

Title	株式会社資本に関する3局面について
Sub Title	The three stage of capital in modern corporation
Author	赤川, 元章(Akagawa, Motoaki)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2005
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.48, No.1 (2005. 4) ,p.41- 54
JaLC DOI	
Abstract	本稿は、個別資本として機能する株式会社資本に関して3つの局面、すなわち現実資本、擬制資本および会計的に把握された自己資本に分けて、それぞれの固有の性格を説明し、そのうえで、信用利用と関係づけて、これら諸資本の全体的連関を考察する。次に、このような諸資本の関係構造を前提としてヒルファアーディングのいう創業者利得について、従来論議されてきた見解とは異なるアプローチを提起する。マツハ主義の批判的摂取に基づくウィーン学派限界効用論への「思惟の適合化」である。最後に、3つの局面で展開してきた資本運動について図式を用いて表現し、それらの全体的構成を明らかにする。ここでも、創業者利得論を簡単な数式での解明を試みる。
Notes	植竹晃久教授退任記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20050400-0041

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

株式会社資本に関する3局面について

赤川元章

<要約>

本稿は、個別資本として機能する株式会社資本に関して3つの局面、すなわち現実資本、擬制資本および会計的に把握された自己資本に分けて、それぞれの固有の性格を説明し、そのうえで、信用利用と関係づけて、これら諸資本の全体的連関を考察する。

次に、このような諸資本の関係構造を前提としてヒルファーディングのいう創業者利得について、従来論議されてきた見解とは異なるアプローチを提起する。マッハ主義の批判的摂取に基づくウィーン学派限界効用論への「思惟の適合化」である。

最後に、3つの局面で展開してきた資本運動について図式を用いて表現し、それらの全体的構成を明らかにする。ここでも、創業者利得論を簡単な数式での説明を試みる。

<キーワード>

現実資本、擬制資本、自己資本、貸付資本、利子生み資本、貸借対照表上の資本金、創業者利得、企業者利得、配当の利子化、融資利得、ヒルファーディング、シュタイニッツァー、ベーム・バヴェルク、思惟の適合化、ファンダメンタル価格、投機、投機価格、資本の水割、株式取引信用、追加貨幣、ユニバーサルバンク

I

株式市場を前提とする近代的株式会社の本質は結合資本によって構成される有限責任制の企業形態である。いま、産業資本を想定すれば、この企業形態は異なった3つの局面で貨幣額を表示する個別資本として現象する。

第1の局面は、産業資本が現実資本として、すなわち一定の時間的経過の中で貨幣資本・商品資本・生産資本として機能する3形態へ次々と転換し、ゴーイング・コンサーンとして資本価値増殖運動を展開する場所である。この3形態は個別的産業資本が資本循環の諸段階でとる特殊な機能・存在形態であって、資本価値は貨幣形態で、つまり価格で表示される。通常、このような間断なき

形態転換を繰り返す企業資本の価値運動を一時点に局限し、財産および資本の状態について「瞬間的に撮影」したものが貸借対照表にほかならない¹⁾。ここでは、借方側に現実資本の3形態が資産の諸勘定項目として把握され、貸方側にそれらを取得した形式およびその源泉の法的形式、つまり所有権の性格が対応して設定される。これらの借方・貸方の両勘定項目はTフォームによる固有の会計技術に基づいて、どのような取引も同時に同一金額の対応項目として記録される「価値計算としての複式記入の体系」²⁾として展開されている。

ところが、貨幣資本形態を出発点としつつも、労働力および電気・通信・運搬などの費消項目は、生産資本の段階で機能するとはいえ、実体的には資産としての存在形態を現象させるわけではない。これらの特殊項目の価値消失分は貨幣形態の計算単位で生産的費用として生産資本に価値移転され、商品資本の中に化体され、その販売により貨幣形態として回収される。したがって、3形態に分裂した資本価値が、費消項目も包括した資産として存在形態を変化させつつ、全体的には、相互に有機的関連をもって機能する運動体となる。そして、この運動体としての現実資本の場合こそが第1の局面といえよう³⁾。

第2の局面は、現実資本として機能する「前払いされている貨幣額」を表示する株式会社の資本金である。資本金は産業資本が株式市場を媒介とし、貨幣資本断片を集中する手段として発行された現実資本の所有名義証券、つまり株式に記載された貨幣額合計であって、法律的には自己資本のカテゴリーに分類される。所有名義証券は一般的には、今日まで紙製複本の形態をとっており、現実資本に対する株主の所有権が法律的に承認されたものである。したがって、瞬時に膨大な株式取引が成立・決済され、所有権移転を可能にしうるシステムが確立されれば、かかる伝統的な紙製複本の形式が揚棄 (Aufhebung) されるのは歴史的必然であろう。いずれにせよ、発行された株式は個々の株主に分散された株式の名目額=額面であって、このような株式の名目価格の総和が貸借対照表の貸方項目の資本金として計上される。一般に株式を媒介にして投下された貨幣資本は、主として固定資本に転化されるから、この部分は借方項目の固定資産と照応する。なぜなら、株主は企業資本の共同所有者であり、したがって、投下された資本の返済は請求されないため、長期にわたって再生産過程に固着する生産手段の構成要素に使用可能となるからである。固定資本は、通常、

1) 「貸借対照表は商人の企業財産のある時点における瞬間的撮影であると形容的に云われている。それが撮影である以上は、常識的には企業財産を可及的に真実に表示するものでなければならぬように思われる」(田中耕太郎著『貸借対照表法の論理』、有斐閣、1944年刊、66頁)。

2) 「複式簿記は資本運動の全過程を取引ごとに借方と貸方とに分解し、同一金額を二重に記録し、これによって資本運動における財産の転形、その増減の原因と帰属を明らかにしつつ貸借平均の原理による自検作用を形成するのである。まことに巧みな記録計算方式であるといわねばならない」(馬場克三・内川菊義著『基本簿記概論』、春秋社、1960年刊、34頁)。たしかにTフォームによる勘定記録は借方=貸方関係としてあらわれる。だが、この複式簿記の形式的同一性は勘定科目の特質などによって異った本質的關係を内包している。この問題については、笠井昭次著『会計構造論の研究』(同文館、1966年刊、102-103頁)参照。

