

無額面株式試論

住ノ江佐一郎

—

無額面株式 (No Par Stock, No Par Value Stock (Shares)) Stock (Shares) without Par Value, Nennwertlos-Aktien, Aktie ohne Nennwert) または、E. F. ナームストロングによると、Shares, Units, or Stock divisions with no fixed, nominal or face Value という表現をしてゐる(1)は、さうまでもなく、額面株式 (nominal or par value stock) にたいする「反語」(2)であつて、株式の具体的要式である株券の券面になんらの額面金額をも記載しない株券、すなわち株式を指すのであるが、いいかえるならば、額面株式のような株券の券面に記載された額面金額について、その「額面価値を否定する」(3)のである。したがつて、無額面株式発行の理論的根拠を究明しようとするばあいは、まず、株券の券面に記載された額面金額の価値、あるいは、さらに本質的にいうならば、額面金額の意義について究明されるところがなければならぬのである。しかし、かような理論的な究明がなされるまでに、無額面株式がいかなる必要のもとに発行されるにいたつたかという、いわば、無額面株式発行についての事実を側した探

求をしておくことが前提的に必要であるようにおもわれる。というのは、無額面株式の発行が、もっぱらアメリカにおいてのみ發展し、イギリスやドイツにおいては、ほとんど見るべき発行がみられえないということについて、一応の吟味が必要であるとおもわれるからである。もつとも、イギリスにおいても、ドイツにおいても、無額面株式の発行を禁止しているから、もちろん、これが直接的な原因になっているのであるが、アメリカにおいても、一九一二年、ニューヨーク州議会において承認されるまでには、幾多の迂余曲折を経なければならなかったという経緯があるのであるから、アメリカにおける無額面株式発行にかんする努力とおなじような努力がイギリス、ドイツ両国において、何故なされなかつたかということについて、当然、疑問がもたれるのである。この疑問を解くために、無額面株式発行について、その歴史的展開をあとづけて、理解しておかなければ、事実のあとに行われる理論づけだけでは、その本質を把握することがむづかしいようにおもわれるのである。

史的研究の資料によると、無額面株式の原型は、ドイツにおける一八六五年の鉸山会社形態 (Proschya 一般鉸山法) において、額面金額の表示がなく、会社の純資産にたいする比例部分をあらわす持分証券 (Kux-Schein) の発行が規定されていることによつて見出されるとし、^(四) また、イギリスにおける一六世紀ごろの株式会社、厳密にいうならば、合本会社 (Joint Stock Companies) あるいは、アメリカにおける、一八三三年の East Boston Company や一八五四年の Adams Express Company などの *Joint Stock Association* の企業形態においてもみられるとされているが、^(五) さいずれもみな、いわゆる近代株式会社形態以前の会社形態によつて発行せられたものであつて、したがつて、有限責任制の組織によつて発行せられたものではないのであるから、現象

的にはひとしく無額面という形態になつてゐるにしても、現在の株式の本質に相應する有限責任制のもとにある証券ではないのである。現在の株式における無額面株式の形態は、一九二二年、ニューヨーク州議會を通過し、同年、同州において州法として規定せられ、その規定にもとずいて、はじめて発行せられたのである。ドイツおよびイギリスにおける無額面株式発行にたいする消極的態度に反し、(著名なハートリー・ウィザースの「株式論」においても無額面株式にたいする論述は見出しえないことも、(その一つの証左であろう)アメリカにおいてのみ積極的に支持され、發展する機会をあたえられたのは、現実的要求として肯定せざるをえない理由があつたからである。

ニューヨーク州における州法規においては、一八五三年、現物出資の形式による資本調達が認められたのであるが、この現物による出資のばあい、株式の割引発行が禁止されてゐることともに、現物出資額にたいする評価額の如何によつては、いわゆる水割 (Stock-watering, Dilution) による不正行為を犯すこととなるのである。したがつて、事実において割引発行と同様の結果となり、出資価値が額面金額に達しないのであり、投資者や債権者にたいしては、正当な認識をあたえることができないのであり、いわば欺瞞や詐取にひとしいものとなる。もしかかるばあい、額面金額のない株式を現物出資にたいして発行せられると、割引発行にたいする対策としての株式水割による不当行為とならずに目的を達することができるのである。株式の額面金額が出資資産の評価の如何によつて不合理となるかわりに、現物出資の価値が株式の価値を決定することとなり、株式額面金額と真実の現物出資価値とのあいだに存在する遊離による投資者や債権者にたいする欺瞞や詐取を防止することができるのである。

