

優先株による資本調達上の問題点について

手 島 勝 彦

目 次

- I. 序
- II. 優先株における優先権
- III. 米国および我国における優先株利用の傾向
 - (1) 米国における利用傾向
 - (2) 我国における利用傾向
- IV. 我国企業における優先株利用上の問題点と対策
 - (1) 我国企業における優先株利用上の問題点
 - (2) 我国企業における優先株利用推進のための対策
- V. 結

I. 序

企業の財務は、資本財務と資金財務とに大別される。前者は、一資本運動体たる企業における資本の需給バランスの持続的維持をはかる職能であり、後者は、資本循環運動における支払手段の需給バランスの持続的維持をはかる職能である。この二つのうち、資本的需給のバランスをはかる資本財務は、資本需要の基礎をなす投資プロジェクトの優劣測定と資本供給可能性に付随するコストの比較にかかわる判断・決定をなすものであり、

それは次の二つの側面を有する。一つは、投資決定 Investment decision で、これは、一定の与えられた資本供給可能性を前提として、利用可能な資本の、より有利な用途への配分を問題とする。他の一つは、資本調達決定 Financing decision で、これは、一定の与えられた資本需要をいかに^(注1)充足するかを問題とするものである。

最近の理論的財務管理論が投資決定に重点をおくのに対し、資本調達決定は伝統的財務論の中心問題として、現在もその重要性は十分に認められる。何故なら、本来、財務決定は投資論と調達論の総合的判断によらねば^(注2)ならないからである。

さて、資本財務の一側面たる資本調達決定に関する方法として、株式会社企業に関しては、基本的に次の三つがあげられる。

- ① 株式発行による資本調達（自己資本）
- ② 社債発行による資本調達（他人資本）
- ③ 内部資金による資本調達（内部留保）

このうち、①と②は株式会社企業の外部からの新規の資本調達という意味で、外部資本といい、③は企業利益の積立金等による留保や減価償却手続きによる回収資金といった、株式会社企業の内部での資本調達という意味で、^(注3)内部資本といわれる。外部資本は新規の企業設立や急速な設備拡張の場合に用いられるものであり、それは長期資本と短期資本とに分けられる。この外部資本のうち、株式発行による資本調達（自己資本）は、株式会社企業の設立時と増資時に実施される方法であるが、増資時における場合は授權資本制度により発行予定株式総数から設立時発行株式数を差引いた範囲内で実施される。これに対して、内部資本は、事業が順調で、期間計算において十分な減価償却費計上や利益計上が可能の場合に用いられる

(注1) 投資決定論（新経営学全集第6巻）、森昭夫著、日本経営出版会、p. 41.

(注2) 現代企業財務（経営工学選書5）、細井卓著、金原出版、p. 57.

(注3) 財務管理の理論と方式（現代経営学講座第3巻）、中島省吾著、有斐閣、p. 109.

ものである。ただ、この内部資本のうち、企業利益の留保の場合は確かに資本の調達ではあるが、減価償却手続きによる回収資金の場合は新規資本^(注4)の調達とはみられないとすべきであろう。

このようにして、本稿では、資本調達決定に関する一方法としての株式発行による資本調達（自己資本）の分野に焦点をあて、そして、株式による資本調達方法として、特に優先株を採り上げ、その利用上の問題点を吟味していきたいと思う。

Ⅱ．優先株における優先権

ところで、信用・労務・現物・金銭の四つの資本調達の形態のうち、株式の払込みについて商法が原則として認めているのは、金銭出資^(注5)であり、株式形態の中で最も基本的で、最も利用が多い形態は、いうまでもなく普通株 common stock, ordinary shares である。普通株は、(a)議決権、(b)利益配当請求権、(c)残余財産分配請求権の三つの権限と、(d)資本危険の負担という義務を有する株式形態である。この普通株を基本として、株式投資者層の異質性を勘案し、資本調達の拡大動員をはかろうとするとき、株式に種別化が考慮されることになる。優先株 preferred stock, preference shares は、まさに、この株式の種別化における有力な一形態であるといえよう。こうして、優先株は株式に社債の若干の属性を付与された性質のものとして登場するわけである。すなわち、それはあくまでも株式の一種として、その義務たる資本危険を負担しながら、株式の諸権限の各種各様の組み合わせによって、種々の種類を派生させる自己資本調達の一形態である。そして、この優先株の基本的なものとしては、利益配当請求権に優先権を認める代りに、議決権には制限を加えるという形態をあげることができよう。それは、企業経営への参加には興味を有しないが、利益配当にはあづかりたいという多くの一般投資家層には、最適の株式形態である。こ

(注4) 同掲書, p. 111.

(注5) 新版体系経営学辞典, 岡村正人著, 高宮晋責任編集, p. 1051.

のような優先株こそ、まさに株式に社債の属性が付与された、いわゆる株式の社債化に他ならない。

こうして、優先株は普通株にくらべ一定の特権としての優先権^(注6)を有する反面、権利・権限に何らかの制約をもつ株式形態といえることができる。例えば、利益配当における請求や残余財産の分配における請求について優先権をもつ反面、議決権について制限されるというようなものである。

もともと、優先権には、①利益・利息に対する優先配当や残余財産に対する優先分配というような、価値の分配に関する取り扱いにおける優先権と、②議決権・新株引受権・株式割当等における優先権^{(注7)(注8)}があるが(商法第222条第1項・第2項)、一般的には、①をさして優先権とする場合が多い。我国における優先株の優先権は、株主個人のために認められる自益権に限定され、これに優先的順序を与えられた権利とされている。

ところで、これらの優先権の中で特に重要と考えられるのは、利益配当に関する優先権であろう。この利益配当優先権は、所有株数に応じて利益の分配を受ける権利であるが、これにはさらに、累積権 *cumulative privilege as to dividends* と、参加権(均霑権) *participating privilege as to dividends*^(注9)とがある。そこで、利益配当優先株は、累積権の有無によって、利益配当累積権付優先株と利益配当不累積権付優先株とに分けられ、また、参加権の有無によっては、利益配当参加権付優先株と利益配当不参加権付優先株とに分けられ、都合四つに分けられることになる。利益配当累積権は所定の率の優先配当に未払が生じたときは次期決算に繰り越されて累積^(注10)されていくものであり、利益配当不累積権は所定の率の優先配当に未

(注6) 株式制度論, 番場嘉一郎著, 同文館, p. 229.

