



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	株式会社と自己金融(その2・完)
Author(s)	中村, 通義
Citation	北海道大學 經濟學研究, 16(1), 51-72
Issue Date	1966-03
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31144
Type	departmental bulletin paper
File Information	16(1)_P51-72.pdf



株式会社と自己金融（その2・完）

中 村 通 義

III

生川、柴垣両氏の立論の基礎におかれている株式会社論が、いずれもヒルファディングに拠るものであることはすでにみたとおりである。ヒルファディングは、さきに柴垣氏が引用された部分によく表われているように、株式会社が社会的資金を集中する手段たること、つまり「経営それ自身の収益からなされるほんらいの蓄積とは独立して、わけても増資によって直接」に蓄積をおこなうものであることを強調している。したがってまた「およそ蓄積されて現に増殖をもとめつつある貨幣資本は、すべてこれを株式会社が自分の水車へみちびきうるところの水」でなければならないことにもなる。「株式会社の特質」なり「株式会社のメリット」なりが一般にこのようなものであるとすれば、ここから、この特質、メリットはまさに株式会社制度の普及、確立期たる19世紀末以降、第一次大戦以前にこそ発揮されたはずであり、そこでは株式会社による外部資金の導入が大々的に遂行されたにちがいない、という想定が生まれてくることは当然予想される。両氏が、自己金融現象を考察するに際して、第一次大戦前の株式会社企業が、あたかも、もっぱら外部資金の集中によって蓄積をおこなっていたかのごとき想定の上に立って議論を進められるにいたったのも、ヒルファディングの株式会社論のこのような面を無批判的に受けいれられていることにその根本原因があるものとみてよいであろう。そこで以下、ヒルファディングの株式会社論を吟味してみることしよう。

ヒルファディングは「金融資本論」第一篇「貨幣と信用」につづく第二篇「資本の流動化、擬制資本」の冒頭第七章で「株式会社」をまとめて論じて

いる。全体は四つの部分からなっている。一、配当と創業利得。二、株式会社の金融。株式会社と銀行。三、株式会社と個人企業。四、発行活動。このうち彼が株式会社の資金集中機能をとくに強調しているのは、三、株式会社と個人企業、においてである(以下、引用はすべて岩波文庫版「金融資本論」上に拠り、その頁数のみを示す。なお訳語は一部改変した)。

(1) 株式会社と個人企業との決定的差異は、株式会社のばあい「貨幣市場への呼びかけが、貨幣をもつすべてのものへの総呼集である」という点にある。「今や一定の最小限(周知のごとくそれはただ数シリングで足りる)を超える貨幣額は、いずれも、一つの株式会社で他の諸貨幣額と合一されて産業資本として充用される能力を与えられている。このことは、株式会社に個人企業の場合とは全く異なる創業の容易さを与え、また既存の株式会社には遙かにより大きい膨脹力を与える。」(210—211頁)

(2) 「資本調達容易さに、蓄積の容易さが加わる。個人企業では蓄積は利潤から支弁されねばならない。……(株式会社の——引用者——)拡張は、経営の自己収益による本来の蓄積からは独立に行われるようになり、直接に増資によって行われうる。個人企業の成長の制限——経営自体において産み出される利潤の大きさ——はなくなっている。したがって、株式会社の成長力は、個人企業のそれよりも著しく大きいものである。……株式会社は、それ自身の利潤の蓄積によってのみ拡大されるのではない。蓄積されて価値増殖を求めつつある資本は、すべて、株式会社が自分の水車に導くことのできる水である。」(211—212頁)

「株式会社となった資本主義的企業の膨脹は、今や、個人的所有の桎梏から解放されて、純粋に技術の諸要求に従って行われうる。新たな機械の採用、同系産業部門の収容、特許の利用は、ただそれらの技術的および経済的適当性の観点に従ってのみ行われる。必要な資本を調達するための配慮は、個人企業者にあっては主要な一役を演じ、彼の膨脹力を制限し、彼の臨機応変性と常時戦備とを減殺するが、かような配慮は後退する。」(213頁)

(3) 「さらに、株式会社が信用の利用において個人企業者に対してもつ大

きな優越性が加わる。個人企業者は通例彼の流通資本の最高額だけの信用を要求しうるにすぎないであろう。すべてそれ以上の信用供与は、信用された資本を固定産業資本に転化することになり、したがって貸付資本家にとっては事実上この資本から貸付資本の性格を奪うことになるであろう。……株式会社はもっと容易に信用を与えられる。なぜならば、その組織の仕方が、銀行の委任代表の単なる派遣によって、監督を極めて容易にするからである。……さらにまた、株式会社へ信用供与は遙かにより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。要求された信用が流動不能にされる危険はない。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流動化しえ、これを対銀行債務の返済にあてうる。実際これが日常の事態でもある。この二つの事情、より容易な監督と、信用を流動資本に局限することの欠如とは、株式会社に、遙かにより大きい信用利用の可能性と、したがって競争戦における一つの新たな優越性とを与える。」（215—216頁）

以上の引用に明らかなように、ヒルファディングは株式会社の利点を、個人企業との対比において (1) 創業の容易さ (2) 蓄積の容易さ (3) 信用利用の容易さ、等々の点において把握しているのであるが、これらの利点の由来するところは、いずれも株式会社が証券発行によって社会的資金を集中しうるということのうちに求められているのである。ところで、株式会社がこのような機能を果たしうるためには「収益請求権の擬制資本としての還元評価」あるいは「現実資本を擬制資本化」する機構がなければならない。ヒルファディングはこれを第七章の一、配当と創業利得、および第八章「証券取引所」で説いている。

(4) 「資本主義社会では、どの貨幣額も、利子を産む能力を得る。逆に、規則的に反復される収入で譲渡されうるもの……は、すべて、資本の利子と見なされて、支配的利率で資本還元された額に等しい価格を与えられる。このことは、常に大きな貨幣額が価値増殖を待って遊休しており、そしてこ