かような現物出資にたいする発行株式の券面から額面金額をとりさることの必要が、つまり、無額面株式発行の必要が、一八九二年、ニューヨーク弁護士協会の特別委員会(The New York Bar Association, Special Committee)によって提唱され、はじめて名目価値または貨幣価値、つまり額面金額を記載しない株式を発行することによって、企業資金の調達をなすことを法律上認めよと主張されたのである。ついで一八九九年、その委員会の委員によつて、アメリカ産業委員会(United State Industrial Commission)において、株式における貨幣的価値の表現によつて否定的見解を明らかにされ、一九〇六年、ニューハンプシャイア弁護士協会(The Bar Association of New Hampshire)一九〇七年、イリノイ弁護士協会(The Illinois Bar Association)において、それぞれ無額面株式発行による資金の調達方法の必要を強調したのであるが、一九〇八年にいたり、ニューヨークの公共事業委員会(Public Service Commission)において、この主張に賛意が表され、同年ニューヨーク弁護士協会で、再度、検討されて、会社法改正について委員会が構成され、無額面普通株式(Common Stock without Par Value)の発行を規定したのである。この規定が、議案となつて、一九〇九年、州議会に提出され、一般の興味を惹いて、両院を通過したのであるが、課税問題に関連して会計官によつて拒否されたのである。しかし、これに屈せず、一九一〇年、修正のうへ、ふたたび、州議会に提出され、下院において通過したのであるが、上院において否決された。その翌年の一九一一年、三たび、州議会に提案されたが、このときは前回とは反対に、下院で否決され、上院において可決されたのである。(七)けれども、ついに、その翌一九一二年に第四回目の提案において、無額面株式法案(No. Par Bill)として両院を通過し、一九二二年四月一五日、州長官によつて認可されたのである。(八)無額面株式にかんする、この最初の法律的規定によつて、一九一六年、Marylandをはじめとして、一九二七年の South Carolina

にわたるまで、Nebraska, North Dakota, Oklahoma の三州と Columbia の数地区を除くアメリカ全州にわたって、法律的に規定され、施行されているのである。(九)ただ、大部分の州や連邦政府は、銀行、鉄道および保険会社にはいしては監督を嚴重にするという条件で無額面株式の発行を認めている。(一〇)

かように、ほとんど全アメリカの各州にわたって法律的に規定された無額面株式の発行許可にかんする規定にしたがって、無額面株式を発行した、最初の大会社は一九二二年一月七日の設立にかかる Wisconsin Edison Company であったが、この法規の実際における利用状態は、その規定の成立にたいする異常な努力にもかかわらず、当初はきわめて微々たるものであった。(一一)ようやく、一九一五年いらい、大会社の採用が相ついであらわれ、無額面株式の発行は一般化してきたのである。ことに、一九二四年ごろから一九二九年ごろまでの企業資金調達における、一つの流行的方法となり、設立税、営業権税および株式譲渡税などの課税において、額面金額が一般的に百ドルであるという株式発行における慣習にとらわれて、無額面株式にたいしても、その評価において、額面株式一般とおなじように、百ドルの評価額をもって課税されるため、むしろ無額面株式よりも、形式的な額面金額を有する低額面金額株式を発行することによって、かかる課税の圧迫を回避しようと工夫されるようになった。(一二)三十年代にいたるまで、無額面株式の発行が一般的に普及したのであった。

一九二六年の後半期から一九二七年の前半期にかけて発行せられた株式のうちで、普通株の九〇%以上と優先株の三五%は無額面株式であったと調査されている。(一三)ニューヨーク株式取引所における上場株式のうち、無額面株式のしめる比率は、一九二八年には、鉄道株を除外して、四三%であったが、一九三七年一月には、五二%に達し、その後、前述の課税関係から低下傾向となり、一九四〇年七月には、四二%、一九四八年七月には

三五%に低下し、一九五六年九月一〇日現在では、二〇%をしめているのである。（ドル貨以外の額面金額単位をもつ株式を除外する。）^(二四)この無額面株式発行における低下傾向は、必らずしも無額面株式の理論的長所が根本的に再吟味を必要とするにいたつたのではなく、アメリカにおけるかかる特殊な課税方法が、たまたま、不況期においてもひきつづき実施されていたためであつて、しかも、無額面株式発行から低額面株式発行に転換されることによつて、発生する剰余金を利用して、多くは不当な会計処理を目的とするものであつて、したがつて、不況から繁栄期へ推移し、課税方法に変更が加えられ、あるいは合理化され、企業会計にたいする監査を厳量にすることによつて、無額面株式発行はふたたび増加する傾向をとりもどしつつあるといわれる。また、あるいは、低額面株式もまた、實質的には、無額面株式の一変態にすぎないものであるとも認められるから、無額面株式発行についての理論的背景は失われたものとは言えないのである。

このような成長をしめしたアメリカにおける無額面株式の発行は、もちろん、理論的妥当性を有するのであるけれども、前述のように、その発行の法律的规定を必要とした当初の理由は、現物出資の形式による資本調達において、出資資産にたいする評価による株式水割の不正行為を回避しようとするための、工夫が凝らされた結果によるものとして理解することが肝要である。したがつて、もしアメリカ以外の多くの諸国において成功しているように、現物出資の形式による資本提供にたいする評価の手続ないしは方法にかんして、株式水割の不正行為をなしうるような間隙の余地を見出しえないほどの厳格さ、ないしは完璧さを有していたならば、あるいは、理論上、どのようにその妥当性が理解されても、無額面株式の発行においては、アメリカにおいても、かよ

うな發展傾向をしめなかつたかもしれないといつても、必らずしも大きな間違をおかしてはいないであらうとも
もわれる。ドイツにおけるように、たとえ禁止規定が行われたにしても、發生成長すべくして一般化しなかつた
ことや、イギリスにおけるように、觀念的な理解のみにとどまり、具体的な發行がなされていない(五)ことなど
に想倒すると、その間の一半の事情が理解しえられないのではないかとおもわれる。