(注7) 財務管理(経営学全集), 黒沢清編, p. 86.

(注8) 実践経営ハンドブック, 上林正矩著, 中央経済社, p. 144.

(注9) 改訂株式会社財政の研究, 吉川義弘著, 佐野商会, p. 91.

(注10) 累積された不足配当を支払う場合の方法(順序)には次の3通りがある。

	(A法)	(B法)	(C法)
当該年度の優先配当	1	1	2
〃 普通配当	2	3	3
不足優先配当の追加支払	3	2	1

(技術上、C法が最も適当なものとされる)。

——(現代企業財務, 前掲書, p. 225)。

私が生じても繰り越し累積がないものである。また、利益配当参加権の参加方法には、直接参加・無条件参加・交替参加・排除参加の四つがある。^(注11) 直接参加は、所定の率の優先配当をなした後の残余利益についても普通株と共に平等の分配にあづかるものであり、無条件参加は、まず所定の率の優先配当をなし、次に所定の率の普通株への利益配当がなされた後の残余利益について普通株と共に平等の分配にあづかるものである。交替参加は、まず所定の率の優先配当をなし、次に普通株へ利益配当をなし、さらに残余利益がある場合、そのあるかぎり優先株・普通株の順序で利益を分配していくものである。最後の排除参加は、まず所定の率の優先配当をなし、次に普通株への利益配当をなした後の残余利益については、その全てを優先配当とするものである。以上のように、利益配当参加権付優先株は参加権の参加方法によって、さらにこのような四つの優先株を派生させるのである。

他方、残余財産分配請求権は、企業解散時の残余純財産の平等分配に関する権利であるが、これに関する優先権は営業成績の良好な企業の解散ででもない限り、実際には企業の残余財産の存在は期待できないと思われるところから、実質的な権利行使の余地のない優先権であるといわざるを得ない。つまり、それは単に利益配当優先権に組合わされる名目的・従的優先権^(注12)であると理解されるのである。

また、議決権 **voting** は共益権の代表的なものであり、株主総会において原則的に一株一票を有する権利であるが、優先株にはこの議決権が制限された無議決権優先株が多い。この場合の無議決権 **non-voting** は、普通、利益配当や残余財産分配における優先権の付与の代わりに、つまり、包括的な権利の相殺といった意味で制限が加えられるものである。それは、投資者側における利益配当および残余財産分配上の優先権の重視・議決権の軽視という事情と、企業側における企業の支配権確保のための議決権重視

(注11) 改訂株式会社財政の研究（前掲書），p. 94～95.

(注12) 同掲書，p. 97.

という事情とが、うまく結合するという理由を背景としている。^(注13)この無議決権株は優先株にのみ認められるものの(商法第241条)、しかし、その総数は発行済株式の $\frac{1}{4}$ 以内に限定される(商法第242条の2)ことには留意されねばならない。また、議決権の制限とは反対に、一株に多数の議決権を付与された例もある。例えば、第一次世界大戦後のドイツで、外国人による企業支配への対抗手段として考案された議決特権株(多数議決権株)などはそのよい例である。なお、この無議決権優先株の他に、制限付議決権優先株ないし条件付議決権優先株がある。これは、優先株の利益を損傷するおそれのある事項について議決権を有しているが、その他に関しては全て議決権を剥奪されるという株式である。^(注14)

さらに、優先権には以上のような三つの権利の他に、償還条項・保護規定・^(注15)転換条項などの諸権利があげられる。すなわち、償還条項は、株式本来の性格からいえば例外的条項ではあるが、社債や普通株の発行に対する一時的代用手段とすること、つまり、一時的な資金不足を補うための手段として利用し、企業利益を蓄積した時点で優先株を廃止しようとする場合には好都合なものである。また、この条項は、発行時に投資上の安全性を付与し優先株の発行を円滑にすること、証券資本の構成に弾力性を与えること等から付加的に利用されるものである。^(注16)保護規定は、企業財産に対する先取特権 lien をもつか、もしくは優先株と同等ないしそれにまさって利益に対する先取特権をもつ他の証券のその後の発行により、^(注17)稀薄化 dilution されることをふせぐために規定されるものである。転換条項は、一定の条件の下に他種の証券(通常は普通株)に転換しうるものである。我国商法第222条の2にこの条項に関する規定がある。そして、この諸権利・^(注18)

(注13) 実践経営ハンドブック(前掲書), p. 1444.

(注14) 現代企業財務(前掲書), p. 233 16~17行.

(注15) なお、利益配当保証や償還基金に関する規定というような権利も優先権として考えられる。

(注16) 現代企業財務(前掲書), p. 229~230 参照.

(注17) 同掲書, p. 231 12~15行.

(注18) 同掲書, p. 234 16~17行.

