HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	株式会社と自己金融(その1)
Author(s)	中村, 通義
Citation	北海道大学　經濟學研究, 15(3,4), 1-17
Issue Date	1964
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/32282
Type	departmental bulletin paper
File Information	15(3)(4)_P1-17.pdf



Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

株式会社と自己金融（その1）

中　村　通　義

はしがき

近年の株式会社大企業の財務政策が，所要資金の調達にさいして株式，社債などの証券発行を主要手段とはせず，その基調を自己金融――企業内部に生ずる減価償却および利潤の内部留保――においていることは周知の事実である。このようないわゆる自己金融現象の意義については，すでに多くの経済学者，経営学者，会計学者によってそれぞれの立場から，さまざまの論議が交されているが[1]，いずれも十分説得的なものとはいえないようである。この小論ではそれらのうちから，自己金融の財務政策としての積極的性格を強調される生川氏の所論[2]，およびそれに対して自己金融の消極性を強調される柴垣氏の所論をとりあげ，それの吟味を通して，自己金融についての筆者なりの考察を試みることにしたい[3]。

(1)　この問題についての最近の著書，論文には次のようなものがある。
森　昭夫「企業自己金融論」　千倉書房，1963.
馬場克三「自己金融論の基本問題」（「会計」 1964.2）
後藤泰二「自己金融と株式会社」（「証券経済月報」 1964.4）
別府正十郎「自己金融と株式会社」（「証券経済月報」 1964.6）
一泉知永「自己金融の諸問題」（「明大商学論叢」 第45巻第6号，1962.5）
〃　「自己金融」（「金融論講座」 第3巻所収，有斐閣，1965）

(2)　生川栄治　A「現代銀行論」 日本評論新社，1960.
〃　B「自己金融と金融正常化」（「証券経済月報」第69号，1960.11）
〃　C「株式会社における自己金融の性格」（「経営研究」 第69号，1963.11）
〃　D「株式会社における資金形成の条件」（「現代会計学の課題」所収，森山書店，1963）
〃　E「自己金融と企業支配理論」（「証券経済月報」 1964.4）

（この小論では，以上のうちもっとも総括的なC論文を引用する）

柴垣和夫　A「自己金融と国家独占資本主義」（「エコノミスト」 1964.1.21）

〃　　B「自己金融と株式会社」（「証券経済月報」 1964.4）

(3) 自己金融の概念規定についてはさまざまな問題があるが，ここではさしあたり，銀行借入，株式，社債などによって調達される企業外部の資金とは区別された，企業内部に生ずる資金（留保利潤と減価償却）による蓄積と規定しておくだけで十分である。

I

生川氏の自己金融についての見解の骨子は次のようにまとめることができよう。

(1) 氏は「株式会社制度と自己金融との関連性を，性格上の問題として明らかにする」ためには「自己金融の前提条件であり，これをうみだす母体となるにいたるところの株式会社自体の本性からみていかねばならない」（生川前掲論文C，29頁）として，まず「株式会社の特質」から考察をはじめておられる。氏によれば「株式会社の特質の第一は，資本の社会的集中的結合によって新たな資本蓄積の展開を可能にしたことにある。」（同上，30頁）すなわち「資本蓄積における固定資本の増大が，必要投資単位の大規模化を要求し，また資本利用の長期安定性を要求してあらわれたことにたいし，株式会社制度は，資本制所有関係の枠内においてこの長期大量資本の調達を可能にするものとして発達した。……株式会社では，企業の外部で他人の所有する個々の資本が，いまや社会的範囲において大々的に集中され投資されることとなった。……ここに資本は，個々の資本の結合による資本の集中的利用によって，したがって資本利用の社会化によって，新しい物的生産力の発展に適合していこうとするのである。」（同上，29～30頁）ところで，この第一の特質は「資本蓄積の一定段階において，資本自身がうみだした株式会社制度の社会的性格の側面をしめすものではあるが，そこでは資本の私有関係が廃棄されたわけではない。むしろそれは，私的所有権を保証することによってこそ可能にされた資本の集中様式であった。」それでは，この私的所有権の保証はいかにして与えられるか。「それは株式形態による資本の流動化