- (一) F. E. Armstrong; *The Book of the Stock Exchange*. 1934. 2nd. ed., p. 98, p. 390.
- (二) (三) 上林正矩博士著「証券市場論」六一頁。
- (四) Edward M. Shepard, *Corporate Capitalization and Public Morals*, Reports of the Illinois Bar Association, 1907. p. 49.
- (五) John Adams, Jr., *Stocks and their Features*, *Annals of American Academy of Political and Social Science*, Vol. 35, pp. 526-527.
岡村正人博士著「株式会社金融の研究」一五〇頁。
- (六) Hartley Withers; *Stock and shares*.
- (七) *Reports of the New York State Bar Association*, 1908.
岡村正人博士著、前掲書、一五二——一五三頁。
- (八) Albert J. Harns and Raymond F. Rice, *No-par Value Stock*.
- (九) Jules I. Bogen; *Financial Hand-Book*. Rev. 3ed. 1954. p. 413.
- (十) Douglas H. Bellemore; *Investments, principles, practices and Analysis*. Complete ed. 1953. p. 106.
- (二) 岡村正人博士著、前掲書、一五五頁。

- (二) 岡村正人博士著、前掲書、一五六頁。
- (三) John R. Wildman and Weldon Powell, *Capital Stock without Par Value*, 1928. p. 29.
- (四) 東京証券取引所「証券」第九〇号、「米国株式の低額面傾向」
- (五) Arthur S. Dewing; *A Study of Corporation Securities*. 1934. p. 96.

二

かように、無額面株式の発行はひとりアメリカにおいてのみ発展しているのである。しかも、その発展が、アメリカにおける企業資本調達にたいする現物出資による形式において、資本が提供されるばあいの評価における不正行為の回避対策として工夫され、規定されるという、いわばアメリカにおける特殊事情に依存したものであるが、無額面株式の発行にたいしては、たとえ、あとづけられたものであるにしても、理論的考察によつて企業資本調達における妥当な方法として認識されるのである。「株式会社制度を認めるかぎり、企業金融的役割を果すところの無額面株を認容することはむしろ当然であると云わねばならない」とされるのである。

ところで、この無額面株式の発行にかんする理論的妥当性の探求は、株式の額面金額を券面に表示するか否かをめぐる問題を中心としているのであるから、まず第一には、この小論の冒頭に述べたように、株式の券面における額面金額 (Nominal or Par Value) すなわち額面額の意義ないし価値についての究明から出発されなければならないであろう。この額面額そのものについての理解のうえにたつて、額面額の否定、すなわち「額面価値の否

定」を理解し、結論づけられねばならないとおもわれる。

一般に、「株式の金額」とか「一株の金額」とか「券面額」とかという語をもつて、種々に表現されているが、要するに、いうところの「額面金額」または「額面額」、あるいは、さらに簡約すると、たんに、「額面」といわれるものにほかならないのであつて、ひとしく、「資本を分割した資本を構成する単位金額」をしめすものである。いわば表示資本の構成単位である。ところが、これはルノー⁽¹⁾らしい、株式の本質として考えられてきた代表的な見解の一つである。もとより、株式の本質をかかる「資本の構成単位」として理解することは多くの疑問をふくむのであるが、要するに、株主が株式引受人として負担した出資義務の限度をしめしたもので、有限責任の範囲にほかならない。そして一方において、資本の調達者としての株式発行者の立場からいうならば、株式の発行価格にかんして、その最低価格を規定したものである。しかも、株式会社における資本の表示が、いわゆる「資金信託説」(Trust Fund Theory or Doctrine)によつて、会社の債権者にたいする義務として明確にされる必要があるから、しかも、株主平等の原則にしたがわねばならないのであるから、株式の額面額は、発行価格中における表示資本を構成する部分単位を表現するものであると理解することは可能である。さらに、いま一步、考察をおしすすめると、表示資本を構成する単位金額が等額でなければならぬということも理解されなくてはならない。したがつてまた、額面額における均一性も理解されてくる。けれども、資本の表示と構成単位の均一性が、必ずしも額面額の存在とは不可離な關係にたつものとは考えられない。これらの両者は別個の、独立した關係にあるものとして考察されねばないのである。会社の債権者保護にたいする義務としての表示資本の表示は、表示資本金額を全体として表示すれば足りると考えられるもので、それをもつてただちに、必ずしも、その全

体を構成する構成単位をも規制するよう義務づけなければならないものではないのである。したがって、表示資本の表示と、それを分割したものとしての株式における額面額の表示とのあいだには、直接的、基本的関係はないのである。しかももし、この両者のあいだに深い関連性が見出されるとしても、それは株式の価値は、会社の繰上開始の瞬間から、その収益に依存するにしても、資産価値にもとずくとしても、いずれにしても、たえず変動してやまないものであるから、表示資本額と額面額と株式価値とのあいだの関係の稀薄化が理解されねばならないのである。会社創立の当初において、株式の額面額がその発行価格の最低価格をしめすものとし、表示資本額の構成単位金額を表示するものとするれば、株金の払込および現物出資の履行評価が厳格に行われるのである。したがって、会社の所有する総資産を発行株式総数で除したものに相当し、株式の価値は額面額に一致しているが、会社がいよいよその運営を開始した後は、会社の所有する総資産は刻々変動しているものであり、したがって、それを発行済総株式数で除した一株当りの資産価値も変動するものであり、株式の券面に記載された額面額とは一致しないものとなり、しかも、株式にたいする現実の市場価格は、企業の収益を基礎として、それから配分される配当を中心として、構成されるものであるから、会社収益の変動するにともなうて、当然、収益の異動に相應して変動するものであり、額面額との一致はのぞみうべくもないものなのである。かくて、株式の価値と額面額との一致の状態は、会社の繰上開始されない、創立の瞬間のみの状態をあらわしているにすぎないものであることを理解しなければならないというのである。