権限は、一般投資家の要求に応じて、ないしは、資本調達上の観点からの考慮において、前記の利益配当請求権・残余財産分配請求権・議決権の三つの権利とともに、種々に組み合わせられ、実に多種類の優先株を生ぜしめることになるのである。なお、予定配当率の優先権をもつ非参加的優先株は、未処分利益（剰余金）に対して請求権がないという解釈から、新株引受権・株式割当がないという点（商法第222条第3項）では、普通株との間に決定的な相違を有することになる。^(注19)

以上から、この優先株による資本調達に関して、以下に米国および我国における株式会社企業の現実の利用傾向をみることにしたい。

Ⅲ． 米国および我国における優先株利用の傾向

(1) 米国における利用傾向

優先株の起源は16世紀半ばのイギリスに、その例を見るといわれるが、一般に認められるようになったのは1840年代の同じくイギリスにおける The Great Northern Railway 会社の発行によってである。^(注20) ドイツでは、1850年代後期に利用されているし、米国では、すでに1835年にポルティモア・オハイオ鉄道会社に例外的に優先株発行の権利が与えられている事例^(注21)がみられる。そして、1860年代後期には利用が一般化している。

特に、米国では1880年代後期の産業合同開始の頃から利用が盛んになった。それは、優先株が高い配当をもって投資者から資本を誘引する手段として多くの企業に採用されたからであるが、同時に、これが投資者側の好適な投資対象になったことも見落し得ない理由である。特に、1890年代半ばには諸鉄道会社の整理に当り、短期の社債権者に対して社債の代わりとして盛んに優先株が利用されている。この優先株は普通株に対して優先する地位を与えるものとして利用された。20世紀にはいると、公益企業の持

(注19) 株式会社，占部都美著，森山書店，p. 48。

(注20) 株式制度論（前掲書），p. 237 10～12行。

(注21) 現代企業財務（前掲書），p. 222 19～20行。

(注22) 同掲書，p. 222 24行。

株会社の設立に当って、社債の安全さよりも利得の多さを強く希望する投資者から資本を集中する手段として優先株が利用された。さらに、1933年には、銀行における優先株の発行も認められている。このようにして、米国における優先株は保険会社を除くあらゆる業種の企業で採用され、^(注23)世界で最も普及した国となっている。^(注24)

以上に述べた米国での19世紀中期および後期の優先株は、鉄道会社発行の普通株に信頼をなくした投資者に対する鉄道会社の弱い立場と、投資者の利得に関する強い要求とが結合して出現した、いわば“優位性普通株型優先株”ともいべき性質のものである。これに対して、20世紀中期の優先株は、社債の代用として出現したものである。その特質は、累積的・非参加的であり、償還可能だが、議決権を有しない代りに優先的財産請求権を有するものである。しかも、それは普通株配当金の制限や優先的選択権をもち、さらに、同一優先株の追加発行制限の保護規定を有するものであった。このような特質をもつ優先株は、従前の優先株に比較して新しい性格を付与された優先株といえるものであり、その意味で社債に近い証券としての特質を有する“社債性優先株”^(注25)というべきものである。

ところで、1940年代の終りになって、鉱工業や商業の収益が相対的に安定し、しかも利子の税金節約効果が重要性を持つようになると、優先株の利用は減少し、^(注26)かわって社債の利用が増加してくる。^(注27)つまり、戦後の米国経済の比較的安定した成長と持続が企業破産の可能性を著るしく減少させたことと、そして、優先株への配当金および高率の法人税（最高52%）が優先株の相対的コストを急騰させたこととによって、この社債性優先株の有利性を失なわしめるのである。^(注28)そして、その反面では、社債の利用が増

(注23) 同掲書, p. 223 4～5行。

(注24) 同掲書, p. 48 参照。

(注25) 資本構造計画論 (増補版), 市村昭三著, 同文館, p. 247。

(注26) 同掲書, p. 246。

(注27) なお, 第1表 (米国・会社証券発行1920～1951年) の債券 (社債・手形) の欄を参照のこと。

(注28) 資本構造計画論 (前掲書), p. 248 5～10行。

(表1) 米国・会社証券発行 1920~1951年

年次	証券発行 合計 (1)	新 発 行				借 換 発 行			
		(計) 債券(社 債・手形) (2)	優先株 (3)	普通株 (4)	普通株 (5)	(計) 債券(社 債・手形) (6)	優先株 (7)	普通株 (8)	普通株 (9)
1920	2,788	2,563	1,561	462	540	225	189	21	15
1921	2,270	1,702	1,436	71	194	568	558	4	6
1922	2,949	2,215	1,645	293	277	734	684	40	11
1923	3,165	2,635	1,976	335	324	530	454	72	5
1924	3,521	3,029	2,200	318	511	492	455	28	8
1925	4,223	3,605	2,452	594	558	618	523	43	52
1926	4,574	3,754	2,667	509	578	820	687	34	99
1927	6,507	4,657	3,183	874	600	1,850	1,586	180	84
1928	6,930	5,346	2,385	1,149	1,812	1,584	1,054	248	282
1929	9,376	8,002	2,078	1,517	4,407	1,374	542	178	655
1930	4,957	4,483	2,980	412	1,091	474	451	9	14
1931	2,372	1,551	1,239	116	195	821	789	32	0
1932	644	325	305	10	10	319	315	0	3
1933	380	161	40	15	105	219	187	0	32
1934	490	178	144	3	31	312	312	0	0
1935	2,267	404	334	54	15	1,864	1,782	69	12
1936	4,579	1,192	839	90	262	3,387	3,187	181	20
1937	2,434	1,225	817	205	203	1,209	856	264	89
1938	2,140	873	807	48	19	1,267	1,236	31	1
1939	2,117	383	287	26	71	1,733	1,596	135	2
1940	2,763	736	601	61	74	2,026	1,834	185	8
1941	2,619	1,062	889	94	79	1,557	1,430	125	1
1942	1,042	624	506	103	16	418	407	8	3
1943	1,059	374	282	55	37	635	603	76	6
1944	3,112	646	422	133	91	2,466	2,178	278	10
1945	6,201	1,264	607	429	225	4,937	4,281	603	53
1946	6,509	3,556	2,084	742	730	2,953	2,352	526	75
1947	6,276	4,794	3,572	599	623	1,482	1,199	247	36
1948	6,470	6,186	5,275	434	477	284	256	9	19
1949	5,533	5,092	4,120	367	605	441	389	31	21
1950	5,733	4,368	3,160	568	640	1,365	1,307	50	8
1951	6,598	6,071	4,466	681	924	527	394	123	10