（＝動化）」によって「つまり，株式会社において社会的に結合された資本はいまや会社の『自己所有』（＝『自己資本』）に転化されて，返済不要の形式をととのえたことに対応して，私有権の回収保証は収益請求権としての株式の転売譲渡によって与えられる」こととなる。すなわち「収益請求権の擬制資本としての還元評価が，投資資本を流動化して私有権の回収に保証をもたらすのである。」これは「株式会社においての資本の私的性格の貫徹をしめす新たな表現形態であり，株式会社の特質の第二の側面をなす」（同上，30頁）のである。そして「株式会社の本性は，これら二つの特質の統一されていることにある。したがってまた，株式会社のもとでの資本蓄積も，この二つの特質の展開においておこなわれる。」（同上，31頁）

(2) 以上が「自己金融の前提条件」たる株式会社の二つの特質であるが，これに対して自己金融なる現象は次のように関連づけられる。氏によれば「自己金融は内部資金の充当再投下をもってする投資実現を特質とするから，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にたいし対立するかのような形式をしめす。」（同上，32頁）しかしじつはそうではない。内部資金の再投下ということは，「投下された他人の所有部分を集中するだけではなく，これを機能した結果として払戻されるべき収益＝利潤部分をも，いわゆる『会社自身の所有』に転化したのである。かくて内部資金の形成は，資本の集中的結合にもとづいてのいわゆる『自己所有』（＝『自己資本』）関係の拡大であり」これは上にみた株式会社の第一の特質たる「資本集中性格の内面的拡大深化である。」資本の利用の社会化は，ここでは「所有の利益部分にまでもくいこんで，個々の利益私有性をも切崩そうという精一杯の限度にまで徹底されてくる」（同上，30頁）ことになるというのである。

(3) 生川氏はこのあとさらに，自己金融がどのような歴史的条件を媒介として現実化するかについて考察を進めておられる。その論旨はかなり錯綜していく，かならずしも明解ではないが，要約すれば，〝管理通貨体制に支えられた政府支出の増大が，生産と消費の不均衡を固有の蓄積限界とする「独

占構造」を補強し，独占利潤の流入を保証し，「その結果配当は一定のままであっても（配当性向の切下げ），巨額の内部資金の累積をもたら」（同上，34頁）し，それが自己金融という蓄積形態を現実化する〝ということになろう。そしてこのことは氏が，自己金融の展開を，具体的には，30年代以降の現象として把握しておられることを示している。というのは〝管理通貨体制に支えられた政府支出の増大〟という事態はまさに，30年代以降の現象だからである。

以上にみられるように生川氏の所論は，自己金融＝内部資金の再投資，を株式会社の資金集中機能の「内面的拡大深化」として，具体的には30年代以降にあらわれる「資本の再生産条件の変化に適合したところの，株式会社の蓄積構造の発展的変化をしめすもの」（同上，34頁）として，いわば積極的に評価しておられるのである。

これに対して，柴垣氏の所論の内容は氏自身によって次のように要約されている。

(1)　「第一に，株式会社の個人企業にたいするメリットが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あるとすれば，そこでの自己金融は，それ自体株式会社としての成長力の自己否定を意味するものにほかならない。それは端的にいえば，株式会社にとってより大なる投資の余地がせばめられていること，いいかえれば企業としての――諸企業の集合という意味からいえば，国民経済としての――成長のテンポが相対的に鈍化していることのあらわれであって，これを経済学的にいえば，自己金融は『資本の慢性的過剰』の現象形態であるといっていい。」（柴垣，前掲論文B，24頁）このことは「たとえばつぎの点を考えただけでも自明であろう。すなわち，株式会社が投資資金を主として留保利潤および減価償却に依存する自己金融は，たとえそこでの調達額が絶対的にはいかに巨額であるとしても，それらを配当ないし利子支払いのファンドとして外部資金を動員するばあいの調達額にくらべれば，あきらかに投資の絶対的あるいは相対的な停滞を表現していること，これである。」（同上，26頁）

(2) 「それゆえ第二に，かかる自己金融が必然化する根拠は，潜在的にはこの『資本の慢性的過剰』をもたらす独占そのもののうちにある。独占は重工業における株式会社制度によって景気循環の古典的形態を変化させ，かっては恐慌によって一挙に整理した過剰資本を多かれ少なかれ恒常的に維持するのである。」（同上，24頁）

