

## 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(下)

— 企業所有の価値と機能 (5) —

### 三 浦 隆 之

#### E・S・ミードの過大資本化是認論

ヴェブレンと同じ時代を生きて、その引用のされ方<sup>1)</sup>からしても、ヴェブレンの企業理論の形成に少なからぬ影響を及ぼしたにちがいないE・S・ミードは、その主著『トラスト財務論』の中で、過大資本化がそれ自体として悪いことはまったくないと主張した<sup>2)</sup>。彼によれば、株式の一般市場公開をもくろむ新規企業が、その株式発行を成功裏に推し進めようとするれば、ことの性質上、過大資本化は避けがたい必然となる。

もともと過大資本化であるか否かの評価は、企業の発行した株式や社債といった証券の額面価値が、その企業の収益力を基準にした実際価値を上廻っているか否かにもとづいている。収益力を基準にした実際価値は、その企業の継続事業体としての価値であり、その企業の生産的資産の実質価値であって、一定年度間に獲得した純収益の資本還元価値にほかならない。

したがって、企業は、本来、その収益力を増すにつれて、順次、その企業資本を増大していくべきものである。その方法が、獲得利益をいったん配当した上で再出資を募ろうと、その獲得利益を直接内部蓄積しようとする、そうした利益の資本化過程において、新たに企業資本に追加された貨幣額は、できるかぎり、「現金市場価値」すなわちいつでも額面と等価値で取り返せる

ものであったほうが都合がいいにきまっている。

ところが、企業の保有する実物資産の価値は、鉱山業における地下埋蔵資源の価値に見られるように、もともと正確に測定しがたい価値を多々含むものであり、さらに、企業の保有する実物資産の市場価値と企業の発行した証券の額面価値はおろか市場価値とのあいだにも齟齬が生じやすく、しかも、こうした齟齬は、内部留保利益の資本金組入れや買収併合企業との株式交換などのように、株主などの企業所有者による新たな出資金の直接的な追加拠出を伴わない企業資本の増加の機会が増えれば増えるほど拡大しやすくなっていくものである。

株式交換などによる新規資金の追加をとまなわない資本の増加は社会利益に反するものと一般には受けとめられやすい。その根拠は、次の3点に集約される。

- (1) 水増し株に配当を支払わざるをえない企業は、その企業の製品を購入する消費者に高価格を課すことになりかねないからである。
- (2) 生産設備の追加必要分のコストを上廻る資本の追加は、不必要な生産設備を増加させ、ひいては国家資源の浪費をもたらすことになりかねないからである。
- (3) 現金による等価拠出のない証券の発行は、往々にして、そのことを知らない一般大衆株主たちに価値を薄められた巨額の株式や社債を販売することになりかねないからである。

しかし、ミードは、こうした見解に反論する。

企業は、その資本化の基礎が何であれ、最大純収益をあげるところに価格を定めるものであって、この最大純収益点は、生産高を上げることによる生産費の低下にもとづき、低価格でより多くの消費をもたらしうるところに求められることはあっても、ただ単純に配当コストを製品価格に転嫁できるものではない。それは、かえってその企業の純収益を引下げることになるで

あろう。配当の大きさは、達成された純収益の大きさによって規定されることはあっても、配当の大きさが、達成される純収益の大きさを規定することはないのである。

配当と純収益の関係ばかりではない。株価と純収益の関係においても同様のことがあてはまる。たとえば、スタンダード石油社の株が700ドルで売られているからといって、そのことによって石油価格が押し下げられることはないし、US スチール社の普通株が35ドルで売られているからといって、鉄道用スチールの価格が押し上げられることもないのである。石油にしてもスチールにしても、最大利潤を生み出す価格で販売されるのであって、資本が増大したからといって製品価格が上昇することはないのである。

また、特定企業における水増し株の存在は、むしろ競合企業の競争力を増すことになる。なぜなら、競合企業がみずから真正価値で生産設備を資本化していることを示すことによって対抗すれば、生産設備への投下資本収益率を適正な競争水準に引き戻すことが可能だからである。

しかも、鉄鋼トラストによる巨大資本の形成は、その対抗業者たちの領域侵犯行為に対してこれまで以上に寛容な態度をとらせたために、US スチール以外の競争業者の生産設備をかえて急速に増大させることになったのである。鉄鋼産業の拡大期において、まず不必要な生産設備という観点があてはまらなかっただけでなく、生産設備の拡大は、既存の工場を併合する鉄鋼トラストによって推進されたというよりも、むしろ鉄鋼トラストに自社工場を販売することを目的とした既存の競争業者によって推進された。US スチール社に1902年に併合されたユニオン製鋼社などは、その典型的な事例である。

第3点としてあげられた、過大資本化は大量の無価値証券の発行をもたらすという通俗的な主張については、ミードは次のような反論をおこなっている。

アメリカが伝統的におこなってきた収益力にもとづく資本化という方法は、時には決して実現されることのない予想収益だけで、投機的な大衆を新規企業の株式や社債に殺到させたことは事実である。しかし、実績を着実に積み上げてきた企業が、これまでの高収益業績を踏まえて、次第に資本規模を拡大する場合、あるいは、垂直統合などで有力な資源確保が确实となる場合などもある。いずれにしても、企業の収益力は、その生産物市場や資本市場においてくり返し再評価されるものである。

そして、もしも10パーセントの資本利益率で5パーセントの配当率を達成している企業の株価が百ドルに相当するのであれば、20パーセントの資本利益率で10パーセントの配当率を実施する企業の株価は少なく見積もってもせめて180ドルくらいの高さになることが正当化されてしかるべきであろう。さらに、もしも株価が額面価値近辺に維持されるべきだとすれば、企業収益力の増大にもなって発行株式数も増大しなければならないことになる。要するに、株式は、その資本価値に相応するところまで水増しされねばならないという理屈である。

では、なぜ株価が額面近くに維持されることを前提にせざるをえないかということになるが、企業が設立時あるいは設立直後であれば、たとえその企業の潜在的な収益力がかなり高いとしても、発行する証券が大きく流通することをまだ想定できないであろうし、まず何よりもできるだけ買いやすくかつ売りやすくしておく必要があるからである。価格調整をしばらく抑えて、さしあたり数量調整で対応しようというわけである。