3) 市川文三著『貸借対照表と弁証法』(高文堂、1966年刊、83-86頁)参照。

完全な磨滅による償却あるいは陳腐化による道徳的償却で貨幣資本として回収に至るまで機能し続ける。そして、当該株式会社がゴーイング・コンサーンとして活動を継続する限り、固定資本は回収後、再び投下されることとなる。固定資本はつねに現実資本の再生産過程内にあり、また減価償却費として絶えず部分的に回収され、再生産過程から分離独立した遊休貨幣資本の形態で蓄積されたとしても、一定期間後には必ず出動する運命にある。

ここで、重要なことは固定資本の規模ではなく、また固定資本の還流とは関係なく、株式発行によって資本調達の可能性が容易になったことである。このことが、他面では株式会社への信用供与も容易にし、貸付資本を引き寄せ⁴⁾る。なぜなら、法律⁵⁾的アプローチからみても、有限責任株主の限定的債務負担問題がゴーイング・コンサーンとしての法人企業の資産問題へ転位し、いわば「解約告知のない信用 (unkündbares kredit) として債権者に無限の保証を与えることになるからである。それゆえ、株式会社の資本金は、企業の所有権を保証するだけでなく、企業の信用基盤であり、他人資本の転化した現実資本をも支配する手段となる。

一般的には、信用利用を前提とすれば、固定資本および流動資本として再生産過程で機能する現実資本の総体が、つまり自己資本と他人資本の総和としての企業資本総体が観念的な資本金＝自己資本に帰属する。しかも結果的には、自己資本に対応した価値分以上の現実資本を支配するだけでなく、その生み出す利潤をも支配しうる。外観的には、企業資本の自己資本は企業資本それ自体にとっても、株主にとっても、単なる貸借対照表に表示された帳簿上の抽象的な資本金にすぎないが、実は、この名目的貨幣額が「企業の受け入れる他人資本、貸付資本の引力⁶⁾」となる。

4) 「株式会社への信用供与ははるかに大きい額において可能である。というのは、株式会社は容易に資本を調達しうるからである。要求された信用が固定化される (immobilisiert) 危険はない。信用が実際に株式会社によって固定資本の調達に利用された場合にも、株式会社は、有利な機会に、固定資本の現実の還流には係わりなく、株式の発行によって資本を動員しえ、これを対銀行債務の返済に充てうる。実際これが日常の事態でもある」(Hirferding, R., *Das Finanzkapital*, Dietz Verlag, Berlin, 1955, S.170. 岡崎次郎訳『金融資本論(上)』, 岩波書店, 1982年, 170頁)。

5) Passow, R., *II Wirtschaftlicher Charakter der Aktiengesellschaft*, in: *Handwörterbuch der Staatwissenschaften*, Bd. I., 1924, S.134.

6) (Hirferding, R., a.a.O., S.158-159. 『前掲書』, 237頁-238頁)。このような資本調達方法は、表現の相違はあるとしても制度上の枠組みは今日でも大きく変化するわけではない。例えば、「外部資金調達」についてスプレマン (Spremann, K.) は次のようにいう。「企業はほとんど例外なく、外部の資本提供者と長期の金融契約を交渉する。経済全体としては、長期の他人資本調達の規模は自己資本を上回っている」としたうえで、以下のような観点の重要性を強調する。「すでに、自己資本を十分に保有している場合には、経営者にとって外部の資本提供者との交渉はたいへん容易である」。また「負債によって、他人資本の利子率が企業において取得された実物資本の収益率以下である限り、自己資本の期待収益率は高められる。期待自己資本収益率は負債の割合によって増加するから、他人資本調達は期待自己資本収益率への梃子 (Hebel) として作用する。これがレバレッジ効果 (Leverageeffekt) である」(Spremann, K., *Wirtschaft, Investition und Finanzierung*, 5 Auflage, Oldenbourg Verlag, München und Wien, 1996, S.275.)。

また、1960年代初頭、企業の規模・資産の種類・負債の構成などの企業財務の管理と投資家行動とが結びつけられ、財務管理の「新しい研究方法」として資本コスト論をベースに「最適資本調達」問題が提起された。この企業金融論の方法論的特徴として、企業を構成する株主・経営者・社会の利益

だが、「他人資本の引力」となる株式会社における自己資本の構成諸項目は実体的には著しく複雑である⁷⁾。それらは源泉あるいは取引の形式から分類しうるとしても、「特定の資産又は資産群と容易には結びつけ難」く⁸⁾、その意味では現実資本全体に化体されているといえよう⁹⁾。これらの諸項目の特徴と論点は以下のものである。設立・増資によって発行される株式資本金でさえ、帰属形態の観点からは「単なる価値量について、その所有関係」が問題となり、ここでは、資本金は「抽象的・計算的なもの」¹⁰⁾となる。そして、現実資本の価値増殖運動の成果として発生した利潤も利益剰余金としてこの項目に収斂する。さらに、株式発行によって証券市場から取得した株式プレミアム、企業合併によって継続会社の取得した現実資本と交付された株式の価値差額、株主への払い戻し金額より多い資本金減少額などの資本剰余金、いわゆる「資本取引」によって発生する諸項目もここに含まれる。以上のような内容の異なる諸項目から構成される自己資本と現実資本との関係の下では、現実資本の過大評価に基づく「資本金の水割り」問題¹¹⁾、あるいは負債項目と共同し、主として現実資本の過少評価に起因する「秘密積立金」問題¹²⁾など弾力的な会計政策の適用を受けた場合には、

、調和に財務管理の目的を設置し、その手段として三者の共通項である企業の純現在価値の極大化を目的とすることで実現可能としたのである。しかし、ここでも「発行のタイミング」に制約される「外部自己資本」のウエイトは決定的であった (Solomon, E., *The Theory of Financial Management*, New York, 1963, 古川栄一監修・別府祐弘訳、『財務管理論』, 同文館, 1971年刊)。