元来、株式にかんする価格の表現形態は三種あるといわれる。すなわち、①市場価格 (Market Price or Value)

②帳簿価格 (Book Value)、③額面価格 (Nominal or Par Value) であるが、前二者は会社創立時において繰上開始

とほとんど同時に変動するのが一般であるのに反し、後者は終始一貫して、不変一定しているのである。前者は変動性を有ち、後者は固定性をもつ。したがって、前者と後者との関連は、会社の繰業開始とともに不一致となり、遊離するのである。両者の関係を言いかえるならば、固定した名目的価値と変動する実質的価値という表現を用いることができるであろう。かようにして、額面価格、すなわち額面額は会社の繰業開始とともに、その実質的価値から遊離するものであり、額面額は設立当初のみの意義を有するにすぎないのである。株式の額面額は設立もしくは増資のばあいの“*The historical money value of the original contribution*”(二)を表現するにすぎないのである。「券面額は、発行価額中必ず資本構成の基礎となるべき単位金額であることと、株式の最低発行価額を定めることの二つの意義をもっている点で、株式会社の資本の充実に一定の制約作用を果しているが、それは、いずれも株式を発行する際の制約であつて、既発行の額面株式にとっては単なる過去の歴史的事実をしめすにすぎない」(三)のである。

かくて、株式における額面の意義ないし機能は、(一)株式の最低発行価格の表示または規定、(二)表示資本金額の構成単位の表示、(三)会社の収益配分としての配当の計算的基礎、(四)額面にたいする心理的固執などとして理解することができる。

けれども、これらの要件のうち、(四)の額面にたいする心理的な固執は、「額面のあるがために往々これに捉らわれ、不用意の中に投資の判断を誤らしめる虞れがある。錯覚に陥るのである。(四)」株式の実質的価値の変動を忘れて、払込当時の歴史的意義しかない、固定的な形式的、名目的価値を、意識すると、意識しないとにかかわらず、一つの投資標準とするところに株式投資における悲劇が生れる。「株式に額面金額があれば、かえつて、無

知な一般投資家はその額面金額に把らわれて、株式の経済的、実質的価値を有するかのような錯覚あるいは誤解に陥いらしめる惧れが生ずる。もし株式になん等の金額的表示がなければ一般投資者は当該株式の真実の価値を判断するために、諸種の企業調査をなすように余儀なくされる。(五)のである。

- (註) 「わが国の法律上の「資本」の概念は単に斯様な会社の計算基準たる数額を意味するのみならず、同時にこの数額は会社が維持する資産の恒常的な理想額又は標準額を表示するものとして構成された。之に反して米国の「法律上の資本」の概念の中には会社の標準資産を表示すべき数額の意味、従つて会社債権者に対する担保額たる数額の意味を含まず、単に経営資本として会社の計算基準たる数額を意味するに止まる。」(愛知大学法経学会(長谷川雄一著、米国会社法の概要五六頁)また、「事実、信託資金説の理論は額面株式ですら、米国会社活動には、つねにあらわれていないのである。」(Chelcie C. Bosland; Corporate Finance and Regulation. 1949. p. 82)

「企業の資本に種々の意義があたえられる。会計士および投資家にたいしては、負債を差引いた資産額であり、事業家にとつては、企業組織の総資産を意味するのであり、法律家においては、つねに、受権資本および発行資本金の額面額あるいは表示額をいうのである。」(Jacob O. Kamm; Investor's Handbook, 1954. p. 3.)

- (一) 岡村正人博士著、株式会社金融の研究 一五九頁。
- (二) Arthur S. Dewing; Financial policy of Corporations. 5th. ed., 1953. p. 57.
- (三) 松岡熊三郎、額面株式と無額面株式、株式会社法講座 第二卷、五一三—五一四頁。
- (四) 上林正矩博士著、証券市場論 六一頁。
- (五) 岡村正人博士著、前掲書、一四六頁。

かように、株式の額面額は、株式の真の現実価値を表示するものではなく、株式引受人の払込、したがって、会社の表示資本金額の基礎となったという、過去の歴史的事実を表現しているにすぎないのである。株式の現実的価格は額面額とはおよそ無関係に決定される市場価格である。この歴史的价值にすぎない額面額と現実的価値を表現する市場価格との対照関係もしくは遊離関係にたいし、額面額に捉らわれた一般投資者の不利益ということのうえに、一般に、株式の割引発行が禁止されていることを注目しなければならぬ。したがって、株式の真の現実的価値を表示する市場価格が歴史的价值しかない額面額以下に低落しているばあい、原則として、法律的规定では額面額未満の金額をもって割引発行することを禁止されているならば、資本の調達のために迫まられているとしても、現実的には、額面額による新株式の発行は不可能なのであるから、株式発行による会社の資金の調達は困難とならざるをえないのである。