(単位100万ドル・1億ドル未満端数省略)

(注) 現代企業財務, 細井卓著, p. 48. 会社主要資金源泉推移(米国): 1920-1951より作成。

加する。このような事情の下では、19世紀中期および後期にみられた企業の支配権維持のため、あるいは、不当に低い普通株の市価のため、さらに、不況期の債務不履行社債との交換のために発行されてきた優位性普通株型

優先株はもちろんのこと、20世紀中期にみられた社債性優先株も、今日においては一般的に重要性を持ち得なくなることは明白な成りゆきである。それはまた、他面では、企業の自己資本調達において特に自己金融への依存傾向が強くなったという理由にもよるのである。つまり、米国における優先株は、他人資本調達手段としての社債の代替的手段としても、自己資本調達手段としての普通株の代替的手段としても、その有効性を失くし、社債あるいは普通株への資本調達方法の移行を促すことにならざるを得ないことが分る。そして、それは結果的に証券資本構成の単純化という一般的傾向を示すことになるのである。

このようにして、米国における今日の優先株は、一般投資家層にとってはなお重要であるかも知れないが、企業財務にとってはほとんど重要性を有しないものとなっている。つまり、企業が優先株発行を正当化している理由、すなわち、普通株発行にともなう企業支配権の弱体化、社債発行にともなう支払能力の危険性、普通株市場の不況時の自己資本調達方法としての転換優先株の利用というような理由は、ここではほとんど重要性を持ち得ず、したがって、その発行利用の相対的・絶対的低下傾向は必然の成り行きとみられるのである。

(2) 我国における利用傾向

我国における優先株の利用については、1900年以前にもすでにその利用の例をみることができるのであるが、その数は非常に少ない。すなわち、大蔵省理財局調べによる優先株発行の例は、戦前で46社、戦後は14社である。戦前の46社の内訳は、参加的優先株発行会社が28社・累積的優先株発行会社が18社・参加的で累積的優先株発行会社が12社である。また、戦後の14社のうち、5社が“銀行等の債券発行等に関する法律”により発行さ

(注29) 同掲書, p. 248 12~17行。

(注30) 同掲書, p. 248 21~23行。

(注31) 同掲書, p. 252。

(注32) 同掲書, p. 255。

(注33) 同掲書, p. 253。

れた全額政府出資のものであるので、一般企業に発行されたものとしては、^(注34) わずか9社にすぎない。

特に、終戦直後しばらくの間の我国における経済崩壊の状態の下では、証券市場の未発達・一般投資家層の未成熟・増資新株引受意欲の欠乏・旧財閥所有株式の処分による株式供給の過大化・急激なインフレーション直後の動揺・新円への切り換えによる貯蓄の凍結・新貯蓄の未充実等々の諸事情により、増資や社債発行による資本調達は不可能に近かった。また、当時の収益状況と資本不足、および資本導入のための高率配当の維持の必要のもとでは、内部資本（利益留保・減価償却）の蓄積も問題にならなかったのである。このような状況の下では、優先株等の特別の株式発行などはほとんど考慮されることはなかったし、そもそも我国においては、優先株発行に対する伝統的慣行もなく、優先株に対する一般投資家層の形成もあまりにも貧弱であった。^(注35) これらの点を考慮すれば、戦後の我国における優先株発行の例が極端に少ないのは当然であるともいえよう。

ところで、我国における資本調達方法が一応その適否を問題とし得るようになるのは、昭和20年代の終りから以後のことである。すなわち、再評価積立金の資本組み入れによる株式の無償交付や新株引受上の利益を期待して株式市場は活況を示すようになり、また、増資もかなり容易になった。しかし、だからといって、自己資本の構成比率が増大した訳ではない。しかも、長期の借入れに応じ得る金融機関は少なく、応じてその財源は限られていた。また、企業における利益留保による内部資本蓄積も高率配当の維持の要求が強く、多くを望み得ない状態であった。さらに、社債も一般投資家層の人気を集め得ず、市場も不振で、起債予定の枠内でその引受を証券信託と銀行に依存するような状況では、企業にとっての有力な資本調達手段としての意味は持ち得なかったのである。このような状況の中

(注34) 最近の発行の例としては、昭和51年度に1社・120億円、昭和57年度に1社・300億円の、上場会社2社の例がある（財政金融統計月報第371号、昭和58年3月号、大蔵省、p. 35）。

(注35) 財務管理の理論と方式（前掲書）、p. 117～118。

で、市中金融機関からの短期の借入れのみは種々の名目で盛んに行なわれ、しかも、書き換え・更新は容易であった。特に、銀行側は特定企業との系列的な結びつきを強化しようという方針の下に、一定の融資枠までは適宜の名義で貸付を更新する傾向を強くもったのである。この短期の借入れは、企業側にとってはその一つ一つは流動負債なのであるが、実質的には、“その総額において恒常在高化した固定負債”^(注36)としての性格を有するものであった点には、とりわけ留意すべきである。

