

証券価値論への前提

住ノ江佐一郎

まえがき

証券価値論、とくに株式価値論ないしは株価論を構想するばあい、一般周知のとおり、証券分析論と市場分析論の二つの分析方法のいずれかをとり、あるいは相互に補充するという意味において、その二つともにとることが考えられるが、そのいずれの態度をとるとしても、それらの分析方法を用いるまえに、問題の対象というか、焦点というか、分析手段の場を確定する必要がある。というのは、これがなされないために、株式を物的証券として取扱ひ、あるいは、利潤証券として理解し、はなはだしいにいたっては、あるときは物的証券として考え、あるときは利潤証券として扱えるというような、きわめて器用な使いわけをするという混乱をきたすのである。このような錯綜を避けるために、問題の所在を確定したうえでなければ、証券分析あるいは市場分析の適用をなすことは、無価値であるのみならず、逆効果をさえたすにすぎないと考えるのである。

—

企業家によって、創業に必要な資金、あるいは事業の拡張をなすために要する資金などが調達されるとき、いわゆる「資本の証券化」(Die Effektivierung des Kapitals) (1) が行われる。すなわち、有価証券、ことに、自己資本を構成するものとしての株式を発行することを手段として、企業における所要資金を調達するのである

が、そのばあい、かくして調達せられた資金は、企業資本として、管理、運営せられ、企業活動における槓杆的な役割をはたすのである。しかも、この企業資本の運動は、一般に理解されているところによると、 $G \rightarrow W \rightarrow P_m$ …… $P \rightarrow W' \rightarrow G$ という表式をもってあらわされているのであるから、いうところの企業家によってなされる「資本の証券化」ということは、この表式による理解においては、第一項のGによってしめされているわけだが、 G が「資本の証券化」の過程は企業資本の運動過程における、端初的なものとして理解されなければならないのである。

(f) Liefmann, R.; *Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften*, 1931, S. 29.

二

ところが、かかる「資本の証券化」の過程は、このGにおけるものとして、企業活動としての固有的、あるいは本源的のものではなくて、資本の発展における歴史的、段階的特性をもったものとして理解し、把握されなければならないものである。

資本は、その発展において、不断に、その所要量を増大する傾向をしめすとともに、その有機的構成を高度化しようとする要求に迫まられている。しかも、これらの傾向は、個別資本においては、二つの方法の過程において、充たされてきた。すなわち、「自ら獲得した利潤の一部を蓄積し資本化して」(2)いわゆる「集積」(Konzentration)にまつてなされることと、「数多の個別資本相互間にて、新たなより大規模な一個別資本」(3)に「いわゆる「集中」(Zentralisation)されることによっても充たされてきたのである。しかるに、資本の発

展における資本所要量の増大とその有機的構成の高度化とは、個別資本における利潤の一部によって形成される「集積」をもってはとうてい満足しえられない傾向をあらわし、しかも、そのうえに、いわゆる平均利潤率の低下による作用をうけて、さらにいいよ、照応しえないものとなった。したがって、「資本主義の発展に伴う個別資本の拡大膨脹は、集積を基礎としながら、主として集中の形態において行われる。」⁽⁴⁾「明かに、円形から螺旋に移行する再生産による資本の漸次的増加たる蓄積は、社会的資本の諸成分の量的成群を變更すればよい集中に較べれば全く緩慢なやり方である。蓄積によって若干の個別的資本が大きくなって鉄道を敷設しうるまで待たねばならなかったとすれば、まだ世界に鉄道はないであろう。しかるに、集中は、株式会社に媒介されて忽ち鉄道の敷設をなし遂げた」⁽⁵⁾のである。かように、集中によって、資本の発展をあらわす二つの傾向、資本所要量の増大とその有機的構成の高度化による要求を充当してきたのである。

しかも、その充当は「会社」形態の媒介によってなされた。「会社」は“*Cumpani is Lumpen*”と蔑称されながらも、資本の発展における不断の要求に応えてきたのである。しかしながら、資本の発展における要求は、その巨大性と構成変化の態様を高度化するにしたがって、その要求を充たすための媒介をなす「会社」形態そのものに、歴史的、段階的特性を生ぜしめたのである。「会社」以前の形態として認められる各種の「組合」形態について、「機能資本家のみ出資の結合」からなる「合名会社」形態、「機能資本家と無機能資本家との両種の社員の出資より成る」「合資会社」形態、および「企業職能は少数の中心的機能資本団、すなわち、（大株主）の手に独占され」⁽⁶⁾てはいるけれども、企業資本の調達あるいは出資の形態においては、すべて「無機能資本家たる持分資本家のみ結合たる株式会社」⁽⁷⁾という三つの形態として生成発展してきたのである。この三つの形態

