

# U S スチール設立時の創業者利得： ヴェブレンとヒルファディングの違い(上)

— 企業所有の価値と機能 (3) —

三 浦 隆 之

## はじめに

筆者は、前稿において、企業資本の大きさが、生産機能資本としては必要生産費の資本化額によって規定されるにもかかわらず、擬制資本としては将来収益力の資本化額によって規定されることを指摘した。こうした資本化額のあいだに存在するギャップの意義を深く問いつめたのが、ヴェブレンとヒルファディングであった。

それぞれの主著である『企業の理論』（ヴェブレン，1904年）と『金融資本論』（ヒルファディング，1910年）は、もともと合併によって巨大化した諸々の製鉄会社がさらなる合併によってU S スチールという独占企業に結実（1901年）してからほどなくして公刊されたものである。この巨大合併企業の成立が彼らの理論形成に少なからぬ影響を与えたことは疑いないし、問題意識に重なり合うものがありながら、その切り口はかなり異なっていた。

本稿は、U S スチール設立時の企業資本評価を手がかりにしながら、ヴェブレンの発行者利得の概念とヒルファディングの創業者利得の概念がその当時のU S スチールをめぐる資本取引の中でそれぞれどのように適用しうるか否かを検証しようとするものである。

### 創業者利得概念の限界

創業者利得という概念の意義については、すでに前稿において指摘した。本稿においては、その限界について補足加筆しておきたい。

株式会社が産業資本として運動するものでありながら、その出資を代表する株式が擬制資本として振舞うがゆえに、株式会社は、産業資本の機能を遂行する担い手としての支配株主と擬制資本の担い手としての従属株主との結合形態であるといえる。こうした2つの性格をもつ資本の結合のありようを理論的に分析することによって、ヒルファディングは近代企業の所有構造の中核に鋭く迫ることができた。

しかしながら、次の2点において、ヒルファディングのアプローチは限界に達しているといわざるをえない。

第1に、通常の企業活動は連続的であり、継続的であることを前提にしている。ゴーイング・コンサーンといわれるゆえんである。しかるに、ヒルファディングの注目した創業利得は、株式会社の創業時と増資時という、きわめて特殊な時点においてのみ発生する。それは、産業資本と擬制資本とが分裂する企業金融上きわめて重要な時点ではあるが、企業資本の運動の総体は、もっと広範囲の領域において展開されている。たとえば、産業資本と貸付資本、貸付資本と株式資本、生産資本と投資資本、そして、株式資本自体の転売プロセスなどである。ヴェブレンは、こうした企業資本の運動の総体に共通する本質的なメカニズムに迫ろうとしたが、ヒルファディングは、創業利得という時間的にも領域的にも限定された局面をとらえたのであった。

創業利得は、産業資本と擬制資本との分裂によって発生する。そして、その分裂を可能にするのが、企業の持分を小分けして譲渡しうる制度の確立であった。ヒルファディングは、一方において、株式という「資本証券の譲渡可能性と売買可能性、これが株式会社の本質をなす<sup>9)</sup>」ことを認めながら、

他方において、発行済み株式の譲渡や売買一般ではなくて、むしろ新株の発行や募集に際して発生する格差利益の存在にもっばら着目し、これを理論的に整理したのであった。

第2の問題点は、企業持分の譲渡可能性あるいは売買可能性というものが、株式会社だけに固有な特質とすることへの若干の疑義である。株式会社企業と非株式会社企業との対比において、企業持分に対する譲渡可能性の多少あるいは高低という程度の差が、いつのまにか譲渡可能性の有無の差として受け止められ、そのようなものとしてヒルファディングをはじめ、その継承者たちによって、あまねく理論構築の基礎的な素材にされてきたことは周知のとおりである。譲渡可能性の有無しを問うならば、いかなる企業形態であれ、その可能性が皆無のものはない。あらためて強調するまでもなく、非株式会社よりも株式会社のほうが、そして、非上場会社よりも上場会社のほうが、その可能性が高くなっていくということである。しかし、留意しなければならないのは、企業資本の取引をめぐる発生する格差利得は、株式会社企業だけに固有の現象ではなく、あらゆる種類の企業において普遍的に現象しうるということである。ただ、上場大規模株式会社においてとくにそれが顕著であるという、程度の差であって、有無の差ではないのである。

たしかに、程度の差を受けただけでも、「創業利得は個人企業のもとでは生ずることがなく、株式会社制度のもとでのみ生ずる<sup>2)</sup>」と断じることができるだろう。しかし、発生頻度の高さや発生規模の大きさを受けて典型的・象徴的に断じるのであれば、いっそ「上場株式会社のもとでのみ生じる」と強調してもよいのではないだろうか？上場公開されていない株式会社は無数に存在している。企業持分の譲渡可能性というものが、自己の持分をいつでも貨幣形態にて回収しうる程度の進むにしたがって完成するのであれば、その企業資本がたんに株式資本の形態をとるだけではなく、それを有価証券取引所に上場していることが必須要件になるであろう。

他方において、たしかに、その持分資本が証券化されていない個人企業それ自体だけでは、擬制資本も創業者利得も発生しない。しかし、ある個人企業が別のある上場株式会社に買収されるような場合、その個人企業主はヒルファディング的概念とは別種の創業者利得を獲得しうるのである。たとえば、ある個人企業が、非常に有効な発明や革新をはたして、その知的財産権を確立したとしよう。そして、すぐに活用できる生産設備と販売網をもつ巨大株式会社企業がその個人企業の吸収併合を働きかけたとしよう。ヒルファディング的な解釈からすれば、その買収資金を買収企業の増資によって賄う時にその買収企業（あるいは、その機能資本家）側に創業者利得が発生することになる。

しかし、吸収併合される個人企業の価値は、その保有するすべての有形資産の合計価値だけではなくて、みずから形成してきた知的財産権を母体にした「のれん」の価値が加わることになる。この企業買収の目的が、被買収会社の有形資産ではなく有望な予想収益をもたらす無形資産にあるのであれば、その無形資産の価値は往々にして有形資産価値を凌駕するほどにもなりうる。利潤がどのように分配されるかだけでなく、利潤が何によって生み出されるかに着目すれば、実質的な新しい「のれん」の形成者である被買収会社こそが、その吸収併合の時点で、まずもって第1段階の創業者利得を獲得したと解釈することもできるであろう。その上で、買収会社（あるいは、その機能資本家）は、株式発行市場において第2段階の創業者利得を獲得することになる。

被買収会社の個人企業主は、買収価格から有形資産価値額を差し引いた金額をみずからの創業者利得として収納する。その際、個人企業主の受け取る創業者利得の大きさと買収企業に新たに加わる無形資産（営業権）価値とは等しくなる。その買収価格が現金で支払われても株式で支払われても同じことである。株式で支払われた場合でも、もし個人企業主が現金化したいので

あれば、買収企業の株式流通市場で容易に売却することができるし、あるいはまた、もし個人企業主が買収企業のなかで働きたいのであれば、その保有株数に応じた発言権を保持することができるであろう。

一方、有望な知的財産を手に入れたことによって、買収企業の株式価値は高騰するであろう。その高騰した株価で時価発行増資をすれば、買収価格以上のプレミアムを獲得しうることになる。これが買収企業の側に発生する創業者利得である。

要するに、新規株式発行分の株価総額(A)、買収企業の追加所要機能資本(買収価格=被買収企業の有形資産価値+無形資産価値)(B)、被買収企業の機能資本(有形資産価値)(C)、これら3つの価値額の差をもとにして、ヒルファディングの概念とは異なることを承知の上で、さしあたりいくつかの創業者利得をわたくしは認めたいと思う。とはいっても、第1段階の創業者利得 $\langle(B)-(C)\rangle$ こそ言葉どおりの意味で被買収個人企業主の「創業者利得」にふさわしいのに較べて、第2段階の創業者利得 $\langle(A)-(B)\rangle$ は性質的に「株式プレミアム」とほとんど大差ないのである<sup>3)</sup>。

第1段階の創業者利得がヒルファディングのいう創業者利得に接近するのは、買収価格が株式で支払われ、被買収会社の個人企業主が受け取った株式を買収企業の株式流通市場において買収価格以上で売却する場合である。これを第3段階の創業者利得 $\langle(A)-(C)\rangle$ とする。その際に、被買収会社における「利潤を生む資本」は、買収会社の株式という「利子付き資本」に転化して、受取株式時価総額マイナス買収価格の格差利得が実現可能だからである。しかし、それでも、この第3段階の創業者利得は、ヒルファディングの創業者利得概念に接近するがその範疇には入らない。それは、株式流通の局面において実現されるものであり、ヒルファディングの注目するような株式発行の局面において実現されるものではないからであり、したがってまた、それは株式発行企業の側において実現されるわけでもないからである。

いずれにしても、株式会社企業は、ヒルファディングが限定的にとらえた以上に、多様な較差利得を発生し吸引する機構を備えている。そして、そうした多様な較差利得は、つまるところ予想収益力の評価較差、予想収益力と実際収益力の較差、利潤率と利子率の較差、配当率と利子率の較差などにもとづいて発生する。ヒルファディングであれば、こうした較差利得の代表としての創業者利得は擬制資本と現実資本の二重性によって強化されるので、株式会社形態だけが分析の組上にのせられたのであるが、擬制資本と現実資本の二重性によって規定されないまでも、あらゆる企業形態の資本がその所有構造と運用構造との二重性をもつことによって、株式会社以外の企業であっても、株式会社がもちうる多様な較差利得のうち、ヒルファディングのいう創業者利得以外のほとんどすべての較差利得を発生し吸引しうる機構を備えていることをあらためて強調しておきたくなる。

また、どのような企業形態であれ、すべての企業は、その企業持分の譲渡可能性をたとえ程度の差はあっても多少とももっている。企業持分の譲渡可能性の程度は、譲渡先の範囲の広狭だけに反映されるのではなく、格差利得の発生するサイトにも影響を及ぼす。格差利得の発生するサイトは、譲渡可能性が低いほど買い主側にシフトする確率が高くなるであろうし、譲渡可能性が高いほど売り主側にシフトする確率が高くなるであろう。しかし、譲渡可能性の高低は、企業資本取引の制度的な基盤がどの程度用意されているかということだけで規定されるわけではない。たとえ上場株式会社でなくとも、これまで着実に暖簾を形成してきた企業であればあるほど、その譲渡価値と譲渡可能性は高くなってしかるべきであろう。着実な経営基盤を形成してきた企業であれば、上場株式会社であるかないかにかかわらず、格差利得は売り主側に発生するものであり、また、すべきものである。そして、そのような格差利得の大きさが、上場株式会社にあっては、むしろ過大になりやすい、というのがヒルファディングの問題意識であったのであれば、過小になりや

すい非上場株式会社における格差利得をもあわせて射程に取り込み、企業価値計算のための基本的な枠組みを確立しなければならないであろう。

あるいは、たとえ株式会社が近代企業形態の枢軸であり、これを中心にして企業金融の問題が論じられるべきことを認めるにしても、何が資本や信用をそれぞれの企業に吸引させるのかをつきつめていけば、おのずと株式会社金融の問題を超えて、それぞれの企業がどのような無形資産（のれん）をもつかという問題に帰着してゆくのである。無形資産（のれん）こそが、企業資本の吸引源となり、同時にまた企業利益の発生源にもなっている。このことは、すべての企業形態をつうじて普遍である。ただ、この無形資産を誰が所有するのかと問えば、一見、個人企業、合名会社、合資会社、有限会社、株式会社と所有者や有限責任社員の範囲や規模が広がるにつれて複雑化していくかのように思われるかもしれない。しかし、これもまた、すべての企業形態をつうじて普遍なのである。要は、機能資本家が無形資産を所有するということである。資本の集中・集積が進むにつれて、機能資本家は有形資産の所有から次第に離脱してゆき、無形資産だけを所有するようになり、究極的には、無形資産の一部だけを所有するようになってゆくのである。無形資産を所有することは、いわば企業の生命力の根幹を所有することを意味し、その企業の全体を支配しうることをも意味するからである。こうした所有と支配のメカニズムこそ、われわれがさらに掘り下げていかなければならない課題なのである。

このような観点からすれば、ヒルファディングは、企業持分の譲渡可能性が著しく高い上場大規模株式会社に焦点をあてることによって、株式会社におけるもっとも典型的な格差利得を描出することに成功したが、もっぱら擬制資本の運動のなかだけにとどまり、それと現実資本の運動とを関連づける必要を認めなかった。これに対して、ヴェブレンは、擬制資本の運動のなかだけに格差利得の発生機構をみるのではなく、現実資本（産業資本）の運動

と擬制資本（企業資本）の運動とを連結させる「のれん」の存在とその価値の大きさに企業価値の真髓や複合的な格差利得の発生源をとらえようとした。そして、小資本しか所有していないものが大資本を充用するという量的な観点だけにとどまらず、「のれん」という見えざる資産しか所有していないものが具体的な生産設備を充用するという彼特有の質的な観点から株式会社の支配機構を解き明かしてゆく。しかし、こうした局面を近代株式会社の重要な特質として描出したのは彼が初めてであったし、彼以降の株式会社の研究者のなかにそうした局面を強調する論者がほとんどでていないのは不思議なくらいである。彼は、株式会社を中心軸におきながらも、複合的な格差利得の存在を強調することによって、複合的な企業所有の構造が複合的な企業支配の構造としてあらわれること、そして、そうした企業支配の構造は、上場株式会社企業において顕著にあらわれるにもかかわらず、ひろく営利企業全般にみられる普遍的な特質であることも見据えていた。

ヴェブレンとマルクスとの思想的な対比については、ヴェブレン自身はもとより、かなりの考察が加えられてきているが<sup>9)</sup>、ヴェブレンとヒルファディングとを対比した研究はこれまでのところほとんどないようである。ヴェブレンとヒルファディングは、ともに20世紀初頭に活躍し、ともに近接した問題領域に取り組み、企業金融の分野において、いずれも今日に至るまで並ぶもののない理論的な金字塔を打ち立てたのであるが、彼ら自身が相互に接触した痕跡はなく、他者によって相互比較されることもほとんどなかった<sup>9)</sup>。一方は制度派経済学の雄、他方はマルクス経済学の雄として知られるのあまり、それぞれの立場の人がそれぞれの立場からそれぞれの理論と思想を検証してきた観がある。

私は、企業所有の価値と機能を問うプロセスのなかで、彼らの考え方を対比することの意義は高いと判断した。それにしても、彼らの問題意識は相当近接していたにもかかわらず、彼らの考え方の基軸を表現する中心的な概念