額面額と市場価格とのあいだの本質的遊離関係のうえに、会社資本の調達のばあい、かように、割引発行禁止によって、市場価格が額面額を下回り低落しているならば、資金の調達は困難であつて、したがって、額面額の存在は株式発行による資本調達にたいして支障となるのである。過去の、たんなる歴史的事実の表現にすぎない価値しかない額面額が、しかも新資本の調達にたいして支障をあたえるということになると、額面額というものの意義を理解することによって、その価値を認めることができなないのでないかとおもわれる。

表示資本の構成単位としても、たんなる歴史的意味しか有しない、しかも新資本の調達において支障をあたえ

るといふ理解は、額面額にたいする価値を否定する。否定せざるをえないこととなる。したがって、額面額の券面に記載することを廃止し、株式の券面を無額面とする工夫が凝らされることになるのである。しかし、このことは額面額を株式の券面に記載表示することによって、表示資本と株式とを結びつけ関係づけていたものを無関係なものとし、資本と株式との関連を切断することを意味するものなのである。株式の券面から額面額を除去するということは、したがって、額面額を無くして、無額面株式にするということは、いままでのような、表示資本金額と株式とのつながりを断ち切ることを意味するのである。資金調達者にたいする資金提供者としての投資者の立場からいふならば、株式にたいする投資、すなわち、株式投資を通じての企業資金の提供は、会社企業における収益の配分にたいする比例的権利に依存するのであるから、株式の券面に、その資金提供に関連する表示が記載されていると否にかかわらず、つまり、額面額記載の株式であろうと、無額面株式であろうと、株式投資者の利害関係にはなんらの相違をおよぼすものではないのである。「額面は投資者にとっては、何ら特定の意義を有しない。株式発行の当初において、額面額は発行価格にたいして若干の関係をもっているけれども、この関係でさえ、つねにあらわれないのである。」^(一)ここに無額面株式の理論的基礎が存在しているのであるが、「現在に額面株も無額面株もそう変らない。両者の間に相違は少ない。」^(二)ただ、額面額の表示をめぐる考察するばあい、この投資者の立場を理解しながら、資本と株式との関連性について考察されなければならないのである。「株式会社は株式に分つことを要する」（旧商法第一九九条）という立場から、株式を資本の構成単位と理解し、その額面額は、表示資本の構成部分の単位として考えられるから、全体としての表示資本と株式との関連性と同様に、部分単位としての額面額においても関連性が考えられ、かかる額面額は当初の平価、すなわち、市

場価格における変動以前という意味をふくむものとしての平価発行がなされたとしても、それはたんに、前述のように、払込または受入を記録する、過去の一時点における歴史的なものにすぎず、その後における変動の真実価値との関連について追究して、結局、表示資本金額と発行株式との関連、すなわち、約言すると、資本と株式との関連を切断することを工夫し、したがって、全体としての表示資本金額と株式総数との一致を切り離し、したがって、額面額と株式との有機的関連性を断ち切るのである。この理解が発展して、準備金の資本組入（現行商法第二九三条ノ三）のはあい、必らずしも、新株式を発行することを必要としないという法律的規定となつて、表示資本と株式との関連性の切断が拡大されるのである。この切断の可能性が株式の額面額の否定を具体的に可能にするのである。

(1) Jacob O. Kamm: *Investor's Hand Book*. 1954. p. 17.

(1) Prentice Hall: *Encyclopedic Dictionary of Business*. No Par Stock. p. 455.

四

株式における額面額の意義の究明をとおして、額面額の価値にたいする吟味を行い、ついに、額面額の否定にまで到達したのであるが、そのことによって、無額面株式の理論的基礎ともおもわれるものを把握した。これは、アメリカにおける無額面株式の発行における経験によって多くの具体的な示唆をあたえられる。

「無額面株式制度には種々の利益の存することは事実である。しかしながら、これらの利益の獲得を目的として無額面株式が登場したのではない。現在、一般に信ぜられている無額面株式の利点たる投資者の保護、株式混

水の阻止等は、無額面株式制度の当初に於ては、未だ認識せられなかつたのである。(二)「ボーゲンが無額面株式の合法化への主要な理由は新発行の株式の発行価格にたいする制限を除去しようとする希望であつたというけれども、(三)まことに、無額面株式の発行はアメリカにおける資金調達にたいする現物出資の許可による不当行為にかんする対抗的工夫として擬られたものであつて、その理論的探究における結果としての利益を具体化しようとして行われたものでないことは明白である。けれども、無額面株式発行における利害損失は、当然、考えられざるべきであつて、かかる理論的検討によつて、無額面株式にたいする工夫はさらに凝らされるであらう。

H・A・ホーランドは無額面株式にたいして利益と称すべき諸点をあげ、(三) Flexibility ① Full-paid and Nonassessable ② Truthfulness ③ Investors Warned ④ Reorganizations and Consolidations Facilitated ⑤ Bonus Stock ⑥ Wider Distribution ⑦ Intangibles ⑧ Increased Marketability ⑨ Accounting Simplified ⑩ Donated Stock の項目について論述し、しかつて、(一) The Fiction of Stated Value ⑪ Legal Capital ⑫ Legal Capital Stock ⑬ Basis for Preferred Stock ⑭ Valuation of properties ⑮ Manipulation of Surplus の諸問題について吟味を要するとし、その不利益としてつぎの九項目をあげてゐる。(一) Market Hindrances ② Cloudy Statutes ③ Taxation ④ Weakening of Credit ⑤ Accounting Difficulties ⑥ Stock Dividends ⑦ Misleading Impressions ⑧ Unwarranted Dividends ⑨ Legal Complications.