厄介なことには、当時のアメリカには、6パーセント以上の利益率を稼いでいる企業は社会を犠牲にした上でそれを稼いでいるのではないかという一般的な懸念がいつも付きまとっていたし、そうした高収益企業に対する敵対感情は、増大した利益をすべて特定株主に分配しているのではないかという戸惑いや困惑からもたらされていた。だからといって、資本勘定の操作をお

こなつて事実を覆い隠したり逃げ口上を探したりすることで、こうした敵対感情を避けるべきではない。収益力の資本化が正当化されてしかるべきものであるならば、大衆を騙すことから益を得るのではなくて、それ以外の根拠に基づかねばならない。

ミードは、収益力の資本化を正当化する根拠を次の3点に求めている。

- (1) 利益の増大に歩調を合わせて、会社証券を追加発行すれば、会社証券の一単位当りの価値はもっと安定的になり、その所有はもっと広く分散することになる。
- (2) 利益の資本化によって、企業はもっと容易な条件で貨幣資本を調達することができる。
- (3) その所有者の財産としての株式の価値は増大する。

はじめの2つの根拠はつながっている。たとえば、もしもある会社の証券が700ドルで売られていたとすれば、広範囲にわたる所有の分散には適合しない。ほんの100株買うのに7万ドルが必要になる。よしんばある投資家が証券投資に7万ドルを使えるにしても、他に100ドル前後の株価で同様の利益率を達成している会社が7社あれば、彼は間違いなくこれら7社の株を100株づつ買うことになるだろう。そうすることによって、彼は自分の投資リスクを分散することができるからである。まさしく、「あなたの卵を全部一つの籠に詰め込むな」である。

もちろん株価の上昇それ自体を非難しているのではない。ただ株価を150ドル以下に保持できれば、需要基盤を広くすることができ、その結果、株価の変動幅もある程度小さくすることができたということである。価格の変動幅の小さいことは、比較的配当率重視であった当時のアメリカにおいて結構尊重されたのである。株式や社債が広範囲に分散所有され、なおかつ手堅く保持されることは、ほとんどの法人企業にとってきわめて重要なことである。そして、そのためには、そうした企業の発行する証券に一般投資家がア

クセスしやすい状況を用意しておかねばならない。

額面金額に近いところで売買される株式は、高いプレミアム付きで売買される株式よりも概してさらに幅広い市場をもつことは疑いのないところである。高値のついた証券は、その取引に巨額の資金を要する上に、株価変動による利潤機会が少ないと思われがちなので、平均的な投機家に人気のあるものではない。しかし、例外的にそうした投機的な需要の存在も看過できないケースがある。投機的需要が投資的需要を大きく凌駕したケースとして、たとえば、1901年におけるスタンダード石油の株価は、1月に796ドル、5月に840ドル、12月に660ドルと変動したが、株式利回りは他の低価格株式に比べて6.3パーセントと高かったのである。

といっても、活発な取引の対象になった株式の大半は、ほどほどの配当を支払い、低価格で販売されていた。しかも、實際上、そのほとんどは額面割れをしていたのである。ただし、この当時の額面割れは、独自の意味合いをはらんでいた。それは衰微しつつある企業価値を象徴するよりも、むしろ信頼できる証券を割安に購入できる機会として受け止められたのであった。投資家が自分の所有する株式をいずれ現金化したいと望むのであれば、5パーセントの配当を支払い100ドルの額面価値で販売される株式を百株所有していたほうが、10パーセントの配当を支払い180ドルで販売される株式を50株所有しているよりも現金化の機会が多いと思われる。そして、担保物件としての価値も前者が後者よりも高く、また、高価格株式の株価変動の幅は相対的に大きいので、銀行の貸付利率は後者が前者よりも高くなりやすいようである。

いずれにしても、とくに新規企業あるいは急速に資本規模を拡大しつつある企業にとって、自社株式に対する多くの需要を獲得するためには、株式価格はあまりに高すぎないほうがかえって好都合なのである。株式価値の引上げによってではなく、発行株数の調整によって株式価格をある程度抑えてい

たほうが企業側と株主側の利害を連結しやすくなるということである。

ミードによれば、過大資本化と過小資本化とを区別する基準は企業の発行する株式などの会社証券の額面価額が実際の市場流通価値とのあいだにどのような懸隔をもつかによって決まる。前者が後者を上廻れば過大資本化となり、後者が前者を上廻れば過小資本化となる。したがって、両者が一致していれば適切資本化ということになる。

資本化にあたって、企業がめざすべきは必ずしも適切資本化ではないかもしれない。企業としての資本吸引力がいわゆる過大資本化によってもっとも高められうると判断すれば、われわれは、企業のそうした意思決定を非難することはできない。われわれはいまや、そうした過大資本化が、発行株数や発行社債数によって調整されているかぎり、投資家サイドにおいても是認すべき根拠をもつことを知るのである。

要するに、あらゆる種類の会社証券に額面価額をつけるのが当然であった時代には、企業価値は、額面価額×発行証券数と市場価値×発行証券数というかたちで二重に表現されうることになるが、いかに企業価値の高いことを確信するプロモーターでも、単位当りの額面価額を高く設定するよりも、発行証券数を増やすことによってその企業価値の高さを裏付けようとするだろう。そして、その売出価格を額面価額よりも一段低めに設定することによって、その証券の販売可能性をさらに高めることができるのである。その際、額面価格は投資家にとっての将来の最低期待価格として受け止められ、売出価格を抑えれば抑えるほど、発行されるべき証券数はますます拡大していくことになる。拡大した発行証券数をもって、世間ではこれを過大資本化の一つのあらわれと見るむきもあるが、拡大した証券数が抑制された単位価値によって相殺されているのであれば、全体としての企業価値の大きさは変わらず、相殺された分そのような過大資本化は解消されていると解釈してしかるべきであろう。