(3) 「だが第三に，この独占による過剰資本の形成は，それがそのまま直接自己金融に結果するのではない。すくなくとも第一次大戦前においては，この過剰資本を海外投資によって処理する機構が存在していたのであって，自己金融はかかる機構が崩壊したところに，具体的には，大戦後こんにちにいたるような世界市場の不安定な条件のもとで，はじめて顕在化するものである。」そしてこの自己金融は，とくに30年代以降の「管理通貨制度を基礎とするフイスカル・ポリシイによって過剰資本と過剰労働力を結合する」体制に適合的な蓄積形態とみなければならない。というのはこの時期以降の資本主義は「とうぜんに停滞均衡による安定成長をはかることになるが，相対的に投資抑制的な性格をもつ自己金融は，個別資本的にも利子率の直接的規制から解放されることによって景気循環からの影響を緩和されるだけでなく，国民経済的な安定成長の条件となる。」（同上，24頁）

(4) 柴垣氏はここからさらにすすんで「自己金融の一般化によって『過剰』となった外部の社会的資金」が「公債その他の手段によって国家資金に転化され，多かれ少なかれ不生産的消費の拡大にあてられる」こと，また「かって株式会社の外部資金動員に重要な役割を演じた銀行」が「産業企業の自己金融の結果，一方では上の国家信用に片足をうずめつつ他方では消費者金融に進出することによって蓄積の抑制と消費の拡大を同時に促進する」（同上，24～25頁）こと，等を述べられたのち「以上のようなメカニズムのなかにおいて，自己金融は，本来，株式会社の蓄積方法としてはネガテイヴなものであるにもかかわらず，現代の資本主義の要請にこたえるものとして積極的に評価されることとなるのである。」（同上，25頁）という判断を下されている。つまり自己金融はそれじたいとしては消極的な性格をもつものであるに

もかかわらず，その消極性のゆえに，停滞均衡的な現代の資本主義に適合的であるというのである。(1)

以上，やや詳細に両氏の説かれるところをみてきたのであるが，一見いちじるしくことなるように見える両氏の見解も，じつは，いくつかの共通な――しかも根本的な――前提の上に立っておられるのであって，両氏の見解の相違も，じつは，これらの共通な前提の枠の中での相違にすぎないようである。それは次のように整理することができよう。

両氏の所論に共通する第1の前提は，自己金融なる現象をいずれも第一次大戦後あるいは30年代以降に，はじめてあるいは顕著に出現したものと理解しておられることである。柴垣氏が自己金融現象を第一大戦後に特有のものとして，そしてそれが30年代以降の経済体制に適合的な蓄積形態として定着したとされていることは，さきに引用した部分からも明らかである。生川氏の場合も，自己金融現象の展開を30年以降の現象として把握されていることは，すでにみたところであるが，前掲論文A，Bなどでは20年代の事実をもあげておられるのであって，第一次大戦後20年代の自己金融を無視されているわけではない。両氏の力点のおき場所がちがうのである。というのは，おなじく第一次大戦以降を念頭におきながらも柴垣氏が自己金融現象の必然性ないし顕在化の根拠を，第一次大戦の結果，独占体制のもたらす過剰資本を海外投資によって処理する機構が崩壊したことに求めておられる――つまり第一次大戦を決定的契機とする――のに対して，生川氏はこれを管理通貨制度に支えられた政府支出の増大――いちじるしく30年代的な現象――によって，独占利潤が安定的に創出されうるようになったことによる内部資金の累積に求めておられるからである。(2)

さて第2の前提は，両氏とも自己金融現象を論ずる場合，主としてアメリカを念頭におき，そのうえで，他の先進諸国にも多かれ少なかれ，このような傾向がみられるものとしておられることである。生川氏は政府支出増大の指標の「代表」としても，また事業会社の政府証券投資の「参考指標」としてもアメリカの例をあげておられる。そして現代の「蓄積構造の体制は，各

国別にそれぞれの偏差をもって展開することを許す」（同上，41頁）ものとして，イギリス，西ドイツなどに言及しておられるわけである。柴垣氏の場合もこの点は同様である。氏は上に引用したような自己金融を内包する蓄積形態のイメージは「現実には現在のアメリカ資本主義において典型的にあたえられる」（前掲論文A，65頁）とされ，また「それ（自己金融）は欧米先進諸国では，すでに両大戦間の時期にあらわれ」（同上，60頁）たものとされている。(3)