- 7) 上野道輔著『新稿貸借対照表論 (上巻)』, 有斐閣, 1926年刊, 125頁-128頁参照。
- 8) 黒澤清著『近代会计学』, 春秋社, 1951年刊, 367頁-379頁参照。
- 9) Paton, W. A. & Littleton, A. C., *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, 1940, American Accounting Association, 中島省吾訳『会社会計基準序説』, 森山書店, 1953年刊, 183頁-186頁参照。
- 10) 中西寅雄著『経営費用論』, 千倉書房, 1936年刊, 27頁-28頁参照。たとえば、他人資本の自己資本への擬制化の観点から、「株式会社の資本集中の内部構造」へアプローチした川合一郎も「資本金」に限定された「所有関係」の量的問題に帰着させている (川合一郎著『資本と信用』, 有斐閣, 1954年刊)。この川合理論への批判として自己資本の他人資本化説を展開した馬場克三の立脚点も同一である (馬場克三著『株式会社金融論』, 森山書店, 1965年刊)。いずれの枠組みも「資本金」内部の株主間における所有の「抽象的・計算的」な量的関係から支配・従属の企業統治の原則を設定している。
- 11) 「トラス形成時における被合併会社の資産の水増し計上は、普通株・優先株の水割を前提としたものであり、またプロモーターや銀行家達に対しては、社債および借入金など持分権の水割を正当化せしめることになる。U.S. Steel のトラス形成期の証券は少なくとも普通株約5億ドル全部が水割されており、社債についても約4500万ドルの水割があるとみられている」 (中村萬次著『会計政策論』, ミネルヴァ書房, 1969年刊, 13頁-14頁)。
- 12) 「リューエルの簡明な叙述によれば、従来秘密積立金の利益とみとめられているものは (1) 不況時代における抵抗力の付与, (2) 配当安定とこれに伴う株主の信頼の確保, (3) 流動資本の欠乏の時に際しての流動性の維持, (4) 利息と費用を要せざる付加資本による expansive Finanzierung の可能, (5) 擬制的または虚偽の利益配当の危険の防止および (6) 競争者をして良好なる収益の淵源を探知せしめざること, などである。然しながら、貸借対照表の任務とするところは生ける企業の実上の財産を貸借対照表調整の時に於いて正確に示すことにある」 (田中耕太郎著『前掲書』93頁-94頁)。シュマーレンバッハ (Schmalenbach, E.) もまた次のようにいう「金融技術上秘密準備金を設けることは、1895年以来、財務技術に慣れた重役の常套手段である。事実、秘密準備金は重役に甚だ都合なものである。即ち秘密準備金があれば、減価が生じた場合にも、重役は当該財産の減価償却を行う必要がないのである」 (Schmalenbach, E., *Finanzierungen*, 4. Aufl. 1928. 鍋島達訳『会社金融論』, 同文館, 1932年刊, 194頁-195頁)。

貸借対照表における「真実性の原則」の実現は容易でない。とはいえ、現実資本に対する価値評価と自己資本の価値設定が、実体とは乖離した歪曲された数値として計上された場合、現実資本の実体と機能が自己資本の価値量を修正していくこともないわけではない。¹³⁾

第3の局面は、証券市場で売買される商品としての所有名義証券＝株式がそれ自体利子生み資本の投下形態および媒介形態となり、名目価格とは異なる固有の価格を形成し、それゆえに独自の資本運動＝擬制資本運動を展開する場である。ここで問題となるのは、商品としての株式の包括的規定性である。企業が継続する限り、株式を媒介として投下され、再生産過程で機能している現実資本の引き上げは不可能だから、時には、企業それ自体を商品化する手段となるが、株式分散の一般的事情の下では株式は実際には企業の生み出す利潤の請求権に転化する。この場合、現実資本は単なる資産価値の集合体ではなく、「将来の状態」が「対象の価値にとって決定的」となるため、企業評価の基準を反映する株式としては、その将来性、すなわち「予想的収益」の状態がきわめて重要となる。¹⁴⁾ また、株式は企業の共同所有権（＝経営権）をもつにもかかわらず、その権利には譲渡性が付与され、株主権を放棄すれば、何時でも投下した貨幣資本を回収しうる。しかもこの要素は、資本調達を容易にするため、株式の小口化と結合している。さらに、株式は商品としての市場性を保証されると、利子生み資本の投下対象として、即時的な換金化資産として、金融的投資の対象ともなる。このような市場性を具備した株式は、証券市場では固有の価格形成を展開する。いま、オルレアン (Orléan, A.) の「株式評価の原理」に基づいて整理してみよう。まず、基本的には、現実資本運動の成果＝利潤を前提とし、一般的利子率で資本還元したもの、もう少し厳密に言えば、企業の配分する配当を利子率にリスク・プレミアムを加えた「現在割引率」で算定した方法である。現実資本と密着したこの株価の評価方法は最も原則的であり、「ファンダメンタル価格」といわれる。「割引された配当の無限流列を現在価値に直した」ものとし、
$$VF = \frac{d_1^{(a)}}{(1+r)} + \frac{d_2^{(a)}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{d_n^{(a)}}{(1+r)^n} \dots$$
 (VF: ファンダメンタル価格, $d_1^{(a)}$, $d_2^{(a)}$, $d_n^{(a)}$: 配当列, ただし, 予想値であるために (a) を付け加える。r: 現在割引率を表す) の式として表示される。「企業家をもつ本質的要求に対応した」投資選択の根拠であり、「情報」に条件づけられた効率的市場仮説の背景にある方法もこれであろう。次に、

13) 「20世紀に入ると、株主すなわち投資家は水増しされた株式の交付よりも、会社の有形固定資産の真の価値こそ自己所有株式の価格形成の基準となることを認識しはじめた。また、経営者は発行有価証券に比して、有形固定資産の価格に含みがあることを公示する必要があった。このような諸要請が州際商業委員会を動かし、1910年のI. C. C. の会計規定となった」(中村萬次著『英米鉄道会社史』, 同文館, 1991年刊, 244頁)。

14) Schmalenbach, E., a.a.O., 鍋島達訳『前掲書』1頁-2頁参照。シュマーレンバッハは実行されなかったドイツ税法137条第2項を「正しい」原則とたうえで、企業の価値は「全体としての価値を確定して初めて経済単位の評価が可能となる」と提起し、「予想的収益価値」と「再生産価値」の2つを「定めることが必要である」とする。そして、もし前者が後者より低い場合は前者が「決定的価値」であるが、その逆の場合はいずれも「標準」にならないとする。シュマーレンバッハは、競争のリスクを前提としたケースを取り上げ、両価値の中間を「極めて慎重なる評価法」とし、これがまた実際のでもあったとして実例も示している。その意味では、株価に反映する企業価値は動的な枠組みで認識することが必要であろう (Schmalenbach, E., a.a.O., 鍋島達訳『前掲書』19頁-23頁)。