かつてアメリカにおいて会社証券の一単位当りの額面価額は百ドルが相場であったように、日本における株式の一単位当りの額面価額は50円が相場であった。このように額面価額が固定化すればするほど、企業価値の高い企業は、発行証券数を増やすことによって対応することになる。そして、その証券の流通可能性が高く、すべて償還可能債券のごとくに受け止められれば、実際の発行価格は額面価額を下回ることによって実質利回りを上げる策がとられることになるだろう。その際に、発行価格×発行証券数で表現される企業価値がその企業の証券発行時における真正の企業価値を示すものと仮定できるとすれば、そのようにして計算された企業価値の大きさがたとえ額面価額×発行証券数によって表現される企業価値の大きさを下回っていても、われわれはこれを排除すべき過大資本化として非難することはできないのである。

市場価格×発行証券数こそがその企業の実際価値をその都度表現するので、額面価額を割った売り出し価格によって発行証券数が伸びて、額面価額×発行証券数が過大化しても、それはその証券を購入する投資家にとっての当該企業の将来の期待価値を表現するにすぎないというのがミードの立場である。証券市場を活性化する力は、現在価値と将来の期待価値とのあいだに格差が存在するという確信であり、そのギャップが大きいほど新規企業設立を支える出資者たちを十分に呼び込めるというわけである。

### 創業と再編（合併）のマジックの違い

以上のように、むしろ過大資本化したほうが広く一般大衆に新設企業の証券を引受けてもらいやすい環境を整えることになるので、過大資本化は会社証券発行のいわば必然となった感がある。その新設企業が本当に存続しうる価値があるかどうかは設立時にははっきりしないことが多いものであり、企業家の情熱と投資家の冷静さとのあいだに存在しやすい情報や気分のギャッ



プを埋めるのがプロモーターの役割なのであるが、企業の存続や成長についての確からしさがはっきりしてくるまで、その会社証券はとりあえず発券引受業者を含む投機家たちに向けて売りに出されるので、会社設立時点においてその会社証券を魅力的にするのはその証券の低価格販売しかないのが大方の実情である。このような場合には、額面価額と発行価格の差額が引受業者の受取る危険プレミアムなのである。

一方においてモルガン商会のような巨大金融資本を主軸にしなが、他方においてヨーロッパおよび北米各地の無機能的不在投資家たちを結集するために、初期の巨大産業資本の再編成をもくろむプロモーターたちは、結局のところ、ドイツのヒルファディングの規定するようなかたちとはまったく異なった、そのプロモーターズ・プロフィットを獲得したのであった。19世紀末から20世紀初頭にかけて、アメリカの巨大産業資本は合併に次ぐ合併によって、言い換えれば、株式会社からさらに大きな株式会社に再編成し直すことによって、空前ともいえる規模の株式会社金融の一大実験をおこなったのである。ところが、同時期におけるドイツでは、同様に会社設立のブーム期を迎えてはいたが、そのほとんどは既存の個人企業から株式会社への転換が主たる柱になっていた。まさしく、すでに個人企業として集積された資本が、株式会社への転換によって流動化の形態を与えられた時期であった<sup>3)</sup>。

このような当時のドイツ的な状況下にあつては、会社の外部の銀行が、株式を額面で引受けて額面以上で売りに出し、その差額を創業者利得として取得するという関係が容易に生じたであろう。いわば、株式プレミアムを創業者利得として解釈する立場からすれば、わかりやすい状況であった。

したがって、ヒルファディングの視座はあくまでも現実資本と証券資本とのあいだに生じるギャップをとらえることにおかれていたが、アメリカにおけるミードやヴェブレンの視座は、そのことをふまえてさらに、発行される証券資本それ自体の市場価値と額面価額とのあいだに生じるギャップを問題

にしたのである。発行証券資本の市場価値が額面価額を下回れば下回るほど、あるいはそのように予想されればされるほど、実際の発行証券数を高めるように調整されたし、あるいは逆に、実際の発行証券数が水増しされたがゆえにその市場価値が額面価額を下回るようになったとも解釈できる。

それにしても、この当時の産業資本への投資は、鉄道資本に較べて、その将来収益力の判断に具体的な裏付けが乏しいように思われた。鉄道資本であれば、どの町とどの町がつながり、その人口や資源、競争関係も具体的にとらえやすいが、産業資本となると、その将来における需要や競争関係は無機能的不在投資家にはいっそうわかりにくいものとして映じたに違いない。そのような投資家に対して、額面価額を下回る市場価値は、証券価値の劣化としてではなく、買いやすい証券の将来におけるいわば最低保証価額を示されたかのごとくに機能してしまったのであった。

ヒルファディングは、一方において水増しが創業（者）利得とは関係ないことを主張しながら、他方において「事情によって水増しは、創業者たちの分け前を創業利得以上に高めるための適切な金融手段である」ことを認めたくうえで、さらに彼は、株式資本の相場価値（株価総額）が機能資本の大きさを凌駕するにしても、「企業の収益と利子率とが与えられたものとすれば、株式の相場価値（一株当り株価）は、発行される株式の数量にかかっている」として、次のような4通りの設例を試みている<sup>4)</sup>。

いわく、「生産的資本が100万マルクで20万マルクの利潤をあげる一企業の総株式資本は、利子率が5%ならば、400万マルクの相場価値をもつであろう。しかし額面価値1000マルクの一株の相場は、発行される株式が100万マルクならば4000マルク、200万ならば2000、400万ならば1000、800万マルクならば500マルクであろう」。

ヒルファディング自身は、この設例に対して、これ以上の解説を加えていない<sup>5)</sup>。

しかし、生産的資本、利潤率、利子率という3つの変数を前提にして、その企業の株式資本の相場価値（株価総額）が規定されるとしても、一株当りの株価は発行株式数量によって大きく作用されることを強調しておくことは重要である。株式流通市場においては、もっぱら各企業の一株当りの株価が対比されるようになっていて、株価総額や発行株数が直接的かつ表面的に常時対比されているわけではないからである。さらに、ヒルファディング自身が創業利得として積極的に認めようとしなかった「創業利得」の発生メカニズムがこの設例の中にきちんと取り込まれているからであり、そうした特殊な「創業利得」が19世紀末から20世紀初めにかけてアメリカで展開された合併運動の中で盛んに生み出され、それゆえにこそ、その地でその時代を生きたヴェブレンが注目した「プロモーターズ・ボーナス」もこの設例の中から抽出することができるからである。