また、C・C・ボスランドは「一九二二年、ニューヨーク州が無額面株式の発行を認めるよう、その会社法を修正したとき、金融上、新機軸を開き、しかも絶ゆることなき論争がはじまつたのである。無額面株式はいまや

大多數の州において許可され、是認められ、尊重されるようになってきているけれども、いままゝ、かなり批判が聞かれる」と論じて、つぎのような三つの批判をとりあげて吟味している。(四)

「一つの批判は、無額面株式の発行は、発行済株式の額面にひとしい現金や資産を所有するような会社にたいする要求が果たされないので、債権者や一般公衆にたいする保護を害うものである。この現金や資産は債権者を保護すると考えられ、法律は、それを、株主によつて引出されることを許可しない。いわゆる「信託資金」(trust fund)として考えられているものである。」この批判にたいして、ボスランドは、「實際上、「信託資金説」は額面株式を有するときでさえ、アメリカの会社活動においては、つねに実現されなかつた。株式は、設立の時、大量に、過高評価の財産や労務にたいして、つねに発行された」と反駁し、「その額の如何を問はず、資本金勘定は害われぬであろうから、無額面株式が発行されるところにこそ、「信託資金」は存在する」と論するのである。

「第一の批判は、法律は資本金(払込剰余金ではない)が配当支払によつて害われてはならないと要求しているのであるが、たとえ資産が株主の払込による投資、すなわち永久的出資と債務との合計額以下に減少しても、配当支払や株式買戻が許されるということである」として、またまた、「これは、会社資産を配当として株主に支払らわれることを許し、したがつて、債権者や一般公衆にたいする保護を減すると主張するのである」と解釈し、第一の批判にたいする反駁とおなじように、「実際、額面株式をもつても、「信託資金」はそのままには保持されていなかつたと論ずる。そして、「無額面株式が発行会社の信用状態を低下するという決定的な証明はない」と無額面株式を擁護している。

「第三の批判は、無額面株式は株主自身にとつて不利益であるというのである。というのは、株主が払込んだ

もの以下、あるいは帳簿価格以下の価格で新株式が売出され、その持分が薄められる可能性があるからであるというのである」これにたいして、「しかし、額面額にたいする固執はむしろ株主を保護するものでなく、阻害するものである。額面額が存在すると、そして、それが減額されえないとすると、会社は金融上危機に面するかもしれない」と論じ、「無額面株式は市場の現実性に相応するほど柔軟であるから、情勢に適合するのである。無額面株式は現在の株主にたいして不利益ではなく、その反対である。」と結論している。

無額面株式の利害得失は、如上の二論者によって大体論じつくされているようであるが、無額面株式にたいする「長所を称揚する」同情者といわれるA・S・デューニングが無額面株式にたいする短所として、批判するところをみよう。（六）

「一九二六年以前、かなり長い期間にわたって、額面株式と無額面株式について各々の利害得失を論ずることが一般のならわしであった。これらの議論はつねに、何が株式資本の根本的理解を構成するかについての先入概念に集中していた。無額面の発行に反対する人々は株式の額面額は公共的政策の見地から利益をもっているが、無額面株式ではそれを有していないと主張している。無額面株式の反対者によって、もつとも目立って強調される議論のうちもつとも重要なことは、会社株式の貨幣的額面のあわす財産の個別資金は、現在および将来の会社の債権者の利益のために会社によって保有される、一種の信託資金を構成しているという推定にもとずいていものである。この資金はつねにそのまま維持されなければならない。それは、会社が信用をあたえられる一般的に承認された基礎である。株主がその株式引受の全額を払込まないということが明白であれば、すなわち、株式の額面額と会社の受領した資産価値との比較において明確にされた事実であるが、会社の債権者は過失ある株

主に責任を負わしめることができるのである。明かに、全額面額が払込まれていない株式の所有者は、つねに未払込残額にたいして責任を負っているということは、法律上における一般原則である。事実、過失ある株主は実際、その株式引受にたいする払込をしないことにたいして、債権者に責任を負うものであるということを合衆国最高裁判所によって判決された重要な、よく引用される判例がある。この特定の決審はまったく珍しいものであった。一般的にこういうならば、資本金の信託資金説はアメリカの諸会社の債権者にたいする保護とはならなかった。しかしながら、注目すべき若干の特別な場合がある。たとえば、会社はその株式にたいする全額面額以下を受取るかもしれない、その後、最初の株主あるいはその譲受人から残額を徴収しようとしなくてもいい。重役が、未払込残額を徴収するよう努力することを好まないならば、額面額以下の受領で会社が納得するかもしれない。このような状態のもとでは、会社は株主から追加徴収するという権利を放棄したのである。しかし、もしその後会社が失敗したならば、株主名簿にある株主から株式の未払込残額を徴収することは不満の債権者のために行動する受領者にとっては可能である。實際上、重役がその法律顧問の勧告によって行動し、発行の時、全額払込の会社株式をつくることができる。発行時には、債権者は依存する物質的なものはないのである。たとえば、起業者が詐欺的な意図がないとしても、評価によるよくある負債から将来の株主を解除するためには、法律上の専門的なことを遵守するのによほど注意深くしないと、株式は投資者には売れない。」といっている。なお、この株式未払込残額の問題については、ドウトンもふれている。(七)