現実資本運動から切り離された局面としての証券市場を考察すれば、ここでは、「市場の論理」に従う「投資家たちの集団的判断に基づく新しい評価」、すなわち投資家たちの「多数意見の模倣」¹⁵⁾による株価の共同幻想の形成、いわゆるケインズの「美人投票論」¹⁶⁾の世界である。証券市場には、いわば「仮想現実的な性格」が付与され、株価の変化から「金融的収益の最大化」を目的とする「特異な投資行動」が展開される。このような行動をとる投資家が「投機家」であり、かれらによって評価された株価が「投機価格」¹⁷⁾である。この価格の特徴は、利回り計算を前提として将来時点の予想株価に左右されることにある。株式市場の価格形成における以上のような「二元性」の確立は、株式が現実資本運動から乖離して擬制資本運動としての固有性を一段と増大させ、これによって投機対象として取引される規定性が恒常的・全面的に出てきたことを示している。

そして、この「投機価格」を生み出す背景となる投機取引それ自体は、プリオン (Prion, W.) の措定するように、「継続的な投資目的で有価証券を取得するのではなく、売却によって利潤を取得する目的でこれを購入すること、さらには有利な相場場で再び買戻すために売却すること」すなわち「相場利得 (Kursgewinnen) の取得」を「究極目的」とする取引にほかならない。かかる取引は、プリオンによると、ドイツでさえ、すでに株式会社形成の揺籃期、1871年～73年の創業ブーム期でも「重要」であったとすれば、株式市場はそもそも成立当初より強弱の変化を伴う投機的市場であったといえよう。かかる市場に富が集中する「証券資本主義」¹⁸⁾では、証券投機の果たす国民経済的機能およびこれを支持する証券金融システムと職業的証券投機とが不可欠な要素として内的に編

15) 「模倣プロセスを通して集団が獲得する信念を指して」「コンベンション=共有信念」と呼び、この信念を軸に市場が「構造化」され、またその安定性の崩壊から株式パニックなどの特異な現象も説明出来るとするのがレギュラシオン派オルレアンの見解である。ここでは、これ以上言及しない。(Orléan, A., *Le Pouvoir de la Finance*, Édition Odile Jacob, 1999. 坂口明義・清水和己訳『金融の権力』, 藤原書店, 2001年刊参照)

16) ケインズの「美人投票論」については、平均的な投資家の観点から「不確実性」を強調しながら、方法論的にアプローチした興味深い研究としては、鈴木芳徳「ケインズ『美人投票論の謎』『商経論叢 (40-1)』神奈川大学経済学会, 2004年9月) 参照。

17) なお、「投機価格」の評価式は $R_t^{(a)} = \frac{d_t}{P_t} + \frac{P_{t+1}^{(a)} - P_t}{P_t} \dots (1)$

$$P_t = \frac{P_{t+1}^{(a)}}{1+r} + \frac{d_t}{(1+r)} \dots (2)$$

(t 時点の株価: P_t , 配当: d_t , 予想利回り: $R_t^{(a)}$, (t+1) 時点の株価: P_{t+1} , 安全資産の金利: r) ここでは、(1) 式は分配配当に予想利回りの差益を加え、投資額 P_t で割ったものである。この場合、投資家は予想利回り (= 金融的収益) に対して予想される株価の動向に「非常に敏感」となる。

(1) 式を前提とし、投資家がリスクに中立的であれば、株式と安全資産との間で裁定取引が行われていることになろう。(Orléan, A., *op. cit.*, 『前掲書』「株式評価の原理」) を参照。

18) Prion, W., *Die Preisbildung auf der Wertpapierbörse*, Leipzig, 1910, S.3-5.

19) 「一国の財産の大半が証券に体化されている」「証券資本主義」(Effektenkapitalismus) では、リーフマン (Liefmann, R.) によれば「技術的・経済的理由から大経営が今日必然的であるとすれば、証券制度は大企業の収益を多くの人々に配分する手段になる」。また「証券投機も事情によっては国民経済的有用性を、つまり市場の拡大や価格の時間的調整などをもつ」とし、証券制度や投機の意義が所得配分の不公平や投機の弊害などと共に指摘されている。(Liefmann, R., *Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften*, Dritte Auflage, 1921, S.27-31.)

成され、これらの要素が証券の流動性を保証する。その結果、貯蓄・減価償却費などの置き換え資金・一時的未利用の回転資金・新規の銀行信用・余剰現金残高など本来ならば、消費財や生産財などの実物市場に支出される貨幣資本、金融機関の効率的ポートフォリオに配分される貸付資本の相当部分、さらには、運用先を求めて徘徊する国際的投機資本などさえ追加貨幣として証券市場へ呼び寄せ、拘束する²⁰⁾。しかも、信用取引・先物取引・オプション取引などの取引仕法の充実と拡大は、企業評価の時間的先行性と経済動向の不確実性に応じた投機的証券市場への対応策であるが、逆にこのことが専門投機家に活躍の場を与え、これを一段とスペキュレィティブな市場へと高めていく。とはいえ、銀行と証券取引資本（証券ブローカー）と投機家との関係から構成される株式取引信用とその決済は、このように膨張する証券市場の取引高の急激な変化に対応し、さらに取引所システムの近代化、精算機構の整備と資金の回転速度の迅速化などを通して吸収し、証券金融システム内で調整できるように爛熟²¹⁾してくる。

II

株式会社資本に関して現実資本と株式擬制資本との関係、さらには会計学的に把握された株式資本との関連を含めて、配当・配当の利子化・株主および株式会社の性格・株式の規定と貸付資本との関係・独占・金融資本・自己金融などきわめて広範囲な問題が、1955年、ヒルファーディング (Hirferding, R.) の『金融資本論』改訳を契機として、彼の提起した「創業者利得」(Gründungsgewinn)²²⁾論の解釈と関連付け華々しく論議された。この「一つの独自の経済的範疇」(eine ökonomische Kategorie sui generis) についてのヒルファーディングの説明は、簡単な数式とそれを応用したモデル、それに具体的事例として小規模有限責任会社の株式会社への転換を取り上げたにすぎず、必ずしも一般的な現実的根拠から提起したわけではなかった。したがって、かかる概念に関するヒントを何処に求めるべきかは、なお検討すべき課題とはいえ、例えば、彼によって「株式会社の根本的・経済的特殊性は……認識されていない」と批判されたシュタイニッツァー (Steinitzer, E.) の『株式会社の経済理論』²³⁾には次のような記述がある。