の価値増殖をこの収益に対する請求権において見出すということから、簡単に説明がつく。(株式証券の——引用者——)この売却可能性は、特有の一市場、すなわち証券取引所によって作り出される。この市場の成立が、初めて、今や、随時個人にとって『実現されうる』ものとなる株式資本に、全く貨幣資本の性格を与える。」(177頁)

(5) 「擬制資本は、まず、国家信用の発展とともに発展する。取引所は国債の市場となる。しかし、産業資本の擬制資本への転化、したがって、ますます激しくなる株式会社の産業への侵入が、初めて変革的に作用する。……常に受入れ準備ある市場としての取引所の存在が、産業資本の擬制資本への転化と、配当の利子への帰着との前提となる。……取引所は資本の流動化を初めて可能にした。」(242—243頁)

つまり、さきにみたような株式会社の資金集中機能は、他方におけるこのような擬制資本の取引市場の成立を前提としてのみ果されるということになるわけである。生川氏も柴垣氏も、ヒルファディンクのような株式会社の把握の仕方を継承して、あるいは資本集中機能および資本流動化という「二つの特質」の統一として「株式会社の本性」を理解され、あるいは「現実資本を擬制資本化する機構によって内部蓄積の限界をこえた外部資金を動員しうる点」に「株式会社のメリット」を求められたのであった。そしてこれはまた、たんに両氏にかぎりず、株式会社の資金集中機能を説く多くの人々に共通の論法であるといってよい。だがこのような論法には、かんたんに鵜呑みにすることのできない根本的な難点がある。

株式証券が、たんなる共同出資の持分を表わす証書としてではなく、擬制資本として、すなわち収益を支配的利子率で資本還元した価格をもつものとして一般的に流通し、取引されるためには「常に受入れ準備ある市場としての取引所の存在」が前提とならねばならないことはいうまでもない。しかし問題は、このような産業株式のための市場は、産業株式会社普及の前提として、まえもって与えられているのではないという点にある。なるほど擬制資本の取引市場そのものは、株式会社制度の形成、普及期以前から数十年にわ

たって存在している。しかしそこで上場され取引きされる証券は、ヒルファディングもあげているように、国家信用を代表する国債であるとか、あるいは一流投資商會ないし銀行の強大な信用力をバックとする海外投資証券、鉄道証券などであり、しかもその多くは確定利子付証券であった。「資本主義社会では、どの貨幣額も、利子を産む能力を得る。逆に、規則的に反復される収入で譲渡されうるもの……は、すべて、資本の利子と見なされて、支配的利子率で資本還元された額に等しい価格を与えられる」といっても、それに対応する現実の機構は、一般的にはこのような産業資本的蓄積機構の外部に形成されている国債等の確定利子付証券の市場としてしか存在していないのであって、たとえ「大きな貨幣額が価値増殖を待って遊休しており、そしてこの価値増殖をこの収益に対する請求権において見出す」としても、この「貨幣額」が株式証券に向かうという保証はない。むしろ確実な信用に支えられた国債等の確定利子付証券こそ、この「貨幣額」に対してより高い吸引するものとしなければならないであろう。産業企業の株式証券は、このよ力をうな既存の擬制資本市場の中へ割り込んでいくという形でしか流通性をかくとくすることはできないのである。

産業株式会社の株式証券は、それがたんなる個別の会社の株式証券にとどまるかぎり、けっして、国債や海外諸券、鉄道証券などとならんで一般的流通性をかくとしうるものでもなければ、したがってまたそれを媒介として社会的資金を吸引しうるものでもない。特定の産業株式会社の株式証券が、取引所に上場され、取引きされるためには、その産業株式会社じしんが、すでにその産業部門の生産量の相当部分を占め——それがどのていどであるかはもちろん個別的事情によってことなる——一定率以上の配当を現在はもちろんのこと、将来にわたっても安定的に行ないうるほどの堅固な経営の維持を期待されうるものでなければならないであろう。このような株式会社企業の株式証券であってこそ、はじめてそれは、従来のすでに確立された信用をバックとする確定利子付証券とならんで、収益を支配的利子率で資本還元された擬制価格をもつものとして取引所の上場証券たりうるのである。ところ

で、このような産業株式会社は、もはやたんに、資本主義のあらゆる時期にみられる、個人企業と区別された意味での株式会社一般ではありえない。それはなお独占的支配力をもつにはいたらないまでも、すでに周辺のいくつかの競争企業を集中し合併し、あるいはそれらの諸会社を、みずからを中核とする複数企業の連合体のメンバーとして自己の統制下に服せしめているような企業でなければならないであろう。産業株式会社はそのようなものとしてはじめて特定の産業部門の中で生産量の相当部分を占め、安定的経営と、安定的配当の維持を期待されるのである。したがって、かりに、株式会社の現実資本が擬制資本化する機構が与えられたとしても、それはヒルファディンクや柴垣氏のように、株式会社一般と個人企業との対比において云々されるべきことではない。すでに一定以上の企業規模と市場支配力とをもつ株式会社大企業と、それ以外の中小の株式会社、個人企業との対比においてはじめて問題になることなのである。

そしてこのような一定以上の規模をもつ株式会社大企業が一定数以上出現し、その株式証券がたんに地方市場で個別的に取引きされるだけではなく、その国の金融中心地においてもまた恒常的に売買され、流通することによって、はじめて産業証券市場は、貨幣市場の統一性に対応する統一性をもった市場として形成されることになる。このような産業証券市場の形成は、具体的には、大不況の過程でくりかえしおこなわれるカルテル的企業連携の試み、トラスト的結合の運動などによって、産業企業のあいだでの整理統合がすすみ、そこに一定以上の規模の株式会社大企業が出現しはじめる大不況末期に、はじめて本格化することになる。