この例では、利潤はすべて配当として分配されることが前提になっている。20万マルクの配当を5%の利子率で資本還元すれば、400万マルクの擬制資本価値（株価総額）をもつことになる。そして、同じ400万マルクの擬制資本総額であるにしても、発行株式数を変えることによって、さまざまな株式資本額が成立しうることを示そうとしたのである。ここでは、株式資本が生産的資本（機能資本）の100万マルクに等しい場合、株式資本が機能資本の2倍もしくは擬制資本の半分にあたる場合、株式資本が擬制資本の400万マルクに等しい場合、株式資本が機能資本の8倍もしくは擬制資本の2倍にあたる場合の4つの例が想定されたわけである。

たとえば、株式資本金100万マルクの場合、 $100\text{万マルク} \div \text{額面価値}1000\text{マルク} = \text{発行株式数}1000$ 、 $\text{株価総額}400\text{万マルク} \div 1000\text{株} = \text{一株当り株価}4000\text{マルク}$ のような計算がなされたことになる。このようにして、株式資本金200万マルクの場合は2000株の発行で一株当りの株価2000マルク、株式資本金400万マルクの場合は4000株の発行で一株当りの株価1000マルク、そして、

株式資本金800万マルクの場合、8000株を発行して、一株当たり株価が額面金額の半分の500マルクになって、結果的に資本の水増しとしてとらえられうることになる。

これら4つの異なる株式資本金の場合に、すべてが同じ生産機能資本100万マルク、同じ額面金額1000マルク、同じ擬制資本総額400万マルクをもつだけではない。それらは、異なる配当率をもちながら、同一の配当利回りをもつのである。すなわち、株式資本金100万マルクの場合、 $\text{配当額}20\text{万マルク} \div \text{株式資本金}100\text{万マルク} = \text{配当率}20\%$ 、 $\text{配当額}20\text{万マルク} \div \text{発行株数}1000 \div \text{一株当たり株価}4000\text{マルク} = \text{配当利回り}5\%$ となる。同様にして、株式資本金200万マルクの場合は配当率10%で配当利回り5%、株式資本金400万マルクの場合は配当率5%で配当利回り5%、株式資本金800万マルクの場合は配当率2.5%で配当利回り5%となる。

さらに、ヒルファディングのかかる設例においては、創業者利得を擬制資本（株価総額）マイナス機能資本とすれば、いずれの場合も300万マルクの創業者利得を獲得したことになる。しかし、これを株式プレミアムとして形成される分と創業時においていっきに先取りされる創業者利得とに分けてとらえることが重要になってくる。

なぜなら、第1例のように、機能資本と株式資本金とが等しく、したがって創業者利得と株式プレミアムとがともに300万マルクと等しくなる場合には、はたしてこの300万マルクは、創業者利得として創業者が取得することができるのか、実質的な資本構成分なので創業者は取得できないのかという問題が生じるからである。こうした問題をめぐる論争については、わが国では「プレミアム論争」として知られている<sup>9)</sup>。創業者利得としてだけでみれば、発券プロモーターがその一部あるいは全部をみずからの引受報酬となしうる可能性もあるが、同様に発行会社の内部資金として機能させることも可能である。しかし、株式発行市場において形成された株式プレミアムは、具体的

には株式発行差金として払込資本金とともにすべて追加的な機能資本に組み込まれてしかるべきものであろう。つまり、時価発行増資をして株式資本金に組入れなかった分を株式発行差金として企業内部に積み立てる際には、かかる株式プレミアムは、新たな追加的な機能資本として文字通り会社内部で機能することになるからである。とすれば、新たな機能資本と新たな発行株価総額とが等しくなり、時価発行増資によって新たな創業者利得が発生しないケースとして、第1例をとらえることができるであろう。

かくして、「発行株価総額マイナス機能資本」としての創業者利得が、「発行株価総額マイナス株式資本金」としての株式プレミアムを上廻るかぎりにおいて、その上廻る部分のみを社外に持ち出すことの可能な真正の創業者利得としてあらためて認識することになるのである。

第2例においては、発行株価総額400万マルクのうち200万マルクを株式資本金に組み込んだわけであるから、株式プレミアムは200万マルクとなり、創業者利得300万マルクとの差額100万マルクがいきいきに先取りすることのできる、いわば純創業者利得ということになる。

第3例では、額面金額と発行株価がともに1000マルクと等しいため、株式プレミアムは発生しなかったが、擬制資本マイナス機能資本で計算された創業者利得と創業者利得マイナス株式プレミアムで計算された純創業者利得とがともに300万マルクということになる。

第4例においては、発行株価が額面金額の半額の500マルクなので、もとより株式プレミアムは発生していないが、純創業者利得を創業者利得と同じ300万マルクとみるか、あるいは、それ以外の計算が成り立つのかという問題が残されている。

水増しは本質的なものではなく、通例では法律によって阻止されうるとしたヒルファディングではあるが、彼の創業者利得の計算枠組みに則れば、第4例においてさえ300万マルクの創業者利得が発生することは容易に認めら

れるであろう。しかし、株式プレミアムをゼロと解釈するか、マイナス400万マルクと解釈するかによって、純創業者利得の解釈も300万マルクになるかマイナス100万マルクになるかに分かれることになる。ヒルファディング自身は、この問題に踏み込んでいない。しかし、額面割れの株式発行にもかかわらず、発行株数がきわめて多く、しかも、まだ転売などで流通するに至っていない段階では、株式プレミアムの発生する素地そのものが欠落しているので、創業者利得も純創業者利得もともに300万マルクとするのが、ヒルファディング的な見地からすれば順当であろう。