は現存する「会社」形態として「会社」形態の種類であるとともに、かような、資本の発展における要求を充たすための媒介として、生成した「会社」形態の発展の姿として理解し、把握しなければならないところに多くの関心を惹く。しかも、これらの「会社企業」の三基本形態相互の間に量的な差違が存するのであるが、会社形態が個別資本の集中形態であるとすれば、右の規模の差違が集中の程度乃至段階の量的差違であることは明かである。すなわち、会社形態の範囲内において資本集中の程度を段階づけて見れば、名合会社はもっとも低き集中の程度をしめし、合資会社はより高き集中の程度を、そして株式会社は最高度の集中を具現している。株式会社は集中形態としての会社企業の最高の形態である。」⁽⁸⁾しかも、この最高の会社企業形態である株式会社形態のうちにも、さらに多種多様の形態を生成している。それらは、もとより産業の史的発展にともなう形態的变化なし発展であるとともに、平面的に、派生的あるいは寄生的形態そして理解することができるのである。

要するに、資本の発展における二つの傾向に相応して、その要求を充たすための媒介としての「会社」形態そのものの变化ないし発展は、いわゆる人的会社 (Personal-gesellschaften) から資本金会社 (Kapital-gesellschaften) ⁽⁹⁾への移行として理解され、それは産業資本主義の段階から金融資本主義ないしは独占資本主義の段階への発展を基礎づける構成単位の変化として、あるいは反映として把握できるのである。

かかる発展過程を把握することにおいてはじめて、G項における「資本の証券化」の本質を理解しえられるのであるとおもわれる。

- (2) (8) 大塚久雄著、株式会社発生史論、一九頁
- (4) 大隅健一郎著、株式会社法変遷論、二頁
- (5) マルクス「資本論」、長谷部文雄訳、第二巻、九七四頁

- (6) 大塚久雄著、前掲書、一三頁
- (7) 大隅健一郎著、前掲書、二頁
- (8) 大塚久雄著、前掲書、一〇頁
- (9) Liefmann, R.: Die Unternehmungsformen, 1923, S. 24.

三

資本の発展にともなう資本調達の媒介的存在としての会社形態の変化ないし発展は、企業活動における機能資本家（企業）と無機能資本家（出資）との分派を具現するところに、その基礎をおくものとして理解せられ、いわゆる「経営と所有」との分離を招来せしめる遙有傾向（Absenteeism）の効果として認められている。ところで、資本の発展の具体的表現として資本の所要量の増大とその有機的構成の変化は、後者の、すなわち、資本の有機的構成の変化における主導的要因によってあらわされるものである。企業家の利潤極大限追求における努力は、当然に、固定設備の改良増大を必要とするものであるが、固定設備の改良増大はたんに工場建築、設備、および機械の増大のみを意味するものではなく、その改良増大によって、比例的に増量を必要としてくる原料、燃料、および補助材料にたいする考慮もふくめられなければならないのである。したがって、一般にいわゆる固定資本がたんに、工場の建物、設備、および機械のみを指示するものであるとすれば、それに相応し、その生産能力を發揮せしめるに必要な、固有的の原料、燃料、および補助材料をふくめられたものとして考えるためには、あるいは、これにたいして、固定的資本という表現を用いてもよいかもしれないのである。かかる理解にもとずく固定的資本は、いわゆる固定資本ないしは固定設備は、流動資本のように、その投下貨幣資本の回収において、

速度のはやい回転を期待することはできず、たんに、その使用耐久期間中に減価銷却の方法によって、漸次的に回収せられるという意味において、長期資本を基礎とする「低速度資本もしくは繰行資本」⁽¹⁰⁾ともいふべき固定投資という性格をもっているものなのである。このような固定投資という条件を充す性格の資本でなければならぬというところに、資本の発展における歴史的、段階的特性を見究めうるのであり、資金の調達における工夫を要するのである。しかるに、この要求を充たす固定的資本の調達は、資本の発展の初期においては、いわゆる人的企業ないし人的会社の形態によつて可能であつたが、資本の発展の高度化するにつれて、人的関連の領域を超える領域に拡大して、資金の調達をなさなければならないことになり、かくて、貨幣資本の所有者からの調達ないしは投資は、企業家とのあいだの人的関連によるものではなく、しかも、たとえ、その動員される資本が遊休ないし休息の貨幣資本であるとしても、それらの貨幣資本を調達ないし投資を可能ならしめるためには、調達ないし投資の貨幣資本の流動性が要求せられるのである。すなわち、「資本信用においては、需要者たる企業側においては、一時に巨額な資金を固定的に要求するに對し、供給者たる投資者側においては、資金を小額当に、流動的に投資せんことを求めるという矛盾の対立が不可避である。」⁽¹¹⁾この不可避の矛盾対立を解決しようとするところに、人的関連から遊離し、資本的関連への移行をなす手段として、「株式を中心とする証券機構の存在が必然的となる」⁽¹²⁾のである。かくて、「証券こそは、前述の如き、資本信用に於ける企業家側の需要上の要求と投資者側の供給上の要求との矛盾の対立の解決者となる。そして、そのような金融的機能をもつ証券を利用することを本来の建前とする企業形態が株式会社なのである」⁽¹³⁾かくして、「証券の介在によつて一般に考えられているが如き「長期投資には長期資金を」という觀念が根本的に覆され、長期投資へ短期資金の流入する途が開