「金融業者は一般に多くの資本を必要とする企業家であるということが付随的に起こる。企業家

20) Machlup, F., *The Stock Market, Credit and Capital Formation*, London · Edinburgh · Glasgow, 1940, pp.11-18, 永田永寿訳『株式市場、信用および資本形成』, 千倉書房, 1970年刊, 10頁-15頁参照。

21) Machlup, F., op. cit., pp.125-128, 『前掲書』109頁-111頁。

22) 拙稿「証券理論」日本経済学会連合編『経済学の動向 (中巻)』, 東洋経済新報社, 1975年刊, 304頁-307頁参照。

23) 『金融資本論』の「株式会社」の章で最初に注で取り上げたのがシュタイニッツァーの著作である。上記のような批判の後に「その他の点ではこの書は適切で精細な記述に富んでいる」と評価している (Hirferding, R., a.a.O., S.137. 『前掲書』206頁)。

は他人の資本を収集し管理する銀行活動と緊密に結びついている」。あるいは金融業者ならびに銀行家は「利潤を得て持分の売却が可能であると確信すれば、企業設立を増大する。彼らにとっての問題は、企業ではなくて、融資利得 (Finanzierungsgewinn) である。企業設立が増大すれば、この利得はそれだけ大きくなる。もちろん、活動は金融業者の自由となる資本力によって制限される。資本力の少ない金融業者は、株式発行が迅速かつ完全に成功した場合のみ、多くを設立しうる。しかし、このことは『企業設立時代』の特別な好景気にのみ当てはまるにすぎない。これに対し、大資本を自由に利用できる金融業者は自分の資本の完全な回転を待つことなしに設立活動を大々的に²⁴⁾ 推し進める」。

金融業者および銀行家は企業設立に参加するが、その関心は企業経営よりも発行された持分の処分から生ずる「融資利得」にある。企業の株式会社化と証券市場の成立の中に、貸付資本として融資した利子とは異なる新たな利潤源泉をここに見出したのである。その意味では、金融業者は企業家としての機能を果たさずとも、ただ所有に基づいて企業へ参加し企業利潤取得の機会をうる。さらに企業利潤を反映した持分価値と投下した融資元本との差益、すなわち、ヒルファーディングのいう「創業者利得」をも獲得しうる。ところが、シュタイニッツァーは、また「合併それ自体は常に株式発行の誘因となるため、合併と拡大は、融資利得を意味する」とも述べているから²⁵⁾、「融資利得」は、「創業者利得」に限定されず、増資の株式プレミアムや合併差益も含めた包括的カテゴリーでもあった。また、産業株式会社への銀行参加は必ずしも株式売買差益を求めて行われるのではない。ひき続きシュタイニッツァーに従えば、「周知の銀行による『絶対的設立』 (Müßgründunen)」について言及し、「個人企業に対する債権者が自分の回収困難な債権 (immobilisierte Forderung) を株式へ転換して流動化しようとした場合に株式会社が設立される」とする²⁶⁾。いわゆる債務の株式化である。

こうした論点はシュタイニッツァーの「統治する集団への参加」にも示されており、ここでは持分所有は「会社の成果」の側面に限定され、投下資本が如何に収益の高い企業に配分されるかが重要であった。このような、いわば「経済的な営利目的に役立つ」「私企業」としての株式会社の「生理学」 (Physiologie) 的接近²⁷⁾ に対して、『金融資本論』におけるヒルファーディングの持分所有の構想は、たしかにシュタイニッツァーと「根本的・経済的」に著しく相違し、「商品生産社会において貫徹される諸傾向の結果」としての「社会主義的帰結」を含む「科学的な経済学」の「歴史観」の中に位置づけられていた。「神秘的な外見」をもち「最も高度な且つ最も抽象的な現象形態をなす…金融資本という形態」を対象化し、「資本制的生産様式の無政府性の克服」を促進するシステムこそ、この形態を成立・強化させうる「集中課程」であるとした。まさしく、社会変革の戦略構想

24) Steinitzer, E., *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*, Leipzig, 1908, S.93.

25) Steinitzer, E., a.a.O., S.130-131.

26) Steinitzer, E., a.a.O., S.61.

27) Steinitzer, E., a.a.O., S. XII-XVI u.73-74.

の基軸たる「国家および経済制度の組織化」政策の内部に編成された因果的諸関連と持分所有とを結合して展開したのである。それゆえ、この「基本目標」の下では、当然、システムの中軸に立つ銀行資本の発展とこれに寄与する新たな収益源泉、さらには「他の諸資本形態にたいする銀行資本の関係」の事象分析が「ますます要望される」²⁸⁾のは必然であった。そして、以上のようなフレームワークの中で、ヒルファーディングがとくに注目したのは、銀行資本の証券業務の分野で生み出される「創業者利得」であったといえる。

さて、あらためてヒルファーディングのいう独自の経済的範疇としての「創業者利得」について検討してみよう。彼の説明では、利潤を生む資本の利子を生む資本への転化から創出される利潤の一源泉であり、形式的には平均利潤を生む資本と平均利子を生む資本の差額として算定されるとする。この意味では、創業者利得は信用利用を前提とした産業資本の利潤取分、平均利潤－平均利子として存在する企業者利得と同様な外観を呈す。ただ、相違は、企業者利得は連続的収入として取得しうるが、創業者利得はこの企業者利得を資本還元して一括先取りする収入として発生する点にある。この命題について、ヒルファーディングはシンプルではあるが、それゆえに様々に解釈された数式を用いて説明している。彼によれば、創業者利得を G_g 、平均利潤を P 、配当を d 、企業の収益を E 、利子を r と置くととき、 $G_g = \frac{100E}{d} - \frac{100E}{P}$ が成立するという。ここでは、また $E = P$ 、 $d = r$ (利子) と置き換えが可能であるから、公式は次のように修正されるという。つまり、 $G_g = \frac{\text{平均利潤}}{\text{利子率}} - \frac{\text{平均利潤}}{\text{平均利潤率}} = \text{擬制資本価格} - \text{現実資本の価格}$ である。ところが、現実資本は、すでに述べたように、株式を媒介として投下された貨幣資本の転化形態であり、しかも貨幣資本それ自体もまた自由に利子生み資本に転化しうるものである。そして、公式的には、利子生み資本＝貸付資本は利子を利子率で除したものとして現れるから、 $G_g = \frac{\text{平均利潤}}{\text{利子率}} - \frac{\text{平均利子}}{\text{平均利子率}}$ となり、ここから $\frac{(\text{平均利潤} - \text{平均利子})}{\text{利子率}} = \frac{\text{企業者利得}}{\text{利子率}}$ が導出される。このように論理プロセスを辿ってくると、ヒルファーディングのフレームワークが何処におかれているのか、が明白となる。ユニバーサルバンキングとしてのドイツ銀行業は、証券業務も兼務しているため、この利潤源泉への積極的関与も可能となる。銀行は利子を生む資本の担い手としてこれを産業資本に貸付資本として供与し、現実資本に転化して利潤を生む資本となる。もし、貸付資本の返済を株式発行で行うとすれば、つまり債権の株式化が可能であれば、銀行＝債権者は、株主＝創業者へと立場が変化する。銀行の利子を生む資本は産業資本の利潤を生む資本に転化する。この場合、銀行は産業資本家として機能するわけではないが、預金から充用した貨幣資本には利子を支払うため、ここでは実体的にも形式として