この場合、あくまでも計算上においては、実際の生産活動に機能させる現実資本として必要なのは100万マルクだけであり、たとえ株式資本金を機能資本の大きさに合わせようが合わせまいが、発行した8000株のうちの4分の1の2000株だけを残して、残りの6000株は理論的にはどのような形でも運用・処分できる創業者利得ということになる。この6000株は、額面総額では600万マルク、株価総額では300万マルクになるが、この300万マルクが現金出資あるいは現物出資ではない完全な水増し発行であっても、あるいは水増し発行であればこそ、その所有者を一方的に利するもっとも巧妙な創業者利得ということになる。何が巧妙かというと、なんら身銭を切っていない株券を大量に発行して、一般投資大衆の買いやすい低い株価で大量に販売するという構図がそこに潜んでいるからである。

ただし、これは、あくまでも計算上においてのことである。実際上は、生産現場で機能する実体資本と証券市場で機能する擬制資本とは、相互に関連しつつもそれぞれ独自の循環性をもつ運動を可能にするので、既存の企業資本所有者のすべてが所有する持分のすべてを手放しても、ただ所有者が入れ替わっただけで、実体資本はこれまでどおりに機能しうるのである。

ヒルファディングの措定する創業者利得の概念は、自分の創業した企業を必ずしも手放さなくても、みずからが高めた企業価値を資本市場に問うとい

う構図さえあれば成立するものであり、高められた企業価値の増加分がその企業でこれまで形成されてきた暖簾価値ということになる。理念型的にいえば、自己資金で生産資本を賄ってがんばってきた企業が株式会社化する（あるいはもともと株式会社としてスタートした企業がいよいよ証券市場に上場する<sup>7</sup>際に、これまでの企業活動が評価され、さらにこれからの企業活動を期待されて、機能資本価値と擬制資本価値とのあいだに格差が生じることになる。かくして、ヒルファディングの創業者利得という概念も、つまるところ暖簾価値を表現するひとつの局面であることが明らかとなる。

しかし、創業者の利益は、このようなかたちで報われるとは限らない。たとえば、アンドリュー・カーネギーが創業し、その企業資本の大半を個人的に所有していた製鉄会社をUS スチールにまるごと売却した時、彼が手にした創業者利得は、機能資本と擬制資本とのあいだの価値格差としての創業者利得であることに変わりはないが、その実現のステップは2段階になっていた。もちろん、それは究極的には、カーネギー会社の機能資本とそれと引き換えに受け取ったUS スチールの擬制資本のあいだの価値格差ではあったが、段階的には、まずカーネギー社の機能資本価値とカーネギー社の擬制資本価値との格差としてあらわれ、ついでカーネギー社の擬制資本価値とそれと引き換えに受け取ったUS スチールの擬制資本価値との格差として実現されたのである。ということは、カーネギー自身が創業者利得として意識したのは、究極的な機能資本と擬制資本とのあいだの価値格差からもたらされる利益よりも、むしろ最終実現段階の2つの処分可能な擬制資本価値の格差からもたらされる利益、すなわち自己の所有する既存企業の証券資本の市場価値（擬制資本価値）とそれと交換に受取った新規企業の証券資本の市場価値（擬制資本価値）とのあいだの大きな格差利得だったのではないだろうか。もし創業者利得の概念を機能資本と擬制資本のあいだの価値格差であることに固執するのであれば、合併前擬制資本と合併後擬制資本のあいだの価値格

差を合併者利得とでも銘打つ必要があるだろうが、私自身は、こうした合併者利得も創業者利得概念の外延的な展開の一環として位置づけたいと思う。合併後企業の機能資本価値は、資料上の制約などがある場合には、便宜上、ひとまず合併前企業の擬制資本価値で代用しうると考えるからである。

ところで、創業者によって直接拠出された機能資本の価値でさえ、つねに実体資本価値を表現するとは限らない。もともと価値評価にはその絶対性を保証しうる基準は存在しないのであるが、擬制資本の運動と対比する意味では、まず初めに機能資本ありきという構図はとても都合がいい。しかし、機能資本は、創業者によって直接拠出されるばかりではない。また、たしかに証券市場を介して追加的な設備資金を調達する時でも、機械設備の購入代金とそのために発行した証券資本の市場価値とを明確に峻別することができる。しかし、吸収・合併した既存企業の生産設備やノウ・ハウなどをそのまま運用する時には、調達した機能資本の価値額は、被買収企業の証券資本の市場価値額（買収価格）によって表現することができるのではないだろうか？既存企業の生産設備を生産設備としてだけで入手せずに、それを扱うノウ・ハウをもった人材もいっしょに吸収したのであれば、吸収・合併などの企業再編のたびに、被買収企業の擬制資本価値（買収価格）は買収企業の機能資本価値としてまると組み込まれていくと解釈すべきであろう。厳密には、被買収企業の買収価格を実体資産価値と無形資産価値とに分けて把握すべきことはいうまでもないが、創業者利得の発生時点として企業創業時ばかりでなく企業再編時をも考慮に入れるべきだとすれば、創業者利得の発生源は、つねに機能資本と擬制資本とのあいだの実質的なギャップとしてあらわれるばかりではなく、少なくとも表面的には擬制資本と擬制資本とのあいだの名目的なギャップとしてあらわれることもありうるということである。

そこで、この第4例を新規創業や増資時の例ではなく、既存企業の合併時の例だとしてみよう。しかも、新たなる現金あるいは現物による追加出資は



なく、すべて既存企業と合併企業とのあいだの株式交換だけで新企業が成立したものとする。その場合には、もはや機能資本の額と擬制資本の額とを対比することの意義は後退してしまっている。合併企業の機能資本は、すでに既存企業の中で運用されてきた機能資本とまったく同じものだからである。とすれば、対比すべきは、なによりもまず既存企業の擬制資本価値額と合併企業の擬制資本価値額であり、その差額にこそ注目しなければなるまい。

しかしながら、ヒルファディングの設例においては、そのような計算のできる配慮はなされていない。ヒルファディングは、機能資本家と無機能資本家が連結される発券市場において、機能資本家が無機能資本家から利益を得る可能性に着目したが、企業合併時に連結されるのは、機能資本家（創業者）と無機能資本家（不在所有者）というよりも、むしろ旧企業所有者と新企業所有者であって、いずれの側にもその主軸には機能資本家が存在しているのである。

