしよう。この会社が1株14円の「安定」配当をおこない、残りの利潤を蓄積に回したとすると、10年間の総現実資本の増加状況は表1のようになる（金額の単位は1万円、四捨五入のため最小桁は若干の誤差を含む）。

これによると、総現実資本は高利潤を反映して年を経るごとに増加率を増しているが、配当が一定であるため「株価」はまったく上がらず（「株価」変動は利子率の変化によってのみ生じる）、6年目には現実資本が「株価」総額を上回り、以後その差を急速に増していくことになる。この場合には、先の事例とは異なりキャピタル・ゲインは生じないが、「株価」は配当にのみ依存して、資本蓄積にもとづく現実資本の増大を全く反映しない非現実的なものになって

(表1)

年	総資本	利潤	配当	蓄積	「株価」総額
1	10,000	2,800	1,400	1,400	20,000
2	11,400	3,192	1,400	1,792	20,000
3	13,192	3,694	1,400	2,294	20,000
4	15,486	4,436	1,400	2,936	20,000
5	18,422	5,158	1,400	3,758	20,000
6	22,180	6,210	1,400	4,810	20,000
7	26,990	7,557	1,400	6,157	20,000
8	33,147	9,281	1,400	7,881	20,000
9	41,029	11,488	1,400	10,088	20,000
10	51,117	14,313	1,400	12,913	20,000

いる。これが後にみるように、「配当／利子率資本還元説」の最大の欠陥を表わしている。だが、この事例にたいしても、「配当を故意に一定にしているから問題が出るのであって、そのときどきに応じて配当を増やしていけば、株価が現実資本を下回るといような事態は起こらないはずだ」との反論が当然予想される。だが、配当を増やしていけば今度は投資家の実現収益率が大きく変化するのである。試みに配当性向を50%として、利潤額に連動させると表2のようになる（金額の単位は1万円、四捨五入のため最小桁は若干の誤差を含む）。

(表2)

年	総資本	利潤	配当	蓄積	「株価」総額	収益率
1	10,000	2,800	1,400	1,400	20,000	21%
2	11,400	3,192	1,596	1,596	22,800	21%
3	12,996	3,639	1,819	1,819	25,992	21%
4	14,815	4,148	2,074	2,074	29,631	21%
5	16,890	4,729	2,365	2,365	33,779	21%
6	19,254	5,391	2,696	2,696	38,508	21%
7	21,950	6,146	3,073	3,073	43,899	21%
8	25,023	7,006	3,503	3,503	50,045	21%
9	28,526	7,987	3,994	3,994	57,052	21%
10	32,519	9,105	4,553	4,553	65,039	

ここでは、投資家が株式を1年間保有した後に市場で売却するものとして、株式の買入れ価格を投資元本とし、配当とキャピタル・ゲインの合計を実現

収益としてその率を右側に掲げておいた。「株価」は配当を7%で資本還元したにもかかわらず(というよりもそのせいで)、実現収益率は21%という高水準で横並びになるという事態が発生する。

株式会社の実際の資本拡張の過程は、この資本蓄積とともに先にみた借入や増資によってもなされるのであるから、ある意味では恒常的な過程である。その資本拡張の結果利潤が増大し、その利潤増を反映したかたちで増配がおこなわれるならば、配当を利子率(プラス危険割増)で資本還元した「株価」は利子率(プラス危険割増)を上回る実現収益率を確実に投資家にもたらすことになり、株式に投じられた貨幣資本が利子を求める資本だとする前提と矛盾したものになってしまうのである。

以上検討したところから明らかのように、「配当/利子率資本還元説」は、株式会社の現実資本の増大、利潤の増大とは無関係に、配当が長期間一定に維持されることを想定し、増配に起因する株価変動と、その結果としての利子率を上回る収益率を実現する投資家の出現を、「ごくまれな例外的事態」と解することによってしか論理的妥当性を主張しえないものなのである。だが、そのように理解するならば、問題としている株式は単なる配当請求権に——あたかも議決権のない優先株の性格をもちながら優先権は付与されていないものになってしまい、本来の株式(=議決権付普通株)ならびに株式会社の経済学的把握を根本的に誤ることになる。

資本主義経済が株式会社(制度)を生み出していく最も基底的なモメントが資本の規模の拡大にあることを否定する論者はいないであろう。そして資本の規模拡大には、信用と並んで資本結合=資本集中という手段が存在し、後者によって生み出された結合資本が株式会社の資本であるとの理解にも大きな異論は出ないと思われる。

要は、株式会社が単なる結合資本企業ではなく、後者が必然的に内包せざるをえない出資者にたいする持分払い戻し=資本縮小の可能性を、持分権に譲渡性を付与することで排除した特殊な結合資本企業であること、したがって、株式の流通=持分の売買移転の本来的意義は、会社の外部で株式投資家に持分の

払い戻さないし出資と同等の経済的効果を与え、そのことによって会社資本の維持・拡大を容易にしていること、——この点を認め、これに立脚点を<sup>7)</sup>おいた株価理論を展開するか否かにあるのである。

もしこれを認めれば、会社設立時に資本を拠出した者が求める株価というのは、保有持分に相応する貨幣額＝持分価額を下回らないだけのものであり、会社が蓄積をおこなっているならば、持分価額は拠出資本のみならず蓄積分をも当然含むものであることも容易に理解できるはずである。さらに、この持分価額に含まれる蓄積分は、株式流通ではキャピタル・ゲインの形をとる以外には回収できないものであるから、株価論はこのようなキャピタル・ゲインを排除しては成り立ちえないことになる。