もちろん、このような市場の形成がみられる以前の産業株式会社といえども、資金集中の機能をまったくもたなかったというのではない。一方における過剰資金の存在と、他方における産業的好況に恵まれれば、その証券は市場性をかくとくし、かなり広汎な範囲からの投機的資金を吸収しうる。しかし、このようにして設立、拡張される株式会社はブームの崩壊とともにその投機性を暴露し、証券価格が暴落し市場性を全く喪失するだけではなく、会

社そのものの大量的破産に結果せざるをえないことは、70年代初頭のドイツ、イギリスにおける会社設立ブームとその73年以降の崩壊過程が、なによりもよく物語っているといつてよい。70年代以降の大不況期の株式会社は、外発的な要因によって散発的に訪れる好況期に、一時的に活況を呈するにすぎない地方的、分散的な資本市場を部分的に利用しながら、基本的には、利潤の再投下によるか、あるいはその会社の直接の利害関係者（共同経営者、銀行など）、またはそれにつながる富裕な個人の資金を共同出資的な形で集中するほかはなかった。

さて、このように、産業企業の株式証券のための市場が、産業株式会社普及の前提としてまえて存在しているのではないということ、したがって、産業企業が株式会社形態をとるということじたいから「収益請求権の擬制資本としての還元評価」がおこなわれるのではないということ、産業企業の株式証券が既存の擬制資本市場に割り込んでいき、そこであるていどの一般的市場性をかくとくするためには、その株式会社がすでにその部門での一定以上の市場支配力を有するものでなければならないということ、等々は、株式会社の蓄積がもっぱら社会的資金の集中によっておこなわれるとする理解の仕方に根本的な反省を促さざるをえないであろう。というのは、産業企業の株式証券がそこに入り込んでいくべき既存の擬制資本市場がいかなる構造をもったものであるか、また産業企業の一定以上の大規模化、市場支配力が貨幣市場とのどのような関連の下に達成されるか、さらにその貨幣市場は擬制資本市場といかなるかかわりをもっているか——総じて、産業企業と貨幣市場、資本市場の関連の如何は、当然のことながらそれぞれの国によってまったく異質的であり、またそれぞれの国の内部においても時期によって様相を異にするからであり、その関連の如何に応じて、株式会社の蓄積様式もそれぞれ異なったものとしてあらわれざるをえないからである。

これらのことは、そもそも株式会社の経済的な内容規定は、具体的に存在する株式会社に即しておこなわれざるをえないこと、つまり株式会社制度の経済的意義、その蓄積様式は、ドイツ、イギリス、アメリカそれぞれの国に

おける大不況期以降の株式会社制度の普及、確立過程の具体的様相に即して規定されなければならないことを意味する。それはまた当然に、それぞれの国における産業企業と貨幣市場、資本市場との関連を、いわばタイプの解明する作業とならざるをえないであろう。そこにまた、19世紀末以降のドイツ、イギリスの国際的対立の基礎をなす蓄積機構のちがいを解明する道が開かれるといってよい。このような作業を抜きにして、たんに産業企業が株式会社形態をとるということじたいから「収益請求権の擬制資本としての還元評価」、「現実資本の擬制資本化」という事態を抽象的に設定し、そこから、またただちに「株式会社がその投資において外部資金を集中結合しておこなうという第一の特質」を導びき出されたり、あるいは「株式会社の個人企業にたいするメリット」を「外部資金を動員しうる点」に求められたりするものが、ヒルファディングとともに生川、柴垣両氏の株式会社論に共通する特徴的な点であった。それが空疎な抽象に終らざるをえないのも当然といってよい。

Ⅳ

柴垣氏によれば「株式会社の、外部資金の最大限の利用可能性にもとづく……メリットは、たんに個々の企業についていいうるだけではない。それは国民経済的なレベルでも証明済みであって、それは19世紀末から20世紀初頭にかけての、世界市場におけるイギリスとドイツの勢力交替にしめされている」という。すなわち「19世紀に『世界の工場』として覇権をにぎっていたイギリスが、世紀のかわりめにその地位をドイツにゆずらなければならなかったひとつの理由は、前者が個人企業のせまい限界のゆえに軽工業的な産業構造からの脱皮が困難であったのに対して、後者では株式会社制度が産業企業にはやくから普及し、その巨大な資本動員力によって重工業の急速な発展を実現しえたところにあった」（同氏、前掲論文A、61頁）とされるのである。そしてこのことは、ヒルファディングのいうがごとき「株式会社の株式会社としてのメリット」を「歴史的にも」（同上、62頁）明らかにする

ものであるという。つまり、19世紀末から20世紀初頭にかけてのドイツとイギリスの勢力交替の鍵は、ドイツにおいては「株式会社制度が産業企業にはやくから普及し」ていたために、巨大な資金を動員することができたのに対して、イギリスにおいては「個人企業のせまい限界」のゆえにそれができなかったところにあるとされるのである。だがこのようにいい方は正確ではない。

まずイギリスについてみよう。⁽¹⁾イギリスにおいて株式会社法が最終的に整備されたのは1862年であった。これによって60年代および70年代初頭には多数の株式会社が設立されたが、その死産率および幼児死亡率は非常に高く、また株式会社とはいっても、たんに株式会社法による有限責任を求めるための組織変更が多く、非公募会社 (private company) の比重がきわめて高かった。有効に設立された公募会社の形式をとる企業も、発行株式は高額面一部払込み制が一般的であった。このことは株主が大口の投資家であり、また会社が危機におちいったときには額面に達するまでの追加払込みの責任を課されることを意味した。実質的には組合企業と大きなちがいはなかったといつてよい。これにつづく70年代初頭以降の大不況期にも株式会社の設立登記数は70年代の年々1,000社前後から80年代～90年代初頭には年々1,500社—2,500社前後に及んでいる。⁽²⁾しかし、いぜんとして死産率および幼児死亡率は高く非公募会社の比重も高かった。しかしこの時期になると、以前の時期にはみられなかったいくつかの新しい現象があらわれてきた。たとえばすでに80年代前半には相当大規模な公募会社⁽³⁾が出現しつつあった。株式の高額面一部払込制から、資金調達範囲の拡大を意味する低額面全額払込制への移行は80年代に確立しているし、また優先株、累積優先株もこれと時を同じくして普及している。優先株、累積優先株は通常議決権を伴わないから、単独企業が組織変更する場合やまた数社が合同して新設会社を作る場合、原企業所有者または中核企業の支配者が支配権を分散することなく投資家から資金を集中することを可能ならしめるための有力な手段たりうる。さらに、産業証券はその大部分が、なお地方的なせまい範囲の市場で部分的に取り引きされていた