それにしても、ヒルファディングの第4例は、発行株価は低く抑えて、その分発行株数のほうを大きく伸ばした結果を受けて、合併企業の名目上の資本金額（額面総額）と実質的な資本金額（株価総額）とについては十分に対比できるようになっている。その際、額面総額（株式資本金）800万マルクと株価総額（擬制資本）400万マルクの逆差額400万マルクは、発行株数の水増しによって発生したものであり、買い手には将来の資本価値800万マルク（一株1000マルク）を今なら400万マルク（一株500マルク）で買えますという広告材料にはなっても、売り手にはマイナス情報にしか見えない。ところが、株式交換だけで成立する企業合併の場合には、売り手は必ずしも損をしないのである。

新企業の機能資本価値を旧企業の資本価値と仮定し、その旧企業資本の額面総額と市場相場価値総額が等しいと仮定すれば、旧企業の所有者は、一株1000マルクの旧会社株1000株を新会社株8000株と交換したことになる。旧企

業の所有者は、100万マルクの旧企業資本を400万マルクの新企業資本と交換したわけである。この新企業の株価が500マルクになるのは、擬制資本総額の400万マルクを発行株数8000株で割ったからであり、プロモーターの想定する新企業の暖簾価値は、700万マルク（＝額面総額800万マルク－機能資本100万マルク）にもものほり、新株発行時点においては、「水増し」ととらえられかねないほどの大きさであるが、それが水増しであるか否かは将来の実績によってのみ判断される。それにしても、この暖簾価値の大きさは、新株発行時点においては、あくまでも将来の不確定要素を含んだ長期的かつ希望的な観測に過ぎないことは間違いない。

もう少し確実な暖簾価値の計算は、新企業資本の市場評価額400万マルクから機能資本100万マルクを差し引いて求められる。この差額300万マルクが、新企業設立時の実質的な暖簾価値であり、旧企業の所有者が潜在的に獲得した創業者利得の総額なのである。

ここで、われわれが念頭におくべきは、新企業設立時の擬制資本価値が400万マルクで実質的な暖簾価値が300万マルクであるにもかかわらず、合併プロモーターたちは、700万マルクもの暖簾価値を想定し、額面総額800万マルクもの株式資本金を設定することが可能だということである。

かくして、ヒルファディングの設例の中には、たとえば独占の形成によって利潤獲得力のアップが見込まれるような時、既存企業の株式に対して新合併企業のより多くの株式でもって交換する行為によって、一株当たり株価は額面割れで発行され、株式プレミアムはまったく発生しなかったにもかかわらず、創業者あるいは既存企業の株主が独自の「創業者利得」をえるケースを考察するための手がかりになる部分的な枠組みが含まれていたことが理解される。

企業資本の価値額の変化は、それが額面価値であれ市場価格であれ、一株当たりの価値額の変化として語られることが多い。しかし、企業の設定、上場、

増資、再編などのように、企業価値が発行市場サイドで変化するときには、むしろ発行株数によって調整されることが多いのである。プロモーターは株価を一方的に決定することはできないが、発行株数は一方的に決定することができるのである。プロモーターによる意識的な調整は、株価ではなくて、株数に集中する。株式流通市場が株価に集中的に注目するのと対照的である。

その点でいえば、ヴェブレンは、企業合同による再資本化過程に注目し、そうした再資本化によって追加される資本価値額が「資本化の単位数<sup>8)</sup>」によって増加させられていくことを正確に認識していた。さらに彼は、そうした資本価値額の増加が「企業合同にもとづく収益力の予想される増加」を反映するものであり、企業合同によって無形資産（暖簾）価値が形成（追加）されたと解釈するのである。こうした資本価値の増分は、当然ながら、所有者に帰属するものであり、所有持分に応じて所有者に株数（資本化の単位数）で割り当てられる。

そればかりではない。企業合同を企画し発券引受（主として発券交換）業務を担当した発起業者への報酬さえも「新しい資本化額における株式の一定量」で賄われたことにヴェブレンは注目する。すなわち、ヴェブレンは、企業合同による資本価値の増分が、いわば所有者利得としての暖簾価値といわば発起者利得としての引受業務報酬とからなることを指摘しているのである。そして、発起者利得の取り分が増えるにつれて、その分、所有者利得が侵蝕されるとヴェブレンは考えたようである。

いわく、「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<sup>9)</sup>」と。

ヴェブレンにとっては、企業合同による資本価値の増加分を所有者と発起者で分け合うのではなく、企業合同による資本価値の増加分は本来所有者にすべて帰属すべきであるにもかかわらず、発起者によって本来の取り分が削

られているというわけである。

機能資本家でもある発起者が発起者としての機能を果たし、無機能資本家をも多く含んだ所有者が発起業者による企業合同の成果に与るという側面が多少とも存在するのであれば、企業合同による資本価値の増加分は所有者と発起者とで分かち合うというのがむしろ妥当な見方かもしれない。しかし、現実には、妥当な暖簾の増加分を超えた再資本評価がおこなわれた上で、これに加えて、さらなる発起者報酬分を上乗せするようなことがあれば、ヴェブレンでなくても、企業合同による資本価値の増加に対する社会的な疑義を生じることになるであろう。

#### **US スチール設立時の創業者利得**

ヴェブレンが目にしたプロモーターズ・ボーナスは、企業合併などのように、もともとすでに存在し、これまで活発に生産活動を展開してきた複数の株式会社同士がひとつの株式会社として再編されるだけで、そのプロモーターに巨額の報酬が支払われるメカニズムを際立たせるための概念であった。ヒルファディングにしても、企業再編時における創業者利得の成立を完全に否定していたわけではない。しかし、両者のスタンスはまったく異なっていた。ヴェブレンは、モノづくりになんらの貢献をしなくても擬制資本市場を利用するだけで利得が生み出されうるといった否定的な側面に注目した。これに対して、ヒルファディングは、これまで機能資本家として貢献してきた創業者が擬制資本市場において評価されて報われるという肯定的な側面に注目する。

いずれにしても、ヴェブレンもヒルファディングも、創業時や再編時に機能資本の大きさと擬制資本の大きさのあいだに結構大きなギャップが生じやすいことに着目した。そして、プロモーターの立場からみたギャップがプロモーターズ・ボーナスであり、出資者（所有者）の立場からみたギャップが