「配当／利子率資本還元説」は、株式擬制資本を媒介とする貨幣資本の運動が利子生み資本の運動であるとの前提にたっているため、この資本の主たる利得源泉を配当にのみ求め、キャピタル・ゲインを理論から排除し、株価と現実資本の持分価額との対応関係を切断したところに根本的な誤謬があったのである。とはいえ、「配当／利子率資本還元説」もキャピタル・ゲインを完全に理論から排除することはできなかった。この説が唯一「理論」としてとらえたキャピタル・ゲインが「創業者利得」なのである。

### III 株式キャピタル・ゲインの一特殊形態としての創業者利得

株式の流通＝売買の基本的性格を、拠出資本だけでなく蓄積分をも含む持分の肩代りにとらえると、「配当／利子率資本還元説」では想起することのできないようなことが見えてくる。

それは、もし株式の売買が1株当たりの持分価額と等しい価格で取引されたならば、当該株式をめぐるすべての $G—A……A'—G'$ の運動は、株式会社の利潤率に等しい収益率を実現する、ということである。逆に言えば、そこで株式に投じられた貨幣資本は、利子率なみの収益を求めているのではなく、現実資本の運動の外にありながら利潤率——借入がある場合は自己資本利潤率に——

等しい収益を求めるとい性格のものなのである。無論、この見解は「株価＝持分価額」という関係が実際に市場で成立しない限り妥当性をもつものではない。だが株価理論はこれをふまえて展開しなければならないのである。なぜなら、株式市場がその本来的機能をはたすためには、持分価額を下回らない株価、「株価 $\geq$ 持分価額」という関係が基本的に維持されていなければならない<sup>8)</sup>、そのような株価が維持される根拠ならびに条件を解明することが株価理論の第一義的課題と考えられるのである。そして、この課題は以下のように、株式需要の性格、とりわけ株式投資家の経済的な力能を明らかにすることで、基本的には果たされるのである<sup>9)</sup>。

先に述べたように、株式会社の原始出資者は、株式を持分価額で売却できれば会社の利潤率と等しい収益率を実現することができる。株式会社が成立するためにはそのような原始出資者が存在することが、十分条件ではないが必要条件である。そして、そのような原始出資者の存在を認めるならば、この者と同等の経済的力能をもった貨幣所有者が他にも存在していると考えるのが自然であろう。すなわち、この貨幣所有者は別の会社の原始出資者になりうるとともに流通市場で既発株を持分価額相当の価格で買うことも可能なはずであり、既発株の購入に出資と同等の意義を認めることになる。彼は原始出資者とともに持分価額を株式の「内在的価値」と観念することになる。

だが、株式流通市場に登場しうる貨幣所有者はこのような投資家に限られるわけではない。原始出資者よりも経済的力能において劣るような投資家、すなわち所有する貨幣を他のいかなる部面に投じたとしても株式会社の利潤率を下回る収益率しかあげることのできない者も、既発株を購入することが可能なのである。この投資家の貨幣は、株式という投資部面がなければ利子生み資本として運用される以外には増殖運動しえない性格のものであり、それゆえこの投資家は原始出資者と経済的力能において同等の投資家よりも高い株式の買値をつけることになる。その結果、市場での多少の需給変動にかかわらず「株価 $\geq$ 持分価額」という状態は維持されやすくなり、またそのような投資家が数多く市場に登場すれば、それだけ株価は持分価額を上回ることになる。

だが、注意しなければならないのは、このような投資家が存在すれば「株価  $\geq$  持分価額」という状態が無条件で維持されるかということ、そうではないという点である。株価の下値を支えているとみられる「持分価額」は実際には市場で評価された額であって、株式の売り手たる出資者が必要とする「持分価額」=出資金プラス蓄積額と一致しない場合もあるからである。もしある会社の利潤率が平均利潤率よりも低ければ、市場が評価する「持分価額」はその会社の1株あたりの純資産額を下回ることになり、株主は持分払い戻しを受けたに等しい額を株式市場で回収しえない、という事態も生じよう。当然のことながら、そのような業績のすぐれない会社の株式に、一般投資家が買い向かうことは少ないからである。したがって、株式会社が自社の株式の流通に「持分払い戻し—出資」と同等の機能をもたせ、かつその機能を永続させようとするならば、現実資本の再生産を順調に保ち、絶えず利潤率の維持・向上に努めなければならず、またその最有力の手段として蓄積を強力に推し進め、信用も大いに利用しなければならないことになる。他方、個別株主は株式流通市場が正常に機能を果たしている限り、会社に蓄積された額に等しいかあるいはそれ以上の額を株式の売却によってキャピタル・ゲインとして取得することが可能となる。そのことから、株式に投じられる貨幣資本の運動は、配当の取得とならんで、あるいはそれ以上にキャピタル・ゲインの取得を中心的動因となすのである。

以上のように、株価形成ならびに  $G \text{---} A \text{---} A' \text{---} G'$  の運動の基本論理をとらえるならば、次のことが確認されよう。もし創業者利得を「株式会社の原始出資者が株式売却によって取得するキャピタル・ゲイン」とのみ理解すれば、それはすでに述べたことで基本的な説明が与えられている。すなわち、独占を前提にしなくても、会社の業績が将来の見通しも含めて良好で、かつ株式が公開される以前に蓄積がなされているならば、創業者利得は確実に原始出資者が取得しうるものである。そして、このキャピタル・ゲインの大きさは、当該株式の持分価額の中の蓄積に相応した額と、株式流通市場における投資家の経済的力能から規定される期待収益率によって決まることになり、原始出資者より経済的力能において劣る投資家は、資本主義の論理からして当然のごとく