の形成とその適用領域はかなりかけ離れたものであった。ヴェブレンのいう「予想収益力と現実収益力との格差利益」は、いわゆる「創業者利得」を含み、それを中核とするが、厳密には、それ以上の概念であって、企業資本の価値評価と所有移転をめぐる動きのなかで発生する格差利益全般なのである。

### なぜ「借入資金は産業設備をふやさない」のか？

企業利潤率が借入れ利率を上回るかぎり、企業経営者が信用を利用し、できるだけこれを拡張しようとするのは、ひとつの必然となり、一般的な慣行、常道となる。逆に、企業利潤率が借入れ利率を下回るようになれば、その企業はたちまち資金的な逼迫に脅かされることになる。企業の利用しうる信用の大きさは、とどのつまり、その企業の収益力に依存している。

しかし、企業が信用を利用する時、その信用の大きさだけではなく、その信用の期間に意を払うことが非常に大切なのである。それぞれの信用の大きさを一定としても、信用を利用できる期間が長くなればなるほど、資金の運用期間もそれに応じて長くすることができるからである。これらのことを踏まえながら、企業の利用しうる信用を総括してみよう。企業の利用しうる信用には、おおよそ3つの種類あるいは段階がある。ひらたくいえば、企業間取引信用、銀行からの借入れ信用、証券信用がこれである<sup>6)</sup>。

第1ステップの信用は、取引先への支払いに猶予を受けることである。原材料・部品の仕入先に対して、仕入れのたびに現金決済をしないのは、なにも安全面や簡便性の理由からだけではない。たとえば、ジャスト・イン・タイム生産の一環として、毎日100万円分の原材料・部品を仕入れている製造業者であれば、彼は本来毎日100万円の現金資金を準備しなければならない。しかし、仕入先が1ヶ月遅れで毎月1回3000万円支払うことを認めてくれれば、この製造業者は、あらかじめ銀行から3000万円の融資を受けて1ヶ月間仕入れ活動を行なうのに匹敵する資金力を獲得したことになるのである。1

ヶ月間に必要な仕入資金が3000万円であることには変わりはない。しかも、銀行の貸出し利率が月間0.5%だとすれば、彼は、銀行からの借入ではなく、買掛金や支払手形といった企業間信用を利用することによって月間15万円の資金節約を達成したのである。さらに、彼が完成製品を顧客に直接現金販売するとすれば、そうした売却代金を蓄積して仕入代金の支払いに回すことができるのである。必要資金に利子につかないだけではない。支払猶予期間中に、売却代金の一部を他のこまごまとした支払いに充てることもできるようになる。なにしろ、売上決済のターム（期間）と仕入決済のタームのズレを利用できるだけではなく、売価（売却代金）が原価（仕入代金）を上回るのは事業の鉄則だからである。

企業間信用は、それぞれの企業の取引活動を円滑にする潤滑油そのものである。その際、与信タームは受信タームよりも短いことが基本であるから、上流部門の取引になればなるほど、決済タームは長くなりやすい傾向がある。

とはいえ、与信タームが受信タームよりも長くなることもありうる。このような場合に、企業間の取引信用（＝商業信用）に補助的な銀行信用がからんでくる。たとえば、現金販売にほとんど依拠できず、しかも支払勘定のタームよりも受取勘定のタームのほうが長くなるような場合であっても、受取手形を決済期限まで待たずに割引いて現金化することも可能だからである。しかし、その際に現金化した金額のすべてが企業家の手元に入ってくるとはかぎらないのである。多かれ少なかれ、その一部が歩積み預金として割引先銀行の預金口座に拘束されることが慣行化しているからである。その上でなお、こうした信用を梃子にした資金の高速循環が企業活動を活発化している側面があることもまた否めないのである。

企業活動に必要な資金は、このような運転資金だけではない。工場の機械設備などの固定資金も必要である。こうした固定資金は、もともと創業者の

自己資金によって充当されざるをえないものである。創業前にその企業の信用を測ることは難しいからである。しかし、その企業活動がある程度しっかりとした軌道に乗るようになった暁には、そして、またしても、企業利潤率が利子率を上回るかぎり、企業経営者は、自己の出資した現物資本を担保にして、生産設備を増強しようとするかもしれない。そうすることによって、彼は利潤率と利子率の格差利得を獲得することを期待するからである。これが第2ステップの信用の利用であり拡張である。通常の活況期においては、未担保物件を担保物件に転換しながら、資本信用の拡張と利益の拡大とを追求することが可能なのである。もともとの出資金は、物的な資本を代表していた。そして、それをもとに借入れをするということは、物的資本が倍加していくことを意味し、利潤率>利子率であるかぎり、信用の拡張は物的資本の拡張になることに誰も疑いをもつことはない。

もっとも、新たな借入金の追加が、そのまま全額当該企業の生産設備の拡張などに役立つとはかぎらない。わが国では、銀行が貸付をする際に、慣例的に、貸付金の一部を貸付債権確保のために拘束性の高い両建預金を要請することによって、貸付金の全額が借り手の実際上の企業活動にすべて投入できなくなることもありうるからである。ちなみに、その際の預貸率（借入金に対する両建預金の割合）は、わが国では一般に30%前後といわれている<sup>7)</sup>。しかし、こうした慣例は、独禁法上の問題はあるにしても、理論的には実質借入金額の低下ならびに実質借入利息の上昇であるにすぎず、借入金の追加が物的資本の拡張につながるという論理をいささかも揺るがすものではない。

ただし、そうしたことは、第2ステップの信用を利用する個別企業の視点からいえることであって、マクロ的な社会経済全体においては、信用の拡張がかならずしも物的資本の拡張につながってこないのではないかという考え方もある。なぜなら、ある特定の企業が借入資金によって生産設備を増強することができたにしても、それは「社会的見地からは、産業資材の所有者

(あるいは使用者)からより効率的な(個別的には逆の場合もありうる)使用者への管理権や使用权の移転である<sup>8)</sup>にすぎないというわけである。しかし、はたして個別企業が信用を利用することによって生産資材や設備に対する購買力を増強することが、マクロ的にはすべて物的資本の所有者から使用者への管理権の移転にすぎないことになるだろうか?そして、このことが、ヴェブレンのいう「借入資金は全体の産業設備をふやさない<sup>9)</sup>」ことの真の意味であろうか?

ヴェブレンは、高哲男氏のいうように、「信用をあくまでも実物的な財や設備の賃貸借として理解しようとした<sup>10)</sup>」のであろうか。たしかに、実物的な財や設備の存在とそれらに対する実質的な所有権の継続性に比較すれば、信用取引によって移転するのはそれらに対する使用权のほうである。

もっとも、企業が銀行借入によってその生産設備を準備する場合、資金は銀行から企業に移転するのであるが、その移転のプロセスを経た上で、貨幣資本が生産資本に転化するのであって、生産資本のまま賃貸しされるわけではない。銀行としては、他により確実な担保がなければ、最低限その転化した生産設備を担保にとるであろう。それは法律的には所有権というよりも担保請求権なのであるが、その貸付期間の終了までに元利返済が果たされなかった場合やその企業の清算時においては、融資者としての銀行はたしかに出資者以上の「所有権」を発動する。もともと融資にしても出資にしても、種々の資本の提供者は、企業側における償還義務の有る無しや確定利払義務の有る無しにもかかわらず、その発動の時機はさまざまながら、いずれもそれぞれの所有権の存在を確信しているはずである。

したがって、ヴェブレンが「産業資材の所有者」というのは、「産業資材に担保請求権をもつ者」も含みうるのである。この論理からすれば、産業資材の所有者は変わらないままで、移転したのは産業資材の管理権ないし使用权だけなのである。たとえ、この融資の結果、さもなければまったく別の企

業の産業資材や投資物件に転化したかもしれない資金が特定企業の産業資材の拡大に貢献したとしても、信用によって移転したのは特定産業資材の所有権ではなくてその使用权なのである。

その際、信用供与の価値額とその信用を利用することによって具体的な産業資材に転化される価値額とは、その信用が第2ステップまでの信用にとどまるかぎり、そして上述の歩積み・両建ての分を除けば、原則的に大きく乖離するものではない。

しかし、ヴェブレンが「借入資金は産業設備をふやさない」というのは、産業設備の使用权の移転を強調するところにあったのだろうか？たしかに、ヴェブレンは、『企業の理論』を出版する前年に発表した論文において、「貸付信用の最も顕著な効用は、それを利用することによって産業財産の最終支配権が、その管理を欲しない所有者の手からその経営を引受けようと望む他の企業者の手へ移転するところにある<sup>11)</sup>」と述べている。この論文は、そのまま『企業の理論』の第5章として再録されているのであるが、上記の引用部分だけが取り除かれている。そのことから、彼の強調点は別のところにあったのではないかと想起させられる。

では、ヴェブレンの強調点はどこにあったのだろうか？その答えには、「産業設備をふやさない」借入資金とはいったいどのような資金なのかを問うことによってアプローチしていくことができるであろう。議論のきっかけになる1つのヒントは、彼の次のような表現のなかに凝縮されている。いわく、「産業資材の管理を、その所有者からいっそう有能な使用者へと移転させることに役立つかもしれないような額を超える貸付信用——すなわち、そのような貸付信用が結局、産業設備の賃貸の性質をもっていないかぎり——は、大体において産業の物的手段の量を増加させるのに役立つこともなければ、また直接に、それらの手段の使用の効果を増進させるのに役立つこともない。しかし、全体としてみるならば、それはたんに、企業資本と産業設備

とのあいだの較差を広げるのに役立つだけである<sup>12)</sup>」と。

まず第1に、ヴェブレンは、「産業設備の賃貸の性質をもっていない」資金提供を取り上げている。第2に、提供された資金の総額ではなく、「その所有者からいっそう有能な使用者へと移転させることに役立つかもしれないような額を超える」部分が、「産業の物的手段の量を増加させるのに役立つこともなければ、また直接に、それらの手段の使用の効果を増進させるのに役立つこともない」、「たんに、企業資本と産業設備とのあいだの較差を広げるのに役立つだけ」のところに充用されるのである。第3に、そうした資金の総体は、かなり限定された借入資金という概念に代えて、「貸付信用」と呼ばれる。そして、前2者の特質は、第3の貸付信用の概念の中に吸収される。

いいかえれば、産業設備の賃貸の性質をもっていない貸付信用は、その全額が産業設備の拡充に貢献するのではなく、その物的資本の必要量を超えた企業資本として吸引されている、ということである。それは、ミクロとマクロの視点の差から生まれる論理ではない。それは、個別企業にとっての視点からもたらされた論理なのである。

それにしても、おそらくすでに十分感得されているように、ここでいう「産業設備の賃貸の性質をもっていない貸付信用」は、もはや第2ステップの段階にとどまるような借入資金なのではない。「借入資金は産業設備をふやさない」という象徴的表現のパラドックスは、より正確には「貸付信用は産業設備をふやさない」と表現しなおさなければならないのである。

貸付信用という概念の理論的な意義については後述するとして、第3ステップの信用拡張が証券金融の発達にもなうものであったことをまず確認しておく必要がある。その事業をするのにいくらかかるかではなく、いくら儲かるかによって資金や信用が吸収されるようになればなるほど、吸引される資金や信用は、かならずしもつねに物的資本の裏付けを求めなくなり、その

企業の将来収益力が証券市場において高く評価される場合には、吸引される資金量が物的資本の必要量を大きく凌駕するようなことがおこりうるのである。

ヴェブレンによる「借入資金は全体の産業設備をふやさない」というパラドックスは、前世紀転換期においてアメリカで大々的に展開された「資本プラス信用を基礎とした」あるいは「資本と信用の区別を取り除いた」証券金融を背景にしながら、ヴェブレン特有の象徴的な用語法と論理の短縮によって生み出されたものであった。

すなわち、信用の拡張の連鎖は、もともと物的資本を代表していたはずの持分資本を物的資本の裏付けをもたない資本に転換していくことにつながっていく。なぜなら未担保の物的資本の担保物件化によって、物的資本を代表する資本が持分資本から貸付資本へとすり替わっていくからである。物的資本の拠出を意味した出資持分が、物的資本の裏付けを要求する担保金融の同時的な利用によって、次第にその企業の無形資産価値だけを代表する資本への道を歩き始めるのである。

しかし、担保金融の利用だけが、物的固定資産価値を代表する持分資本から無形資産価値を代表する持分資本への転換とその定着を促進するのではない。第3ステップの信用の拡張は、譲渡可能性の高い資本証券として、複数種類の株式や社債が高度に利用できることを前提にしている。現代の企業は、これら第3ステップまでの信用のすべてを複合的に活用することによって、創業者利得をはじめとする諸々の格差利得を取得するのである。

だとすれば、ヴェブレンの先のパラドックス的命題は、ヒルファディングによる実物資本と擬制資本との乖離にもとづく創業者利得創出のメカニズムを指摘することにつながるだけなのであろうか？わたくしはそうは思わない。ヴェブレンにはヴェブレンなりの独自の洞察がその命題のなかにこめられていたのではないだろうか？ヴェブレンのあのパラドックス的命題には、擬制

資本投資が繰り返し循環していくこと、擬制資本投資がいわば終わりなく作用し続けるプロセスを強調する意図が込められていたのではないだろうか？

その根拠は、次の4点にある。

第1に、彼の筆の勢いと速さは、第2ステップの信用拡張の論理的な帰結と第3ステップのそれとを区別しているひまを惜しませたものと思われる。つまり、先の彼の表現は、おそらく彼が第2ステップと第3ステップの信用拡張にともなう論理的な帰結をあまりにも性急に一本化したところからでてきたのではないかと思われる。第2ステップの帰結としては、借入資金は全体の産業設備をふやしうるのである。その事業の発展を期すときには、借入資金は設備資金として運用されてしかるべきである。ヴェブレンにしても、「担保物件として役立っている品目は、すでに前もって、使えるかぎり、産業に使われている<sup>13)</sup>」ことを認めつつ、それ以上の信用拡張を求めて第3ステップにはいっていく企業に注目したことになる。いずれにしても借入資金による生産設備の拡充は、あくまでもその事業の発展期における1つの選択である。借入資金は、設備資金としてばかりでなく、それ以外にも、運転資金や投資資金として運用されうるからである。

第2に、借入資金が、設備資金としてではなく、運転資金や投資勘定として運用されるとすれば、それは異例のことといわねばならない。借入資金を運転資金として運用するということは、第1ステップの企業間信用のメカニズムがそれほどうまく作用していないことを想起せしめるからである。また、借入資金を本業以外のところにまわす余剰投資資金として運用するということは、その企業が確定利子付きで調達した資金を本業以外の未確定利潤を生む事業に再投資することを想起せしめるからである。そのような資金の流れは、借り手側からも貸し手側からも相当のブレーキがかかるのは明らかである。