第3の共通点は，両氏とも自己金融を論ずる前提として，株式会社の特質ないしメリットを問題にしておられるが，それらがいずれもヒルファディングの株式会社論に拠っておられるということである。ヒルファディングの株式会社論には，じつは，いくつかの面があり，それらが叙述の随所に混在していて，いちじるしく不透明な感じを与えられるのであるが，一つの基本線は，上の両氏のそれとおなじく，株式会社をもって社会的資金の集中機構となす規定である。じじつ柴垣氏も，上にみたような自己金融論を展開するにあたって「金融資本論」からの次のような引用をもってはじめられているのである。（同氏，前掲論文A，61頁）

「（株式会社の）拡張は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おこなわれうる。ここに私的企業における成長の制限——経営そのものから生みだされる利潤の大きさという制限——がとりのぞかれる。これによって，株式会社の成長力は私的企業のそれよりもいちじるしく大きくなる。……株式会社はただに，みずからの利潤の蓄積からだけでみずから拡大するのではない。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ある。」（林要訳，大月書店版，193頁）

「株式会社は，信用の利用でも個人企業家にまさるという点で，大きな優越性をもっている。私的企業家は，ふつうかれの流動資本の最高額だけの信用を要求できるにとどまる。それ以上のすべての信用授与は，その信用貸しされた資本を固定的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，この信用貸しされた資本が貸付資本たる性格をうばわれることになろう。……ところが，株式会社はたやすく信用をうることができる。なぜなら，その組織の特性が，銀行の信任する者をただ代表として入れるだけのことで，監視を非常にたやすくするからである。……そればかりでなく，株式会社への信用授与はずっと大規模に可能である。というのは，株式会

社は容易に資本を調達できるからである。需要された信用が動員不能におちいる危険はない。たとえ，その信用が株式会社によって固定資本の購入にあてられたとしても，会社は，順調な条件のもとでは，固定資本の現実の還流はなくても，株式発行による資本の動員によってこれを銀行債務の弁済にあてることができる。……監視が容易になったこと，信用が流動資本だけに制限されなくなったこととの二つの事情は，株式会社にはるかに大きな信用利用の可能性をあたえ，したがって競争戦であらたな優越性をあたえるものである。」(同上訳書，196-7頁)

柴垣氏はヒルファディングのこのような株式会社論に拠りつつ「株式会社の個人企業に対するメリットが，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あるとすれば」として，自己金融現象考察の出発点とされるわけである。生川氏の説かれる「株式会社の本性」も，上にみたヒルファディングの見解を株式会社の資本集中機能およびそれを保証するものとしての資本流動化という「二つの特質」の統一として要約的に示されたものであることはいうまでもない。つまり，両氏とも，株式会社なるものが，もってうまれて，証券発行による社会的資金の集中という本質的機能を備えており，またそのようなものとして広く一般化したにもかかわらず，そのメリットなり特質なりを利用しないで，自己金融という，一見その本質に反するような蓄積様式を採用するようになったのはなぜか，という形で問題をたてておられるわけである。そしてその答えが，生川氏の場合は，自己金融⟶株式会社の資本集中機能の内面的拡大深化，というのに対して柴垣氏の場合は，自己金融⟶株式会社の資本集中機能・成長力の自己否定，として与えられるわけである。

以下本稿では，まず，両氏のこれらの共通の前提がはたして妥当なものであるか否かを吟味することからはじめよう。両氏それぞれの所論の当否は，それによっておのずから明らかになるはずである。

(1) 柴垣氏の自己金融についてのこのような見解は，大内氏のそれを継承，敷衍したものである。「自己金融は，一方ではこんにちの独占企業が巨大な内部蓄積をもちうるようになったことを根拠として成立つものであるが，他方それは，金利もしくは配当の支払を節約することによって企業の収益の上昇と，その経営の安定性をま

す点で，『よりのぞましい』形とされている。だが，たとえいかに巨大な内部蓄積もちうるようになったにしても，もし企業が生産を急激に拡大しうる条件をもっているならば，むしろかかる蓄積を利子支払ファンドとすることにより，その何倍かの資本を社会的に調達したほうが資本にとって有利であることはいうまでもない。したがってそれは，むしろ投資が相対的におさえられ，金融資本的蓄積を強行する余地がせばめられたことを根拠として生じた国家独占資本主義的な様相と理解しなければならないものである。……「古典的」帝国主義の段階でも，むろん独占資本は，独占の維持のために投資を相対的に制限しなければならない条件をもっている。ただ，そこではこうして生じた過剰資本は輸出によって吸収されていったのであり，したがって蓄積そのものをスロウ・ダウンする必要はかならずしも生じなかった。国家独占資本主義のもとでも，むろん資本輸出がなくなるわけではないが，それがより狭められてきていることは事実である。こうした背景のもとに，自己金融の問題は考えられなければならないであろう。」（大内力「日本経済論」下，東大出版会，1962，296-297頁）