蓄積相当分を上回るキャピタル・ゲインを原始出資者に献呈しなければならない。その結果、株式を売却した原始出資者は、会社の利潤率を上回る収益率を実現することになるのである。ただし、独占を前提としないこの論理水準では、すべての株式会社の原始出資者が会社の利潤率を上回る収益率をあげうるわけではない。会社の業績が悪化して株価が持分価額以下に低落しているにもかかわらず持株売却を余儀なくされた者の収益率が、平均利潤率そして会社の個別利潤率をも下回ることも大いにありうるのである。

またこの段階で、旧株主額面割当増資を考えると次のようになる。払込資本金1億円（額面100円，100万株発行）、蓄積分1億円で持分価額総額2億円の会社があり、その株価総額を仮に持分価額総額の2倍の4億円（1株400円）であるとしよう。この会社が1億円（100万株）の倍額増資をおこなうと、増資権利落ち後の株価は $(400円 + 100円) \div 2 = 250円$ となろう。旧株1株もっている原始出資者の増資前の未実現の創業者利得は $400円 - 100円 = 300円$ 、増資後のそれは $500円 - 200円 = 300円$ となり、結局増資をしても未実現の創業者利得総額は変わらない。増資前に権利付旧株を400円で1株買った者は新株を取得しても、総コストは500円であるから、増資自体が創業者利得を生み出すものではないことが分かる。ただし、増資後の会社の業績が順調で、かつ1株当たりの配当も増資以前と同額ないしそれ以上を会社が支払い続けるなら、いずれ増資前と同様に株価総額は持分価額総額の2倍、6億円（1株300円）以上となる可能性も高く、そうなった場合、株主はキャピタル・ゲインを得ることができる。この利得は増資後に株式を250円で買った者も得られるのであるから、創業者利得でないことは明らかであろう。

したがって、少なくともこの論理水準では創業者利得は増資時には発生しないと考えられるが、もし創業者利得論がこれまで述べた程度の内容であるならば、あえて「経済学的範疇」として問題にする必然性はどこにあるのであろうか。「株式会社」、「株式」、「株価」と「持分価額」、「株式擬制資本を媒介とする貨幣資本の運動」、「配当」、「株式キャピタル・ゲイン」を範疇として体系的に論じればそれで済む問題ではないか、という疑問がわいてきはしないだろう

か。なぜなら、創業者利得は「株式キャピタル・ゲイン」という範疇の小範疇に位置し、原始出資者がこれを取得するという点において他のキャピタル・ゲインと区別されるにすぎず、この論理水準において原始出資者が株式売却によって株式会社の利潤率を上回る収益をあげたとしても、それ自体は会社の現実資本の運動には直接関係しない株式流通市場での投資家間の収奪＝富の再分配にすぎないからである。そして、このように創業者利得が現実資本の運動との関係が切断されているか希薄であるということは、「配当／利子率資本還元説」<sup>11)</sup>にもとづく「創業者利得」把握の大部分にも当てはまる問題ではなかるうか。  
 「経済学的範疇」を強調する以上は、もっと現実資本の運動にかかわる積極的な意味付けが不可欠であろう。筆者は、その意味付けをなしうるのは、これまでの論理水準を超えた、独占を前提にした論理水準であると考えてるのである。

#### IV 独占のもとでの創業者利得と株式キャピタル・ゲイン

すでに述べたように、株式会社は、株式という資本集中の用具を発行することで、単純な結合資本企業に本来的に付随する持分払い戻し＝資本縮小の可能性を排除しつつ、資本運動の統一性を維持している特殊な結合資本体である。株式会社には自社の株価が持分価額を下回ることのないように、たえず利潤率を維持・向上させ、蓄積および信用の利用にはげむことが要請されるが、そのように会社の現実資本を運動させると、それが株式擬制資本の運動にも反映して持分価額を上回るような株価を形成することになる。また株式会社は、このような株式擬制資本の運動を利用して増資、集中・合併等で現実資本を拡大し、<sup>12)</sup>またそれを基礎にして蓄積を推し進めるのである。

このような株式会社による資本の集積・集中は競争を激化させ、多数の弱小資本を個人企業であると株式会社企業であるとを問わず競争戦の敗者となす。競争戦に敗れた資本は当該部門を撤退して他部門へ移動したり、当該部門で直接吸収の対象になったり、あるいは利潤を生むというその資本性をなかば否定されたかたちで株式流通市場へと向かったり、債券投資・銀行預金といった利

子を求める資本に転化したりする。いうまでもなく、最悪の場合は完全なる資本性の否定、100%の価値喪失である。この過程が幾度となく繰り返されると、資本の集積・集中の度合が著しい産業部門では独占を生み出すことが可能なまでに生産の集積が進展する。

この段階にいたると、株式会社制度ならびに創業者利得は独占形成においていわばテコの役割を果たすことになる。というのも、部門独占——カルテル等の当該部門に属する大企業を中心とした協定にもとづく市場支配——が形成されると、その部門の独占的大企業には、独占利潤の取得とそれにもとづく高蓄積が見込まれることになる。そして、そのような展望のもとに、将来独占の大企業になりうるような巨大企業を株式会社形態で設立するならば、設立に加わった原始出資者は、自由競争下と比較して巨額の創業者利得を短期のうちにより確実に取得することが可能となろう。なぜなら、独占利潤は高利潤であるとともに安定利潤であり、独占的株式会社の株式はその独占利潤を根拠に短期のうちに市場性を獲得し、上場後も非独占的株式会社の株式に比べれば市場での評価も高くなるから、より低い期待収益率で満足するような株式投資家が買い向かうことになり、「独占的高株価」とも呼びうる株価を形成することになるからである。それゆえ、原始出資者は、独占的株式会社の利潤率をも上回る収益率をあげることが可能となり、それを見込んで会社の設立と独占形成を積極的に推し進めることになろう。独占的創業者利得は独占形成の結果であるにもかかわらず、その取得が会社設立時に前もって計算ないし計画されているがゆえに独占形成が推進されるという関係——ここに独占的創業者利得の特質の一面が認められるのである。<sup>13)</sup>