第3に、本業以外のところにまわせる豊富な余剰投資資金を形成しやすい

のは、担保金融をベースにした借入資金によってではなく、収益力を資金の吸引力にした第3ステップの信用の創造と拡張において他にない。

ところが、第4に、第3ステップの信用の創造と拡張は、その草創期においてはとくに第2ステップの信用の拡張と文字通り歩調を合わせて進行したのであった。ことにアメリカでは、すでに19世紀において、第2ステップと第3ステップの信用形態を結合した融資と出資を兼ねたような信用形態が急激に発展していたのである<sup>14)</sup>。

ヴェブレンも、確定利子付き資本としてではなく、ある程度の市場性をもった有価証券投資として機能する長期貸付が存在してきた事実に注目する。「たとえば、貯蓄銀行、保険会社、小規模な民間不動産抵当銀行、私的金貸業によって行なわれる長期貸付」は、「有価証券投資」の形態をとることが多かったからである。このような長期貸付は、「企業者が自由に処分しうる資本を増加せしめることにはなるが、しかし、全体として考えた産業の物的目的のためには、それらのものは、純然たる擬制的項目である。…これらの貸付けはすべて、借主にたいし、他の企業者と、産業上の過程や資材の支配や利用の競争入札をおこなうばあいの格差利益を与え、またそれは借主にたいし、産業の物的手段を分配するばあいの格差利益をあたえる。しかし、それは、産業全体の物的手段にたいするなんらの全体的な付加をも形づくらない」とヴェブレンはいう<sup>15)</sup>。

つまり、長期貸付が有価証券投資の形態をとるかぎりにおいて、そして、証券金融で集められた資金が再び証券投資に還流していくようなことが繰り返されるようであれば、生産活動体としての企業の稼ぐ格差利得も、現実資本と擬制資本の分裂によって生み出されるだけにとどまらず、自己の生産活動から引き離された擬制資本の運動それ自体によってももたらされるようになってくる。こうしたことはアメリカにおいてはかなり早い段階で慣例化していたようであるが、このようにして生み出された複合的な格差利得も、ひ

とたび産業の将帥の手に渡れば、物的生産手段に還流するように再投資されたというよりも、ヴェブレンの目には、彼らの個人的な利得として、ひそかに蓄積されたり、費消されているものとしてとらえられたのであった。

ヒルファディングは創業者利得がどのようにして発生するかをとらえた。機能資本とは厳密に区別された擬制資本の存在と運動こそがその発生の母体であった。加えて、ヴェブレンは企業の運用する現実機能資本の一部が再び擬制資本として再投資されることにも注目したのである。第3ステップの有価証券投資の形態をとってかき集められるようになった企業資本は、その将来の予想高収益の期待のもとに拡張するのであるが、それゆえにこそ、そのための運用先が当該企業の本業としての生産活動に限定される必要はまったくなく、その資本運用者の再投資能力に依存していくようになる。つまり、第3ステップの企業資本の吸引力は、当該企業の実産能力だけを反映するのではなく、むしろ、その再投資能力を反映するのであって、この再投資能力は、当該企業の実産活動のためだけではなく、他の幅広い選択肢から抽出された他企業の実産活動のためであっても一向に構わないのである。そして、こうした再投資活動が、またしても有価証券投資の形態をとるかぎりにおいて、その投資の大きさが、そのまま生産能力の大きさとして全面的に反映されずに、少なくともその一部は転売の機会をねらった投機として作用するようになる。

われわれは、もはやヒルファディングのように、生産企業家と一般投資家とのあいだにおいて実物資本と擬制資本の分裂の顛末を見るのではない。いまやヴェブレンのように、生産企業それ自体が投資家あるいは投機家となって擬制資本の運動の中心に位置していることを知るのである。企業資本が有価証券投資の形態で調達され、かつまた、有価証券形態で再投資されるようになればなるほど、企業資本の大きさは、必ずしもその企業の潜在的な生産能力を表現するのではなく、ますますその企業の潜在的な収益能力を表現す

るにすぎないことになる。そして、近代企業の収益力は、その直接的な生産能力だけではなく、総合的な投資能力によって判断されるようになってゆくのである。

### 貸付信用という概念の意義

ヴェブレンの慧眼は、近代株式会社においては、純然たる貸付資本と純然たる持分資本との二本立てのみで企業の資本構造が成立するのではなく、むしろその中間の性格をもった第3の部類の信用取引が存在することの意味を鋭くとらえていた。それは、担保物件の裏付けに必要な借入資金ではなく、また、議決権をとまなう普通株式資本でもない。それには、各種の社債、優先株、選択株などが含まれるが、ヴェブレンは、その典型として優先株をとりあげ、これと普通株とを対比しながら、近代企業における資本構造の特質を浮かび上がらせてゆくのである。近代企業が近代企業として飛躍的な資本規模を誇るようになるには、こうした第3の部類の信用の拡大がどうしても必要だったのである。

かかる第3の部類の信用の拡大を背景にして、ヴェブレンは貸付信用 (loan credit) という概念を展開した。そして、その言葉は、その主著『企業の理論』の第5章のタイトルにも使用されている。しかし、その中の論述において、「信用」と「貸付」という用語が多用されているのに較べて、「貸付信用」という用語はほんの数回しか使用されていないし、これら3つの用語に特別な区別がなされているわけでもない。ヴェブレンは、信用を発生史的に厳密に分類しようとしたわけではない。むしろ、もろもろの信用のすべてが、企業経営者にとってどのような共通の役立ちをもっているのかを際立たせようとしたのである。

しかも、こうした第3の部類の信用では、社債などのような流通性をもった信用証券が発行される。その意味で、ヴェブレンは、貸付信用とほぼ同義

で債券信用 (debenture credit) という表現も使っている。ちなみに、アメリカでディベンチャーといえは無担保社債のことであり<sup>16)</sup>、ディベンチャー・ストックといえは優先株の表現の1つとされる<sup>17)</sup>。それらは、多くの場合、もはや担保で引きつける信用ではなくて、むしろ資本と同じように「のれん」で引きつける信用になっている。それらは、信用の受領者である企業からすれば貸付と同じ他者性をもちながら、普通株式資本と同じように流通性も併せもつのである。かくして、ヴェブレンにとって、「資本と信用拡張は、事実上、つねに必ずしも区別されないし、また、それらのものを区別すべき決定的な企業上の理由は少しもない<sup>18)</sup>」ということになる。ヴェブレンにとって肝要なのは、そうした資本と信用の区別を取り除かせるような範疇が、企業の支配的経営者によってどのように適用されてきたかということであった。

かくして、貸付信用というそれほど一般化されていない象徴的な表現が生まれた<sup>19)</sup>。信用がどのような形態をとるにしても、それらはすべて、貸付信用という概念によって信用のもつ近代的な性格を象徴的に集約しうるのではないかという思いがうかがえるのである。それは、少なくとも信用の利用者としての企業経営者にとって、信用全般が多かれ少なかれ本質的に前節でみたような借入資金の利用と同様の効果を生むことを強調しうる概念形成ではあった。

つまり、貸付信用という概念の意義は、ただ単にその中に含まれる範疇の拡がり自体にあるのではなくて、あるいはまた商業信用の発達銀行信用の発達につながり、銀行信用の発達が証券信用の発達につながることを強調しうるところにあるというよりも、むしろ、いずれの信用範疇においても、その本質は信用供与者の信用受領者に対する無機能資本的な役割を強調しうる点にある、とわたくしは考えている。企業経営者の立場からもっと具体的にいえば、ツケで仕入れること、銀行から借入れること、株式を発行することは、すべて実物資本の規模拡大と回転増大に役立つ以上に、機能資本家たる

所有経営者の利得の拡大に役立ちうることを対照的に明示しうるところにある。もし概念上の困惑があるとすれば、それは、おそらくヴェブレンの生きた時代の代表的な企業支配者（とくにトラストを推進・運営した産業界・金融界の大立者）たちの多くが、貸付信用の供与者と受領者の両方にまたがっていたことであろう。

ヴェブレンは、『企業の理論』（1904年）の執筆後、「借入れ」（与信側からすれば貸付となる）と「信用」についてあらためて論じている<sup>20</sup>が、もはや「貸付信用」という表現を用いようとはしなかった。しかし、彼の後半期の「借入れ」論にしても、「信用」論にしても、銀行信用と証券信用の相互促進関係を前提に展開されており、それらが実物資本の充実に貢献するよりも当時の「産業の将帥」の利益拡大に大きく貢献したことを指摘したことには変わりはない。したがって、わたくしは、貸付信用という概念の意義がいささかも後退したとは思えないのである。それは、形式的に自己資本と他人資本とを区分する立場とは明らかに異なる。それは、むしろ両者の共通性を組上にのせることによって、つまり借入資本にしる株式資本にしるいずれも「他人の資本」として一定の利子付き資本的な運動をすることをつうじて、当時の「産業の将帥」そして今日の「専門経営者」の利益拡大に貢献するという構図を示しうる概念なのである。

ヴェブレンは、『帝政ドイツと産業革命』（1915年）の第2章第2節において、ものを借りるという行為が、たとえば火打石を借りる行為のように有史以前から延々と行なわれてきたことを強調した上で、実物経済、貨幣経済、信用経済と進むにつれて陰に隠れてきたとはいえ、借りたものは単にものそのものではなくてそれを使いこなす技術的な要素をはらんでいたことを指摘する。しかも、どうして借りた者の方が貸した者よりも結局もっと大きな施設や効果を獲得することになるのかを問題にした。借りて使う者と貸したまままでひたすら返してもらおうのを待つ者とのあいだには、たとえ貸した側が技

術的な先駆者であっても、借りた側が使い方に習熟し新しい工夫を加えることによって、技術的な格差の逆転が容易に生じやすいものである。それにしても、火打石を使うような実物経済の時代であれば、借りたものはできるだけ借りたときの状態のままで速やかに返却し、新しい適当な石を探してきて新しい工夫を加えることができたであろう。ここで見過ごしてはいけないことは、借入行為によって継承・発展されるのは、究極的にいえば、ものそのものではなく、技術的な知識体系にほかならないということなのである。

近代的な機械工業生産に必要な資本が信用取引をつうじて調達され、その運用や成果も貨幣価値で測られるようになると、貸し借りされる対象物はモノではなくてカネになる。そして、モノそのものの変更改善や取替え革新に際して、カネの調達の仕方が大きな影響力をもつことになる。担保を確保した上で、借り手企業の利潤率が固定的な借入利率を上回り、元利返済が順調であれば、融資者は借り手企業の改善・革新行動に口をはさむ必要がない。借り手企業としても利潤率と利率の格差を広げるために、モノのよりよい運用を懸命に工夫することになる。

しかし、出資に対する報酬が投資物件の短期的な生産性に直結・連動し、なおかつ出資者あるいは投資家の関心が生産活動を支配するというところにあり、投資物件の新しい使い道などへの応用発展にいちいち投資家の承認がいることになる。だとすれば、革新や改善への推進力をそぐことにもなりかねない。なぜなら、一方において、時代遅れの生産方法や生産設備がほどほどの利潤をあげているというだけで最先端のもっと効率的なものに置き換えることに対する投資家のそれとない抵抗（少なくとも短期的な投資効率が低下するため）が生じやすいし、また他方において、市場取引が成立するぎりぎりのところまでできるだけ生産量を制限しなおかつ価格を引き上げることをつうじて、いわば「楽しんで儲ける」ことに固執するようになるからである。かくして、投資家の利害は、ひたすら生産技術上の効率を抑圧的な監視

下におくことに求められるようになる。

こうしたヴェブレンの論理からすれば、企業は自分のふんどしで相撲を取るよりも他人のふんどしで相撲を取ったほうが強くなるということになる。産業効率を借入によって手に入れるということが、ややもすれば慣習化していた生産活動の抑圧や浪費という老廃物を洗い落とし、いまや「借入に依存する社会」(the borrowing community)こそが、自由にそして全力をあげて生産資本を活用しうる立場にたちうるのであって、生産方法の改善や新しい用途への変更、さらには借入れたものの中に含まれていた原理や思考法をのびやかなひらめきで生産技術のさらなる進歩につなげてゆく機会を提供できるにちがいないというわけである。

そして、出資資本それ自体でさえ貸付信用の一環に組み込んでいくことによって、「他人の資本」の大きさを絶対的にも相対的にも膨張させてきたのが近代の巨大な株式会社なのであった。したがって、こうした近代の巨大株式会社こそ「借入に依存する社会」の主たる構成員であり、そのことを可能にしたのが「貸付信用」の制度的な普及と定着なのであった。

驚くべきは、当時の支配的な機能資本家たる「産業の将帥」が一方において貸付信用の提供者でありながら、他方においてその膨大な利用者として機能しているときに、ヴェブレンがこのような概念の意義をいち早く打ち出していたということである。今日のように所有と経営の分離した状況についての認識が広く一般化している段階では、貸付信用という概念はいっそう理解されやすくなってきていると思われるし、その概念的な意義はますます高くなってきているといえるのではないだろうか？

貸付信用を基軸にして株式会社の本質に迫ろうとしたヴェブレンの立場は、信用による集中の最高形態たる株式会社の本質を他人資本の自己資本化のなかを探ろうとした川合一郎教授の立場<sup>20</sup>を髣髴とさせるところがある。川合教授にとっても、あらゆる企業の資本拡大の梃子となるのは、借入を柱と

した信用であって、企業家は、自己資本の利潤率を上昇させようものとして必然的に借入れの道を選ぶ。そして、借り手の自己資本は貸し手にとっていざという場合の担保の役目を負わされる。さらに借入限度を拡大するために、「他人の資本」で増資もせざるをえなくなる。経営意思の単一化要求と出資者の意思の雑多性の矛盾を解決する道として、多数持株議決制が導入され持分譲渡が認められるようになる。また、借り手が複数人の集合体になり、その数が増えれば増えるほど、債権者は債権回収の交渉相手を単一化して明確にすることを強く求めるようになるから、それに依って会社の法人格という擬制が公認されるようになる。かくして、株式会社の金融は、借入→増資→借入→増資というかたちで、借入が先行しつつ両者をバランスさせるような姿をとって進行する<sup>29)</sup>。