にすぎなかったとはいえ、80年代末になると一部の有力証券はロンドン取引所でも恒常的に取引きされるようになっていく。⁽⁴⁾

90年代半ばの大不況の終息とともに、株式会社の設立数は飛躍的に増大する。94年にはまだ3,000社たらずだったのが95年には3,800社をこし、96年4,658社、97年には5,000社以上に達している。⁽⁵⁾ その後も1901年～1904年までの減少を除けば、年々の設立数は第一次大戦にいたるまで、おおむね漸増の傾向にあるといってよい。死産率は著減せず、またたんなる有限責任を求めるための組織変更が増大し、非公募会社の占める比率も高くなってはいるが、イギリスにおける産業株式会社の普及は20世紀初頭に入ってほぼ完了したといわれる。他方この過程で、90年代後半以降、株式会社形式を利用したかなり大規模なトラスト企業、カルテル的企業連合も綿工業、鉄鋼業などで出現している。また産業証券のロンドン取引所上場は増大し、『エコノミスト』誌は95年以降、主要な株式会社の証券の解説を定期的におこなうようになったという。⁽⁶⁾

このようにみえてくると、イギリスのドイツに比しての停滞の原因を、イギリスの企業が「個人企業のせまい限界のゆえに」急速な発展をとげえなかったことに求めることはとうてい無理なようである。むしろ問題は、イギリスにおいても20世紀初頭までに産業企業の株式会社化が一応達成されたにもかかわらず、そしてまたそこに、かなりの規模をもつトラスト的企業の形成がみられたにもかかわらず、なにゆえにドイツのような株式会社形式を徹底的に利用する組織的独占が確立するにいたらなかったかということにある。

この答はけっしてかんたんではないが、その根本は、産業企業が、海外投資を中心として発展してきたロンドンの金融市場と機構的な連携をなしとげえなかったことにあるといってよいであろう。前節で指摘したように、産業証券は直接みずからの市場を作り出すという形で一般的流通性をかくとしうるものではなく、それじしん一定の支配集中、大規模化を達成することにより社会的信託をかくとくし、それによって既存の擬制資本市場に入り込んでいくほかないのであるが、周知のようにロンドンの資本市場は、すでに一世紀

ちかく、産業資本的蓄積の外部に発生する比較的大口の遊休資金を大々的に集中し、マーチャント・バンカーを介してこれを海外に投ずるという業務を中心として発展してきており、その発行機構もこのような大口の海外投資のための機構として確立していた。海外証券の収益性は概して確実、安全であり、その発行単位は巨額であった。産業企業の株式証券が、このような海外証券と競合してそれにならぶ確実性、安全性をかくとくすることは容易ではない。90年代後半以降には産業証券の発行が比較的スムーズにおこなわれ、この波によって企業合同もあるていど進展しえたのであるが、これとても、1890年のベアリング恐慌、海外投資の著減というロンドン資本市場における停滞を反映した過剰資金の増大を媒介として、はじめて可能であったといつてよいのであって、かならずしも産業企業の側にイニシアティブがあったわけではない。1905年にはじまる海外投資の復活、以前の水準をこえる著増という事態は、たちまちこの傾向を逆転させ、産業証券のロンドン市場への進出の傾向も停滞することになったのである。

もともと、株式会社形式を徹底的に利用した組織的独占の形成は、その中軸となるべき産業企業がそうとう大きな規模をもっていたとしても、産業企業しだいの力で遂行するには困難があるといつてよい。まず、その組織形態が合同の形をとるにせよカルテル的企業連携の形をとるにせよ、独占組織に結合される関係企業の間には、資産・のれんの評価、市場のシェアなどをめぐって、容易には調整しえない複雑な利害の対立が生ぜざるをえないということが第1。第2に、独占組織の結成に際しては、それが被合同企業の資産との交換を目的とするものであれ、または現金調達を目的とするものであれ、とにかく巨額の証券発行と複雑な証券操作を必要とする。この証券は発行後も一定の市場性を持ち、さしあたりは暴落しないという見通しがなければならない。

このような一連の困難な問題を処理しうるのは、具体的には、産業企業に絶大な影響力をもつものとしての大銀行、または資本市場の大規模な信用力を背景として卓越した証券操作能力をもつ大投資業者、あるいは両者の連携

による以外にはない。90年代末以降のドイツ、アメリカの独占体形成過程はこの間の事情をよく物語っている。ドイツについてはのちにふれるが、アメリカについては前にみたように、98年以降のトラスト運動は、産業企業がすでに一定の支配集中を達成しており、産業証券のための市場が形成されていたことを基本的前提として、そこにモルガン以下の大投資銀行商会在ニューヨークの大商業銀行とも部分的に連携しつつ、全面的に介入することによって成功的に遂行されえたのであった。そこでは被合同企業の旧株式を新会社の新証券と交換することによって、つまり資金の集中によらずして直接に現実資本に対する支配権を集中するという方法が主として用いられたのであったが、かかる過程も、大投資銀行商会の資本市場における確固たる信用、卓越した市場操作力にカバーされることによって、はじめて可能とされたのである。なお、ついでまでにふれておけば、第一次大戦後20年代の二度目の合同運動とそれにとまなう証券ブームの時期には、これら的大投資銀行商会在、さらに大商業銀行と全機構的な連携をなしとげることによって、全過程をリードしたのであった。⁽⁷⁾