独占的創業者利得のもう一つの特徴は、それが独占形成を推進するのみならず、すでに独占ができあがっている部門でもその部門の——場合によっては他部門の——現実資本の要請があれば、独占の再編・高度化を実現するうえでのテコとなりうる、という点である。この場合も、独占の再編・高度化の結果得られる独占利潤、創業者利得を前もって予測しうるがゆえに、そのような再編・高度化をもたらしうる独占的株式会社同士の合併による新会社の設立や持株

会社等による複数の株式会社のグループ化を推し進めることが容易になるのである。

このようにみるならば、独占的創業者利得は、それが独占の形成ならびに独占の再編・高度化という現実資本の運動に密接にかかわるものであることが明らかであろう。その利得源泉それ自体は、株式投資家の貨幣であり、その利得の大部分は投資家からの収奪利得であることに変わりはないが、そのような投資家が収奪されることを前提として、独占的株式会社に転化しうのような現実資本の集中が可能なのである。一方では、市場支配にもとづく独占価格の設定、独占利潤の実現という収奪がおこなわれ、他方では株式市場で独占的創業者利得の実現という形で収奪がなされる——このような現実資本と株式擬制資本の双方の側での収奪にもとづく増殖運動が相互依存的関係にあること、この点にこそ独占段階の株式擬制資本の運動の最大の特質があるのである。

だが、注意しなければならないのは、このような独占段階の株式擬制資本の特質は、独占的創業者利得が実現される場合にのみ認められるような一時的なものではない、という点である。増資時におけるキャピタル・ゲインの発生はもとより、それ以外の時点でも独占的株式キャピタル・ゲインが発生するならば、独占段階の株式擬制資本の運動はその特質を十全に発揮するからである。以下、この点を詳しく見ていこう。

まず、独占的株式会社が増資をおこなう場合であるが、前章で考察した増資の設例と同様、払込資本金1億円（額面100円，100万株発行）、蓄積分1億円で持分価額総額2億円の会社があり、その株価総額を持分価額総額の2倍の4億円（1株400円）で、この会社が1億円（100万株）の倍額増資を株主額面割当でおこなうものとして考えよう。独占を前提としない場合の株式会社と資本規模や株価を等しくしたのは以後の違いを比較しやすくしたため、実際は独占的株式会社の方が資本規模も大きく、株価も高いであろうことはいうまでもない。前章では株式の権利落ち後の価格は250円であったが、ここでは二つのケースが考えられる。

まず第一は、一般投資家が、会社の独占的高利潤からして、増資後すぐ株価

総額が持分価額総額の2倍（6億円）以上になると考え、権利落ち価格を300円前後に予想する場合である。仮に300円と予想したとしたら、権利付の旧株は増資直前に500円にまで値上がりすることになる。なぜなら、投資家は $(500円 + 100円) \div 2 = 300円$ という計算式を頭に描いて、旧株を500円で買ったとしても自己の期待収益率は実現できると考えるからである。この場合、旧株を400円で入手した株主は、株価が500円になった時点でそれを売却するならば、1株につき100円のキャピタル・ゲインを得ることができる。また、株を売却せずに新株に100円を払い込めば、増資後は300円の株を2株、将来のさらなる値上がりを見越して100円（1株50円）の未実現のキャピタル・ゲインを含む<sup>14)</sup>ものとして保有し続けることもできるのである。この増資によって、未実現も含めて1億円のキャピタル・ゲインが株主のものとなる。

第二は、会社が独占的高利潤に支えられた「安定的」配当政策を続けており、増資後も1株当たりの配当額が不変であることが一般投資家にも確実にされ、権利落ち価格が400円前後に予想される場合である。というのも、このような予想をたてる投資家は、会社の「安定的」配当政策ゆえにその株式を「利子生み資本の投下部面」とみなしてしまうからである<sup>15)</sup>。この場合も、仮に400円と予想されたとしたなら、権利付の旧株は $(700円 + 100円) \div 2 = 400円$ という計算で増資直前に700円にまで値上がりしよう。1株を400円で買った者は、300円のキャピタル・ゲインを実現するか、未実現のまま新旧2株の株式として保有し続けることが可能である。いずれにせよ、未実現も含めて3億円のキャピタル・ゲインが株主のものとなる。また、ここでは増資後の株価総額が8億円と、持分価額総額の約2.7倍にも膨れ上がることになるが、このような高株価は増資後の会社の業績等によってなんらかの「根拠づけ」がなされない限り、後に急落する可能性もはらんでいよう。

いうまでもなく、実際の増資の過程では株主や一般投資家のさまざまな思惑が交錯するであろうから、権利付の旧株がいくらまで値上がりするかは断定できるものではない。ここでみた二つのケースが一つの増資に入り組んで現われて株価が500円と700円の間で定まるかもしれないし、場合によっては500円以

下もしくは700円以上になる可能性もないとはいいがたい。とはいえ、独占的株式会社の額面割当増資が株主にキャピタル・ゲインをもたらすとしたら、この二つのケースが示した事例が典型的にその根拠を説明しており、そして両ケースともに会社の現在ならびに将来の独占利潤、独占の高蓄積が究極においてそのキャピタル・ゲインの発生基盤<sup>16)</sup>になっていると考えられるのである。また、このような増資が株主にキャピタル・ゲインをもたらすものであるからこそ、株主は増資を歓迎し、新株の払込にも積極的に応じることになるから(注14)再度参照)、会社にとっては増資がかなりやりやすくなることも明らかであろう。ここにおいても、独占段階の株式擬制資本の運動の特質は明瞭に認められるのである。