創業者利得なのである。前者は後者の一部を構成する。すなわち、後者は前者を含む。

ところで、US スチールへの併合に際して、被併合諸会社の原始所有者ともいうべき人々が、どれだけ実質的な創業者あるいは機能資本家であったか、そして、合併新会社設立後に彼らが自己の持分を保持したか売却したかなどをここで問う必要はない。たとえば、アンドリュウ・カーネギーのように、総体としてはUS スチール成立とともに機能資本家の立場から擬制資本家の立場へ急転換する、あるいは資本の原始的な所有者から所有総資本の一括販売者への道をたどったというシナリオを想定しても、JP モルガンのように、多くの被併合会社の原始的所有者でもあったが、新合併会社のプロモーター兼実質的な最高経営者でもあり続けたというシナリオを想定しても、いかなる場合においても、われわれは、US スチール設立時において発生した創業者利得の大きさを明示することができるからである。

なお、ここでは、いうまでもなく、歴史的な事実としての額面価値、発行株数、市場評価額を尊重するので、合併効果を考慮した配当可能利益を算出して、これを市場利子率で除して、理論的な擬制資本額をえるというような手続は加えていない。

さて、これまで出てきた数字を思い切って単純化して再述すれば、US スチール設立時における保有有形資産の市場価値は約7億ドル、被構成諸会社の証券資本の市場価値は約8億ドル、US スチールの総資本の額面価値は約14億ドル、その市場価値総額は約11億ドルであった。

かくして、設立時におけるUS スチールの名目的な無形資産価値（暖簾価値）は約7億ドル、実効的な無形資産価値は約4億ドル、水増し資本化額約3億ドルということになる。

機能資本は、約7億ドルか約8億ドルということになるが、保有有形資産をバラ売りしたのではなく、いわば会社全体として売却したのであるから、

ここでは約8億ドルとしよう。企業再編時においては、再編前の被構成会社の擬制資本価値は、再編後の新会社からみて機能資本価値として機能しうる。とすれば、旧会社の原始所有者の創業者利得は約3億ドルということになる。

くしくも、水増し資本化額（新会社の額面価値総額マイナス新会社の市場価値総額）と創業者利得（新会社の市場価値総額マイナス旧会社の市場価値総額）との金額が等しくなった。

ヒルファディングにしても、ヴェブレンと同じように、擬制資本市場をつうじた企業価値の膨張プロセスを指摘することに主眼がおかれていたので、そうした創業者利得の大きさが所有持分の売却によって実現されなくても、その所有持分を保持しつづける場合にも、その企業価値の膨張とともに創業者利得が発生したと解釈することができるであろう。

その点、中村通義教授は、株式プレミアムの発生しない創業者利得の例としてUSスチールを指摘されながら、結局、「水増し分だけ株価は下落して創業者利得は発生しない」という論拠に戻られて、株式プレミアムの発生する創業者利得の概念にこだわられている。

中村教授いわく、「(株式プレミアムの発生しない) 創業者利得の発生は、合併によって、水増し分をカバーできるだけの超過利潤が得られるということ为前提としている。したがって(株式プレミアムの発生する創業者利得)よりも不確実である。(株式プレミアムの発生する)場合は、投資家が、配当が株価にとっての利子に近くなるまで株式を買い上げてくるという客観的な根拠をもっているのに対して、(株式プレミアムの発生しない創業者利得)は会社あるいはプロモーターの超過利潤の予想が現実化したときにだけ成立するからである。超過利潤が発生しなければ、株価は額面に達することができず、大きな利得の機会は失われる。またUSスチール社のように、超過利潤が発生しても水増し部分が大きすぎれば、水を抜くのに長い年月を要する。普通株の相場が額面あるいは額面に近いところまで上がらないかぎり、モル

ガンのシンジケートの取り分のうちの普通株についても、また証券交換に応じた旧会社の株主の入手した普通株についても、創業者利得は部分的にしか実現しない<sup>10)</sup>」と。

企業資本の一株当たり市場価値である株価だけをとりあげれば、US スチールにおいても、たしかに中村教授のいわれるような10年、20年をかけた長い年月を要した水抜きプロセスが必要であった。しかし、US スチール設立時点においてすでに、発行株数の割増発行によって十二分に新会社の市場価値総額は旧会社の市場価値総額を上廻っていたのである。その際に、旧会社の原始所有者が、割増交換取得した新会社の株式をただちに売り抜けようがそのまま保持しつづけようが、この時点で、この原始所有者は彼の創業者利得を獲得したと解釈することができるのである。

ところが、中村教授は、資本所有者による持分の売却行為そのものを強調される。いわく、「創業者利得という概念は、株式の原始取得者が、株式公開時に発生する株式プレミアムを、自己の株式を売却して個人の財産としてあるいは法人の所得として取得した場合、および合併によって新会社が設立され、被合併会社の旧株主が自己の持株と新会社の株式の交換の際に入手した水増し株が売却された場合に限定して用いられるべき概念である<sup>11)</sup>」と。

たしかに、増資時に会社内部に資本として組入れられていく株式プレミアムは、その企業価値の増分ではあっても、その増分を株主みずからが拠出したかぎりにおいて資本所有者の利得ではない。しかし、その後、追加的な資本拠出なしで企業資本に対する市場評価が上がれば、その企業価値の増分は資本所有者の利得となる。そして、そうした利得は、その持分の売却によって実現されるものであるが、そうした価値増分を所有しているという事実、あるいは、より正確には、ただ一定の資本持分を所有してきただけでもそうした価値増分を占有できるという事実こそが重要なのである。その事実は、その株式を売却して現金化しようとも、その株式のまま保有しようとも増分

した価値の金額に変わりがない。未売却利得も、その時点においては、株式資産のままの増分利得なのである。

まったく同じことが、企業合併時における旧株主の保有する新会社株式についてもあてはまる。売却利得であろうと未売却利得であろうと、合併によって自己の保有する株式資産価値がどれだけ増加したか、あるいはどれだけ減少したかを経済価値額の変化として認識することそれ自体がなによりもまず重要なのであり、その上で、それをいつまで保持するか、あるいは、いつ売却するかという実践的な判断が加えられなければならないのである。