このようにして、戦後相当の期間の我国企業における資本構成は、負債依存の傾向が大となった点でその特徴を表わすことになる。すなわち、大規模な設備投資の資金の調達に関して、金融機関からの貸出に依存する傾向が過度に大きくなった点に、その特徴を見出し得るのである。^(注37)そこにはまた、この貸付・借入れという負債関係を太いぎざなとした企業と金融機関との強い結合が必然的に現出する根拠も認められる。しかもなお、我国の金融機関が中央銀行たる日本銀行のバックアップの下に、このような結合関係をますます太くしている点にも、我国金融上の大きな特徴が見られたのである。つまり、この我国金融上の特徴は、日本銀行から借り入れた資金に、各種預金として集められる一般大衆の資金を加えた多量の資金が、金融機関から企業へ貸出されるという“間接金融形態”をとる点から起こるものである。

しかしながら、昭和40年代にはいと、この借入れという負債依存も依然として大きいながら、むしろ、減価償却や社内留保といった内部資本による資本調達が大きな比重を占めるようになる。わけでも、減価償却費計上による資本調達は大きく、その額は貸出し(借入れ)を上回るようになる(表2参照)。このことはまた、最近の産業資金の需給の推移をみてもいえることである(表3参照)。こうして、今日、我国の企業における資本調達には減価償却手続きによる回収資金としての内部資本と、金融機関からの借

(注36) 同掲書, p. 119.

(注37) 同掲書, p. 120.

(表2) 産業資金供給状況 (単位:戦前百万円,戦後億円)

区 分	合 計	①株 式		②事業債		③貸 出		民 間	
			構成比		構成比	(計)	構成比		金融機関
昭和9年……	968	1,186	122.5	61	6.3	△279	△28.8		△245
10……	1,199	816	68.1	26	2.2	357	29.8		370
11……	1,562	996	63.8	△68	△4.4	634	40.6		543
45年度…	134,465	10,053	7.5	4,062	3.0	120,350	89.5		109,824
46……	176,493	8,485	4.8	6,241	3.5	161,766	91.7		148,883
47……	214,571	14,213	6.6	4,920	2.3	195,437	91.1		183,547
48……	205,490	10,123	4.9	7,059	3.4	188,307	91.7		170,825
49……	167,171	9,774	5.8	6,608	4.0	150,788	90.2		130,079
50……	197,207	12,085	6.1	12,585	6.4	172,537	87.5		149,860
51……	185,137	10,682	5.8	6,482	3.5	167,972	90.7		145,606
52……	141,647	9,223	6.5	7,674	5.4	124,750	88.1		105,623
53……	139,124	13,253	9.5	6,644	4.8	119,225	85.7		97,323
54……	187,060	12,892	6.9	10,440	5.6	163,727	87.5		136,975
55……	194,796	15,577	8.0	4,873	2.5	174,345	89.5		147,752

区 分	(③貸出つき)					(参 考)				
	政 府		融 資			④自己資金				⑤外資
	構成比	金融機関	構成比	特別会計	構成比	(計)	減 価	償 却	社 留	
昭和9年……	△25.3	—	—	△34	△3.5	1,174	857		317	…
10……	30.9	—	—	△13	△1.1	1,280	930		350	…
11……	34.8	—	—	91	5.8	1,408	1,042		366	…
45年度…	81.7	9,441	7.0	1,084	0.8	129,011	79,408		49,603	…
46……	84.4	11,418	6.5	1,464	0.8	127,020	88,536		38,484	…
47……	85.5	10,245	4.8	1,645	0.8	149,214	102,493		46,721	…
48……	83.2	16,073	7.8	1,408	0.7	147,256	122,450		24,806	…
49……	77.8	18,234	10.9	2,474	1.5	110,066	138,477	△28,411		…
50……	76.0	19,406	9.8	3,269	1.7	139,269	138,587		682	…
51……	78.6	19,189	10.4	3,176	1.7	168,337	153,566		14,771	…
52……	74.6	15,978	11.3	3,147	2.2	192,706	167,826		24,880	…
53……	70.0	18,476	13.3	3,426	2.5	232,381	183,383		48,998	…
54……	73.2	21,631	11.6	5,119	2.7	217,727	198,180		19,547	352
55……	75.8	21,439	11.0	5,152	2.6	235,389	217,621		17,768	…

- (注) 1. 「株式」は株式会社発行払込予定額(金融機関分を除く)。
 2. 「事業債」は事業債(事業団の発行する債券を含む)現在高の増減。なお、事業債は公募、非公募の双方を含む。
 3. 「貸出」は金融機関の貸出残高(金融機関、地方公共団体、個人等向けを除く)の増減及び融資特別会計の特殊会社、事業団等向け貸付残高の増減。
 4. 「(参考)自己資金」は国民所得統計による。
 5. 「外資」は外資法にもとづく外資の貸付残高の増減。

(資料) 日本銀行「経済統計年報」。(大蔵省「財政金融統計月報第371号・昭和58年3月号」P.32~33)。

(表3) 資金需給の推移(全産業)

(単位 億円, %)

区 分	53		54		55		56		57	
		構成比								
資 金 調 達	239,712	100.0	405,938	100.0	411,279	100.0	422,570	100.0	422,293	100.0
(外 部 資 金)										
増 資	13,949	5.8	14,676	3.6	21,317	5.2	28,037	6.6	19,500	4.6
社 債	10,973	4.6	13,824	3.4	5,298	1.3	9,411	2.2	11,269	2.7
長期借入金	160	0.0	39,761	9.8	73,501	17.9	90,927	21.5	76,626	18.1
短期借入金	56,644	23.6	147,789	36.4	99,470	24.2	89,054	21.1	84,208	19.9
(内 部 資 金)										
留 保 利 益	40,069	16.7	62,336	15.4	64,704	15.7	42,177	10.0	54,952	13.0
減 価 償 却	117,917	49.2	127,552	31.4	146,989	35.7	162,964	38.6	175,738	41.6
資 金 需 要	209,700	100.0	370,634	100.0	379,030	100.0	345,612	100.0	321,871	100.0
固 定 資 産	182,937	87.2	219,947	59.3	256,808	67.8	278,907	80.7	286,850	89.1
棚 卸 資 産	16,045	7.7	124,208	33.5	96,445	25.4	30,013	8.7	12,139	3.8
企 業 間 信 用	10,718	5.1	26,479	7.1	25,777	6.8	36,691	10.6	22,882	7.1