ところで、ここで問題にしなければならないのは、このような増資がもたらすキャピタル・ゲインを「創業者利得」と規定することの適否である。「配当／利子率資本還元説」は増資時のキャピタル・ゲインがその「発生メカニズム」において本来の「創業者利得」と同様であることから、これをも「創業者利得」の一種として規定したが、これまでの展開で明らかのように、両者はともに独占的株式キャピタル・ゲインに属し、独占段階の株式擬制資本の運動の特質から生じるものであるが、キャピタル・ゲインの取得者たる株主の性格は大きく異なっている。創業者利得は株主が独占的株式会社の原始出資者であるがゆえに得られるキャピタル・ゲインであるのに対し、増資時のキャピタル・ゲインは株主が「創業者」でなくても——かつては原始出資者に創業者利得を献呈した者であっても——得られるものなのである。つまり、原始出資者はその経済的力能からして一方的な収奪者であるのに対し、その他の株主は増資でキャピタル・ゲインを得たとしても収奪される対象でもあり、その可能性は小株主ほど一般的に大であろう。したがって、増資がもたらすキャピタル・ゲインは創業者利得とは区別されたものとして、しかし創業者利得とともに独占的株式キャピタル・ゲインの小範疇として規定すべきものと考えられるのである。

最後に、創業者利得、増資キャピタル・ゲイン以外のキャピタル・ゲインが独占的株式会社の現実資本の運動といかなるかわりをもっているのかを考察

しよう。

まず、確認しておかなければならないのは、本章の設例で独占的株式会社の株価総額が持分価額総額の2倍と仮定したのはあくまで説明の便宜上であって、理論としては、株価総額が持分価額総額を上回り、その倍率は同一の流通市場においては非独占的株式会社より独占的株式会社の方が一般的に大であらう、と論じることはできても、その倍率がどの程度の水準になるのかを論定することはできない、という点である。すなわち、ある会社の株価が他社の株価に比べて、または過去の同社の株価に比べて安いとか、ある国の株価水準が他の国のそれと比較して高いとかいうような相対比較はできても、比較するものがなくて持分価額の何倍なら妥当という絶対的基準は、株式擬制資本の本質からしてありえないものなのである。株価が持分価額を上回ること自体が、収奪関係が存在していることの反映であって、このような収奪関係が維持できている限り、つまり、一般投資家はその株式に買い向かうのを一斉にやめるということのない、投資家の期待収益率の実現が見込まれる株価水準である限り、収奪の度合いがいくら大きくてもかまわないのである。

では、独占的株式会社の株価が、増資時以外でも日常的に、現在よりもより将来の独占利潤、独占の高蓄積をも反映した「独占的高株価」水準となっていて、独占的株式キャピタル・ゲインを絶えず株主にもたらすものであるとしたら、そのような株価は会社自身にどのような利点をもたらすのであろうか。

まず第一に指摘できるのは、会社は利潤のうち配当に回す割合を極力圧縮して、その分をも蓄積——あるいは負債の返済——に回すことができるようになるという点である。これが可能なのは、一般の株式投資家にとっての最大の関心事が期待収益率の実現であって、その収益源泉が配当であらうとキャピタル・ゲインであらうと大方は問題としないからである。このような配当政策によって、会社が以前をも上回る高蓄積をしたり負債の返済をするならば、以後さらに利潤が増大することはいうまでもない。また、このような高蓄積を背景として、会社が新たな事業展開に必要な資金を銀行借入ないし社債発行で調達する場合でも、以前よりも有利な条件でなしうることになる。そして、このよ

うな現実資本の運動が、株主に後のさらなるキャピタル・ゲインの取得をも可能にするのである。

「独占的高株価」が株式会社にもたらす利点の第二は、増資がさらに容易になるということである。すでに検討した増資の設例で説明するならば、増資計画発表以前の株価水準が、持分価額の2倍ではなく3倍（1株600円）であるとする、権利付きの旧株価の上昇と権利落ち後の株価はそれぞれ、第一のケースでは800円と450円、第二のケースでは1,100円と600円というように、旧株主のものとなるキャピタル・ゲインが増大する。その結果、新株払込がより少ない旧株の売却によって可能となるのである。また、これは次の〔補論〕で検討するものの一部先取りであるが、会社の増資が公募時価発行でおこなうことが可能となれば、株価が高いほど会社にとって有利となることも明らかであろう。

第三は、これは一面では増資ともからむ問題であるが、株価が高いほど他の株式会社を合併・買収することが容易であり、逆に自社が合併・買収の対象になる可能性が小さくなるという利点である。他社を現金で合併・買収するのは、その資金を増資もしくは借入でまかなうことになるから、すでに述べたことを繰り返す必要はないであろう。だが、合併・買収は現金でなされるとは限らない。株式交換、すなわち合併・買収の対象となる会社の株式と自社の株式を両者の株価を基準として一定の比率で交換するという方法も可能なのである。この場合、自社の株価が合併・買収のコストを直接規定するので「独占的高株価」の影響は決定的である。逆に他社がこの「独占的高株価」を維持している会社を合併・買収するのは容易ではない。現金で株を買い集めるのはコスト的に採算が取れないし、株式交換に訴えるにしても相手の会社の株価を上回る高株価を維持していることが条件となるからである。これらのことを、部門間資本移動という視角からみるならば、独占的高株価を維持している会社は合併・買収によって他部門に参入することが容易であり、他方この会社が属している部門は他部門から参入されにくいことになる。独占にもとづく市場支配は、株式擬制資本の運動によっても支持・強化されている点に注目すべきであ