(2)，(3) 自己金融現象を，主としてアメリカを念頭におきながら第一次大戦以降に出現した新たな事態としている点は，他の多くの論者においても共通している。たとえば，馬場克三，前掲論文，1頁，別府正十郎，前掲論文，6頁。

II

まず第1に検討されなければならないのは，自己金融なる現象がはたして第一次大戦後あるいは30年代以降になって，はじめてあるいは顕著にみられるようになったものであるかどうかという事実認識の問題である（両氏の共通前提の1）。この点をアメリカ（両氏の共通前提の2）についてみると第1表のとおりである。(1)

この表から読みとられることは次のようなことであろう。

(1) 独占体形成の最盛期たる1902年までをとってみても，この間の年々の粗固定資本投資に対する年々の内部資金流入額の比重は圧倒的に大きく，1902年には100%をこえている。この3年間の総計では固定資本粗投資総額は23億3,100万ドル，内部資金形成量は20億5,600万ドルであるから，後者の前者に対する比率は約88%になる。内部資金形成量の比重の高さはこの間の証券金融との比較においても確認されうるのであって，この3年間で証券発行

第1表　全米鉱工業の資金運用状況　1900～1960.　（100万ドル）

	固定資本粗投資 A	内部資金 総額 B	留保利益	減耗・減価償却	$\frac{B}{A}\times 100$	証券発行（純） 総額	株式	社債
1900	746	570	351	219	76.4	165	128	37
1901	743	634	396	239	85.3	813	256	557
1902	842	852	594	258	101.2	292	141	151
1903	875	825	544	281	94.3	371	119	252
1904～1913	1,061	909	450	459	85.7	278	173	105
1914～1918	1,875	2,831	1,740	1,091	151.0	391	307	84
1919～1929	2,555	2,755	744	2,001	107.8	939	749	190
1930～1938	1,722	733	−1,253	1,986	37.4	10	177	−167
1939～1945	3,012	4,889	2,074	2,815	180.9	51	169	−118
1946～1960[1)]	22,900	21,900	9,080	12,820	95.6	6,607	2,467	4,140

1)　1946～1960年の数字は銀行，保険社会を除く全米法人企業について筆者が計算したもの。くわしくは拙稿「戦後アメリカにおける企業資金の需給」（北大「経済学研究」13巻，3/4号）をみよ。

Creamer, Dobrovolsky, and Borenstein, Capital in Manufacturing and Mining : Its Formation and Financing, 1960, pp. 331～334.

によって調達された資金が内部資金形成量をこえたのは1901年の1回だけにすぎない。3年間の両者の構成比は内部資金20億5,600万ドルに対して証券発行12億7,000万ドルであるから62：38になる。つまり証券発行によって調達された資金量の1.6倍上以が企業内部で形成されているのである。

(2)　二度の大戦期および30年代の沈滞期には，内部資金／固定資本粗投資は異常な上昇と下降を示しているが，そのほかは独占体形成期（1900年～1903年），第一次大戦前の10年間（1904年～1913年），第一次大戦後の11年間（1919年～1929年）および第二次大戦後の15年間（1946年～1960年）のどの時期をとってみても，上の比率は85%以上108%以下の間にあるのであって，この間に特定の顕著な傾向なり段階なりは認めがたい。

これらのことは，アメリカにおける自己金融現象が，生川，柴垣両氏の想

定されるように——そしてこの想定はかなり一般的に常識化されているのであるが——第一次大戦後になって，はじめてあるいは顕著に出現した事態ではないことを物語っている。そしてこのことはまた，両氏の説かれる自己金融の現実化のための「歴史的条件」あるいは自己金融の「顕在化」の契機も，はなはだ疑わしいしいものであることを示している。なんとなれば，生川氏の場合，自己金融の現実化のための「歴史的条件」とは，30年代以降の管理通貨制度に支えられた政府支出の増大によって，独占利潤が安定的に創出されうるようになったことによる内部資金の累積ということにあったはずだからであり，また柴垣氏の場合は，自己金融の「顕在化」の契機を，第一次大戦の結果過剰資本の海外投資による処理機構が崩壊したところに求めておられたはずだからである。第一次大戦前のアメリカにおける産業株式会社の蓄積が自己金融を主軸とするものであったことは，第1表のような全体の数字からだけではなく，個々の典型的な巨大株式会社の財務政策をみても明らかである。いくつかの例をあげよう。