(注) 財政金融統計月報第378号(昭和58年10月号), 大蔵省, p. 11 上段

(表4) 自己資本比率の推移 (単位 %)

区 分 \ 年 度	53	54	55	56	57
全 産 業	14.3	14.3	15.3	15.6	16.0
製 造 業	18.3	19.3	20.6	20.9	22.6
非 製 造 業	11.8	11.4	12.1	12.4	12.4
資 本 金					
10 億 円 以 上	16.7	16.5	17.7	18.4	19.8
1 億 円 ~ 10 億 円	12.1	12.1	12.4	13.7	13.5
1,000 万 円 ~ 1 億 円	12.2	12.8	13.8	13.8	13.7
1,000 万 円 未 満	13.1	12.5	13.9	13.0	13.0

(注) 財政金融統計月報第378号(昭和58年10月号), 大蔵省, p. 11下段

入れ(負債)としての外部資本という二つを中心に行っているところに特徴が見い出されるのである。

以上のことから、企業が株式をもって調達する自己資本は相対的に小ならざるを得ないことは明白である(表4参照)。そして、我国の企業において優先株の利用がほとんど普及しなかった理由は、まさにこのような状況にあったことによると言っても過言ではないと思われる。すなわち、このことは、企業の資本調達においては、減価償却手続きによる回収資金と金融機関からの借入れとによって、そのほとんどを充足しているということの意味している。それは、企業における優先株の利用を少なくしている要因であるばかりでなく、とりもなおさず自己資本としての普通株の利用、あるいは、社債発行等の資本調達手段の利用をも減少させる結果になる。このような点が、我国の企業における資本調達上の大きな特徴であると同時に、その資本調達上のアンバランスという点で大きな弱点となっていると思われるのである。

Ⅳ. 我国企業における優先株利用上の問題点と対策

(1) 我国企業における優先株利用上の問題点

我国における企業で優先株の利用が極めて少ない問題点としては、まず

第一に我国の金融構造上の問題、すなわち、間接金融構造が大きく、しかも、企業の負債依存傾向が強いことがあげられねばならない。このことが必然的に株式発行や社債発行等の多様な資本調達手段の発達を阻害する要因となっているのである。この点で、優先株の利用が等しく低下しているとはいいながらも、米国の場合と我国とでは事情を全く異にしている。つまり、米国においては、自己金融への依存傾向の強さが、優先株よりは普通株を、収益の安定と利子の税金節約効果が優先株よりは社債を、それぞれ増加させているからである。米国においては直接金融が大で、特に株式発行が資本調達手段として多く利用されるのとくらべ、我国の事情は対称的なのである。第二に、我国企業で優先株が利用されない理由として、優先株に対する先入的印象がよくないことがあげられる。すなわち、我国企業で優先株が発行される場合には、経営不良な企業が財務上の整理を行ない事業の更生資金を獲得する場合や、従来の債権者に対し債務返済の代わりに優先株を発行する場合、また、営業成績不振で普通株の市価の低い企業が新しく資金を調達する場合など、一般に普通株発行が困難な場合に利用されることが多く、^(注39) 優先株の積極的な意味での利用がなされなかったという事情によるのである。我国企業での優先株の利用を妨げた第三の理由としては、旧商法の下で長い間、優先株の発行が増資の場合に限ってのみ認められてきたという、法律上の制限も見逃せない。ただ、この点については、昭和25年に成立した新商法によって優先株の発行が全面的に認められて^(注40) いるので、さして問題はないと思われる。第四の問題点としては、我国企業の資本調達における一般的傾向があげられる。すなわち、我国においては、単調な資本構成が希望され、利害関係の複雑化を努めて避けようとする傾向が強いという事情がある。つまり、普通株とは異なる投資物件としての優先株等によって、別個の新しい投資家層から資本を吸収しよう

(注38) 改訂株式会社財政の研究（前掲書），p. 109 15行。

(注39) 株式制度論（前掲書），p. 238～239。

(注40) 株式会社（前掲書），p. 50。

というような多様な資本調達方法の採用は避けられる傾向が強い^(注41)のである。

以上のような四つの問題点に、優先株の利用を大きく制限している第五の理由として、trading on equity の問題をつけ加えねばならない。すなわち、この trading on equity とは、次のようなものである。例えば、ある企業が2千万円ずつ同額の普通株及び優先株を発行するとし、優先株の予定配当率を8%とする。そして、この会計年度の利益が600万円、出資資本利益率が15%であるとすれば、600万円の利益の中の160万円は優先株に配当され、残余の利益440万円に対して普通株は無制限の請求権をもつことができる。したがって、普通株の出資資本利益率(配当請求利益440万円÷普通株2,000万円)は、22%に拡大されるのである。しかし反対に、企業の収益力が低下し、その出資資本利益率が8%以下になるときは、普通株主のうける不利益はそれだけ拡大される危険を生ずる。したがって、企業の収益力が安定し、しかも長期の予想収益力が比較的に高い場合にかぎって、優先株の利用は普通株の出資資本利益率を上昇させる^(注42)というものである。つまり、優先株の利用によって普通株主が trading on equity の利益を享受するに十分な収益力の安定と、長期の高い予想収益力とを有している企業が我国には少ないという問題である。このことは、我国の企業が増資に当たっては、旧株主への割当によって額面価格で新株を発行する^(注43)という習慣的な方法によることが多いこととともに、優先株利用上の大きな問題点といえよう。