17)  
ろう。

〔補論〕 時価発行プレミアムについて

これまでの考察をふまえて、公募時価発行増資によって会社が「資本金」以上に得る株式プレミアムの性格について考えてみよう。これは、「配当／利子率資本還元説」に立脚した多くの研究者によって、一方では「創業者利得」の会社による取得としてとらえられ（「利益税」）、他方では「創業者利得」とは区別されるべき資本抛出現としてとらえられ（「資本説」）、現時点でも「最終結着」<sup>18)</sup>のついていない問題である。

結論から言えば、プレミアムは株式会社が独占的株式擬制資本の運動を利用した資本集中——増資も資本集中の一形態である——により、株主に額面を超えて抛出させた資本であって、会計上資本金と区別されるにすぎないものである。それは、「配当／利子率資本還元説」にもとづいた「創業者利得」でもなければ、いかなる意味での株式キャピタル・ゲインでもない。

まず、単純なことであるが、プレミアムがキャピタル・ゲイン＝売買差益そのものではありえない、ということは議論の余地のないことであろう。とするならば、プレミアムをキャピタル・ゲイン（「創業者利得」をも含む）に由来する「利得」とみなす見解は、株主額面割増資の場合に株主に帰属していたキャピタル・ゲインが、公募増資になるとその全額もしくは一部がプレミアムに「転化」してしまい旧株主に帰属しなくなる、ということに帰着しよう。以下、そうではないことを例示しよう。

ここでも、先にみた株主額面割増資の設例と比較できるように、払込資本金1億円（額面100円、100万株発行）、蓄積分1億円で持分価額総額2億円の会社があり、その株価総額を持分価額総額の2倍の4億円（1株400円）であるとしよう。

この会社が1億円の倍額増資を1株400円、25万株の公募時価発行でおこなった場合、会社は1億円－2,500万円＝7,500万円のプレミアムを得る。他方、新旧株主は、増資後の持分価額総額が3億円であるから、株価総額もこれの2

倍の6億円、1株480円の株価上昇を期待することができ、これが実現すると1株80円、総額1億円のキャピタル・ゲインが取得可能となる。

さらに、会社がいちより有利な条件で増資をおこなおうとすると、公募価格と発行株数は次のような計算で決められることになる。まず、増資後の持分価額総額は3億円となるので株価総額もこれの2倍の6億円になることが見込まれる。そうであるならば、この会社の株は、増資前でも一般投資家によって近々キャピタル・ゲインが得られる株として買い競われ、将来のキャピタル・ゲインは増資直前の株価に織り込まれてしまうことになろうから、その価格で公募することも可能であるとするのである。そのような公募価格とは500円であり、この価格で20万株発行すると、会社は1億円-2,000万円=8,000万円のプレミアムを得ることになる。この増資によって、旧株主には1株100円、総額1億円のキャピタル・ゲインが帰属することになる。他方、新株に応募した者は、増資に直接もつづくキャピタル・ゲインは得られないものの、この増資が株価を下げるわけではないから、後のキャピタル・ゲインの取得を期待することになるのである。

この設例が示すように、増資によってキャピタル・ゲインが発生する根拠は、持分価額総額の増大（2億円→3億円）に対応した株価形成（総額、4億円→6億円）であり、会社の得るプレミアムは持分価額総額の増分1億円の部分にすぎない。キャピタル・ゲインはたとえそれが先取りのであってもプレミアムを含む会社の現実資本の増加の結果であり、それゆえプレミアムは株主額面割当増資の場合に得られるはずのキャピタル・ゲインの一部を会社が取り込んで<sup>19)</sup>いるわけではないのである。

この公募時価発行増資によって、株式会社は必要とする資本を最小限の株式発行によって調達可能となるので、その分利潤のうち配当に回す割合を縮減して蓄積の割合を高めることができる。その意味では、公募時価発行増資はより資本の本性に即した増資手段であり、それを可能にしているのも独占的株式擬<sup>20)</sup>制資本の運動なのである。

## V むすびにかえて

独占のもとでの株式擬制資本の運動、それによって生み出される「独占的高株価」と独占的株式キャピタル・ゲインは、会社設立時や増資時のみ会社の現実資本の運動と密接に関連し合っているわけではなく、独占的株式会社の資本運動の全過程において相互依存的関係にある。このような相互依存的関係は、独占を前提としない株式会社でも不確実さをともないながらも多少は認められるものであろう。なぜなら、株価は一般に将来の予測を反映するものだからである。しかし、そこでの予測は独占段階とは異なり不確実なものにとどまらざるをえないから、現時点での現実資本の運動を株式擬制資本の側で反映するという関係が基本とならざるをえない。独占的株式会社にあっては、将来の現実資本の運動を株式擬制資本の側が積極的に取り込み、その株式擬制資本の運動に支持されて現時点での現実資本の運動が促進される、という関係が一般的となる。独占段階の資本主義にみられる、現実資本の蓄積を大きく上回るような株式擬制資本の蓄積という事態は、単なる貨幣資本の過多や投機の増大などの要因以上に、この関係を基軸にすえて解明すべきものと考えられるのである。

本稿では、独占段階の株式会社の現実資本の運動と株式擬制資本の運動の一般的関係を明らかにしたが、両資本のこのような運動に対して、銀行業や証券業がどのようにかわり、自らも独占のもとで銀行資本、証券取引資本としての性格をどのように変容させていくのか、といった問題にまで論及することができなかった。今後の課題としたい。