a. ロックフェラーの配下にあるスタンダード石油トラストは1882年の結成以来1906年までの25年間に年平均24%の配当を支払いながら，この間一度も公開市場での証券発行によって資金を調達したことはなかった(2)（もっともその間数回にわたって証券発行をおこなっているが，これは現金調達のためではなく，競争会社の株式と交換してこれを買収するためであった)。スタンダード石油グループはその後も1919年にニュージャージー・スタンダード石油会社が2億ドルの優先株を発行するまで，あらゆる設備拡張を内部資金でまかなっている。

b. U.S. スティールは1901年モルガンの主導の下に11の鉄鋼関係会社を統合する持株会社として設立されたが，株式，社債その他の総資本14億300万ドルのうち，モルガンのシンジケートへの報酬1億3,000万ドルを除いたほかは，大部分原企業の所有者に旧証券と交換に交付されたのであり，実際に調達された資金はシンジケートから提供された2,500万ドルの運転資金だけであった(3)。同社の，その後1915年までの15年間の資産増加額は5億1,400

万ドルであったが，そのうち82%以上は内部資金であり，のこりの約18%は全部社債であった。株式は一度も発行されていない。(4)

c．おなじくベスレヘム製鋼の1905年～1915年の資金調達をみると，(5)この間の資金調達総額6,570万ドルのうち内部資金によるものは約65%，社債によるもの約35%で株式は普通株，優先株とも全く発行されていない。また第一次大戦前にもっとも急激な発展をとげたヤングスタウン，インランド両社も，拡張資金の半ば以上あるいは半ばちかくは内部資金によっているのである。(6)

以上のごとく，鉱工業全体の資金運用状況をとっても，また個々の巨大株式会社の資金調達方式をみても，アメリカにおいては，すでに第一次大戦前から産業株式会社の自己金融現象はあきらかな事実なのである。しかしそれでは，大不況期以降，20世紀初頭の巨大株式会社形成期までの時期における株式会社の蓄積様式はどうであったか。われわれは，これについてもかんたんにみておかなければならない。

アメリカにおいて株式会社法が一般法として広く各州に採用されるようになったのは，19世紀の70年代である。(7)産業株式会社もまたこのころから急速に普及することになった。とくに，多数の鉱工業が集中していたオハイオ，ペンシルヴァニアの両州では鉄鋼業，鉱業を中心に多数の株式会社が形成された。(8)しかし，これらはいずれも少数の資本家ないし資本家一族の共同出資になるもので，その株式もひろい市場性はもたず，したがって蓄積は利潤の再投資に依存した。当時の資本市場が公債，鉄道債などを中心としており，工業証券がニューヨーク株式取引所で取引されるようになったのは80年代の半ば以降のことである。(9)

さきにもふれたようにスタンダード石油トラストが形成されたのは1882年であるが，84年には American Cotton Oil Trust, 85年には National Linseed Oil, 87年には Distillers & Cattle Feeders' Trust, Sugar Refineries Trust, National Lead Trust 等がつぎつぎと設立された。スタンダード石油トラストを除けば，この時期のトラストは，のちに再編され，あるいは改

組されたトラストに比較してなお脆弱性をのこしていたが，しかしもはやたんなる単独企業とはちがって，社会的にひろくその名を知られ，確実な利潤をあげうるものと期待されえた。これらのトラストのトラスト証券は，ここにはじめて工業証券として投資家の注目をひき，あるていどの流動性をかくとくすることになったのである。しかしここでもなお，工業証券市場は既発行株の部分的流通市場であり，新規の資金を調達するための発行市場にはなりえなかったということが注意されねばならない。蓄積の基調はいぜんとして利潤の再投資であった。