ところがイギリスの場合、貨幣市場の主力たる預金銀行の産業企業に対する関係は、若干の例外的な事例はあるにせよ、基本的には流通信用の授受という外面的なものにとどまっていたし、資本市場の主力であるマーチャント・バンカーもまた、その利害はもっぱら海外証券発行にあり、国内産業証券の発行には例外的に関与するにすぎなかった。かなり大規模な産業株式会社の証券発行も、自己発行によるか、またはもっぱら手数料取得を目的とする中小のプロモーターによって担当されるほかはなかったのである。株式会社の蓄積は、当然予想されるように証券発行を主とするものではありえない。断片的ではあるが、次の数字はおおよその傾向を示すものといっていよう。 (a) ホブスンによると、国内株式会社の純利潤のうち、準備などに向けられた額の比率は1907年には20.9%であった。この比率は1908年、1909年にはやや減少しているが、1910年以降は漸増し1913年には28.7%に達している⁽⁸⁾ (被調査会社は1907年250社、1913年は933社である)。 (b) 1901

年—12年の鉄鋼・石炭・機械部門の会社の証券発行額は年々ほぼ300万ポンド前後、他方1912年には鉱業・鉄鋼部門で約2,200万ポンドの利潤の内部留保⁽⁹⁾があった。(c) 1901年—13年の間、拡張のために発行市場を通して調達された資金の年平均額は約4,500万ポンド、1912年の諸会社の内部留保は約9,600万ポンドであった。⁽¹⁰⁾(d) 1911年—1913年の純国内投資のうち発行市場を経るものは22.5%、19世紀末から20世紀初頭については25%という推定⁽¹¹⁾がなされている。(b),(c),(d)のどの数字によっても、この時期の株式会社の資金調達のうち、証券発行によるものは $\frac{1}{4}$ ～ $\frac{1}{3}$ 前後にすぎない。基調は自己金融であった。

こうしてイギリスの産業株式会社はロンドン金融市場との密接な連携を達成しえず、産業の独占的組織化も不徹底に終らざるをえなかったのである。イギリス資本主義としては、大不況期以降のドイツ、アメリカに対する産業的劣勢を部分的な産業集中、トラスト化によって弥縫しつつ、对外投资面で金融的にカバーしていくことになった。19世紀以来の強固な産業資本的蓄積機構と極度に分散的な産業構成、および一世紀近くにわたる对外投资国としての国際的地位は、イギリスをしてこのような方向に歩ましめたのである。イギリスのドイツに対する立ちおくれといわれる事態も、このような産業企業と貨幣市場、資本市場との関連を基軸とする全蓄積機構を、ドイツのそれと対比することによって解明されるべきことなのであって、たんに株式会社が普及していたか、いなかったかという問題に倭少化されてはならない。株式会社が普及したとしても、それがどのような蓄積を展開するかは、それぞれの国における具体的な条件の如何によって異なるのである。

株式会社の機能が、それぞれの国における蓄積の全機構との具体的関連に即してでなければ説きえないということは、株式会社が「巨大な資本動員力」を発揮したといわれるドイツについても妥当する。⁽¹²⁾周知のように後進国ドイツでは、19世紀中葉の産業的発展そのものが株式会社形態をとる企業によって推進されたといつてよいのであるが、株式会社の蓄積はもちろん証券発行による資金導入という形でスムーズに進展したわけではなかった。公

債、鉄道債のための取引市場はかなり大規模に組織されていたが、産業証券のための市場は小規模かつ分散的であり、50年代中期のような好況期にはそれでもあるていどの資金を吸引しえたが、不況期になるとたちまちその機能を失なうといったていどのものにすぎなかった。また好況期の証券発行ということも、産業株式会社じしんがおこなうというよりは、銀行がみずから与えた産業企業に対する固定的な信用を事後的に流動化し回収するために、産業株の引受、発行をおこなうというのが一般的であった。資本市場といっても、証券の売却はかならずしも広汎な投資家層を相手とするものではなく、当該銀行・産業の利害関係者といった比較的せまい範囲の投資家にかぎられざるをえない。この時期の株式会社は設立そのものが銀行、大商人などによって共同出資的におこなわれたものが多いのであって、追加投資のための資金もこれらの利害関係者によって提供され、のちに市場の状態に応じて小きぎみに証券を売出すことによって回収されるという形をとったのである。しかしそれにしても、部分的にせよとにかく証券発行によって資金を調達しえたということは、ひとつには、これらの企業が最初から大口出資者による大企業として設立されたこと、ふたつには大銀行が直接に証券の引受、発行業務を担当したこと、によるのである。もともとドイツの株式普通銀行は、預金銀行としてではなく、むしろ株式引受機関として50年代に成立したのであって、その資金構成に占める自己資本の比率はきわめて高く、この自己資本を産業株式の引受を通じて産業に投下したり、また将来の産業株式の発行を予定して長期の固定的資本信用にふりむけたりすることを主たる業務としていたのである。

70年代初頭の活発な会社設立ブームも、このような性格の株式銀行と旧来からの個人銀行によって、いちぢるしく証券投機的に推進された。それだけにまた73年の恐慌は深刻であり、産業企業も銀行も大々的な整理過程を経ることになった。以後1880年—1882年の微弱な回復、1888年—1890年の短期の好況を間にはさみながらも、94年まで約20年間のいわゆる大不況がつづくことになる。この期間の産業企業の証券発行は当然予想されるように停