なお、最後に、我国の企業における自己資本調達形態としての普通株自体が、証券信用機構を通じて実質的には他人資本化し、比較的安全な投資対象としての性格をもっているということをあげておかねばならない。すなわち、自己資本を他人資本化するために、優先株という特別の資本調達

(注41) 改訂株式会社財政の研究(前掲書), p. 109 16~19行。

(注42) 株式会社(前掲書), p. 49。

(注43) 同掲書, p. 51。

形態を用いる要求は、それだけ少なくなっているということも、優先株の利用を少なくしている理由としてあげられるのである。^(注44)

以上、我国の企業における優先株利用上の問題点を6項目あげてきたのであるが、このうち、とりわけ留意すべきものとしては、第一の間接金融構造・企業の負債依存傾向の問題と、第五の trading on equity の問題の二つがあげられよう。そして、前者を我国企業の資本調達上の外的問題点とすれば、後者はその内的問題点ともいべきものであり、優先株の利用推進にとっては、この外的側面と内的側面の両面から問題を提起されているというように集約できると思われる。

(2) 我国企業における優先株利用推進のための対策

以上のように、我国の企業において優先株が利用されない問題点ないし理由として、6項目という多くの問題点を数えたのであるが、しかし、この優先株の利用は、依然として資本調達方法として特別の評価が与えられるように思われる。それは、減価償却手続きによる回収資金と金融機関からの借入れとを中心としている我国企業の資本調達上のアンバランスの是正ないし資本調達方法の多様化、ひいては資本吸収の多階層化等の要請があるからである。そうだとすれば、前節に述べた優先株利用上の6つの問題点について、その利用推進のための対策を考慮する必要に迫られるのであるが、ここでの対策の中心は、必然的に、企業の負債依存傾向の問題（間接金融構造の問題）と trading on equity の問題（企業収益の安定と長期の高い予想収益力の問題）との二つにならざるを得ない。

そこで、まず、我国企業の負債依存傾向の資本調達方針の是正問題を取りあげねばならない。このことは、ただ優先株利用のためだけではなく、^(注45) 下にあげることのためにも必ずや是正されねばならない問題点であろう。

- ① 支払利子の営業成績における負担が過大になるために、相当の業績をあげながらも結果としては営業不振となる企業が多いということ。

(注44) 同掲書, p. 52.

(注45) 財務管理の理論と方式（前掲書）, p. 122.

- ② 負債はいつかは返済が要求される可能性をもつものであるということ。
- ③ 企業の安定的成長のためには、金融情勢の若干の変動には堪え得るような資本的基礎を備える必要があるということ。
- ④ 市中銀行の貸付方針に再検討の余地があるということ。
- ⑤ 証券市場の株価形成や投資のムードでの投機本位の不健全さを克服せねばならないということ。
- ⑥ 着実な営業成績と漸進的な資本の留保蓄積による長期的・安定的な経営をなす必要があるということ。

つまり、企業財務上の負債依存傾向に対する対策としては、長期にわたる安定した収益力による内部資本の蓄積・充実によって、自己金融の相対的比率を高めること、および、多様な自己資本調達方法の導入による自己資本形態による資本集中をはかることの二つが、企業の積極的な対策としてあげられよう。このうち、前者については減価償却手続きによる回収資金(注46)および留保利益によって、近年、その相対的比率が高くなっていることは好ましいことである。しかし、後者に関しては、近年もその比率は決して高いものとはいえないのである。そこに、自己資本調達方法の一還として(注47)の優先株の利用が考慮されるべき根拠があると思われるのである。

ところで、一般投資家層からみた優先株は、企業財務からみるのとは違って、依然として重要な意義を有している。それは、議決権よりは利益配当に興味を示す投資家層が多いということに代表されるように、多様な要求をもつ株式投資家層が広く存在すると思われるからである。企業はこの点に着目し、これら一般投資家層を魅きつけるに十分な優先株の研究をなし、要望にこたえる必要がある。すなわち、種々の優先権・諸条項の様々な組み合わせによって、一般投資家層の好みに応じた優先株の形態を工夫すべきであろう。そこに、優先株が我国の企業にとって新たな自己資本形態

(注46) 前出の表3を参照のこと。

(注47) 前出の表4を参照のこと。

での資本集中の手段となる可能性がある。それは、当然の結果として、負債依存の相対的な減少につながるものである。しかも、このことは企業経営に反映されて複雑な資本構成を生じ、多種多様な利害関係を相互にけん制させ、調整する必要を要求することにもなる。そして、それが企業の維持発展に役立たしめ得るような資本調達方法の高度化を促すこと^(注48)になるのである。企業によるこのような資本調達方法の高度化への理解と、一般投資家層へのP.R.が、優先株の利用を推進するにはぜひとも必要なことだと思われるのである。要は、企業の優先株に対する熱意にかかわるといっても過言ではないであろう。

また、一般投資家層の優先株に対する無関心は、企業のP.R.にまつところが大いとも、株式市場機能の確立は経済のマクロ的見地からも緊要のことといわねばならない。すなわち、株式市場に期待される産業資金の供給・国民資産の運用という二大機能は、近年低下していると思われるのである。例えば、企業の資本調達に占める株式の割合は、昭和56・57年度の合計で内部留保が46.7%、借入金^(注49)が25.5%であるのに対し、株式は11.3%にすぎない^(注50)。また、個人金融資産に占める株式の割合は昭和57年3月末でわずか1.7%であり、個人株主比率も昭和57年度末には28%（昭和24年度末は約70%^(注51)）に落ちているのである。

さらに、我国において顕著にみられる普通株の実質的な他人資本化が、優先株の必要性を著るしく減少させていることは、一つの問題を提出する。それは議決権に対する関心を希薄にすること、あるいは、議決権を放棄することにつながっているからである。このことは普通株を投資物件として採り上げる投資家型株主に多く見られる傾向であり、その関心は専ら株主の自益権に向けられて、共益権には及んでいないことを示している。

(注48) 改訂株式会社財政の研究（前掲書），p. 110.