しかしともかく，このように部分的にもせよ工業証券市場が徐々に，形成されつつあったことを背景として89年～93年には活発な合同運動が展開された。そしてこの合同運動の過程で工業証券は，さらにまたその流通性を拡大していくことになる。たとえばいくつかのトラストは，会社の実質資産を代表するものとして優先株を発行し，そのほかに独占的収益力を計算に入れて普通株を発行した。これによって堅実な投資を望む者は優先株を購入し，投機利得を狙うものは普通株に向かうというように，証券購入者の層は分化し拡大された。(10) このようにして90年代のはじめには工業証券の市場は，そうとうのていどまで発展した。しかし，ここでもまだなお，公開市場は新規の投資資金を吸収する市場ではなかった。合同は少数の強力な資本家のリードの下におこなわれ，そのさい発行された新証券の大部分は原企業の証券所有者との証券交換のために用いられた。したがってその証券が市場にでたとしても，結果からみれば，原企業の所有者の固定的投資を流動化したものにすぎなかったのである。

ところで，これにつづく93年～97年の不況期はその後の工業証券市場の発達にとって大きな意義をもっていた。93年までに結成されていた一定以上の規模をもつ巨大産業企業は，この不況にさいしても経営状態を悪化させることなく，おおむね良好な配当を維持できたのに対して，それまで比較的高い名声をもっていた一流鉄道会社の経営内容は不振におちいり，従来の配当水準を維持できなくなって鉄道証券の価格は下落した。(11) これによって工業株の

頼信性は高まり，従来の保守的投資層もようやく工業株に強い関心を示すようになると同時に，これまで主として鉄道金融に重点をおいていて80年代以降のトラスト運動の金融過程に積極的な意欲をみせなかった投資銀行業者も，98年以降の一大トラスト運動——その一つの頂点がはじめにみた1901年のU.S.スティールの結成である——に強力に介入してくることになるのである。

この一大トラスト運動の金融過程がどのようなものであったかについては，すでに多くの実証的研究があるのでここではくりかえさないが，ただ次のことだけは確認しておく必要がある。すなわち，このトラスト運動の過程で発行された膨大な証券の大部分は合併諸会社の資産・証券との交換，創業関係者のボーナス取得等を目的とするものであり，新規の資金調達を目的とするものは僅少にすぎなかったことである。**第2表**によってこれをみると，1898年～1902年の5年間の産業会社による株式発行総額64億300万ドルのうち，合同新設会社が自社および被合同会社の資産・証券と交換する目的で発行したものが32億500万ドル（50%）であるのに対して，現金の調達を目的とするものは6億1,600万ドル（9.6%）にすぎなかった（なおこの現金のすべてが新規資本支出に向けられたわけではない，というのは，この

第2表　株式発行の目的別分類（鉱工業）　1897～1907.

	(100万ドル)[1]				(%)	
	発行総額 A	現金調達 B	資産・証券との交換C	その他[2]	B/A	C/A
1897	138	4	62	72	2.9	44.9
1898—1902	6,403	616	3,205	2,579	9.6	50.0
1903—1907	447	97	304	48	21.9	68.0

1) 1897—1904は1件あたり300万ドル以上の発行，1905—1907はおなじく1,000万ドル以上の発行を集計したもの。

2) 株式による配当，ボーナス株，売れ残りの株，分類不能の株その他を含む。R. W. Goldsmith, A Study of Saving in the United States, Vol. I, 1955, Tables V-23 and V-24, pp. 502-505.

なかには，新株式との交換に応じない一部の株主の保有株式の買取りのために必要な現金も含まれるからである)。トラストの形成は，モルガン等の投資銀行業者の主導の下にいちぢるしく投機的に遂行された。ほとんどすべてのトラストは水増しされていた（さきにあげたU．S．スティールの例はそのもっとも典型的なものである)。そしてこの水増株は，成立したトラストが確実に利潤をあげ，安定的に経営されうることが明らかになるに応じて，しだいに市場性を増し，ひろく分散されていくことになるのであった。それとともに工業証券市場はたんなる流通市場としてだけではなく，発行市場としてもまた，一定の意義をかくとくしていったといってよい。

このようにアメリカにおいては，工業証券市場は80年代のトラストの形成期（トラスト証券の部分的流通)，89年～93年の合同運動期（投資家層の拡大)，93年～97年の不況期(工業証券の鉄道証券に対する優越性の確認）という三つの準備期を経て，98年以降の一大合同運動期における大量の独占企業証券の発行とその漸次的消化の過程を通じて，はじめて流通市場としてもまた発行市場としても確立されてきたのである。しかしはじめにもみたように，そこでの証券発行による資金調達は，いぜんとして副次的な意義をもつにすぎず，一大トラスト運動を通じて成立した巨大株式会社の内部資金による蓄積を部分的に補足するものとして，一定の役割をはたすにとどまったのである。