28) Hirferding, R., a.a.O., S.1-5『前掲書』9頁-15頁および拙稿「ヒルファーディングの経済学方法論 (I)」『三田商学研究』21巻2号(1978年6月)61頁-62頁参照。

29) 別府正十郎『資本金計の経済理論』, 森山書店, 1964年刊参照。

利潤—利子たる企業者利得を得ることとなる。だが、論点は銀行が利子生み資本を産業株式会社に投下することによって貸付資本の利子を上回るより効率的な運用手段、つまり平均利潤を得る機会を作り出すことが可能だということにある。銀行にとって貸付業務の成果である利子が犠牲となり、その代替的な証券業務の成果たる利潤が目的となれば、当然、両者の差額としての余剰、企業者利得が導出されよう。もし、企業者利得がこのような概念として解釈されれば、銀行にとっては利子生み資本運動の2種類の評価問題、すなわち即自的 (an sich) には利子、だが向自的 (für sich) には利潤という設定となり、そのうえで両者を包括した即かつ向自的段階 (an und für sich) として、企業者利得それ自体が利子生み資本運動の評価概念として提起されたこととなろう。このように理解する限りにおいて、ヒルファーディングの想定は彼特有の方法論、「思惟の適合化」に基づいて検討すると、³⁰⁾ ベーム・バヴェルク (Böhm-Bawerk, E.v.) が展開した同一生産手段から限界効用の異なる3種類の財を生産する費用法則の論理 (機会費用論の原初形態ともいわれる) と類似しているようにみえる。³¹⁾ したがって、いわば独自の評価利潤として設定された企業者利得は、将来時点においても成立するわけだから、これを資本還元して現在価値に引き直した企業者利得も同じく評価利潤となろう。

ヒルファーディングの公式は、ここでは「ファンダメンタル価格」評価で行動する純粋に投資家の観点にあり、産業株式会社は単なる投資対象である。いうまでもなく、基本的には「企業者利得」論は、ドイツ銀行資本 (ユニバーサル型バンク) の新たな資本蓄積様式である。だが、他面では、このように、その「独自の経済的範疇」としての側面は投資家行動の対象として、利子生み資本の投下・媒介・回収の形態としても把握され、その意味では、利子生み資本内に包摂されたカテゴリーと理解することも可能であろう。³²⁾ ただ、問題は企業者利得の実体である。株式は証券市場で流通する追加貨幣で実現するため、この利得は現実資本の生み出す利潤、つまり企業者利得を基盤として算定される。ところが、算定行為は観念=評価の世界の出来事であって、実際には、証券市

30) 拙稿「ヒルファーディングの経済学方法論 (II)」『三田商学研究』21巻3号、1978年8月、36頁-38頁参照。

31) Böhm-Bawerk, E.v., Grundzüge der Theorie des wirtschaftlichen Güterwerts, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 1886, 長守善訳『経済的財価値の基礎理論』, 岩波書店, 1932年刊, 116頁-117頁参照。この問題について、余剰原理の観点を導入して、丸谷喜市は次のように解釈している。「いま生産財群 G2 一単位量よりそれぞれ100, 120, 200なる直接の限界効用をもつ生産物 AB もしくは C が一単位量生産せられ得るとする。この場合 C 財は間接の限界効用100によって評価されず、その直接の限界効用200によって評価されるのが合理的である。しかして、もし斯くの如き論理が許されるものとすれば、この場合にも、——生産財群 G2 の価値は限界生産物 A の限界効用100によって定まるが故に——剰余の成立が認められることとなる」(丸谷喜市『価値及価格研究一斑』, 大同書院, 1941年刊, 138頁-139頁)。

32) 「利子生み資本」のカテゴリーの中に株式を位置づける限り、国債や社債と同様に、証券形態をとって証券市場で取引され、独自の市場価格を形成する擬制資本となる点で共通性をもつ。この点に着目し、なお概念的規定の検討としては、必ずしも十分とはいえないが、株式を最も典型的な形態としたうえで、これら3つの証券を独立した信用形態、「擬制資本信用」と提起したのが小竹豊治の先駆的見解であった (小竹豊治著「証券市場の基礎理論」『証券経済月報』32, 1962年刊)。

場に流入した追加貨幣の存在を前提とし、証券市場において株式売買から生じる純粋な価格差額、つまり投機利得に他ならない。

他方、現実資本運動の価値増殖過程から発生した利潤の一部は配当として、ここでは、ヒルファーディングに従って、例えば、配当＝利子、つまり利子率水準に帰着した配当率を設定すれば、やはり平均利潤－配当（利子）＝企業者利得となる。この限りでは、株式会社それ自体は、信用利用を含んだとしても、創業者利得の実現後も依然として連続的収入として毎年企業者利得を生み出すであろう。配当＝利子である限り、企業外に流出した利潤の残余は「内部留保」を意味するものとなろう。「内部留保」は、すでに株式を売却した創業者にも、これを新たに購入した新株主にも帰属せず、さしあたり、法人としての株式会社それ自体の所有となる。そして、この部分が現実資本として再転形されるとすれば、現実資本の拡大＝資本蓄積が進行し、この規模拡大した現実資本の生み出す利潤が時間の経過とともに相対的に小さくなっていく株主資本金に対応する。ここに現実資本と株式資本金との均衡関係に関する会計政策的課題が生じてこよう。