(注49) 和光経済研究所調べ（昭和59年1月13日付朝日新聞から）。

(注50) 昭和58年3月末現在で、約412兆円。

(注51) 日銀統計による（昭和59年1月13日付朝日新聞から）。

株主総会への低調な出席率、委任状による無条件委任の多さは、その端的な例であろう。このような株主としての意識が欠除する株主に対して議決権を賦与することは、何の意義も認められないばかりか、かえって不適当である^(注53)とさえ思われるのである。ここに、普通株に代って、議決権を有しない優先株の利用の意義が認められる。つまり、優先株は投資家型株主の要請する投資物件に適合するものとして再認識されてよいと思われるのである。

なお、我国企業における優先株には未処分利益（剰余金）に対する請求権がないとの解釈から、新株引受権がないとされる点（商法第222条第3項）では、普通株との決定的な差異をもつ。この点で優先株が投資物件としての市場性を低く評価されるのは事実であり、ここに、我国企業における優先株利用上の問題が、追加的に提出される。しかし、この点については、近年の株式公募に学ぶところが多い。それは、新株の発行価額が株式の市価に近く定められる場合が比較的によく、このことによって、普通株と優先株との間には投資価値上それほど大きな差はでてこないからである^(注54)。つまり、このことが優先株利用上の大きな阻害条件になるとは思われないのである。

こうして、以上のいずれの対策も重要であるにはちがいないが、それにも増してより重要なことは、優先株の利用にあたっては企業が安定した収益力および長期にわたる高い予想収益力を持つ、ということをおげねばならない。いうならば、そのような企業となるための経営努力が、まず第一に企業の内的努力としてなされねばならないのであり、それが優先株の利用推進への根本的な、しかも、最も着実な対策とされねばならないということである。何故なら、このことによって、企業は普通株主に **trading on equity** の利益を享受させる優先株の発行が容易に可能となるからである。

(注52) 改訂株式会社財政の研究（前掲書），p. 101 3～6行。

(注53) 同掲書，p. 101 10～11行。

(注54) 株式会社（前掲書），p. 51～52。

この対策のもつ意義は大きい。企業が安定的な収益力を維持し、長期の高い予想収益力を持つように経営努力を傾けることこそが、遠回りのように見えて、実は、最も近道で最も有効な対策なのである。

このように、優先株の利用推進をはかる方向において、我国の金融構造の特殊性である間接金融・企業の負債依存傾向を是正できる鍵を見出し得ると思われるのである。

V. 結

以上、われわれは、我国企業における優先株を、普通株に若干の社債の属性を付与された企業の自己資本調達方法の一つとしてみてきた。つまり、優先株の実体は本質的には社債と同じ他人資本であり、それは単に自己資本の形態をとるものといえよう。この優先株は、特に1880年代後期の米国において普及が著しかったのであるが、今日の米国では一般投資家層にはその重要性を残しながらも、企業財務にとってはほとんどその重要性を有しないものとなっている。

我国における優先株は、種々の問題点によって現在に至るまで、企業の資本調達方法として多く利用されているとはいえない。我国企業の資本調達方法は、主として減価償却手続きによる回収資金（内部資本）と金融機関からの借入れという負債（外部資本）に大きく依存して、資本調達上のアンバランスを現出させているという特徴をもつ。すなわち、我国企業の資本調達に占める株式という自己資本形態の割合は相対的に低いのである。このことは、我国の金融構造が間接金融中心の低金利政策(注55)の下に発達してきたことと相まって、優先株利用上の根本的な問題点となっているといえよう。

そこで、ここではむしろ、優先株の利用推進を資本調達のアンバランスの是正ないし自己資本の充実をはかる方策の一つとして採り上げたいのである。つまり、我国企業の資本調達上のアンバランスという問題を考慮す

(注55) これは実質的な金融統制政策がとられてきたことを意味すると思われる。

るとき、われわれは優先株を、株式による自己資本の充実のための方策として利用推進する立場をとりたいと思うのである。また、間接金融構造という点については、経済上の問題としてマクロ的取り組みがなされねばならないことは言うまでもないが、ここでは、むしろ優先株の利用を推進すべき対策を企業の内部に求め、そのことによって優先株の利用を推進し、かへって逆に、この企業の外的要因たる間接金融ないし負債依存の企業財務における比重を、相対的に低めるようにすべきだと思うのである。すなわち、企業が優先株の利用を推進するための内的対策は、まさに普通株主が *trading on equity* の利益を享受できるような安定した収益力と長期にわたる高い予想収益力を企業が持つことに他ならないということである。優先株利用推進のためには種々の対策が考えられたのであるが、企業の内的対策としてこれに勝る対策はないように思われる。

このような企業側の事情の一方で、一般投資家層の事情はその大きな個人金融資産からみて、依然として好適な投資物件を求めていると思われるし、また、その要求は今後ますます増加するものとみられる。企業はこれに答えて、投資の安全性が高い優先株の発行を考慮すべきであろう。

こうして、優先株をはじめとする自己資本調達方法の多様化と高度化への企業の努力こそは、健全なる資本構造と拡大する資本集中の必要のために、これからの企業がとるべき方向ではないかと思われるのである。