### 注

- 1) ヒルファディング『金融資本論』、岡崎次郎訳（改訂）、岩波文庫（上）、215～216ページ。
- 2) 代表的な著作としては、後藤泰二『株式会社の経済理論』（ミネルヴァ書房、1970年）、鈴木芳徳『信用制度と株式会社』（新評論、1974年）、森岡孝二『独占資本主義の解明』（新評論、1979年、増補新版1987年）、野田弘英『金融資本の構造』（新評論、1981年）などがある。参照されたい。

- 3) もっとも、この理解に対しても先の例解ともかかわって、(1)式は1株を単位としているがそうではなく、右辺は「株価総額－額面総額（＝総拠出資本）」とすべきであるとの批判は予想される。だが、筆者は、擬制資本について「利得」「差益」「損失」「差損」などを論じる場合、すでに実際の取引で「実現」し確定したものと、「未実現」のいわゆる評価益（損）とを混同してはならないと考える。後者は売却しない限り確定的なものではなく、その後も額としては変動することが大いにありうるからである。例解においても、異なった時点の異なった株価で売った者が手にする創業者利得の額は当然異なるのであり、ヒルファディングの設例のように全株式が公開時に一気に売却されて、創業者利得がすべて実現することの方が非常にまれな事態と考えなければならないであろう。
- 4) 代表的な著作としては、川合一郎『株式価格形成の理論』（日本評論社、1960年）、また比較的新しい著作では奥村宏『日本の株式市場』（ダイヤモンド社、1988年）などにこの傾向が認められる。
- 5) さらに、論理水準をあえて無視して、公募時価発行による5,000万円増資の場合を考えてみよう。ここでも増資後の現実資本が生み出す2,100万円の利潤全額が配当に回され、この配当は新株主には7%の「利子相当」の350万円、旧株主には残りの1,750万円で分配されることが予想されるので、旧株1株あたりの配当は17円50銭が期待でき、それが7%で資本還元されるから増資直前の株価は250円に上昇することになる。会社はその株価で20万株新株を発行して3,000万円の株式プレミアムを取得するとともに、旧株主は1株当たり50円の「創業者利得」(?)が取得可能となる。なお、本注でことさら論理水準の逸脱をおこなったのは、「配当/利子率資本還元説」がそのような逸脱を許容する性格のものであることを示すためでもある。
- 6) 実際には、利潤増を伴わないような資本拡張、すなわち競争上、利潤率が低下してもやむなしとするような資本拡張もあろう。だが、本論で問題にしているのは、株式会社形態の企業が順調な発展をとげるとしたなら、その財務状況の一般的傾向はどのようなものになるかということであり、その脈絡でのみ資本拡張と利潤増を結びつけているのである。
- 7) 詳しくは、拙稿『擬制資本の形成と運動』、IIの1、2を参照。
- 8) 誤解のないようにつけ加えるが、筆者が本論で論じていることと、昨今の日本の株高を会社の「資産価値」からみて「高すぎない」とする主張とは、同一のものではない。後者の主張は会社の「資産価値」に保有株式や土地といった擬制資本の価額を含めたもので、いわば「二重計算」によって成り立っている。本論でいう「持分価額」はすべて現実資本を内実としたものである。現代の株式会社制度の下では、会社の「持分価額」が著しく不分明になっており、またそこに、株価の現代的特徴の一面が認められるのである。

- 9) 詳しくは、拙稿『擬制資本の形成と運動』、Ⅱの3を参照。
- 10) この事例で、旧株5株持っている原始出資者は1株を増資前に400円で売却し、その代金を新株4株の払込にあてることも可能である。すなわち、原始出資者は手元に新株払込金を有していなくとも、旧株の一部を売却して、実現された創業者利得をも含む売却代金で新株払込をなしうるのであり、またその方が増資後の株式の権利落ち価格を考えると新株引受権を行使しない場合よりも有利なのである。そしてこのことは、原始出資者だけでなく旧株売却によってキャピタル・ゲインを得られる株主一般にもあてはまる。
- 11) ただし、ヒルファディングは「創業者利得」を「金融資本」の主たる利潤獲得源泉ととらえることで、それを「経済学的範疇」として「体系的」に位置付けようとした。しかしながら、彼の「創業者利得」は「平均利潤」を資本還元してしまっており、「金融資本」は「企業者利得の先取り」である「創業者利得」を得る目的で「産業資本」を利用し、そのために「産業資本」の利潤の全額を配当に回してしまっている。ヒルファディングのこの一連の理論的混乱を明確に批判したのは、森岡孝二氏であった。森岡氏はその著書『独占資本主義の解明』の「第6章 ヒルファディングの金融資本」(増補新版では「第7章」)においてヒルファディングの創業利得論、金融資本の理解に根本的な批判を与えており、筆者も同意できる点が多く、大いに参考になった。だが、森岡氏も「配当/利子率資本還元説」に立脚しているため、株式擬制資本の運動が生み出すキャピタル・ゲインが会社の現実資本の蓄積をも反映した特殊な性質のものであること、したがって株式によるキャピタル・ゲインの実現は、債券に見られるようなキャピタル・ロスと相殺されてしまうような単なる富の再分配ではなく、資本蓄積とともに増大していく富をめぐる再分配であることを認識できていない。(この点については、拙稿「証券取引資本について」、島根大学『経済科学論集』第14号、1988年、注15をも参照。)