ヴェブレンにしても川合氏にしても、証券金融の発展にともなって、企業資本の供与者が融資者であろうと出資者であろうとすべからくいわば「貸し継ぎ」という形をとって特定企業との資本関係を取り結んだり切り離したりすることができるようになったことに注目する。有価証券流通の枠組みの中で調達された資本であれば、それが貸付資本であろうと持分資本であろうと、ひとたび特定の生産設備として機能しているかぎりその生産設備の利用者としての企業はこれをいわば無期限に借りたことになり、ついには事実上返さなくてもよくなってゆく。

しかし、ヴェブレンの関心は先に進む。彼が着目したのは、まず、一方において、こうした「他人の資本」を特定企業に引き込む基準が伝統的な担保力基準から近代的な収益力基準へとシフトしたことであり、そして、他方において、そのことを受けて、将来収益力を資本化した「のれん」あるいは無形資産の所有者が有形資産の運用権を掌握することであった。これらの探究には、貸付信用という総枠概念だけではなく、優先株のような代表的な細目概念にも踏み込むことが必要となる。

それにしても、純然たる貸付資本（借受資本）ではなく、また純然たる持分資本でもない、このような第3の部類の代表的な資本調達方法として、ヴェブレンは日本ではなじみが相対的に低い優先株に着目した。アメリカにおける企業金融の歴史のなかで、優先株はどのようにして生まれてきたのであろうか？そして、その存在意義にながしかなの変化の兆しはあるのだろうか？

### 優先株発行のブームと凋落

ヴェブレンによれば、「企業者が企業資本を拡張する手段として、完全な債券信用を十分に利用することを学んだのは、アメリカの鉄道会社の株式会社金融からであった<sup>23)</sup>」。アメリカの鉄道網は、19世紀中葉、広大な北米大陸を瞬く間に埋め尽くすように発展した。

19世紀中葉のアメリカといえば、誰もが南北戦争（1861－1865年）を思い起こすのではないだろうか。アメリカにおける鉄道ブームは、南北戦争の10数年前にスタートし、南北戦争後の10数年間に著しく膨張して、20世紀の初頭には、すでに現在の鉄道網がほぼ完成した。鉄道網の建設とその運営は、アメリカ内陸部の輸送システムが、運河交通システムから自動車道路交通システムに転換していく狭間の半世紀のブームであったというよりも、ヨーロッパからの豊富な移民労働と余剰資金の恰好の受入れ機関となり、アメリカ産業資本主義における大量生産・大量流通の本格的な確立を支える重要なインフラストラクチャーとしての役割を期待され、また、今日に至るまでその役割をおおいに発揮し続けてきているのである。

鉄道建設に要する資本は、これまでどのような民間企業も経験したことがないほど、とてつもなく巨額であった。単独の企業者や単一の家族はいうまでもなく、特定地域の投資家集団だけで鉄道を所有することは、ほとんど不可能であった。また、車両と線路の継続的な保全と修理はもちろん、貨物と旅客を、安全かつ定期的に高い信頼度で輸送するためには、それ相当の管理

組織を創出しなければならなかった。かくして、アメリカの鉄道業において、所有と経営の分離は最初の大きな先行潮流となった。

この時期におけるアメリカの鉄道諸会社の集中的な創業とその発展の中に世界で最初の本格的な近代企業の勃興をみようとしたアルフレッド・チャンドラー教授によれば、「1848年の革命で頂点に達した政治不安に悩まされていたヨーロッパ人は、1830年代末期の不況以後初めて、合衆国に投資機会を求めるようになった。最初彼らは、メキシコ戦争の戦費調達のために発行された合衆国政府債券を購入し、ついで州債を買いはじめた。そして最後に、1851年と1852年にドイツ人とフランス人が、そして少し遅れてイギリス人が、アメリカの鉄道証券を大量に購入しはじめた。資金を求めるアメリカの鉄道と、投資機会を求めるヨーロッパ人の双方の必要に応じるため、ニューヨークにあって、とくに外国為替の売買に専念していた数多くの輸出入商社が、鉄道証券の取引に専門化しはじめた<sup>24)</sup>」のである。

かくして、ニューヨークの金融街は、鉄道金融の必要性に対応することによって、南北戦争勃発以前の時期に、またたくまに世界的規模をもつ資本市場網の最も重要な一翼を担うまでになったのである。そこで展開されるようになった資金調達的手段はさわめて多彩であり、この時期に集中して、今日の代表的な証券発行形態のほとんどをひとつとおり取り揃えるまでに至ったのである<sup>25)</sup>。

まさしく、「鉄道は、企業所在地の外部から巨額の資本を獲得した、合衆国における最初の民間企業であった<sup>26)</sup>」。「企業所在地の外部」から注入された資本は、合衆国内の一地域資本を超えただけではなく、国際資本市場の急速な成熟を必然的に要請するほどの規模であった。しかし、ここで注目すべきは、必要企業資本規模の量的な拡大それ自体ではない。重要なのは、その資本吸引力を高めるために、遠隔地からの出資に適合する優先株のような新種の株式資本形態が創出されたことである。そして、皮肉なことに、その吸

引力は、その必要額を上回るほどであった。

かくして、株式会社の発行する証券を普通株、優先株、社債の3種に類別することがアメリカで一般に行なわれるところとなったのである。優先株は、普通株と比較して利益配当優先権と残余財産分配優先権をもつことが多いが、さらに加えて、とくにアメリカにおいては、株主総会の議決権が与えられていない場合が多い。

多彩な証券形態のうち、ヴェブレンは、普通株と優先株とを対比することによって、近代企業の資本調達構造の特質を浮き彫りにしようとした。それは、アメリカにおける典型的な企業出資の在り方を描写するのに文字どおり適合した方法であった。

しかし、わが国においては、先のダイエーにおける最近の優先株発行の特殊事例に見られるように、優先株の発行自体がそれほど一般的ではなく<sup>27)</sup>、しかも、優先株を発行する際には、「非常財政の窮乏を乗り切るため<sup>28)</sup>」の苦肉の策ではないかとの懸念がほとんどいつもつきまどっている<sup>29)</sup>。日本を代表するような優良企業で、優先株を発行している企業はまず存在していない。もしヴェブレンの企業理論が、その卓越性にもかかわらず、日本の読者にそれほどアピールしなかったとすれば、その理由の一端は、こうした国情の違いにあるのではないかと思われる。したがって、わが国において、普通株式資本と対比されるべき資金源は、優先株式資本ではなく、転換社債や新株引受権付社債ということになるだろうが、いずれ社債から転換されることになる株式の種類にしても、新たに引き受けられることになる株式の種類にしても、まず大方において普通株であることが前提になっているために、株式資本自体の二極分化をいまだ本格的に制度化するに至ってはいないのである。

その点、19世紀におけるアメリカ鉄道業の勃興期において、遠隔地ヨーロッパの無機能資本家と現地アメリカの機能資本家との利害を連結させるのに、優先株の発行は際立った歴史的役割を果たしたのである。

では、最近のアメリカではどうなのであろうか？ゴードン・ドナルドソン教授の調査によれば、1950年代以降、アメリカにおける証券金融に占める優先株の比重ひいては資金源としての優先株の比重は急激に低下している。その理由を探ることによって、優先株発行の今日的な役割を検討したいと思う。

ドナルドソン教授は、アメリカにおける優先株ブームの冷え込みの背景を次の3点に求めた。

- (1) 優先株への優先的配当を必ずしも通常ベースで継続しなければならないという法的義務はないのであるが、すでに普通株に対する定期的・安定的な配当パターンを確立してきたような企業になればなるほど、優先株配当への責任ある配慮によって、そうした普通株配当のパターンが攪乱され、普通株の市場価格にダメージを与えかねないことが懸念されるようになった。
- (2) 優先株配当は、事実上、社債利子並みの水準に落ち着きやすいのであるが、長期借入金利子率よりかなり高め水準で推移しやすいし、法人税の課税対象となる。法人税率が、1940年には24%、1942年には40%、1951年には52%とまたたくまに上昇したことは、優先株発行に強いブレーキをかけることになった。
- (3) もしも優先株式資本よりも負債のほうがかなり低コストで済むのであれば、そして、もしも優先株配当が義務的な社債利子とほとんど同様に扱われるようになれば、優先株をできうるかぎり負債に代替させることに意義が見出されることになる。

ドナルドソン教授の指摘は、優先株発行会社にとって、優先株発行が必ずしも有利ではない状況が増大してきた背景を説明するものであったが、優先株所有者にとっては、発行者と同様に必ずしも不利な状況になったわけではない。アメリカにおいては、優先株配当所得に対する実効税率は、社債利子所得に対する課税率よりもかなり低くなるのが通例であったからである。

なにしろ、自己保有の資金になにがしかの余剰（だぶつき）を感じた投資家は、その余剰資金をみずからの経営する事業にすべて追加的につぎ込む必要に常に迫られているとはかぎらない。いかなる機能資本家も、リスク分散の意味でも、その保有資金のすべてを自己の事業経営に投下するものではない。こうした自己の直接経営しない事業への資本投下によって、彼はいわゆる無機能資本家としての「資本家の機能」を果たすことになる。それが、個人のレベルでおこなわれようと、法人のレベルでおこなわれようと理屈は同じである。もし法人のレベルでの資金循環が個人レベルでの資金循環を圧倒するようになれば、その時に、われわれは、いわゆる法人資本主義なる表現をはじめて声高に唱えることになるだろう。

しかし、機能資本家の拠出する資本がすべて普通株に吸収されるからといって、無機能資本家の拠出する資本がすべて優先株に吸収されるわけではない。株主総会をつうじた議決権は、いわゆるコーポレート・ガバナンス上、企業資本の提供者が最低年一回経営に参加する権利にほかならない。無機能資本家といえども、企業に対して多様な利害や権利をもちうるのである。他の何よりも利益配当請求権を重視するもの、他の何よりも残余財産分配権を重視するもの、さしあたり経営は委託するがなにがしかの議決権は保持したもの、経営参加の必要を感じない小投資家、経営に参加する意思のないことを標榜する必要のある大投資家、などなどである。

それにしても、普通株に加えて優先株、あるいは議決権株に加えて無議決権株を発行することに対して、企業側、投資家側双方にメリットがあるのは事実である。まさしく、「議決権なき株式は優先株であることが普通であって、社債に類似するが、株式であるために、会社に利益がある場合にのみ配当をすればよいため、会社にとっては確定利息の支払いを要する社債よりも有利であり、他方投資家にとっても会社の利益の増大とともにより多額の配当に預かれるという利点が存するのである<sup>30)</sup>」。

しかしながら、われわれは、優先株を社債と比較するだけで充分とは思わない。優先株を普通株と対比することによって、株式資本の分裂の意味を問わねばならないのである。とくに普通株が議決権株、優先株が無議決権株として発行される以上、優先株発行のもたらす企業支配構造上の多大な影響を看過しえない。また、もし優先株の発行が単に優先的な配当順位を標榜するだけで、普通株と変わらない配当率が適用されるのであれば、われわれは、ますますもって優先株発行の企業支配構造上の含意を問わねばならないであろう。

それにしても、わが国においては、株式資本として普通株のみを発行してきた企業が多いこともあって、自己資本の内部的な機能分化を分析する際に、支配株主と一般株主との利害分裂をとらえる立場をとることが常道なのであるが、同一種類株式の所有者間に利益格差を認めさせるのは、数の論理において他はなく、普通株主対優先株主のような明快な権利・機能の分化を説くことは不可能であった。

もちろん、ヴェブレンが普通株と優先株との対比をつうじて描写したかったことは、株式と社債との対比によっても、ほとんどそのまま近似的に表現できたであろうし、もっと一般的に出資対融資によっても概略的に表現することができたであろう。その意味では、彼の理論も、あらゆる国情を超えて、すべての資本主義諸国における企業資本調達をめぐる二重構造の存在の理解にそのままつながっている。しかし、借入資本と持分資本という企業資本の二極分化よりも、優先株式資本と普通株式資本という持分資本それ自体の内部における二極分化のほうが、よほど支配株主による企業所有権のより巧妙で狡猾な行使を可能にしたことは看過できない。まさしくヴェブレンの場合、遅くとも19世紀中葉期までのアメリカにおいて、普通株と優先株という株式資本それ自体の内部に企業所有とその支配をめぐる二極分裂現象があらわれたことを見過ごさず、今なおわが国において漸次高度化しつつある企業資本

調達方式の確立に向けて、現代のわれわれに、なお変わりにくく意義深いメッセージを発信しているのである。

もしヴェブレンが今日の日本を生きていたならば、普通株と優先株を対比する議論は、株式と社債を対比する議論として展開されていたであろうし、普通株式の社債化を問題にしたであろうことは想像に難くない。しかし彼は、彼の生きていた時代において、近代株式会社企業の資本全体が無機能化していくといういっそう一般的な傾向を描出しようとした。実際、ヴェブレンは、晩年になるほど普通株式資本対優先株式資本という対立図式から離れて、しだいに株式資本全般が不在所有化されていくこと、そして株主の所有権がほとんど債権であるかのように機能するようになってきたことに注目するようになってゆくのである<sup>31)</sup>。

#### 誰が見えざる資産を所有するのか？

株式会社という企業形態が生み出されたのは、当然のことながら、近年のことではない。機能資本と無機能資本との結合様式としてのコンメンダは、すでに9世紀から存在したといわれているし、機能資本でさえ無機能資本と同一の有限責任に服するようになった、オランダの東インド会社は、17世紀の初頭に設立されている<sup>32)</sup>。

しかし、私は、ここで株式会社の萌芽的な発生史を展開しようとは思わない。株式会社は、19世紀中葉以降になって、やっと勃興・普及の兆しを見せるようになった<sup>33)</sup>のであり、株式会社が地球的な規模で蔓延していくようになったのは、20世紀に入ってからのことであった。そして、株式会社が制度として定着すればするほど、企業を所有することの意味そのものが大きく変わってしまったことが重要なのである。われわれは、この変化に注目する。

企業を所有するということは、非公開企業であれば、昔も今も、自分の所有する企業資産を自由に使用し、発生した利益を獲得し、必要とあれば、自

分の所有する企業資産を自由に処分しうることを意味する。しかも、事実上、所有権は、役員や従業員の人事権さえともないうるものであった。企業を所有することと企業を支配することは、文字通り直結していたのである。

しかし、不特定多数の無機能資本家によって分散所有された株式会社においては、企業所有者としての株主は、本来の企業所有者という色合いをしいに喪失して、利益の一部をほとんど定率化あるいは定額化した配当というかたちで獲得する権利だけを保持する金銭債権者としての色合いをますます深めてきているのである。