滞的であり、銀行も業務の力点を移動せざるをえなくなってくる。地方大銀行は、交互計算業務を通ずる設備信用の拡大によって産業企業との関係を密接化し、他方ベルリン大銀行は正規の銀行業務とベルリン市場での公債、鉄道債を主とする発行業務に主力を注ぐことになる。地方大銀行との交互計算業務によって固定負債を負う産業企業はみずからの収益力を高めるために、くりかえしカルテルの結成を試みた。この動きは80年代後半から活発となり、その一応の到達点が、93年のライン・ヴェストファーレン石炭シンジケートの結成と96年のライン・ヴェストファーレン鉄鉄シンジケートの成立であった。

ところで20年にわたる大不況も94年には終りを告げ、95年以降景気は好転する。産業証券の有利な発行の機会が到来し、銀行は発行活動を再開する。銀行は関係企業の株式を引受け、発行することによって過去の交互計算業務による設備信用を回収するだけでなく、さらにその株式の相場価格の変動を利用して新たな利得のかくとかを期待できる。しかしこの過程がスムーズに進行しうるためには、なおいまひとつの条件が必要であった。地方大銀行は交互計算信用によって大産業企業との関係を密接化しており、その証券の引受には有利な地位にあったが、ベルリン資本市場に確固たる足場をもたないために、大量の発行活動を有利に展開できないという弱点をもっていた。他方ベルリン大銀行は、大不況の期間中にその業務の力点を正則業務と公債、鉄道債などの発行に移動させており、ベルリン資本市場では卓越した組織力をもっていたが、国内の産業企業との密接な連携という点においては地方大銀行に立ちおくられていた。ここに両系列の銀行の合同あるいは業務上の連携という要請が生じ、この要請はベルリン大銀行の主導の下におこなわれた90年代末以降の銀行集中運動、その結果としての六大銀行系列の完成という形でこたえられた。

銀行業務と証券業務は統一され、産業企業はこれとの密接な関連の下に集中、独占化をすすめた。重工業の各部門に独占体が形成され、それは諸部門を縦断的に結合する混合企業に発展し、この混合企業は1900年の恐慌後の不

況期に、大銀行のイニシアティブによって複雑な利害の対立を調整されつつさらに徹底的に再編成され、1904年の製鋼企業連合の成立にいたって統一的な独占組織の確立をみることになる。この過程における産業企業と銀行の関係は、大銀行の巨額の資本信用と産業企業の発行する証券の大銀行による引受、発行という二つの面の有機的結合によって維持され、深化する。ここでの株式会社はもはやたんなる株式会社ではなく、貨幣市場の主力であると同時に、発行市場においても強大な組織力を有するベルリン大銀行と密接な関連をもって組織されている独占的大株式会社であった。巨大な社会的資金は地方大銀行を支店化あるいは系列化したベルリン大銀行の手中にあり、大株式会社はこの資金を交互計算業務を通じて、たんなる運転資金としてだけではなく、他企業吸収のための、あるいは設備拡張のための固定的投資資金としても利用する。のちに証券が発行され、それが大銀行によって引受けられる。大銀行は証券市場の状況に応じてこれを、あるいは大規模にあるいは小きざみに売出し、それによって固定化されていた信用が流動化され回収される。これが株式会社の「巨大な資本動員力」を具体化する現実の機構であった。いいかえれば、「混合企業が大株式会社としてもっている資本調達能力は、ベルリン大銀行への密着によって現実に発揮されることになった⁽¹³⁾」のであった。19世紀末から20世紀初頭にかけてのイギリスに対するドイツの優位の確立という事態は、イギリスの産業株式会社が、さきにみたような事情によって20世紀初頭においてもなお強力な組織化を達成しえなかったのに対して、ドイツのそれが、貨幣市場、資本市場との密着によって資金的に支えられつつ徹底的な集中運動を展開し、重工業を基軸とする組織的独占を形成しえたというところにその原因が求められねばならないのであって、たんにドイツにおいては「株式会社制度が産業企業にはやくから普及」していたということから抽象的に導びき出されるべきことではない。

- (1) イギリスにおける株式会社制度の普及の過程とその資金調達については次の文献参照。

a. J. H. Clapham, *An Economic History of Modern Britain* Vol. 1 (Book I, II)

- 1950, Vol. 2 (Book III) 1952, Vol. 3 (Book IV) 1951.
- b. H. A. Shannon, The Coming of General Limited Liabilities, *Economic History, Supplement of Economic Journal*, Vol. 2, No. 6, 1932.
- c. H. A. Shannon, The First Five Thousand Limited Companies and their Duration, *Economic History, Supplement of Economic Journal*, Vol. 2, No. 7, 1932.
- d. H. A. Shannon, The Limited Companies of 1866-1883, *Economic History Review*, Vol. IV, No. 3, 1933.
- e. G. Todd, Some Aspects of Joint Stock Companies, 1844-1900, *Economic History Review*, Vol. IV, No. 1, 1932.
- f. 大隅健一郎「株式会社法変遷論」有斐閣, 1953.
- g. 野田正穂「イギリス株式会社の構造的特質について」(「経済志林」第27巻, 第2号, 1959)
- h. 野田正穂「ランカシア綿業における株式会社の形成—いわゆる Oldham Limited の構造的特質について—」(「経済志林」第30巻, 第3号, 1960)
- i. 荒井政治「イギリス近代企業成立史」東洋経済新報社, 1963.
- j. 森恒夫「イギリス産業における株式会社の展開」(「経営論集」第10巻, 第3号, 1963)
- k. 森恒夫「イギリス鉄鋼業における株式会社の形成過程—1960—70年代前半—」(「経営論集」第11巻, 第2号, 1963)
1. 遠藤湘吉編「帝国主義論 下」東大出版会, 1965.
- (2) 上掲, j, 55頁, 1, 189頁。
- (3) 個々のケースについては上掲, g をみよ。
- (4) 上掲, a, Vol. 2, p. 361, Footnote 4.
- (5) 上掲, j, 55頁, 63頁, 1, 204頁。
- (6) 上掲, l, 205—206頁。
- (7) この間の事情については拙稿「アメリカにおける銀行の集中」(北大「経済学研究」No. 18) をみよ。
- (8) 上掲, l, 208頁。
- (9) 上掲, l, 284—285頁。
- (10) 上掲, l, 208頁。
- (11) 上掲, l, 209頁。
- (12) ドイツにおける19世紀以降, 20世紀初頭にかけての産業, 銀行については, O. Jeidels, *Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie*, 1905., J. Riesser, *Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration*, 1912 などの古典的著作をはじめとして, 豊富な研究の蓄積がある。わが国においても, 大野英二「ドイツ金融資本成立史論」1956, 有斐閣., 戸原四郎「ドイツ金融資本の成立過程」1960, 東大出版会., 武田隆夫編「帝国主義論」上, 1961, 東大出版会, の三つのまとまった著作のほかには数多くのモノグラフがある。以下の本文における敘述は, これらを参照しながらおおよその見取図を示したものである。参照箇所の引用は必要な場合を除いて省略した。なおドイツ大銀行の交互計算業務と証券業務との関係については, 大野氏と戸原氏との間に見解の相違がみられるが本稿では後者に従った。
- (13) 戸原四郎, 上掲書, 365頁。