したがって、資本の有機的構成の高度化による利潤率の傾向的低落の法則は、自己資本との関係では、そのまま適応されるわけではなく、逆に上昇傾向さえ起こる場合もあるであろう。さらに、利潤率に応じて利子率も低下していけば、株式の市場価格を押し上げる要因ともなる。ただ、一般的には、このケースは増資が行われると終息する。拡大した現実資本に対応して資本金も増大すれば、両資本の格差は縮小し、結果的には各株主に帰着する利潤は相対的に小さくなり、それが証券市場価格に反映して下落をもたらすことになろう。他方、配当＝利子ではない場合、株式と配当との関係は利子生み資本運動に規定されて、投下資本にたいして利子率なみの収益に収斂する傾向をもつ。いわゆる配当の利子化、資本還元に関する一般的原则が妥当する。

いずれにせよ、創業者利得とは、所与の現実資本の運動成果から遊離していないとしても、観念的に算出された「独自の経済的範疇」であって、その意味では想像的利得の現実化を証券市場で追求したものである。現実資本の利潤と貸付資本の利子という具体的基盤に立脚しているとはいえ、利子生み資本の投下対象として算定された計算価格である。そして、証券市場においても信用利用＝株式取引信用が活用され、精算システムの媒介と不確実な将来予測の下で計算価格としての株式の観念性が一段と深化され、思惑の支配する投機性が醸成される。錯乱した観念も市場で貨幣に転化されれば、実体となる。現実資本の成果と擬制資本の成果が資本運動の成果として同一視される時、産業資本家も投機家となり、現実資本の足ではなくて擬制資本の頭で立つ。もちろん、株式会社資本の3つの局面での展開、つまり資本の3重化は社会的総資本の構造的関係を基軸にして、各種の証券取引仕法の発展および資本の世界性などを統合した観点からのアプローチも必要である。かかる観点から、証券市場を媒介とした社会的資金配分の役割の解明が今日では決定的に重要であるが、ここでは取上げない。³³⁾

III

以上のように展開してきた創業者利得について、あらためて図式を用いて確認する。ここでは、これまでの説明に沿って、信用利用、株式を媒介して現実資本に転化した貨幣資本は固定資本と流動資本とに分けられることを仮定する。

図1において使用した記号の内容はこうである。G_Iは証券市場で株式を媒介にして調達した貨幣資本である。この資本金としての出資額は、機械と建物などの固定資本Fに投下される貨幣資本G₀と原料や労働力などの流動資本Z₁, Z₂, Z₃に投下される貨幣資本G₁, G₂, G₃に区分される。G_{II}は金融市場で銀行との相対取引で調達した貸付資本であり、同じく流動資本Z₄, Z₅に投下される貨幣資本G₄, G₅を表示している。さらに、P₁, P₂, P₃, P₄, P₅は生産過程で機能する資本、生産資本であり、ここに固定資本Fの減価償却費分f(定額法を仮定)が付加される。かかる生産過程で流動資本として実存していた労働力価値の可変的流動資本と原材料などの不変的流動資本が統一され、剰余価値が生み出される。ところが、まだ生産途中の仕掛品の状態にあるが、これらは、やがて完成されて製品W₁, W₂, W₃, W₄, W₅となり、市場で販売される。実現された製品は、再び貨幣資本の形態[G₁], [G₂], [G₃], [G₄], [G₅]に回帰する。だが、これらの貨幣資本にはそれぞれ実現された剰余価値、すなわち利潤g₁, g₂, g₃, g₄, g₅と減価償却費分fが含まれている。したがって、[G₁]=G₁+g₁+f, [G₂]=G₂+g₂+f, さらに[G₃], [G₄], [G₅]も同様である。また、図1での線分——は資本の形態転換のプロセス、……は減価償却費fの生産資本への化体および株式・貸付資本への収益の帰属を表示している。

いま、一定期間ごとに順次原材料を購入して、継続的に生産を行う産業資本を想定すれば、期首の開示から、期末の資本価値の比較によって、企業活動の成果が表示されよう。この期間成果の比較は□に囲まれた記号により作成された貸借対照表から算出されよう。

資産－(資本＋負債)＝利潤が、ここでは期首の投資額(G_I+G_{II})が期末の資産(F－7f+W₁

33) 株式会社形態をとった結合資本としての産業資本全体では、一般的に固定資本は株式を媒介とした貨幣資本の転化形態である。究極的には固定資本が生産規模を決定する要因となるため、社会的総需要に照応する産業資本全体の適正配分は、この固定資本の適正配分で規定される。したがって、このことから、産業資本全体の適正配分は証券市場を媒介にして展開されることになる。次に、固定資本に照応して流動資本が適正配分されるのであるが、これを可能にするのは貸付資本である。つまり社会的総需要に照応する供給側の産業資本全体は証券市場を基軸に金融市場が従属するという構造的関係のなかで貨幣資本が適正配分されることになる。だが、証券市場に拘束される貨幣資本や株式取引信用は、固定資本へ転化されるだけでなく、株式擬制資本の取引それ自体にも使用される。このような産業資本全体の構造的変化を反映した証券市場の動向と金融市場および実物市場との関係、これらの諸市場間の社会的貨幣資本配分は、景気循環の諸局面および「諸国民の富」の選択のあり方、さらには、これらの変化を媒介として調整される諸市場の価格作用にも規定される。かかる市場経済の内生的作用以外に財政政策や金融政策などの外生的作用および国際収支の状況なども今日では一段と重要度を増す。度々生ずる証券市場への社会的資本配分の偏在を際めて、以上のような総体的観点からの考察は、困難ではあるが、大きな課題であろう。