伝統的な経済学、とくに新古典主義諸学派の経済学においては、資本という言葉は、もっぱら生産財あるいは資本財という意味で用いられてきている。マルクス経済学では、実物資本の運動に加えて擬制資本の運動を対比する。ヴェブレンも、実際に事業活動に投下された機械などの物的生産設備としての資本の役割と運動に加えて、その所有割合の金銭的な評価をめぐる運動をおこなう資本に注目する。その意味で、ヴェブレンの資本概念は、マルクス経済学の資本概念に近似している。しかし、ヴェブレンは、これら2つの資本の運動の二重性や乖離を指摘しただけではなかった。

ヴェブレンは、その鋭い直覚と深い洞察をもって、資本財の所有と支配のあり方に新しい関係が形成されてきたこと、別言すれば、具体的な生産設備を所有しているものとそれを支配（運用）しているものが分離してきたこと、もっと結論めいた言い方をすれば、有形資産を所有するものが無形資産しか所有していないものによって支配されるようになったことを明らかにしたのである。

ヴェブレンの資本概念は、2層になっている。まず、ヴェブレンは、資本概念をその第1層において産業的範疇としての資本と金銭的範疇としての資本とに大別する。あるいは、もっと手短かに、産業的資本と金銭的資本とも表現する。金銭的資本は、比較的初期の著作においては企業資本として表現さ

れた。産業的資本はもともと機械的な生産効率を表象しうるものであり、金銭的資本は所有の種類と価値を表象しうるものである。どちらにも市場評価額の変動はある。しかし、物理的な量とか機械的の効率が変更されないかぎり、産業的資本の評価額の変動は、金銭的資本のそれに比較して小さいのが通例である。これに対して、金銭的資本の市場価値額は、群集心理学的な現象の帰結であるから、気紛れな奔放さをもって変貌するかもしれない。このことは、とくに恐慌や投機的インフレーションの時期によくあてはまる。その意味で、ヴェブレンは、「個別（金銭的）資本の諸項目を合算することによって社会（産業的）総資本をうることは不可能である<sup>34)</sup>」と指摘している。

そして、それぞれの資本概念は、その第2層において、それぞれに二極分化して、近代企業経営に固有の資本関係を形成してゆくのである。すなわち、産業資本は、もともと有形資産のみを表象するものであったが、その運動の必然から有形資産に無形資産を加えたものとなり、その無形資産なくして有形資産を活かすことができない関係を形成する。企業資本は、もともと出資元金のみを表象しうるものであったが、貸付信用（優先株式資本を含む）の発展<sup>35)</sup>によって、出資元金はいわゆる財務的レバレッジを利する存在になった。さらに、貸付信用がなによりもまず担保的な存在としての有形資産の裏付けを求めやすいのに対して、将来収益力の資本化額としての「のれん」に賭ける持分資本（普通株式資本）の提供者は、見えざる資産を所有するものとしてとらえられるようになる。

有形資産、無形資産、貸付信用、そして持分資本といった4つの資本概念の近代的な関係は、単に、前2者が貸借対照表の借方科目を代表し、後2者が貸借対照表の貸方科目を代表するというのではない。実質的な価値額にしても、とくに無形資産と持分資本の市場価値額は、決算報告会計上の価値額とはかけ離れている。しかも、有形資産と貸付信用の大きさにしても、その実際の市場価値額と貸借対照表上の価値額が必ずしも一致しないだけでは

なく、それらの売買時における市場価値計算において、それぞれに無形資産と持分資本の価値額を反映し包含しながら取引されるのが常態なのである。すなわち、有形資産と無形資産の価値を明確に区分して取引するよりも、むしろ両者を一体化してあたかも有形資産だけの価値として取引されることが多いことはよく知られている。つまり、有形資産が有形資産の価値額だけで取引されるわけではなく、むしろその企業の無形資産の価値額の変化を取り込み、これを反映したかたちで取引されてしまうということである。その企業の無形資産価値が高くなれば、その企業の有形資産価値が高く評価され、その企業の無形資産価値が低くなれば、その企業の有形資産価値が低くなる。貸付信用の吸引力と価値額も、つねに持分資本の吸引力と価値額を反映し包含する。

それでは、このような資本概念の理論的な区分がなぜ必要なのであろうか？それは、企業資本の所有関係が企業資産の支配関係として機能することを少なくとも理念的に指摘することができるからにほかならない。つまり、ここでの課題は、なぜ有形資産が貸付信用によって賄われ、無形資産が持分資本によって所有されるようになったかを明らかにして、なおかつ、なぜ無形資産の所有者が有形資産の所有者を支配するがごとくにふるまうようになったかを明らかにすることである。

産業的資本とは、基本的には産業過程に採用されている機械装置を総称するものであって、端的にはいわゆる生産設備によって代表される。そして、そうした機械装置を発案・工夫し高度化してきたものこそ、それぞれの時代の進歩と共にある生産技術上の知識体系にほかならない。こうした生産技術上の知識体系を利用することによって、物的な機械装置が効率よく働くようになる。ヴェブレンが生きた時代においても、すでに特許権や知的所有権にたいする認識は芽生えていたし、その制度化もある程度進展しつつあったが、たとえ物的な機械装置が私的に所有されようとも、それぞれの時代の進歩と

共にある生産技術上の知識体系は、社会的に共有されてしかるべき無形資産であると、ヴェブレンはとらえていた。

しかし、現実の産業的資本の私有は、機械装置のような有形資産の所有だけにとどまらず、そうした機械装置を活用するために必要な「社会的無形資産を買い占めるための制度<sup>36)</sup>」として機能するようになってきたのである。このようなヴェブレンのとらえ方は、もっと非難めいた言葉でも表現された。いわく、「産業というのは、實際上、生産技術的に必要とされる規模と方法とに依拠しないことにはやっていけない。つまり、生産活動には、一定の（膨大な）量の物的設備が必要だということである。ところが、この物的設備の必要量は、もっぱら資本家・雇用者によって所有されており、事実上、一般庶民の手の届かないところにある<sup>37)</sup>」と。しかも、物的設備の所有者たる資本家（雇用者）は、自分自身が所有（支配）している物的設備の装置付けとかその実際の運用において、必然的に依拠せざるをえない非物的設備（生産技術上の知識体系などの無形資産）の断片さえ持ち合わせていないにもかかわらず、彼的手中にある産業的資本が文字どおりの意味で生産「手段」として駆使されているかぎり、彼は、「生産方法と生産手段の社会的総知識の事実上の所有者<sup>38)</sup>」として機能するのである。

「すべての有形資産は、その生産性とその価値を非物質的な生産手段に負っている。この非物質的な生産手段こそ有形資産を生きたものにするのであり、また、有形資産を所有しているということが、この非物質的な生産手段を買い占めることを可能にしている<sup>39)</sup>」とヴェブレンがいうのは、この意味においてである。

ヴェブレンの無形資産に対する扱いは、複雑である。有形資産を活かして使うための生産技術上の知識体系としての無形資産は、明らかに有用であり、「社会の産物であり、過去から現在に至る社会的経験の非物質的な遺産であり、社会生活から離れて存在しえず、社会全体を維持していくことによって

のみ継承されうる<sup>40)</sup>。しかし、長い時間をかけて累積的に形成されてきたはずの生産技術の知識体系といえども、ひとたび生産設備の私有制度のなかに組み入れられてしまえば、その社会的な有用性をフルに発揮するとは限らなくなってしまう、というのがヴェブレンの畏れるところであった。「物的設備の所有権は、その所有者に社会の非物質的な設備を利用する権利を与えるばかりでなく、これを濫用したり、放置あるいは抑制する権利までも与えてしまう<sup>41)</sup>」のである。

有形資産によって構成される資本財は、その生産技術上の有用性によってその資本財としての資質をもちうるのであるが、それが資本となるのは、その生産技術上の有用性のゆえではなく、それがその所有者にもたらしうる収益力のゆえなのである。したがって、無形資産もまた、その生産技術上の有用性ではなく、その収益獲得能力によって評価されることになる。そして、財産権が確立し、価格システムが投資の分野においても活発に機能するようになれば、有形資産ばかりでなく、無形資産も金銭的な価値をもつものとして評価されるようになり、つねに真正の意味でその切り売りの移転は不可能であるにもかかわらず、場合によっては、所有権の移転可能な価値物として売買されるようになってくる。

無形資産に優先的利益の性質を帯びさせる非物質的な富には、さまざまなものがある<sup>42)</sup>が、それが競争企業の締め出しや取引の制限を介した利益獲得能力にもとづいて資本化された資産として制度的に受け入れられるようになると、普通株式のような株式会社の発行する証券によって売買可能な資産となる。

こうした無形資産をわれわれは「のれん」と総称してきている。のれんは、本来の事業上の用法からすれば、のれんを有する企業に対して顧客が慣習的に拠り所にしてきたものを意味した。それはもともと顧客の側における信頼と尊敬という真心のこもった感情を意味したのであるが、いまや、その情緒

的な内容は失われてしまった。現在では、のれんという言葉は、もっと広範かつ緩やかな意味で用いられており、特定系列の財やサービスの供給を制限あるいは独占するパワーを通じて、独占的な企業あるいは企業集団に対して特別利益を保証することを含めるようになってきている。そのような特別利益が、専売権や特許権のように特別立法や法的手段によって保護されていない場合、ことさらに「のれん」という表現がふさわしいように思われる<sup>43)</sup>。

格差利得の資本化額としての「のれん」あるいは無形資産は、その所有者にとって、決して安定した均一的な流れではないが、一定期間当りのパーセントで表現されるような「所得の流れ」の期待値をとまなう資本にほかならない。この期待値は、特定の投資家にとってはどうしてもない「外生的な事実」に先導されて形成されるが、「のれん」の所得獲得能力が不十分だと判断された場合には、その資本化された富の大きさはたちまちにして縮小するか、資産としての表記はおろか意識さえされなくなるのである<sup>44)</sup>。

しかし、膨大な「のれん」を形成してきた企業は、大きな「所得の流れ」をその所有者に提供する。かくして、「見えざる資産」の所有者は、かつては自らもその企業に対する貸付信用の提供者であったとしても、いまや有形資産の運用をもあやつり、貸付信用の利息を上回る「所得の流れ」を獲得しつつ、企業統治構造の上段に位置することになるのである。

### 誰が「のれん」を形成するのか？

ここで注意しなければならないことは、こうした「のれん」の価値形成をしたのは誰かということである。といっても、ここで「のれん」という企業価値の重要部分がどのようにして形成されるのかを問おうとしているわけではない。「のれん」という見えざる企業価値を誰がどのようにして企業資本の中に組み込むのかを問うのである。

ヴェブレンにとって、生産技術上の知識体系は社会的な共有財産であるは

ずのものでありながら、特許権や専売権などによって専有されがちであり、いまやその社会的な役立ちよりも、それがもたらす格差利得を独り占めする者のみを益するようになってきている。したがって、無形資産の価値の大きさやそれからもたらされる格差利得の大きさも、ヴェブレンにとっては、その価値形成に功労者のいない「外生的な事実」にしかすぎないことになる。よしんば、その功労者の存在を認めるにしても、それは賞賛に値しない掠奪者なのである。このことは、生産技術上の知識体系以外の無形資産全般にもあてはまる。

はたしてそうであろうか？もちろん、いまや無機能化して企業経営にまったくタッチすることなく、企業資本の不在所有者として、「所得の流れ」入るのを待つ人々が存在する。しかし、彼らとて、その多くは、それぞれ特定の企業の経営者（あるいは経営陣の一員）として、特定企業の「のれん」の維持拡大に努めてもいるのである。経営者だけではない。新製品を開発する研究員たち、工程革新を導入するエンジニアたち、作業手順の改善を提案する工員たち、顧客の意図を汲み、真心のこもった本当の「サービス」をする販売員たちが、それぞれの企業の「のれん」形成に貢献しているのである。こうした「のれん」形成の功労者たちが報われてこそ、資本主義市場経済は機能する。

ところが、ヴェブレンの表現は辛辣である。彼は、経営者・管理者に対する労働報酬をとりあげて、きわめて莫大にして安定した所得源でありながら、なんら資本化しうるような富の成分をあわせもっていないと断じている<sup>45)</sup>。しかるに、その根拠はそれほど明確に示されていない。ヴェブレンは、所有と経営の分離が理論的・実証的に注目されるようになる直前を生きた。ヴェブレンにとって、経営者への報酬は、その「管理能力」のみにもとづいて計算されるのではなく、むしろ、その所有持分のみにもとづいて計算されるのであって、もしも経営管理上の創意工夫や戦略的な行為がその都度明確に示

されないかぎり、かかる所得は、正しくも文字通り「資本からの所得」として計算されることになる。たしかに、産業の将帥たる人々は、通常の資本利益率以上の所得を稼いでいるのであるが、それは、彼の巨大な所有持分のゆえであって、彼の企業経営上の地位のゆえではない。この種の経営者所得の大きさは、彼が行使しうる自由裁量権や支配権と同様に、かなりの程度、明らかにその所有持分の大きさに依存している<sup>46)</sup>。

経営者に対する労働報酬が、彼の所有持分に応じた「資本からの所得」として計算され、支払われているかぎり、それは、もはや「利子」のような性格をもつことになる。所有者兼経営者の場合、彼は、所有者としてその所有持分に応じた利子あるいは配当を受け取る一方において、他方では、経営者として、その個人的な才能や手腕のいかんにかかわらず、またしても、その所有持分に依りてあまりにも素朴かつ機械的に計算された「利子」を受け取るのである。ということは、かかる場合の経営報酬が、その事業家の利益獲得能力に対してではなく、その所有する企業資産の利益獲得能力に対して支払われているという認識なのであり、それゆえに同一の企業資産が再度資本化されて、二重に「資本からの所得」が支払われているということになる。これでは、経営報酬という所得そのものがたとえ資本化の形態をとるにしても、その所得の真の源泉となる肝心の経営能力が資本化されたことにはならないのである<sup>47)</sup>。

ヴェブレンにとって、かつての資本家兼雇用者は産業効率を高めることに深くかかわっていたが、最近の財界の大御所たちは資本家的な効率だけにこだわるようになってきていて、その資本家的な効率は、たとえ彼らの仕事の拠点が生産活動の現場から遠く隔たっていようと、物的生産設備に対する名目的な所有権を盾にして、所要生産資本を上廻る超過生産物を収納するパワーとして結実する。伝統的な資本家兼雇用者の財産は、有利な購買と販売の連結、合理的な資金の調達と運用、独占、のれん、法的な特権などなどの