かれる」⁽¹⁴⁾

(10) 福田敬太郎著、証券市場論、六頁

(11) (12) (13) (14) 石田興平著、再生産と貨幣経済、二二二頁、二二二頁、二二四頁、二二七頁

四

固定的資本における長期投資を流動的短期資金によって賄わざるをえないという要求が資本の証券化過程を見出さしめたのであるといえる。しかし、このことは、証券化された資本が回収され、ふたたび貨幣資本に還元されうるといふ流動性を有するということが、資本の証券化過程の前提条件となっているのである。かように、固定的資本における長期投資にたいして、対立的存在である短期資本を固定的なものとして長期投資を実現せしめるための条件となる流動性ということとは、いわば「証券の資本化」(Die Kapitalisierung des Effekten) 過程を意味するものとして理解せられる。したがって、敢えていうことを許されるならば、資本の発展を可能ならしめる「資本の証券化」の過程は、その前提条件として、「証券の資本化」過程を条件的可能ならしめなければならぬのである。

ところで、証券の資本化について、ヒルファードディングの表示し、図式したところにしたがえば、 $A \text{---} g \text{---} A' \text{---} g' \text{---} A'' \text{---} g'' \text{---}$ ということになっている。企業家の資本調達のために発行する証券Aは貨幣資本家の所有する貨幣資本と交換されることよって、企業家側からいえば、企業資本の調達の過程をしめすものであり、貨幣資本所有者の立場からいうならば、貨幣資本の投資であり、有価証券の所有である。ここに資本調達と

証券投資の本源的關係が存在するのである。しかも、かかる「資本の証券化」の過程の生成は、貨幣資本家の所有にある有価証券についての「証券の資本化」の過程が前提的に可能でなければならないのであるから、この企業家における資本調達と貨幣資本家における証券投資との本源的關係によって、企業資本の運動過程と有価証券の流通過程とが関連するのである。すなわち、企業家が資本の証券化によって調達したGは、企業資本とし

$$P \wedge G \text{ --- } W \wedge \overset{PM}{A} \text{ } P \text{ } W' \text{ --- } G'$$

の表式をあらわし、貨幣資本家が証券の資本化によって、企業家から所有するにいたった証券Aを貨幣資本に還元する表式 $A \text{ --- } \varepsilon \text{ --- } A' \text{ --- } \varepsilon' \text{ --- } A'' \text{ --- } \varepsilon'' \text{}$ となるのであるから、企業家の発行する証券Aと貨幣資本家の投資する資金Gとの交換、すなわち、資本の調達と証券の投資との関連において、この二つの運動過程と流通過程とが連結されることになるのである。かくて、 $A \text{ --- } G$ の關係を基点として、左辺と右辺とにそれぞれ、その過程を展開していると理解されなければならないのである。

かように考えると、「私的企業の株式会社化によって、資本が二倍になるようにみえる。けれども、株主から払いこまれた最初の資本は、決定的に産業資本に転化されているのであって、現実には産業資本としてのみ実存する。貨幣は、生産手段にたいする購買資金として機能し、これに支出され、それによって、決定的にこの資本の循環過程からは消滅したのだ。生産をとおして生産手段を商品に転化し、そして、この商品を販売することによって、はじめて、貨幣——まったく別の貨幣——が、流通から還流する。だから、そのこの株式取引にさいして支払われる貨幣は、けっして、株主によって最初に払いこまれて消費されつつある貨幣ではない、それは、その株式会社の資本の、すなわち、その企業の資本の、構成部分ではない。それは、資本還元され収益証券の流通に必要な追加貨幣である。」⁽⁴⁾「株式は、ひとたび創造されると、それが代表している産業資本の現実の循環と