V

第Ⅱ節でのアメリカについての、また前節でのイギリス、ドイツについての、おおよその見取図から明らかなように、株式会社の蓄積は、株式会社制度の普及、確立期たる19世紀末以降20世紀初頭、第1次大戦にいたるまでの時期においても、それぞれの国において、きわめて異なった様式をもって推進された。いま一度要約すれば、ドイツにおける産業株式会社は、70年代初頭の設立ブームとその崩壊、80年代以降の集中運動、90年代中期の石炭カルテル、銑鉄カルテルの結成、という一連の過程を経て、90年代後半以降のベルリン大銀行と地方大銀行の大合同運動、それによる交互計算業務と発行業務の有機的結合という特有の機構に支えられることによって、社会的資金を徹底的に利用しつつ、20世紀初頭に組織的独占を確立した。このようにして確立した大株式会社は、この過程で一層拡大し深化した資本市場を、1907年末の恐慌につづく不況期にもますます大規模に利用しつつ蓄積を推進したのである。

これに対してイギリスにおいては、おなじく90年代後半以降の集中の進展によって、かなりの規模の大会社が出現していたにもかかわらず、ロンドン資本市場との連携を達成しえず、産業の独占的組織化は不徹底なものにとどまった。産業株式会社の蓄積は証券発行を部分的に利用しつつも、基本的には内部資金の再投下という形でおこなわれることになった。またアメリカの産業株式会社は、90年代後半以降、資本市場の主力たる大投資銀行商会との密接な連携の下に、その強大な信用力と市場組織力に助けられつつ一大合同運動を展開し、重工業をはじめとして各種の部門に強固な独占体を形成した。しかしここでの金融過程は、ドイツのそれとはいちちるしく異なっていた。合同に際して発行された膨大な株式証券の大部分は被合同企業の資産取得のために旧株と交換され、じっさいに発行市場で調達された現金は一部にすぎなかった。多くの有力なトラストは過大資本化された持株会社として設立された。つまり社会的資金の大々的集中をまたずして、現実資本に対する

支配権を持株会社形式によって直接に集中するという方法が主としてとられたのである。このようにして形成された独占企業は、主たる資金源泉を証券発行に求めることなく、むしろ「自己金融型」ともいうべき強力な内部蓄積を展開した。第一次大戦以前のイギリスの株式会社の内部金融が、既存の資本市場の強固な壁をのりこええなかったイギリスの産業企業の消極性を意味するものとすれば、ここでの自己金融は、すでに形成された独占体が、設立時に過大化された資本の水を抜きつつ財務構造を堅実化し、その組織性を強化していく過程であったといつてよい。

もちろん、第一次大戦までの、それぞれの国における株式会社のこのような蓄積の方式は、そのまま固定的な型として両大戦間、第二次大戦後まで維持されたわけではない。株式会社の蓄積の方式が貨幣市場、資本市場との具体的関連を抜きにしては説きえないということは、たんに上にみたような株式会社制度の普及、確立期についてのみ限定されることではない。それは普及、確立期の構造によって大きく規定されながらも、それぞれの国におけるその後の蓄積機構の変貌に応じて、当然変容していくことになる。

じつ、ドイツにおいても第一次大戦後20年代には、独占的大株式会社の自己金融傾向がしばしば指摘されているし、30年代中期以降になると、ナチスによって「金融資本主義の終焉」という見当ちがいな評価が与えられるほど自己金融は一般化している。⁽¹⁾第二次大戦後についてはあらためて指摘するまでもなく、西ドイツの株式会社の自己金融傾向は顕著な事実である。また逆にイギリスにおいては、第一次大戦以前は留保利潤その他の内部資金が投資資金の重要な部分を占めていたのであるが、両大戦間以降大マーチャント・バンカーが国内新規資本発行にも関心をもつようになってきたこと、国内証券発行のみを専業とする新機関が設立されるようになってきたこと等に示されるように、産業会社の発行市場を経由する資金調達⁽²⁾は第一次大戦以前より容易になってきている。各時期を通じて、一貫して内部資金による蓄積の比重が高いアメリカにおいても、内部資金の内容構成、証券発行のなかでの株式と社債の構成比率、内部資金と証券発行による資金調達との関連等々はそれ