絶え間ない追求と市場の状況との密接な折り合いの中で形成された。ところが、ヴェブレンの時代に突出してきた財界の大立者たちは、資本家兼雇用者が依存してきた市場を上廻るパワーをもち、みずからの金銭上の圧倒的な優位性を確立した<sup>48)</sup>。彼らのパワーと利得の源泉は、ヴェブレンがくり返し強調する「市場性を有する資本の取引」からもたらされるのであって、「市場性を有する生産物の取引」からもたらされるのではない。

ヴェブレンは、資本家兼雇用者（あるいは所有者兼経営者）と財界の大御所（あるいは産業の将帥）とを対照させる。資本家兼雇用者は、19世紀中葉頃まで世界各地にもっとも典型的に存在した資本家層であって、みずからの企業持分の大半を所有し、なおかつ生産現場に立脚した経営もした実質的な機能資本家であった。これとは対照的に、産業の将帥は、巨大な企業持分の一部しか所有していないにもかかわらず、その企業資本の全体を支配し、外形的にはなおも機能資本家を装いつつ、実際的には生産現場にほとんど足さえ踏み入れなくなった不在所有者なのであった。

こうしたヴェブレンの「産業の将帥」像は、19世紀後半期というきわめて限定された短い期間に集中的に存在した資本家層として、今日からすれば歴史的な一過性しかもたない存在ではあったが、資本集中の過程において所有と経営の分離が本格的に進行する直前にアメリカにおいて集中的に開花して、その圧倒的な影響力を誇示した存在であった<sup>49)</sup>。

当時の産業の将帥たちのなかでも、いまもって広く語り継がれてきているのが、ジョン・デイ・ロックフェラー、アンドリュー・カーネギー、ジェイ・ピー・モルガンの3人である。ジェイ・ピー・モルガンはもともと金融業者であった。ジョン・デイ・ロックフェラーは石油業者ではあったが、スタンダード石油トラストの形成者として、さまざまな石油会社のオーナーたちからその株券と投票権を譲り受け、その見返りにトラスト証書を発行した金融業者でもあった。アンドリュー・カーネギーは鉄鋼業者ではあったが、鉄

鋼生産の拠点にはあまり寄りつかず、むしろ債券ブローカーとしてニューヨークの事務所に張り付いていた。彼らは、それぞれの産業界を支配したという意味ではまさしく「産業の将帥」であったが、その支配と富の形成手段として株式会社金融のメカニズムをあますところなく利用したという意味で、まちがいに「金融の将帥」でもあった。

では、「産業の将帥」の時代は完全に終わってしまったのだろうか？ もともと「産業の将帥」(captains of industry) という言い回し<sup>50)</sup>は、トーマス・カーライル (1795-1881年) が使い始めたのであるが、その意味するところは、ヴェブレンの用法とは異なっていた。カーライルにとって、産業の将帥は、労働者の怠慢やストライキがはびこるなかで、産業の秩序を回復させる卓越した権威をもつものをさしていた。カーライルによって思い描かれた「産業の将帥」像は、労働の組織者であり、生産活動の厳めしい統率者なのであった。

「産業の将帥」という表現は、アメリカに渡って瞬く間に当時の流行語になったが、次第にカーライルの当初の意味を失っていった。アメリカ経済学会の初代会長であったフランシス・ウォーカーは、地代を稼ぐ地主や利子を稼ぐ投資家とは区別して、企業者的な能力と活動をとおして現代経済を実際上動かして利潤を稼ぐ「産業の将帥」を経済学理論にとり入れた。ウォーカーは、産業の将帥を単なる資本家とは区別して産業発展のための偉大なエンジンの役割を果たすものとみなしていた。同様の見地から、アメリカ経済学会の初代事務局長を務めたりチャード・イーライは、戦争よりも平和を望む時代に社会の生産力を先導し指揮するものとして「産業の将帥」をとらえていた。

このような概念の流れからすれば、ヴェブレンの用法はきわめて異端の位置にあるかのようであるが、彼の鋭い嗅覚が彼の生きた時代に特有なものを嗅ぎ分けさせていたのである。ヴェブレンにとって、産業の将帥は、不在

所有者たちのために事業を経営するのであって、もっぱら産業の財務的な側面だけにかかわりをもつ存在になったのである<sup>51)</sup>。産業の将帥は、燃え滾るような活気に溢れた産業の鬼のイメージから冷静沈着なウォール街の紳士のイメージにすっかり衣替えをしてしまったのであった。

現代を代表する企業経営者たちの多くが、たとえ役員賞与という利潤分配を受け、ストック・オプションを履行するにしても、そうした経営報酬が企業持分所有のゆえではなく、事業経営という労働行為に対する報酬であるかぎりにおいて、彼らを現代の産業将帥と呼ぶわけにはいかないかもしれない。しかし、産業の将帥は絶滅したわけではない。孫正義、ビル・ゲイツ、ウォレン・バフフェット、ジョージ・ソロス、ルパート・マードックなどを現代の産業将帥と呼んでも誰も異論のある人はいないだろう。彼らは、主としてメディア、通信、情報などの産業分野における投資行動を先導しているが、そうしたなおも発展途次にある産業分野における技術的な生産性の向上に直接携わっているわけではなく、そうした分野の生産性の向上は、もっと生産現場に密着した研究者、技術者、作業員たちによって事実上推進されてきているのである。

ただ、現代の産業将帥たちは、持株会社や投資会社の蔭に隠れて、19世紀末の産業将帥たちほど顕著に外在化しなくなったようである。組織化された会社機構それ自体に産業の将帥の活動精神が体現されるようになってきている分だけ、19世紀末のように、個々人の具体的な顔が浮かびにくくなっただけなのである。

近代の株式会社金融は、もともと他人の資本を自己資本に擬制することによって、企業資本全体に占める実質的な無機能資本の領域を拡大してきたわけであるが、その支配的資本を代表する産業将帥たちも具体的な生産現場から遠ざかりがちになってきた。こうなると支配的資本は、企業経営の最高意思決定権を握り、「市場性を有する資本の取引」から大きな利益を得る機能

資本であることには変わりがないが、他の無機能資本家たちと同じように不在所有者の席に着くようになる。ただし、彼らの座る椅子は、たとえ豪華クルーザーの操縦席であっても、最低限いつでも資本市場にアクセスできる通信機器を備えていなければならないであろう。

### プロモーターのボーナスの大きさ

ヴェブレンによれば、「市場性を有する資本の取引」から大きな利得を得る新しい産業将帥の存在と活躍は、経済発展の新段階を画するばかりでなく、営利企業の新段階を画するものであった。しかし、産業将帥が企業資本の所有者あるいは所有者集団としてどの程度の持分を有すれば資本家としての特別利益を享受しうるのかを絶対的な物差しで計ることはできないし、相対的な物差しで計ることもできないであろう。それは、どのくらいの持分の保持が企業支配に必要とされるかという問題ではないからである。もちろん、相対的に大きな処分可能資本をもつことはこの目的を達成するのに必要なのであるが、その処分可能資本の大きさが再資本化額の過半に達する必要はない。ただ産業将帥の持分が大きければ大きいほど、より小規模な旧来の資本家兼雇用者の持分を吸収するという彼の仕事は、いっそう効果的で手取り早いものになるであろうし、旧来の資本家はもっともっと大急ぎで自分の財産をこの新しい請求者に譲渡する。

この産業将帥の新しい仕事として、トラスト（産業会社の再編成や企業合同）が想定されていることは明らかである。この新しい仕事も、ヴェブレンによれば、通常の競争システムのなかで無形資産を創出してゆくの酷似しているという。しかし、酷似していても、トラスト行為の中で彼らは無形資産どころかいかなる資産も創出するわけではない。それにもかかわらず、彼らは通常、再資本化の過程において「見えざる資産」のかたちでその利得をえるのである。資本の水増し分と無形資産は、企業資本価値としては同じよ

うな手順で増殖し、同じような効果を発揮する<sup>52)</sup>。

トラストとして新たに形成される金銭的企業の資本構成は、あたかも当該企業に対するそれぞれの持分と利得の関係を表現するかのよう機能するのであるが、もとをただせば従来通常の事業活動を行ってきた法人企業に対するそれぞれの持分と利子・配当の関係をもっぱら表現するだけのものなのであって、再資本化が行なわれたからといって、そのことだけで併合前の被併合諸企業の生産設備にながしかの新設備が追加されたわけではないからである。新たに加わるのは、この合併に参加しなかった非併合企業に対する当該併合企業の競争上の対抗力なのであって、生産設備はむしろ整合されることはあっても追加されるようなことはまず前提にされていないのである。

ヴェブレンの見るところ、「市場性を有する資本の取引から生ずる利得」によって蓄積された財産ほど大きなものはなく、その「蓄積の速度や大きさは、絶対的にみても、富の総増加額に比べて相対的にみても、ともに、この種の現象のあらゆる記録を上回っている。個人的な富の蓄積にとってそれほど効果的なものは、人類文化の歴史上、いまだかつてない<sup>53)</sup>」。市場性を有する資本取引の中には、当然、株式投機も含まれるのであるが、トラスト結成ほど市場性を有する資本取引の醍醐味をドラスティックに物語るものはないであろう。

トラストほどの大規模な取引を遂行するには、通常、発起業者はその設立を支援する金融機関とのあいだに融資（借入）契約を締結する。しかし、その際に約定される利子は、時間単位当りの百分比で計算されるような利子ではなくて、むしろ、主として資本回転量にもとづく報酬のかたちで計算されるようになる。そして、「金融機関に帰属する利得の本質的に無時間的な性質に対応して、このような部類の取引に従事する発起業者の収益も、時間単位当りの利潤率の性質のものではない。それはむしろ、多くの場合、ただちに新設会社の資本化額にたいする分け前（share）のかたちとなるような一

種の特別報酬 (bonus) である。発起業者に帰属する資本または資本化額の増分の多くは、新会社の負債 (たとえば優先株) の増加と、ほとんど区別することができない。そして、残りのもの (たとえば普通株) も、いくぶん信用証券の特質をもつ。そして、発起業者や金融機関の特別報酬をふくむ再編成の費用までも、当然であるかのように、資本化額に加算されるということは、注目に値する。すなわち、古い企業用語から借りた言葉によって、できるだけこの部類の取引に近いように語るならば、それにとまなう信用拡張にたいして、債権者の受取り分となる「利子」(interest) に対応するものは、すべて文句なく債務者の「資本」(capital) の中に組み入れられる<sup>54)</sup>。

すなわち、トラストなどのように、すでに生産基盤を確立した企業の再編や高次元の新組織設立を支援する金融機関は、貸付金を提供するのではなくて、転換社債や優先株を引受けることが多く、その報酬も証券の水増し発行や株式配当というかたちで企業資本に内部化される。債権者は証券市場をつうじてその債券を転売することができるし、企業は償還義務から開放され現金支出をとまなう利子を払わずに済む。一般株主は、さらなる株価上昇などをねらって投資銀行などが放出する株式に食いついてくる。

したがって、ここでヴェブレンが括弧つきで「利子」と「資本」と表現したのは、通常の使われ方と違うことを強調するためであった。たしかに、企業合同をファイナンスする産業の将帥や金融家たちが手にしたのは、貸付取引にもとづく利子収入ではなく、新証券発行に伴う手数料あるいは引受け保証料ではあった。しかし、重要なことは、それらが現金などのかたちでただちに支払われたのではなくて、「持分」のかたちで「すべて文句なく」企業「資本のなかに組み入れられた」ということである。まさしく、「金融機関と発起業者の特別賞与は、のれんの増加分や、その他の経費もしくは予想収益の付随的な項目とともに、すべて再資本化額のなかに含まれる<sup>55)</sup>」わけである。

「発起者の特別報酬」(the bonus of the promoter)という表現は、ヴェブレンの複数の著作のなかで繰り返し使用されたにもかかわらず、その概念の比較的詳しい解説は、主著『企業の理論』第6章の脚注<sup>56)</sup>のなかでおこなわれたのみである。そのこともあってか、この概念は、ヒルファディングの「創業者利得」概念に並び対比されるべき重要な概念であるにもかかわらず、あるいはヒルファディング研究者に勝るとも劣らないほどのヴェブレン研究者がいるにもかかわらず、ヒルファディングの概念ほどの注目を受けたことがなかった。というよりも、ほとんど無視されてきたといってよい。このことは日米双方の学界にいえることなのであるが、その唯一例外的な存在が高哲男氏の研究<sup>57)</sup>である。

ここでは、ヴェブレンの脚注解説に対する筆者自身の解釈を示し、高哲男氏の解釈との異同を明らかにしておきたいと思う。

企業合同などの再資本化過程は、ほとんどの場合、当該新企業の「のれん」や信用の拡張過程でもあるが、その企業価値の拡張において生じる格差利得のすべてをヴェブレンは「金融機関と発起業者の特別賞与」あるいは「発起者の特別報酬」と呼んだわけではない。正確には、再資本化による企業価値の増分は、「企業合同にもとづく収益力の予想される増加によって所有者に割り当てられる無形資産のある要素だけ増加せしめられる」だけでなく、「さらに、新しい資本化額における株式の一定量と考えられる発起業者の特別報酬が付け加えられる」のである。「無形資産のある要素」とは、「企業合同にもとづくのれんの要素」のことであり、便宜上、「その他の経費もしくは予想収益の付随的な項目」は省略されて、再資本化による企業価値の増分として、のれんの増加分と発起業者の特別賞与とが対比される。

純粹に新規企業を立ち上げるのではなく、既存企業の合併やトラストなどの場合には、併合効果や新しい「のれん」価値を考慮して増資するにしても、新たな生産資本の追加を必要としないのであれば、いわゆる無償増資のかた

ちをとることになる。つまり、のれん価値の増加分は、旧株式と新株式（トラスト証券）を一定率で交換するだけで、所有者の持分に応じて分配される。発起業者の特別賞与も、「ほとんどすべてが資本として保有される」ということは、株式の限定割当無償交付が行なわれるということである。どちらも実施されれば、社外に資金を流出しない「資本化された貯蓄」(capitalized savings)を形成する。資本化された貯蓄は、さらに現金配当に換えて株式配当を実施することによっても累積されていく。しかし、それぞれの利得の所有者がその利得を現金化するには時機をみてその持分（の一部）を株式流通市場で売却しなければならない。

しかし、そのことは、再資本化によって「産業の将帥」が獲得した格差利得が株式市場において還元されないかぎり、未実現の格差利得にとどまるということではない。否、むしろ「資本化された貯蓄」のままにとどまることによって、かえって彼らの実質的な格差利得は増幅するのである。