このようにみてくると，アメリカにおける株式会社は，いわゆる独占体形成の準備期においても，また確立期においても，さらにはそれによる再生産の拡大期においても，社会的資金を新規の投資資金として集中する手段としては，ついに決定的な役割をはたすことなく，いちぢるしく自己金融的な基調の下に，むしろ強力な支配集中の手段として発展してきたものということができよう。80年代以降徐々に形成されてきた工業証券市場は，数次にわたる企業集中運動の過程で，株式交換等による支配集中を目的に発行された大量の新証券の流通性を保証する機構として――もしこれがなければ，被合併企業の所有者は株式・資産との交換に証券ではなく，現金を要求するであろ

うし，またトラスト・プロモーターも創業利得として入手した水増株を現金化できないであろう——利用されたかたむきが強いのである。

さて以上のことは，第一次大戦以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きたかのごとく想定し，さらにそれが第一次大戦後あるいは30年代以降になってはじめてあるいは顕著に内部資金による蓄積に転じたかのごとく説かれ，その契機を，あるいは管理通貨制度に支えられた政府支出の増大による独占利潤創出機構の安定化に，あるいは第一次大戦の結果として海外投資による過剰資本の処理機構が崩壊したことに求められる生川，柴垣両氏の見解が，両氏の主として念頭におかれているアメリカについては，とうてい支持しがたいものであることを明らかにしているものといってよい。そしてこのことは，自己金融なる現象が，時期によって区切られつつどの国にも一様にあらわれるものとしてではなく，むしろ産業企業と貨幣市場，資本市場との具体的関連のあり方如何によって国ごとにことなってあらわれる株式会社の蓄積の型の一つとして——他方にドイツを念頭におきながら——考察されなければならないことを予想させるものであるが，それはさておき，ひるがえって考えるに両氏がこのような誤まった想定をなされるにいたった理由は，根本的には両氏の前提とされている株式会社論——すなわち株式会社をもってまず社会的資金の集中機構となす規定——にあるのであって，われわれもまた両氏の説かれる「株式会社の特質」ないし「株式会社のメリット」なるものの吟味にすすまなければならない。

(1) アメリカにおける企業の資金運用状況に関するもっとも包括的な研究は R. W. Goldsmith, A Study of Saving in the United States, 3 vols., 1955～1956 である。第1表の作成に利用した Creamer and others の著書に出ている統計もこの本に負うところが大きい (cf. Creamer and others, ibid., pp. 326-330)。そのほか，この問題についてのまとまった著書には次のようなものがある。
R. W. Goldsmith, Financial Intermediaries in the American Economy since 1900, 1958.

R. W. Goldsmith, The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy, 1965. S. Kuznetz, Capital in the American Economy : Its Formation and Financing, 1961.

なお1920年代から30年代末にかけての自己金融については TNEC, Hearing, Pt. 9, Monograph, No. 37 がはじめての総括的な資料である。また第二次大戦後については，Department of Commerce, Office of Business Economics, *Survey of Current Business* に随時，統計が発表されている。

(2) E. Jones, The Trust Problem in the United States, 1928, p. 88.

(3) E. Jones, ibid., p. 207, pp. 285～288.

(4) E. Jones, ibid., p. 207, G. G. Schroeder, The Growth of Major Steel Companies, 1900–1950, 1953, pp. 157–159.

(5), (6) G. G. Schroeder, ibid., pp. 157–159.

(7) アメリカの19世紀における株式会社法の発達については，大隅健一郎「株式会社法変遷論」有斐閣，1953，88-92頁に簡要な説明がある。

(8) くわしくは G. H. Evans, Business Incorporation in the United States, 1800–1943, 1948, pp. 160–168 をみよ。

(9) 以下，19世紀の80年代末から20世紀初頭にかけてのアメリカの工業証券市場の推移については，T. R. Navin and M. V. Sears, "The Rise of Market For Industrial Securities, 1887–1902," *The Business History Review*, June, 1955 参照。

(10) 合同に際して，実質資産を代表するものとして優先株を発行し，将来の独占的収益力を代表するものとして普通株を発行するという方法は，工業証券市場を拡大する巧妙な手段としてさかんに利用され，1898年～1902年の大合同運動期には一般的な recapitalization の方法として定着した。

(11) T. R. Navin and M. V. Sears, ibid.,p.128.