W・Z・リッププリー、W・W・クックおよびJ・C・ボンブライトなどのように、無額面株式にたいして反対する人々もあるが、概して無額面株式にたいする利害得失は、発行会社の立場からみた利益としては、(一)資本調

達の容易なこと、(二)財務整理および合併が容易なこと、(三)ボーナス株としての利用、(四)株式を分散し、市場性を拡大すること、(五)従業員および顧客の持株として適すること、(六)会計を単純化すること、(七)株式を引換られる財産すなわち、現物出資の評価に疑惑を生じないこと、(八)準備金を増加しうることをあげることができ、不利益としては、(一)額面株式にたいする心理的執着性、発行価格の不一致、発行価格の適否の判断の煩鎖、払込金の準備金繰入などの理由で売出に支障が生ずること、(二)法律上の諸制限や税制上の諸不利益をあげうるし、また、株主からみると、利益としては、(一)発行価格が責任額であること、(二)投資者自らが価値判断をする必要があることなどで、しかし、ドウトンはこの点について、「金融研究者は株式所有の比例的部分についての真実の価値のより注意深い考慮が果して無額面株式にあたえられるかどうか疑問視していると述べている」^九けれども、不利益としては、(一)現物出資、發起労務の過大評価になり易いこと、(二)株主の衡平がむつかしいこと、(三)発行済株式数が過剰になる傾向があることなどで、なお、債権者から考えると、利益としては、(一)会社の資本が調達され易いから債権回収が容易になること、および、(二)債権の担保力が強化されることであり、不利益としては、(一)表示資本が少くなる傾向があること、(二)表示資本と準備金との区別が不明確なため、債権の担保力が明確でないことなどである。

要するに、無額面株式についての理論上の不利益を考えられるのは、無額面株式そのもの、あるいは無額面株式発行にかんするものではなくて、無額面株式発行にかんする法的規定の欠陥に原因するものが多いのであって、もしそうでなければ、「無額面株金融固有の事象ではなく、広く株式金融において窺われるものであると理解すべきである。」^{一〇}

また、「無額面株の必要は劣等会社の資金募集に存するのであるが、これは實際上困難であり、既設の優良会社ならば無額面株によらずとも資金募集に困難を感じないから株主に、心理的に、たよらない感を与えるような無額面株の発行は行われまいであらう。」(二)といふような批判もあるが、これは理論的な批判でもなく、そのうえ実際のとしても、はなはだしく一面的の見解であるようにおもわれる。

- (一) 確永厚次、無額面株式の諸問題 大分大学経済論集 第四卷第二号
- (二) Jules I Bogen; *Financial Hand Book*. 3rd. ed., 1954. p. 413.
- (三) Henry E. Hoagland; *Corporation Finance*. 3ed. 1947. pp. 159-166.
- (四) Chelcie C. Bosland; *Corporation Finance and Regulation*. 1949. pp. 82-85.
- (五) 岡村正人博士著、株式会社金融の研究 一五九頁
- (六) Arthur S. Dewing; *Financial Policy of Corporations*. vol. 1, 5th. ed. 1953. pp. 60-62.
W. Z. Ripley; *Railroads, Finance and Organization*. 1925. p. 91.
- (七) Carl A. Dauten; *Business Finance*. 2nd. ed., 1956. p. 73.
- (八) W. W. Cook; *Corporations*. 8th. ed. 1923.
J. C. Bonbright; *No par Stock. Its Economic and Legal Aspects*. 1924.
- (九) 岡村正人博士著、前掲書、一五九頁
C. A. Dauten; *ibid.* p. 72.
- (一〇) 岡村正人博士著、前掲書、一六〇頁
- (一一) 島本得一著、有価証券市場論 五四頁

五

かくて、無額面株式の発行は、必らずしも、理論的帰結にしたがつて、実現したものではなく、アメリカにおける現物出資にかんしての特殊な実践的要求を満足せしめるために実行されたのであつて、むしろ、かかる実践的な必要から、その理論的背景が探求されたと理解すべきである。そして、この理論的探求は無額面株式発行への理論化の端初として、なによりもまず、株式における額面額、ないしは額面の意義ということについての究明をとりあげ、それからその意義の規定にもとづいて、その額面額の価値にたいする吟味をなし、表示資本の形式的な、金銭的構成単位にすぎないという額面の意義から、その額面の価値として、たんに、株式の払込金の払込時における歴史的な価値しか有していないという理解を生み、株式の額面価値は、その後の株式にたいする実際の価値とは遊離するものであり、さらにまた、逆に、株式額面の存在がかえつて、発行者にとつても、株式の割引発行の禁止の関係から、投資者にとつても額面にたいする心理的固執の慣習から、また債権者にとつても所要資金の調達が可能でないための担保力の稀薄から、それぞれ、不利益をもたらしていると考えざるをえないのである。したがつて、株式額面の価値にたいしては、否定的態度をもつてみられることになるのである。