それの時期によって異⁽³⁾っている。

しかしこれらの変容も、それぞれの国のそれぞれの時期における蓄積機構の変貌に規定されたものとして、その具体的内実在即して意義が究明されなければならない。その場合、注意されなければならないのは、この変容はどの国においても一定の、共通の型に収斂していくというような方向性をもつものではありえないということである。第一次大戦のインパクトの作用の仕方、20年代の産業の再編過程、30年代の破局とその処理の方法、等々は、それぞれの国の国内的、国際的条件の相違によって異なっている。それに応じて、それぞれの国の蓄積機構も、したがってまた株式会社の資金調達様式も、当然それぞれに特有な変貌の仕方を示さざるをえないのである。自己金融なる現象を第一次大戦あるいは30年代を画期として、どこの国にも一様にあらわれる共通の蓄積の型となし——といってもこの場合まずアメリカを念頭におき、その他の国も多かれ少なかれ類似の構造をもつものとして——これを必然ならしめる共通の歴史的条件を探し求め、その上に立ってこの現象になんらかの一般的意義づけを与えようとする生川、柴垣両氏の試みが、成功的に遂行されえないのは当然といってよい。

生川氏の場合、自己金融を必然ならしめる歴史的条件は、管理通貨体制に支えられた政府支出の増大→独占構造の補強・独占利潤の流入の保証→巨額の内部資金の累積、というところに求められていたのに対して、柴垣氏の場合は、自己金融現象顕在化の条件を第一次大戦→独占体の過剰資本の海外投資による処理機構の崩壊、というところに求められたのであった。両氏のこのような見解は、株式会社の自己金融現象を20年代ないし30年代以降に特殊なものとする前提と結びついてのみ、はじめて意味をもちうるのであるが、すでにみたように、投資資金の主要部分が内部的に形成された資金によってまかなわれるという現象は、アメリカにおいても、イギリスにおいても、第一次大戦前にすでに一般的なのであって、両氏の前提そのものが成立しないのである。この点にかんする両氏の見解の当否は、これ以上立ち入って問題にするまでもないであらう。^{(4) (5)}

- ① ② ③ ④ (1) 两大戦間のドイツの独占的大企業の自己金融については、大野英二氏が S. Duschnitzky, W. Hagemann, W. Prion, F. Neumann 等の著作からいくつかの数字をとり出して紹介しておられる。大野英二「ドイツ資本主義論」1965, 未来社, 195—206 頁。
- (2) 两大戦間およびそれ以降のイギリスについては T. Balogh, *Studies in Financial Organization*, 1950, 西村閑也, 藤沢正也共訳「英国の金融機構」1964, 法政大学出版局, 第3篇, N. Macrae, *The London Capital Market. Its Structure, Strains and Management*, 1955, 太田剛訳「ロンドン金融市場」1958, 至誠堂, 第12章などを参照。
- (3) 30年代以降, とくに第二次大戦後のアメリカの企業金融については, 前掲拙稿「戦後アメリカにおける企業資金の需給」をみよ。
- (4) なお両氏は, 本文でみたような自己金融現象の必然化ないし顕在化の認識の上に立って, さらにこの現象の一般的意義づけをおこなっておられる。生川氏の所論が, 自己金融それじたいを株式会社の資金集中機能の「内面的拡大深化」として積極的に意義づけられているのに対して, 柴垣氏のそれは, 自己金融をそれじたいとしては「株式会社の蓄積方法としてネガティブなもの」「相対的に投資抑制的な性格をもつ」ものとして規定され, その消極性が「停滞均衡による安定成長をはかる」30年代以降の資本主義にとっては, かえって, ふさわしい蓄積形態として積極的な意義をもつことになるというのであった。これらの議論も, こまかくみていけばいろいろな難点を含んでいるのであるが, ここでは根本的な点についてだけ, かんたんにふれておこう。

生川氏の所論は、株式会社の支配集中機能についての一面的理解に由来する謬論であろう。いうまでもなく、株式会社制度は、少数の支配者をして、所有の集中を目標としながらも、直接それによらないで支配を集中し、この支配の集中によって実質的には所有の集中を実現せしめるという独特の経済的意義をもつものである。そしてこの支配の集中ということは、たんに株券が表示する会社の現実の資産価値に対してだけではなく、それによってえられる収益部分をも当然含むものとしなければ意味がない。独占体として形成される巨大株式会社にあっては、群小株主の「個々の利益私有制」は、現実資本に対する私有制が実質的に切崩されているのに対応して、基本的には切崩されているのである。ここでは現実資本に対する私有制も収益部分に対する私有制も、擬制的なものとしてしか存在していない。少数支配者は個々の利益私有制が基本的には切崩されていることを前提としつつ、そのときどきの収益状態と財務政策の目的に応じて具体的な配当政策を展開するのである。収益の大部分が配当にまわされることもありうるし、また逆に内部留保に主眼をおいた配当政策がとられることもありうる。しかしいずれの場合も「個々の利益私有制」がそれによって強化されたり、あるいは切崩されて「資本集中性格の内面的拡大深

化」がおこなわれるといったものではない。

また柴垣氏の所論も疑問である。自己金融を一義的に「株式会社の蓄積方法としてネガティブなもの」といいえないことは上来述べ来たところから明らかであろう。さらに30年代以降の資本主義を「とうぜんに停滞均衡による安定成長をはかる」ものとするのは、政策意図と結果とをとりちがえた謬論である。「管理通貨制度を基礎とするフィスカル・ポリシーによって過剰資本と過剰労働力を結合する」ための必死の政策努力も実を結ばず、結果として「停滞均衡」におちいらざるをえなかったというのが、第二次大戦直前までの経済の実態であろう。資本主義的政策が、はじめから「停滞均衡による安定成長」を目指すほどの計画性、組織性をもちえないことは、第二次大戦後についても同様である。

- (5) 自己金融については、理論的にも実証的にもなお論すべき多くの問題があるが、本稿では生川、柴垣両氏の見解の吟味を通じて、筆者の基本的考え方を述べるにとどめた。