図1

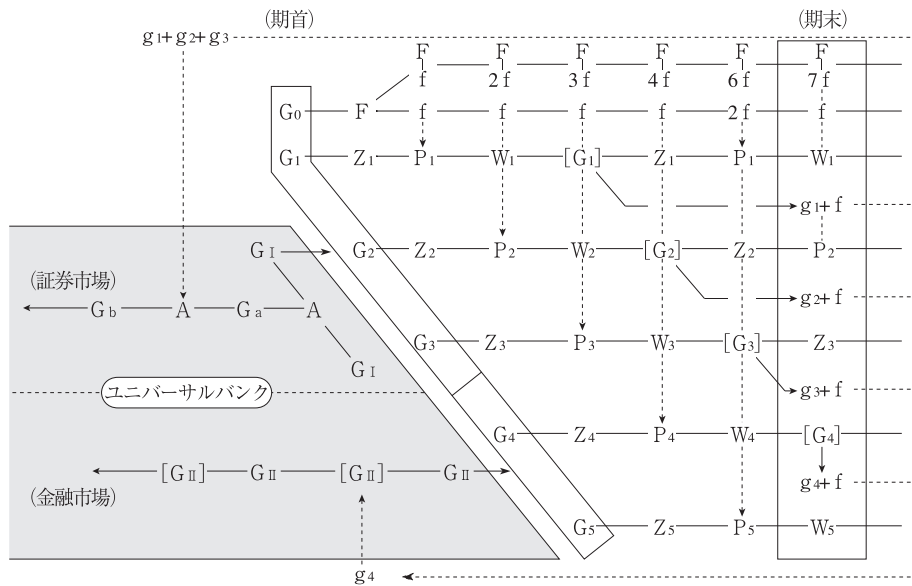


図2

貸借対照表 (B/S)

(借方)	(貸方)
現金 $G_4 + g_1 + g_2 + g_3 + 4f$	借入金 $G_{II}(G_4 + G_5)$
原材料 Z_3	資本金 $G_I(G_0 + G_1 + G_2 + G_3)$
完製品 $W_1 + W_5$	当期純利益 $g_1 + g_2 + g_3$
仕掛品 P_2	
機械・建物 $F - 7f$	

+P₂+Z₃+G₄+W₅+g₁+g₂+g₃+4f) に転化し、剰余価値 G₄ は利子として支払われ、残余の剰余価値が当期純利益 (g₁+g₂+g₃) として存在する状態を示している。この場合の貸借対照表は図2のように表示できよう。

さて、次に創業者利得の問題に入ろう。いま、剰余価値=利潤合計額は g₁+g₂+g₃+g₄ であるが、ここでは、貸付資本 G_{II} に対する利子を g₄ とするから、利潤の大部分 g₁+g₂+g₃ が配当として株主に配分されると仮定する。この場合、配当率は資本金 G_I に対する配当の割合だから、配当率 = $\frac{g_1 + g_2 + g_3}{G_I}$ 、また利潤率は本来的には現実資本に対する利潤の割合であるが、ここでは期首の貨幣資本額がそのまま現実資本の貨幣額=価値を示しているから、利潤率 = $\frac{g_1 + g_2 + g_3 + g_4}{G_I + G_{II}}$ 、また、利子率は貸付資本に対する利子の割合だから、利子率 = $\frac{g_4}{G_{II}}$ と規定される。

そのうえで、創業者利得について検討すると、設立および増資の場合のいずれにおいても、すで

に述べたように、創業者利得＝株式の市場価格－資本金（＝株式の名目価格）であるから、 G_g （創業者利得）

$$= \frac{g_1 + g_2 + g_3}{g_4 / G_{II}} - G_I \text{ となる。この式を変形すると、} G_g = \left(\frac{g_1 + g_2 + g_3}{g_4} \right) \cdot G_{II} - G_I \text{ となり、}$$

配当と利子の構成比、貸付資本の大きさおよび資本金の大きさという3つの変数の組合せによって創業者利得の大きさが決定される。企業が信用利用を前提とする限り、創業者利得もまた自己資本に引き寄せられた他人資本の大きさと利潤の中に占める配当の大きさに依存するのである。いうまでもなく、株式発行市場で評価された創業者利得は、追加貨幣の流入する株式流通市場で実現される。この擬制資本運動の局面、 $G_I - A - G_a - A - G_b \rightarrow$ において、どの位の追加貨幣が拘束され、どの位の株式取引信用が供与されるか、これによって G_a 、 G_b の大きさも決定されるであろう。

さて、問題に立ち返って、変形された創業者利得の公式 $G_g = \frac{(g_1 + g_2 + g_3) \cdot G_{II}}{g_4} - G_I$ に対して $\frac{g_4}{G_I \cdot G_{II}}$ を乗ずると、 $\frac{g_4}{G_I \cdot G_{II}} \cdot G_g = \frac{g_1 + g_2 + g_3}{G_I} - \frac{g_4}{G_{II}}$ と修正され、この変形式は、実は配当率と利子率の差額に他ならない。そして、仮定により、 $G_I > 0$ 、 $G_{II} > 0$ 、 $g_4 > 0$ であるから、 G_g が発生するか否かは、配当率と利子率の差額 ≥ 0 となる条件の如何に依存している。したがって、差額 < 0 であれば、 G_g は発生せず、株式の市場価格は名目価格以下に下落するのである。

以上のような結果を整理すると、創業者利得の発生は、配当率 $>$ 利子率のケースにおいて可能となる。³⁴⁾ 銀行が投資家として、一括先取りの投機利得の取得を目的とするのか、継続参加によって創業者利得を確保しつつ、時には増資の際に投機利得を、また株式取引機能からも手数料を取得するのか、銀行と産業株式会社の「融資」関係のあり方の課題となろう。

[追記]：学生時代にゼミナールのチューターとして植竹さんから教えを受けて以来、すでに40数年の歳月が経つ。先輩として、ドイツ経営経済の研究を志向する研究者仲間として、時には同僚としてのお付き合い、有意義な学ぶべきことの多い日々でした。公私にわたる、これまでのご配慮、本当に有難うございました。

34) いま、具体的な例で説明しよう。資本金100億円、借入金50億円、平均利潤率20%、平均利子率5%と仮定すれば、現実資本は150億円、利潤は30億円となる。そのうち支払利子2.5億円と資本管理費2.5億円を控除した残余部分のすべてを配当にまわすと、株式擬制資本の市場価値総額は配当金額25億円を5%で資本還元した500億円である。もし、同条件の類似企業が設立されるとすれば、期待収益率と期待利子率は同一水準と評価されるから、この株式擬制資本の市場価値総額から投下貨幣資本の資本金部分100億円を回収した差額部分、400億円が創業者利得として成立するだろう。他方、ヘルファーディングの方法によれば、投下貨幣資本部分は利子生み資本として運用されたものと想定されているから、利潤部分25億円から、さらに投下貨幣資本の資本金部分100億円に対する利子額5億円を控除して取得される創業者利得20億円、これを利子率5%で資本還元することになる。かくして、同様に400億円の創業者利得が成立する。