かくて、株式における額面の価値の否定から、額面の除去への論理に發展するのであるが、このことは、ただちに無額面株式の完全性を意味するものではない。無額面株式の理論的妥当性において、その優秀性をしめすものであることには疑問はないが、それにしても、それから直接的に、また、直線的に、無額面株式の完全的优秀性が抽出しえられ、あらわされるものではない。すなわち、無額面となつた株式そのものの価値についての検討

をとおしてでなければ、これは肯定しえられないのである。ところが、この検討を経て知りうることは、無額面株式についての利害得失のうち、欠点としてあげることが、前述のように、大体において、無額面株式そのものに固有のものではなく、無額面株式にたいする、あるいはそれをめぐる諸問題にかんする法律的な規定における厳格さと完全さに依存しているものであるということを理解しなければならぬのである。

このような理解を有つと、一つの時代的な適用が工夫せられる。すなわち、資産再評価益金の資本組入れにかんして発行せられる無償交付におけるばあいである。インフレーションによる貨幣価値の低下にともなう、減価償却の不足、架空利益にたいする課税の不適合、統制価格の引上^(二)などの理由から、昭和二五年四月二五日法律第一一〇号によつて、資産再評価をとおしての自己資本の充実がはかられ、各種の特別償却制度ないし控除引当金制度を認め、内部留保を増加して、資本喰潰しを防止するという消極的な性格から、昭和二九年にいたつて、さらに、積極的に、資産再評価の強制、無償交付の促進、増資株に関する配当の損金算入などという企業政策にまで発展し、さらに、第四次資産再評価を強制的に実施すべきであるとの主張まで出されているのが現状である。しかるに、この資産再評価の性格は、いわば経営外的条件ともいふべき、政治的インフレーション政策による他動的、受動的要因の然らしむるところのものであつて、経営そのものの条件によつて資産を再評価し、その再評価による益金の資本組入れによつて、株式の無償交付を行うにいたつたのではない。しかも、前記の諸理由を基本的なものとして、さらに、資産構成のうえにおいては、昭和二五年下期の、六八対三二から、二六年、五六対四四、二七年、五三対四七、二八年、五〇対五〇、二九年、四六対五四というように、戦前(昭和九—一一年)の四一对五九という構成比におよばないとしても、可成の速度をもつて近づいていくという傾向は、資本構成のうえにおいて、お

なしく、昭和二五年下期の七二対二八いらひ、二六年、六三対三七、二七年、六五対三五、二八年、六四対三六、二九年、六〇対四〇（中、払込資本、一〇・四）と改善されているにしても、戦前（昭和九一一年）の三九対六一という構成比にははるかに遠く比較にならない逆転のままの状態をしめしているのに比べると、^三自己資本、ことに戦前に自己資本六一中、四六・四を占めていた払込資本の充実を促進しなければならぬということから、現在の再評価積立金を強制的に資本に組入れ、自己資本不足を調整し、株式の無償交付をとおして、株式払込資本を充実せしめる必要が生ずるのである。このばあい、無償交付した株式にたいする収益配分が、経営者の立場からは相当の比重をかけて考えられるであろうが、本来、経済外的、いや、経営外的条件によつて、資産の再評価をなさざるをえない状態にたちいたらしめられたのであるから、その資産の再評価額は、直接的には収益とはならぬ関連を有していないのである。したがつて、経営者的な神経を離れて、収益状態を考慮しない、資産再評価積立金からの組入にともう無償交付を理解してよいのである。この点で、無償交付として発行される株式が、いわゆる後配株として発行されて差支えないのであるが、それとともに、さらに、額面の固定的、歴史的意義に囚われることなき無額面株式によつて発行されるべきである。資産の帳簿価格における変動によつて交付される、この無償交付による株式は、株金払込におゐて、一般のばあひとは、非常に相違しているのであり、しかも、その株金払込が、もともと歴史的意義しか有していないのであるとするならば、ますます、無償交付による株式は額面を有していなければならぬという理由は薄弱であり、そのうえ、会社の資産価値のインフレーションへの修正による株式の発行は固定的性格を有つ額面金額から解放されるところに、資産価値変動にたいする柔軟性が期待できるのである。すでに、三菱倉庫において経験せられたように、^註資産再評価積立金の資本組入による無償交付

は、その株式額面は除去せられて、無額面株式発行によつてなさるべきであるとおもわれる。(三一、一二、五)

(一) 磯江重泰著 資産再評価法詳解 (財政経済弘報別冊特別第一一號)三頁

(二) 黒沢清編集、會計六法 二五九頁上段

(三) 山一証券株式会社(証券月報)第九七号「資本蓄積の実態」

(註) 昭和二七年三月一日、再評価積立金四億七千四百万円のうち、二億四千万円を資本に組入れ、発行価額百円をもつて、二百四十万株の無額面株式を、旧株主にたいし、一対一で、無償交付し、当時の資本金額一億二千万円、金五十万圓額面株、もとずいて、無額面株が発行せられたのではなく、むしろ、また、かように、具体的な理由が見出しえないところに、無額面株式の有つ理論的妥当性のみを基礎として発行されたものと理解することができるのである。