その結果、森岡氏は創業者利得の収奪性を強調するあまり、それを「一個の経済学的範疇としての詐欺」とまで規定してしまっている。しかし、資本主義の下で経済的強者と弱者が「市場のルール」にのっとりおこなった競争が、結果的に前者による後者の収奪をともなったからといって、それを「詐欺」と規定したのでは、独占価格での商品の販売等、現代資本主義のほとんどの「弱肉強食的経済取引」をも「詐欺」と規定せざるをえないことになろう。詐欺は収奪をともなうが、収奪は必ずしも詐欺ではないのである。

さらに指摘しなければならないのは、森岡氏が「配当/利子率資本還元説」にたつ限り、創業者利得の収奪性を理論的に把握することは困難だという点である。なぜなら、一方では「利子生み資本」が利子率なみの収益をあげているにもかかわらず、その資本所有者が収奪されているとは規定できないからである。収奪は利子水準の収益もあげえない場合にのみ指摘できるにすぎない。ヒルファディングが創業者利得の

取奪性を否定して、それを「企業者利得」の一括先取りとみなしたのもこのことに起因していると考えられる。その意味では、「配当／利子率資本還元説」は創業者利得の取奪性を隠蔽する役割を担っているのである。したがって、森岡氏が創業者利得の取奪性を強調しても、取奪者はいても被取奪者はいないという論理矛盾をおかしていることになる。本論にみられるように、創業者利得の取得はそれが資本蓄積相当額のものにとどまるならば取奪はなく、それが持分価額を上回るキャピタル・ゲインを実現したときに取奪がおこなわれているのである。つまり、取奪・被取奪の基準は株式会社の個別利潤率にあり、それよりも低い収益率しかあげえない株主は取奪される側に属しているのである。そしてこの取奪の顕著な特質は、いわゆる「妥当な株価」が形成されている限り、被取奪者に自分が取奪されていることを意識させない——経済的力能からして「相応の」収益率をあげていると思わせる——という点にあるのである。

- 12) だが、後に述べるように、この株式会社の現実資本と総株式擬制資本の相互依存的拡大効果が十全に発揮されるのは、独占資本主義のもとでのことである。
- 13) このような独占的創業者利得は、「産業部門」の株式によってのみ取得可能なわけではなく、商業、銀行業、証券業等の「非産業部門」の株式でも、独占形成が可能なまでに、資本の集積・集中が単に価値的側面だけではなく技術的側面において進行しているならば、同様に得られるものである。他方、それとともに、この独占的創業者利得を部門のいかににかかわらず自己の利潤の一部となし、それによって高蓄積をおこなう資本も出現する。ヒルファディングはそのような資本を、当時の現実から、証券業を兼ね営む「銀行資本」が産業株式会社を設立し、その株式を引き受け、一般投資家に販売することで、「創業者利得」を取得する資本＝「金融資本」とみなしたのである。
- 14) この事例でも、旧株を400円で6株入手した株主は、手元に余裕資金がなくても、そのうちの1株を権利付で500円で売却して、その代金を新株5株の払込金に当てることができよう。この場合、増資後の未実現のキャピタル・ゲインは、3,000円－2,400円＝600円となる。続く第二のケースでも、同様のことが可能であり、ここでは旧株の8分の1を売却するだけで新株の払込に應じることができる。
- 15) このように言うことは、株式の配当利回りが債券利回りよりも高いことを必ずしも前提にしているわけではない。利子なみの収益で満足する投資家は、配当利回りが債券利回りより低くても、その差をキャピタル・ゲインで埋める「見通し」があれば、本論のように観念するのである。
- 16) この設例で、会社の蓄積分をゼロ、持分価額総額を資本金1億円のみとすれば、増資計画が発表される前の株価は200円となり、二つのうちいずれのケースでも予想権利落ち価格は200円、したがって権利付旧株の値上がりはともに300円となる。これでも本論を展開する上で不都合はないが、増資時に会社の蓄積がないと想定するの

は、株式会社（制度）の本質を見失うことになろう。

- 17) このことから、独占にもとづく市場支配をもっぱら独占価格＝「参入阻止価格」として展開することの誤りが明らかとなろう。「参入阻止」を問題とするなら、他部門の企業の単純な参入のみならず、株式会社制度を利用した合併・買収による参入をも含めて考えなければならず、またそうすれば、独占価格や独占利潤も株式擬制資本の運動と無関係なものとして説明することはできないことも理解されよう。ただし、筆者は独占の大企業のすべてが株式会社形態をとっていることを理論的に想定しているわけではない。株式会社は経営内容の公開をある程度義務づけられていることや、合併・買収の対象となりやすい企業形態であることなどから、あえて株式会社形態をとらない方が特定の個別資本の運動にとっては都合のいい場合もありうると思われるからである。とはいえ、本論が示すように、株式会社は独占のもとで運動する資本にとっておおむね最も適合的な企業形態とみなされ、それゆえ独占の大企業のかなりの部分は株式会社形態をとっている、と考えるのである。
- 18) 株式プレミアムを資本説の立場から詳細に検討した著作としては、生駒道弘『株式時価発行の理論』（千倉書房、1986年）を参照。
- 19) ただし、株主額面割当増資では先に設例の第二のケースで示したように、旧株主が1億円ではなくもっと多くのキャピタル・ゲインを取得しうる場合がある。この1億円を超えるキャピタル・ゲインは、旧株主が増資前後に株主になった投資家からより多く収奪したものであって、これが公募増資でプレミアムに「転化」するわけでもない。この株主額面割当増資と本質的に同じことを公募増資でするとしたなら、500円を超える公募価格での増資であって、いずれの場合も後に株価が下落する可能性をはらんでいる。
- 20) 公募時価発行増資は、株主権から新株引受権を排除することによって可能になるが、この株主権の変容が、「経営者支配」現象など株式会社（制度）の現代的展開の土台をなしていると思われる。