は、もはや、なんらの関係もなくなる。株式がその流通にさいして経験する事件や災害は、生産資本の循環にたいして、直接には、なんらの影響をもあたえない。」⁽¹⁶⁾「ほんとうは資本でないものが、「資本」としてあらわれるので、それらは擬制資本とよばれる。」⁽¹⁷⁾そして「擬制資本は、利子つき資本の形態、資本家的社会関係の最高度の物神的形態を前提として成立」するものである。⁽¹⁸⁾

かくて「証券の資本化」は結局において、擬制資本の構成を意味することになる。このばあい、証券を発行することを手段として、調達された資金は、やがて企業資本として企業の活動において中心的役割をはたすのであるが、企業資本として企業活動に必要な、労働力その他の生産手段ないし企業手段を購入するまでのあいだは、調達された資金がそのまま、流動可能の状態におかれている姿を「証券資本」と呼び、「証券によって調達された資本」という意味をもたせて、理解することができるかもしれないけれども、すなわち、「資本の証券化」の過程において、「証券資本」の生成を理解することも考えられるが、一般には、「有価証券によって代表された一国の資本力を証券資本 (Effekten Kapital) と呼ぶ」⁽¹⁹⁾ばれているのであるから、いわば、「証券資本」と呼ばれているものは、その本質において擬制資本であると理解されてよいのである。

(15) (16) ヒルファーディング著、「金融資本論」、林要訳、一六四頁、一七〇頁

(17) (18) 飯田繁著、利子付き資本、二八七頁、二八六頁

(19) 福田敬太郎著、証券、一九頁

五

Gにおいて、企業家が証券を発行すると、すなわち、資本の証券化をおこのうと、その証券は企業資金の調達

と交換に貨幣資本家の所有となり、貨幣資本所有者は証券所有者となるが、この貨幣資本家によって、この証券が資本化されて、そこに証券資本の形成がなされるとしても、証券の資本化、すなわち、証券資本の形成過程が新しい課題となる。しかも、人的関連を離れて、ほとんど全然物的関連、ないしは資本的関連のみによって企業活動と連がっている、無機能資本家の手によって、その所有の証券が資本化されるばあい、その証券は企業の財産との実体的関連をもつか否かが重要な問題としてとりあげられねばならないのである。

元來、Gにおいて、資本の証券化がおこなわれるばあい、「それは貨幣所有者から機能資本家への、ある一定の法律的諸形式・諸制限のもとで通例おこなわれるところの、貨幣のたんなる譲渡にすぎない」⁽⁸⁾ものと理解されるのであるから、貨幣資本所有者が企業家とのあいだにおいて、貨幣資本と証券とを交換するばあい、資本の証券化において、何らかの法律的内容が締結されているわけである。しかも、この法律關係の締結は、たんなる個別的、特殊の關係ではなくて、社会的、一般的法律關係としてなされるものと考えねばならない。これらの法律關係は、資本の發展にしたがって、變化し、發展してきている。「株式会社は一七世紀の初め、前期的産業資本の独占形態として生れ、政府の重商主義政策及びアンシャン・レジームの專制的精神と結びついて、その設立についてはいわゆる特許主義が行われ、その組織については當時の国の政治組織を反映して多かれ少かれ專制的色彩を示していた。そして平和的・民主的な性格をもつ産業資本の進出とそれに伴う政治的・社会的民主化と共に、特許主義から準則主義へ、專制的組織から民主的組織へと移行したのである。ピューリタン革命ののちのイギリスにおける特許状なき会社の傑出、フランス革命ののちに成立したフランス商法典の規制は、その過渡的過程を示すものにほかならない。ここでは株式会社組織の民主化はほぼ確立されたが、しかしその設立については、或

