

証券価値論への前提

住ノ江佐一郎

がえがき

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い、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把えるというような、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が、無価値であるのみならず、逆効果をもたら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いふ、いわゆる「資本の証券化」(Die Effektivierung des Kapitals)⁽¹⁾が行われる。すなはち、有価証券、いふに、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、そのままで、かくして調達された資金は、企業資本として、管理、運営せられ、企業活動における権力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、 $G - W < p_m$ …… P …… W' — G' という表式をもつてあらわされているのであるから、いうまでもない企業家によってなされる「資本の証券化」といふことは、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で、したがって、「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ぬるのである。

(1) Liefmann, R.; *Beteiligungs- und Finanzierungs-gesellschaften*, 1931, S. 29.

II

むらが、かかる「資本の証券化」の過程が、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、段階的特性をもつたものとして理解し、把握されなければならぬのである。

資本は、その発展において、不斷に、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とする要求に迫られている。しかも、これらの傾向は、個別資本においては、一つの方法の過程において、充たされていた。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) (3)いわゆる「集中」(Centralisation) われるこに充當してきたのである。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つて形成される「集積」をもつ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、さらにいよいよ、照應しえないものとなつた。したがつて、「資本主義の發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変更すればよい集中に較べれば全く緩慢なやり方である。蓄積によつて若干の個別的資本が大きくなつて鉄道を敷設しうるまで待たねばならなかつたとすれば、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、集中によつて、資本の發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」形態の媒介によつてなされた。「会社」は“Cumpagni is Lumperi”と蔑称されながらも、資本の發展における不斷の要求に応えてきたのである。しかしながら、資本の發展における要求は、その巨大性と構成変化の態様を高度化するにしたがつて、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「企業職能は少數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結合たる株式会社」⁽⁷⁾といふ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いふに、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、名会社はもつ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よる形態的変化ない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として理解することがであるのである。

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」形態そのものの変化ないし発展は、いわゆる人的会社 (Personal-gesellschaften) から資本会社 (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立資本主義の段階への発展を基礎づける構成単位的変化として、あるいは反映として把握であるのである。

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) (3) 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、二三頁
(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 Unternehmungs-formen*, 1923. S. 24.

III

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ものなり、その基礎をやくもとして理解せらる、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ゐる。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つ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、その改良増大によつて、比例的に增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やくめられなければならないのである。したがつて、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、その生産能力を発揮せしめるに必要な、固有的の原料、燃料、および補助材料をやくめられたものとして考へるためには、あるいは、これにたいして、固定的資本といふ表現を用いてもよいかもしれないものである。かかる理解にもとづく固定的資本は、いわゆる固定資本ないしは固定設備は、流動資本のようだ、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償却の方法によつて、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緩行資本」⁽¹⁰⁾ともいべき固定投資という性格をもつてゐるものなのである。このような固定投資という条件を充たす性格の資本でなければならぬといふところに、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ったが、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ぬことになり、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憩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、資金を小額に、流動的に投資せんことを求めるという矛盾的対立が不可避である。」⁽¹¹⁾この不可避的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的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

かかる」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、一一二頁、一一一頁、一一四頁、一一七頁

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れ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う流動性を有するところしが、資本の証券化過程の前提条件となつてゐるのである。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こういは、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。したがつて、敢えてこ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、その前提的条件として、「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。

ひひんで、証券の資本化について、ヒルファーディングの表示し、図式したところにしたがえば、 $A - g - A' - g' - A'' - g'' - \dots$ となることなるべく。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りて、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

証券投資の本源的な関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な関係によって、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、企業資本として、 $G \rightarrow W \wedge \Delta^P M \dots P \dots W' \rightarrow G'$ 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つた証券Aを貨幣資本に還元する表式 $\Delta \rightarrow g \rightarrow \Delta' \rightarrow g' \rightarrow \Delta'' \rightarrow g'' \dots$ 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、 $\Delta \rightarrow G$ の関係を基点として、左辺と右辺とにそれぞれ、その過程を開拓していくと理解されなければならないのである。

かように考へると、「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、そのごの株式取引にさいして支払われる貨幣は、けつして、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。」⁽⁵⁾ 「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。」¹⁰「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。」¹¹そして「擬制資本は、利子つき資本の形態、資本家の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。¹²

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、流動可能な状態におかれている姿を「証券資本」と呼び、「証券によつて調達された資本」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、「有価証券によつて代表された一国の資本力を証券資本（Effekten Kapital）と呼」¹³ばれていますのであるから、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。

元来、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」⁽²⁰⁾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、この法律関係の締結は、たんなる個別的、特殊的関係ではなくて、社会的、一般的法律関係としてなされるものと考えねばならない。これらの法律関係は、資本の発展にしたがって、変化し、発展してきている。「株式会社は一七世紀の初め、前期的産業資本の獨占形態として生れ、政府の重商主義政策及びアンシャン・レジームの専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当時の国の政治組織を反映して多かれ少なかれ専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、専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簇出、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関する法制の確立を見ることとなつたのである。」

(21) このような、株式会社そのものの基盤である経済の変化ないし発展に相応して、変化ないし発展した株式会社法は、その中に、株式にかんする規制への思想の変化ないし発展を包含しているのである。「一方において、從来の株主中心的な株式会社に対する新たな企業中心的な株式会社本質觀たるいわゆる「企業自体」の思想を開拓せしめると同時に、他方において、從来の株式を社員権の一種たる株主権と見る学説に對しいわゆる株式債権論を発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権者の地位におし下げられ、企業の所有は非人格化し、企業は客觀化し財團化する。それと同時に、企業經營者はますますよく受託者となる。」(22)かかる見解を基礎として、株式の主体的本質と考うべき「株主権」について、「株式会社における企業所有と經營の分離の事実に即して、いわゆる社員権としての株主権を否認し、これを共益権と自益権とに解体する見地に立ち、株式をもつて利益配当請求権なる社團法上の債権と解し、議決権を他の共益権をもつて一身専属的人格権と解する」(23)こととなるのである。「株式会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銭債権者の地位に接近しつつあることは、否定しがたい事実である。会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権をもたない。その有する經營管理権を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。」(24)したがつて、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る。ただ、法律学者のあいだ

においては、株式会社の當利法人性の問題、および社團法上の債権といふことの理解についての問題などによつて、批判されている。けれども、株主権の本質が利益配當請求権であつて、ジョイント・ストック・カンパニー時代における物權的解釈をなす余地が残されていないのである。「物權説は、株主は会社財産に對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學説をいれる余地のないのはいうまでもない。」⁽²⁶⁾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のう残余財産分配請求権である。「従来の學説によれば、利益配當請求権と残余財産分配請求権とは自益権中の権利又は權能として相並立せしめられ、兩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當り、株主対会社間の債權關係終了に際して生ずるものにして、換言せば株式なる債權關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當するのである。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、單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、現今の經濟上残余財産分配請求権が利益配當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ることにも照應するのである。」⁽²⁷⁾

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關係は、主体的にみて、社團法上の金錢債權としての株式配當請求権および株式配當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、物的性質を内在するような、物權説で

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) (24) (25) 大隅健一郎著、株式会社法変遷論、九二頁、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。したがつて、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つて導出される。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。」「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」ことによつて形成される」⁽²⁹⁾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

川合一郎著、資本と信用、三〇八頁
飯田繁著、利子付き資本、二八六頁