たとえ企業価値の名目的な増加分のすべてが、いわゆる「水増し」であったとしても、所有者兼発起業者である「産業の将帥」の所有持分は、単なる所有者である一般株主の所有持分よりも確実に上昇する。「産業の将帥」の資本化された貯蓄と最終経営意思決定権は、企業合併、トラストや持株会社などの再結成をつうじて「当該財産をなんどでも繰り返して再資本化する」ことによって、ますます膨れ上がっていくからである。要するに、再資本化によって、発起者兼所有者の単なる所有者に対する格差利得は拡大する。

そればかりではない。発起者の特別報酬は「新しい資本化額における株式の一定量」として純粋に確保されるのであるが、「所有者の名目的な利得は、…発起者の特別報酬が、企業合同にもとづく価値の全体の実効増加額を吸収したか、しなかったかにしたがって、真実の利得となることもあり、ならないこともある」。つまり、新合併企業の株式流通市場における評価は、なによりもまず被併合諸企業の「のれん」価値を反映するために、一般株主にと

っての「のれん」の増加分は、発起者の特別報酬が併合効果の価値を超えて支払われるようなことがあれば、その分実質的に目減りすることになる。

もし合併によって生産効率の向上が図られるのであれば、その分だけ資本化された貯蓄額の増分は社会的な富の増分にもなるであろう。しかし、もし企業価値の増分が「すべて独占利益のかたちをとったのれんから成り立っているならば、その貯蓄は、社会の犠牲において、発起者や所有者の利益のためにつくり出されたものである」。つまり、「人類文化の歴史上、いまだかつてない」ほどの「個人的な富の蓄積」は、「株式会社金融の高次の発展」の産物であって、「社会全体の富の一部」を「非自発的あるいは無意識的に」「再資本化された株式会社の手引き渡す」ことによって達成されたのであった。

以上のように、ヴェブレンの「発起者の特別報酬」概念について彼自身の表現をパラフレーズしたわたしの解釈は、基本的に高氏のそれと異なるところはない。しかし、ヴェブレンの「発起者の特別報酬」概念とヒルファディングの「創業者利得」概念との対比については、若干異なるようである。高氏は次のようにいわれる<sup>58)</sup>。

ヴェブレンが「発起者のボーナス」と呼ぶものは、R・ヒルファディングのいう「創業者利得」とは、具体的な内容において異なる。後者は「平均利潤を生む資本と平均利子を生む資本との差」、すなわち「利潤を生む資本の利子付き資本形態への転化から生じるにすぎないところの、利得の源泉である」と捉えられているのに対して、前者は新会社における資本の増加および負債の増加そのものに求められているからである。過度の単純化の恐れはあるが、次のように言い換えると、両者の分析方法＝理論的枠組の差異をより明瞭に理解できよう。すなわち、ヒルファディングはまず株式会社の原理的・体制的成立を前提した上で株式会社制度と信用制度との結合・交流を説

く（創業者利得概念）のに対し、ヴェブレンは株式会社の確立過程そのものの中で、株式会社制度と信用制度との社会的交流＝一体化を説くと。ヒルファディングの場合には「事後的」、ヴェブレンの場合には「事前的」な概念構成になっている。

何が両概念の根本的な違いを構成しているかということについての私の解釈は後述することにして、高氏によれば、これら2つの概念形成を分岐させたのは、ヒルファディングとヴェブレンのとらえる株式会社制度の成熟段階が異なっていたからであって、前者はその「成立を前提した上で」、後者はその「確立過程そのものの中で」、それぞれの概念形成をおこなったために、両者のあいだに「事後的」・「事前的」な概念構成の違いが生まれたとされる。そうであろうか？

すでにみたように、ヒルファディングは個人企業が株式会社化するときに発生する創業者利得をとらえたのに対し、ヴェブレンは株式会社が合併につぐ合併によって巨大株式会社化してゆくときに発生する発起者利得をとらえたのであった。株式会社制度の成熟段階としては、ヒルファディングはその確立過程において、ヴェブレンはその発展過程において、それぞれの概念形成をおこなったといえるであろう。

(続)

(2003年12月24日脱稿)

## 注

- 1) Rudolf Hilferding, *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*, original edition in 1910, translated by Morris Watwick and Sam Gordon, Routledge and Kegan Paul, 1981, p.120. 岡崎次郎訳『金融資本論』(上) 岩波書店, 1955年, 206頁。
- 2) 鈴木芳徳『信用制度と株式会社』新評論, 1974年, 95頁。
- 3) 馬場教授によれば、「株式プレミアムは株式発行の際の株価総額マイナス資本金であり、創業者利得は株式発行の際の株価総額マイナス所要機能資本である。会社

新設の場合は両者は一致するが、剰余金をもち、また他人資本にも相当依存しているような会社の…増資の場合には資本金と所要機能資本とは必ずしも一致しない。馬場克三、前掲書、95-96頁。

- 4) ヴェブレン自身のマルクス経済学批判とそれをめぐる議論については、次の文献を参照されたい。Thorstein Veblen, "The Socialist Economics of Karl Marx and His Followers: (特) & (鑑)," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.20 & 21, Aug., 1906 & Feb., 1907, in *The Place of Science in Modern Civilisation and Other Essays*, first edition in 1919, Russell & Russell, reprinted in 1961, pp.409-456. B. Rosenberg, "Veblen and Marx," *Social Research*, Vol.15, March 1948, in John Cunningham Wood (ed.), *Thorstein Veblen: Critical Assessments*, Volume (企), Routledge, 1993, pp.52-65. J. L. Smich and R. Tilman, "Thorstein Veblen and His Marxist Critics: An Interpretive Review," *History of Political Economy*, Vol.14, No.3, Fall 1982, in op. cit., pp.445-464.

現代マルクス主義あるいはネオ・マルキシズムの立場からヴェブレンを評価した研究として、次の文献を参照。E.K. Hunt, "The Importance of Thorstein Veblen for Contemporary Marxism," *Journal of Economic Issues*, Vol.13, No1, March 1979, pp. 113-140, in Rick Tilman (ed.), *The Legacy of Thorstein Veblen*, Volume (鑑), Edward Elgar Publishing, 2003, pp.123-150. James Ronald Stanfield, "Veblenian and Neo-Marxian Perspectives on the Cultural Crisis of Late Capitalism," *Journal of Economic Issues*, Vol.23, No2, June 1989, pp.714-734, in op. cit., pp.151-168.

わが国におけるヴェブレンとマルクスをめぐる議論は、1950年代の終わりごろから1960年代にかけて集中していた。ここでは、その論者たちとして小原敬士、松尾博、松本正徳、中山大、佐々木晃の名前を列挙するにとどめる。こうした思想的な背景を探る研究とは異なり、マルクスとヴェブレンの資本概念を対比した研究として、川波洋一稿「『貨幣資本と現実資本』論の2つの型——マルクスとヴェブレン——」『九州大学経済学研究』第58巻第1号、1992年、49-68頁および同著『貨幣資本と現実資本：資本主義的信用の構造と動態』有斐閣、1995年、第2篇第1章、133-173頁がある。

- 5) おそらく例外的に、ヒルファディングの「創業者利得」とヴェブレンの「プロモーターズ・ボーナス」との対比などをからめた研究として、高哲男『ヴェブレン研究——進化論的経済学の世界——』1991年、第6章、198-240頁がある。彼の解釈については、のちほどあらためて検討する。
- 6) マルクス経済学では、貨幣と資本を区別することの意義に比べれば、貸付資本にしても株式資本にしても、いずれも利子付き資本として所有するものと現実資本として運用するものとを分裂させる点では等しいので、商業信用（貨幣段階の信用）と銀行信用（資本段階の信用）との2極対比が強調されてきた。ヒルファディングにしても、貨幣自体を節約する流通信用と遊休貨幣資本を機能資本に転化する資本信用との2極対比が議論のベースになっていた。飯田繁『信用の理論的研究』藤原書店、2001年を参照。しかし、私は、ヴェブレンと同じように、担保金融の枠を超えて、社債や優先株を発行できるようになったところに近代企業を近代企業たらしめた最初の財務的な条件があったと考えている。
- 7) 小尾毅稿「借入金」『経営実務大百科』第1巻、1980年、474頁を参照。
- 8) 高哲男、前掲著書、205頁。

- 9) Thorstein Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, first edition in 1904, Augustus M. Kelley, 1965 p.100. 小原敬士訳『企業の理論』勁草書房, 1965年, 81頁。こうした誇張された表現が随所に見られるのがヴェブレン理論の特徴であって、ここでも彼は、論理の短縮と概念の象徴化とによって逆説的な表現を組み立て、常識的な見解に挑戦する。同じことを、もう少し長い言葉で、彼は次のようにも表現している。「貸付はすべて、企業者が自由に処分しうる資本を増加せしめることにはなるが、……しかし、それは、産業全体の物的手段にたいするなんらの全体的な付加をも形づくらない」。Ibid., p.104. 前掲訳書, 84頁。
- 10) 高哲男, 前掲書, 205-206頁。
- 11) Thorstein Veblen, "The Use of Loan Credit in Modern Business," *Decennial Publications of the University of Chicago*, Series (特), 1903, p.31. 高哲男, 前掲著書, 198頁を参照。
- 12) Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, pp.104-105. 前掲訳書, 85頁。
- 13) Ibid., p.102. 前掲訳書, 83頁。
- 14) 経営史家グラースによれば、銀行業の歴史は古く、会社形態の銀行業はバルセロナ (1401年) とジェノア (1407年) で始められたが、法人組織の投資銀行は20世紀の産物ながら、組合組織の投資銀行は主として1850年代よりアメリカで発展してきている。金融機関の制度的な定着を発生史的に列挙すれば、保険会社 (1752年よりアメリカで)、商業銀行 (1781年よりアメリカで)、証券会社 (1790年代よりアメリカで)、貯蓄銀行 (1816年よりアメリカで)、信託会社 (だいたい1823年よりアメリカで)、投資銀行 (通常は組合組織, 主として1850年代よりアメリカで)、投資信託 (1889年より, しかし主として1917年よりアメリカで)、金融会社 (ほぼ1918年より) の順になっている。一般投資家と産業企業とをつなぐ投資型金融機関の役割についても、グラースの次の表現は示唆的である。「投資銀行家は、有価証券の発行や、引受けに、またある場合には、それらの大量販売や小売の配給にすら関係した。証券が募集される際には、会社に代って証券の発行について金融代理人として行動して、証券を取り扱い、また一般に、気が進んでも進まなくても、この会社のスポンサーとして振舞うのである。ある会社がモルガンのグループの一員であることがわかったとき、公衆はその会社を有望であると想像した。それゆえに、この支持と保証は、偉大な金融援助になった。他方、援助のないことは実質的なハンディキャップであった。」N.S.B.Gras, *Business and Capitalism: An Introduction to Business History*, first edition in 1939, Augustus M. Kelley, 1971, pp.105,250-251. 植村元覚訳『ビジネスと資本主義——経営史序説——』日本経済評論社, 1980年, 122, 280-281頁。
- 15) Veblen, op.cit., pp.102,104. 前掲訳書, 84頁。
- 16) Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, Fifth Edition, McGraw-Hill, 1996, p.359, footnote 8. 藤井眞理子・国枝繁樹監訳『コーポレート・ファイナンス』上巻, 第6版, 日経BP社, 2002年, 421頁。
- 17) 増地庸治郎著『株式会社——株式会社の本質に関する経営経済的研究——』巖松堂書店, 1937年, 508, 598-599頁。
- 18) Veblen, op.cit., p.131. 前掲訳書, 104頁。
- 19) しかし、貸付信用という表現の使用には先駆者があったようである。代表的なヴェブレン研究者の1人、ジョセフ・ドーフマンは、1821年当時に発表されたピアシー・ラヴェンストーン (おそらく筆名) の論文のタイトルに貸付信用という表現が使

- われたことやヴェブレンのイェール時代の大学院教授であったウイリアム・グラハム・サムナーがその講義の中で貸付信用という表現を使っていたよさだという説を紹介している。Josef Dorfman, "New Light on Veblen," in Thorstein Veblen, *Essays Reviews and Reports: Previously Uncollected Writings*, Augustus M. Kelley, 1973, 68-72.
- 20) Thorstein Veblen, *Imperial Germany and the Industrial Revolution*, Macmillan Company, 1915, reprinted by Augustus M. Kelley, 1964, pp.19-43. Ditto, *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: The Case of America*, B. W. Huebsch, Inc., 1923, reprinted by Augustus M. Kelley, 1964, pp.326-397.
- 21) 川合教授は、株式会社における資本集中の内部構造を次のように表現される。「株式会社は、他人の資本、それも本来なら経営外の資本たる貸付資本として利子の形で利潤のおこぼれにしか与りえない運命にある資本を集めて、これを自己資本に擬制する。これで、他人の資本でありながら、返済要求という所有の経営に対する制約を除去することができる。しかし自己資本と擬制した以上は経営内に加いせしめたのであるから経営権を認めねばならぬ。このことからくる経営の一元性への制約は多数株議決制によって事実上奪回しさることができる。かくして他人資本を自己資本と擬制することによって、経営に対する所有の制約はともに一応回避することができる。だがこれでは、この他人資本は経営権がなくなる点では金利生活者と同じになるが、自己の資本を回収しえない点では金利生活者以下となるから、これでは自己資本にするという形で出資するものがいなくなる。純然たる貸付資本になった方がよいからである。この点を資本は、株式の流通性、資本の商品化によって解決する。こうなるとこの株主は、資本は回収しうるが経営権はなくなっているという点では金利生活者と同じであるが、なお利潤全額の分配を受けていることになる。こうなると今度は金利生活者が、より有利な投資先として参加しようと競争し、資本という商品の価格をつりあげ（擬制資本化）、所得はやはり利子にしか当らなくなってしまう。他人資本を一旦自己資本に擬制して利潤を渡すが、さらにもう一度の擬制——すなわち擬制資本化——によって利潤をやはり利子に引下げてしまう」。川合一郎『資本と信用——金融経済論序説——』有斐閣、1954年、294頁。
- 22) 川合教授の信用論の全貌にふれるには、『川合一郎著作集』全6巻、有斐閣、1981-1982年を参照。株式会社と信用制度のかかりについての川合説の要領をえた解説として、鈴木芳徳『株式会社の経済学説』新評論、1983年、187-202頁を参照。
- 23) Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, p.115. 前掲訳書、93頁。
- 24) Alfred D. Chandler, Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, The Belknap Press of Harvard University Press, 1977, p.91. 鳥羽欽一郎・小林架娑治訳『経営者の時代——アメリカ産業における近代企業の成立——』上、東洋経済新報社、1979年、165-166頁。
- 25) チャンドラーによれば、「アメリカの資本市場がニューヨーク市に集中し、制度として定着するとときに、今日みられるような金融手段が完成し、同時に、近代的な証券取引と投機に関するほとんどすべての技術が完成するようになった。社債は、鉄道建設の資金を調達するうえでの重要な手段となった。アメリカの鉄道の発起者たちと線路沿いに居住する初期の投資家たちが、株式所有によって投資に対する支配権を維持しようとしたのに対し、東部やヨーロッパの投資家たちは、安全かつ規則的な利益を保証するのは社債であると確信していた。必然的に鉄道の建設者たち