は法人格を拒否され、或は行政官庁の免許なる制約の下におかれていた。そして産業革命及びレセ・フェールの思想の高調と共に、まずイギリスにおいて、ついでフランス及びドイツにおいて準則主義がとられ、一九世紀の後半になって、産業資本的集中の形態としての近代株式会社に關する法制の確立を見ることがつたのである。」⁽²⁾このような、株式会社そのものの基盤である經濟的变化ないし發展に相応して、变化ないし發展した株式會社法は、その中に、株式にかんする規制への思想的变化ないし發展を包含しているのである。「一方において、従来の株主中心的な株式會社觀に対して新たな企業中心的な株式會社本質觀たるいわゆる「企業自体」の思想を展開せしめると同時に、他方において、従来の株式を社員權の一種たる株主權と見る學說に対していわゆる株式債權論を發生せしめたことである。企業の所有と經營の分離を通じて、株主はいよいよ社債權者の地位におし下げられ、企業の所有は非人格化し、企業は客觀化し財団化する。それと同時に、企業經營者はますますよく受託者となる。」⁽³⁾かかる見解を基礎として、株式の主体的本質と考へべき「株主權」について、「株式會社における企業所有と經營の分離の事實に即して、いわゆる社員權としての株主權を否認し、これを公益權と自益權とに解体する見地に立ち、株式をもつて利益配當請求權なる社團法上の債權と解し、議決權を他の公益權をもつて一身專屬的人格權と解する」⁽⁴⁾こととなるのである。「株式會社の近時における發展を通じて、社会的・經濟的に株主の地位が次第に金錢債權者の地位に接近しつつあることは、否定しがたい事實である。會社企業を構成する財産は、株式の提供した資金により獲得されたものであるが、しかし株主はその上に法律上は何らの所有權をもたない。その有する經營管理權も多くの場合全く行使されないで、事實上單なる法文の上の存在に退化しつつある。」⁽⁵⁾したがって、かかる見解に一応の正当性を認めなければならないのであろう。ただ、法律學者のあいだ

においては、株式会社の営利法人性の問題、および社団法上の債権ということの理解についての問題などによって、批判されているけれども、株主権の本質が利益配請求権であつて、ジョイント・ストック・カンパニー時代における物権的解釈をなす余地が残されていないのである。「物権説は、株主は会社財産に対して共有的持分があり、それがすなわち株主権であるとみるのであるが。会社を法人とし、会社自身の財産であるとする制度の下においては、かくの如き時代めいた学説をいれる余地のないのはいうまでもない。」^{四〇}ただし、ここで関連して究明しておく必要のあるのは、企業会社の解散にともなう残余財産分配請求権である。「従来の学説によれば、利益配当請求権と残余財産分配請求権とは自益権中の権利又は権能として相並立せしめられ、両者の関連如何を論じたるものを見ない。しかしながら、残余財産分配請求権は会社の請算に当り、株主対会社間の債権関係終了に際して生ずるものにして、換言せば株式なる債権関係消滅に際しての効果なることは、恰も消費貸借における貸主の元本返還請求権に該当するのである。唯消費貸借の場合と異なり、株主は会社企業の危険を負担する結果として、或は残余財産分配額が本来の出資額を越え、或は之より減少することあるに止る。畢竟、残余財産分配請求権は株式そのものの内容を為さず、単に株式消滅の効果たるに過ぎないのである。しかく解することは、現今の経済上残余財産分配請求権が利益配当請求権と相並存する意義を有せずして、殆ど之が背後に没するに至れることにも照応するのである。」^{四一}

かくて、企業家において資本の証券化、資本の株式化がおこなわれるとき、企業家と貨幣資本家とのあいだに締結される法律上の関係は、主体的にみて、社団法上の金銭債権としての株式配当請求権および株式配当支払請求権を本質とする株主権の確立にあると理解せられるのである。決して、物的性格を内在するような、物権説で

もなければ、残余財産分配請求権でもないのである。

(20) 飯田繁著、利子付き資本、四八頁

(21) (22) (24) (25) 大隅健一郎著、株式会社法変遷論、九三頁、一六七頁、一六八頁、一七〇頁、

(23) 松田二郎著、株式会社の基礎理論、序一頁、

(26) 西本寛一著、株式法論、三頁

(27) 松田二郎著、前掲書、一八七頁

六

かように、株式の本質についての歴史的特性としての法律的内容は、その企業会社の収益にたいするたんなる配当金請求権であると理解するならば、株式の価値ないし価格は、この本質のうえに、あるいはこの本質をとおして、究明されなければならないのである。したがって、証券の資本化ということは、この本質を根拠として構成されるのである。「所有者に所得をもたらす有価証券のかたちで存在する資本を、擬制資本という」⁽²⁸⁾のであり、「その背後にその母胎たる利子を生む資本が架空につくりあげられる。これを擬制資本というが、資本という商品の価格がそれであり、これはいわゆる資本化、すなわち配当を利子率で除することによって導出される。かかる擬制は、資本家的表象様式の錯乱の極度ではあるが、これまた現実の資本集中過程自体が呈示する姿である。」⁽²⁹⁾「規則的にくりかえされる一定貨幣所得を、平均利子率で貸出される資本の収益として計算する。すなわち、「資本化する」ことによって形成される」⁽³⁰⁾のである。

(28) ソ同盟科学院経済学研究所著、マルクス・レーニン主義普及協会訳「経済学教科書第二分冊」二九九頁

- (12) 川合一郎著、資本と信用、三〇八頁
(13) 飯田繁著、利子付き資本、二八六頁