は、建設費を過小評価し、第一順位抵当付社債に続いて、第2順位および第3順位抵当付社債を発行した。続いて、利益分配権付社債が登場した。同時に、さまざまな優先株とともに種々の顧客を引き付ける目的で、株式に転換できる社債が、発行された。Ibid., pp.91-92. 前掲訳書, 166-167頁。

26) Ibid., p.90. 前掲訳書, 165頁。

27) そもそも株式に権利内容の異なった複数の種類を認めるような考え方は、わが国では非常に慎重に導入されていった経緯がある。しかし、日本商法典の始祖であるロessler商法草案(1884年)当初から、一方において、株式の均一性を説き、権利内容の異なる株式は認めない趣旨でありながら、他方において、例外として、利益配当について権利内容の異なる株式を認めていた。明治23年(1890年)旧商法典では、優先株に関する規定はなかったが、明治32年(1899年)商法典において、優先株という概念が初めて明文化された。昭和13年(1938年)の改正では、優先株のみならず、さらに後配株や混合株などの複数種の株式の発行を認め、さらにその中の特定種類の株式について無議決権株式とすることを認めた。また、無議決権株式の発行額制限も規定され、発行済み株式総数の4分の1を超えることができないとされた。昭和25年(1950年)の改正では、無議決権株式を配当優先株式に限定し、所定の優先配当がなされない時は、議決権が復活するものとした。かかる経緯については、江口眞樹子「優先株式制度変遷史論」『早稲田法学』第73巻第3号, 1998年, 201-231頁を参照。

ただし、江口教授よれば、ロessler草案および明治23年旧商法典では、株主平等の原則は「同一種類の株式」のなかにおいてのみ妥当するという立場がとられていたのに対して、明治32年改正によって、優先株式は株主平等の原則の例外をなすという立場への立法的大転換がなされたとされる。

なお、平成13年(2001年)の改正によって、種類株式の規制緩和と多様化はさらに進み、利益配当とは関係なく、無議決権株式あるいは議決権制限株式を発行できるようになった。また、こうした種類株式の発行額制限も緩和され、発行済み株式総数の2分の1まで発行できるようになったのである。かくして、それ以前においては、無議決権優先株式は発行株式の3分の1以下と商法242条3項で決められていたの、徐々に普通株以外の株式の普及に弾みがつきそうな気配である。

28) 吉川義弘『新版株式会社財務論』1967年, 87頁。

29) わが国においては、優先株の発行はかつて増資の場合に限って認められ、その後会社設立時においても発行を認められるようになってからも、財政状態に不安のある会社がこれを発行するという懸念は、いまま払拭されてはいない。つまり、わが国における優先株の発行は、巨額の必要資金、元本返済義務からの脱却、実質支配権の維持といった企業側の要請と、将来利益分配への加担、無機能資本利子の獲得、リスクの高度分散といった投資家側の要請とのマッチングにもとづくというよりも、収益力の低い企業や破綻すれすれの企業にとって、借入金や社債よりもありがたい資金導入を企業側が投資家側にお願いするという構図になっている。

たしかに、19世紀中葉のアメリカ鉄道業の勃興期においても、不断に巨額の資金が必要であったにもかかわらず、利益および配当の実績がほとんどないために、配当に関して普通株よりも優先性を強調しつつ、社債のように固定的な利子を負担することなく、また債務不履行にともなう法的措置をうけることもないために、比較

的に雌伏準備期の証券金融の方法ではあった。比較的安定成長期であれば、法人税率も上がるであろうし、利子支払による節税効果などもあって、どちらかというところ社債発行にシフトしやすいようである。

- 30) 江口眞樹子, 前掲論文, 223頁。
- 31) ヴェブレンは、普通株と優先株という株式資本の二極分化について論じた『企業の理論』(1904年)の約20年後に、資本と信用の区別がなくなるほど出資行為と貸付行為が証券投資の形式をつうじて一体化していくことを論じた『不在所有制』(1923年)を上梓している。株式会社制度に対するヴェブレンのこうした鋭い洞察は、いわゆる大恐慌後に過剰投機防止の必要から証券取引法が制定される以前にすべておこなわれていたのである。
- 32) 株式会社の生成をめぐる歴史的研究としては、大塚久雄著『株式会社発生史論』有斐閣、1938年。再版、中央公論社、1954年。『大塚久雄著作集第1巻』所収、岩波書店、1969年を参照。この業績は、ただたんに歴史的研究であるだけでなく、「株式会社とは何か」という問いに対する理論的考究にもきわめて大きな影響力を与えた。もし読者が、もう少し簡潔な株式会社発展史を概観したいのであれば、大塚久雄著「企業集中論」『大塚久雄著作集第10巻』所収、岩波書店、1970年、317-368頁および馬場克三著、前掲書、1-45頁を参照。もし読者が、もう少しリラックスして、おもしろく株式会社の生成と発展の跡をたどりたのであれば、脇村義太郎著「商業史」『脇村義太郎著作集第1巻』所収、日本経営史研究所、1976年を参照。
- わが国においては、商業は長い間ほとんどすべて個人企業として営まれてきたし、共同経営といっても、かつての三井組のようにほとんど家族的結社であった。1867年(慶応3年)兵庫開港のために大阪商人20人が商社を設立せしめ、未だ組合の域を出るものではなかった。1869年(明治2年)に設立された通商会社と為替会社(のちの国立銀行)がわが国における株式会社の嚆矢とされているが、政府の音頭取りによって設立されたものであって、株式会社にたいする一般の無知のため、設立後いくばくもなく解散の憂き目にあっている。しかし、1878年(明治11年)株式取引条例が公布され、東京と大阪に株式取引所が開業した。そして、1893年(明治26年)の商法旧会社編施行によって会社制度がわが国において法制上確立したといえる。菅野和太郎著『日本会社企業発生史の研究』岩波書店、1931年。再版、経済評論社、1966年を参照。なお、わが国における株式会社制度の確立についての簡潔でわかりやすい解説として、小松章著『企業形態論』新世社、1990年、第4章、41-60頁を参照。
- 33) いわば通説として近代的株式会社確立の指標とされているのは、1855年におけるイギリスの有限責任法にもとづく全株主有限責任の法制化である。この点については、たとえば、荒井政治『イギリス近代企業成立史』東洋経済新報社、1963年、102-111頁を参照。
- 34) Thorstein Veblen, "Industrial and Pecuniary Employments," *Publications of the American Economic Association*, Series 3, Vol.2, 1901, in *The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays*, 1919, reprinted in 1961, p.311.
- 35) ヴェブレン自身は、企業資本の問題を実物資本の調達と運用の問題としてではなく、「のれん」の資本化あるいは格差利得の資本化によって企業資本の価値が膨張(水増し)しやすいこと、そして、そのことで大きな企業利潤や所有者利得が発生

しうることを問題にした。したがって、実物資本に対する「のれん」の位置づけには厳密であった半面、貸付信用と持分資本とのあいだに明確な境界線が引かれたわけではない。貸付信用 (loan credit) には、あらゆる種類の株券、利付証券などが含まれているのであり、それらの中で、とくに優先株がその代表的なものとして強調されているのである。一方において、持分資本の中核に位置づけられるのが普通株式資本であった。したがって、不在所有制度を蔓延させた証券投資システムの確立からみれば、貸付信用の範疇には持分資本の領域でさえ含むものなのであるが、貸付信用と持分資本とが対比される場合には、典型的には優先株式資本と普通株式資本との対比として展開されるものであり、現代の企業支配構造に敷衍させれば、証券金融と内部金融との対比としても展開されうるものである。

- 36) Thorstein Veblen, "On the Nature of Capital: (特)," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.22, Aug. 1908, in *The Place of Science in Modern Civilisation and Other Essays*, 1919, reprinted in 1961, p.335.
- 37) *Ibid.*, p.343.
- 38) *Ibid.*, p.346.
- 39) *Ibid.*, pp.347-348.
- 40) *Ibid.*, p.348.
- 41) Thorstein Veblen, "On the Nature of Capital: (監)," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.23, Nov. 1908, in *The Place of Science in Modern Civilisation and Other Essays*, 1919, reprinted in 1961, p.354.
- 42) ヴェブレンは、無形資産・物質的でない富・「のれん」をほとんど同義に使用していて、この「のれん」には、「確立した慣習的取引関係、正直な取引の評判、営業権や特権、商標、銘柄、特許権、著作権、法律や秘密によって守られた特殊工程の排他的使用、特定の原材料資源の排他的支配」(Thorstein Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, p.139. 前掲訳書, 111頁) などが含まれる。
- また、無形資産を構成するものが、かなり広範囲に及ぶこととかなり伝統的な特権に結びついていることを示すために、ヴェブレンは、特定の有能な技術者や販売員を雇用することや特定の消費財ブランドを流行させることなどにみられる単純な使途にかかわるもの (a matter of usage)、かつての騒音税のような領主の貢租設定力や大地主による公道の分断や閉鎖などの収奪にかかわるもの (a matter of arrogation)、特定都市やギルドの自由交易権・ハンザ同盟・AP 通信などの特許的契約 (contractual concession) にかかわるもの、かつての貿易独占権・株式会社設立許可証・野生動物捕獲許可証・発明品の特許などの政府が授与する特権 (government concession) にかかわるもの、輸出入時の貿易保護・消費課税・かつての英国航海法などの法律制定 (statutory creation) にかかわるもの、宗教的な催しなどに見られるなかば強制的・義務的な消費などの伝統化した迷信に特有の儀礼細目の厳守 (conventionalised superstitious punctilio) にかかわるもの、等々にもとづくことを指摘している。Thorstein Veblen, "On the Nature of Capital: (監)," p.362. そのほとんどは、前近代から見られるものやもはや消滅したものまであり、近代企業の無形資産の例示には適切とは思えないが、無形資産が、たんに暖簾としての企業の見えざる資産価値を表すばかりでなく、それが特定企業にながしかの格差利益を獲得させる特権や既得権益を与えるという事実をヴェブレンは示そうとしたのである。

- 43) Ibid., p.363.
- 44) Ibid., pp.373-374.
- 45) Ibid., p.374.
- 46) Ibid., pp.374-375.
- 47) Ibid., pp.375-378.
- 48) Ibid., pp.378-384.
- 49) アメリカの代表的な産業の将帥たちは、ほぼ1835年から1845年にかけての10年間に生誕した。たとえば、ジム・フィスク (Jim Fisk, 1834), ピーター・ワイドナー (Peter A. B. Widener, 1834), アンドリュー・カーネギー (Andrew Carnegie, 1835), ジェイ・ゴールド (Jay Gould, 1836), チャールス・タイソン・ヤーキーズ (Charles Tyson Yerkes, 1837), ジェイ・ピー・モルガン (J. P. Morgan, 1837), ジェイムズ・キーン (James Keene, 1838), ジェイムズ・ジェイ・ヒル (James J. Hill, 1838), ジョン・デイ・ロックフェラー (John D. Rockefeller, 1839), エイッチ・エイッチ・ロジャース (H. H. Rogers, 1840), ジョージ・エフ・ベイカー (George F. Baker, 1840), ウィリアム・ロックフェラー (William Rockefeller, 1841), ウィリアム・シー・ホイットニー (William C. Whitney, 1841), ジョージ・エフ・ベア (George F. Baer, 1842) などの名前をあげることができる。つまり、同時代を生きたヴェブレンが目ざらぬに産業界の将帥たちは、ほとんどすべてヴェブレンよりも15歳から20歳ほど年長者なのであった。彼らは、財貨・用役の生産・販売によってではなく、むしろ株式会社メカニズムを利用することによって莫大な利潤機会をつくりだし、巨万の富を蓄積したのである。そのため、彼らは、泥棒貴族 (Robber Barons) —カール・シュルツ (Carl Schurz) による命名とされる— と揶揄された。歴史家レートリッチによれば、彼らの行動に最初の理論的な関心を向けたのがヴェブレンであり、とくに南部鉄道網の中核であったリッチモンド・ターミナル社 (the Richmond Terminal Company) の倒産に再建の手をさしたジェイ・ピー・モルガンを阻もうとしたある創業者兼株主の行動が、ヴェブレンの思想に1つのヒントを与えたとされる。この創業者兼株主は、リッチモンド・ターミナル社の株式発行と株価操作によってそれまでに2度大もうけしており、倒産危機のなかにあってもなお、いま一度そうした利潤機会がもたらされるのを期待していた。Fritz Redlich, "The Business Leader as a Daimonic Figure: (特) & (監)," *The American Journal of Economics and Sociology*, Vol.12, No.2-3, Jan. and Apr. 1953, pp.163-178, 289-299.
- 50) 「産業の将帥」概念の変遷については次の文献を参照。Robert Dixon, "Retrospectives: Captains of Industry," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.16, No.2, Spring 2002, pp.197-206.
- 51) ヴェブレン自身の表現によれば、「産業の将帥は、(生産技術的な) 創意工夫に富む人というよりもむしろ (金銭的に) 抜け目のない人であり、その将帥たるゆえんは、産業的な将帥であるよりもむしろ、金銭的な将帥であることに由来する」。Thorstein Veblen, *The Theory of the Leisure Class*, The Macmillan Company, 1899, reprinted by Augustus M. Kelley, 1965, p.230. 高哲男訳『有閑階級の理論』筑摩書房, 1998年, 254頁。小原敬士訳『有閑階級の理論』岩波書店, 1961年, 218-219頁。
- 52) Thorstein Veblen, "On the Nature of Capital: (監)," pp.384-386.
- 53) Thorstein Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, pp.167-168. 前掲訳書, 133頁。

- 54) Ibid., pp.124-125. 前掲訳書, 100頁。
- 55) Ibid., p.129. 前掲訳書, 103頁。
- 56) Ibid., pp.168-170. 前掲訳書, 133-136頁。
- 57) 高哲男著, 前掲著書, 213-236頁。
- 58) 同書, 215-216頁。