たしかに、そうした企業価値が証券市場のなかで再評価され続けることを考慮すれば、創業時や再編時に大きくシフト・アップした企業価値も、絶え間ない変化にさらされかねないのであるから、発生した創業者利得をどのようなかたちで保持するのか、あるいは、いつ所有持分をどれだけ売却処分するのかという実践的な問題はつねについてまわることになる。アンドリュー・カーネギーだけではなく、発券シンジケートのモルガン商会にしても引受業務に対する報酬として受取った新会社の株券については、その大半をただちに売り抜けて、彼らの創業者利得をただちに実現しているのである。

しかし、仮にかれらが受取った新会社の株券を売却処分しなかったとしても、その場合に創業者利得が発生しなかったとはいえないのである。理論的にも、実践的にも、創業者利得が発生し、かつ実現することもあれば、たとえ創業者利得が発生してもそれを実収入としてただちに獲得しないこともありうるのである。

### **不在所有者が近代企業を支配する**

ヴェブレンは、その主著『企業の理論』のあとにも、いくつかの興味深い著書を世に問うている。しかし、企業理論としての鋭い洞察と深い踏み込みに満ちている『企業の理論』を超える（あるいは、少なくとも相並ぶような）



勢いをもつものはないように私には感じられる。そのほとんどは、かつて『企業の理論』のなかで指摘され、展開された論理の枠内に収まるものばかりである。

しかし、それにもかかわらず、私は、ここで彼が『企業の理論』以降の論理展開のなかで、彼が強調し敷衍した不在所有制をとりあげておきたい。単行本としては彼の最後の著作となった『不在所有制』（1923年）は、主著『企業の理論』の19年後に発刊された。

物質的な利害の面においても、感情的な面においても、現代の経済活動を担うのは、「持つ者」（所有者）と「持たざる者」（非所有者）とに分かたれるというよりも、「個人的に使用しうる以上に所有する者」と「みづからが所有する以上のものを差し迫って使用したい者」とのあいだに分かたれている<sup>12)</sup>。前者は後者の使用する資本を所有し、後者は前者の所有する資本を使用する。経済取引問題の根源のひとつが不在所有権をめぐるものになっているという認識は、今日でもなお、たとえば「依頼人と代理人」の議論などに反映されている。

社会通念的な所有権が所有対象物を使用する権利に密接につながっていたのに対し、不在所有権はいわば使用させる権利として作用する。興味深いのは、不在所有者が生産活動に直接携わらないという点では無機能資本家と同義であるにもかかわらず、両者の用法は微妙に違うのである。無機能資本家は、その生活のすべてにおいて無機能資本家であるということはほとんどない。多くの場合、特定企業の機能資本家としての生活を営みつつ、余剰資金を他企業に投資しているのが通例だからである。しかし、不在所有者は、いわば常に生産活動から不在なのである。

ヒルファディング的な見方からすれば、機能資本家としてがんばってきた創業者が、自分が育てた個人企業を株式会社にして、その資本持分を多数の無機能資本家を買ってもらうことによって創業者利得をえるという基本構図

があるので、「産業資本の機能を遂行する担い手として支配株主が存在」し、「擬制資本の担い手としての従属株主が存在する<sup>13)</sup>」という論法が成立することもある。

その点、ヴェブレン的な見地からすれば、近代株式会社の所有者は、基本的に誰でもみんな不在所有者なのであって、在任所有者はいないのである。生産設備を動かしている労働者・技術者・管理者の上に、その生産設備を提供している（担保にとっている）融資者や社債権者などがいて、さらにその上に、生産設備さえ提供していない、暖簾という無形資産しかもたない出資者がいるのである。ヴェブレンの不在所有者概念は、株式会社の自己資本の要である株式（普通株式）を所有する者が、生産現場から一番遠く隔たったところにいること、そして、それにもかかわらず、最高経営決定権をもち、もっとも大きな報酬をえている、というわけである。

こうした株式会社制度に組み込まれた支配構造をいっそう高度化したものが、持株会社、合併、トラストなどの動きであった。そして、こうした動きを指揮したのが、J・P・モルガンをはじめとする投資銀行家たちであった。彼らは、いわば不在所有者集団の「参謀本部」として、あるいは「不在所有全般の社会的管理者」として、株式会社資本の発券引受業務をつうじて、アメリカにおける事業全般を支配し、産業生産の速度と量さえ決定した。しかし、彼らの究極の目的は、合併などの再資本化プロセスからもたらされる特別報酬をえることにあった。

「この特別報酬は、通常、新たな会社設立を名目にして発行される大量の有価証券の形態をとった。しかも、それは、新資本化額のきわめて大きな比重を占めるほど、かなり巨額の報酬になることが通例であった。新会社の証券引受業者が取得するこの報酬は、初期の企業合併ならびに再資本化を推進してきた金融業者たちによって追い求められてきた価値ある報酬であり続けてきたのである<sup>14)</sup>」。

大規模工業会社間の合併は、産業資本のさらなる独占化を進めたが、それは産業設備のマクロ的な拡大をただちに意味したわけではなく、企業価値の拡大をまねく再資本化の手続きだけで、その企業合同を企画し遂行した金融資本に莫大な富をもたらしたのである。

US スチールという巨大合併を遂行した金融シンジケートは、既述のように、1億3000万ドルの額面価値を有する新会社証券の形態で、その特別報酬を取得したのである。それは、実際には優先株と普通株とに二分した形態をとったためか、ヴェブレン自身は、この特別報酬の額面価値を500万ドルと表現している<sup>15)</sup>。いずれにしても、こうした発起人の功労に対する支払いとして新会社の株式を提供することは、新会社が発起人である金融シンジケートに対して「形式上の負債」を有することになる。

このように新会社証券の形態で支払われた特別報酬は、新会社の有形資産に対してはこれに照応するだけの増加がなされたわけではなく、新会社の資本化額に対する純粋に名目的な付加分の性質をもつものであった。それは、理論的には将来の独占利益の資本化額の一部であったが、新会社の経営者にとっては、この膨張した資本価値を実質化していくプレッシャーを高める作用もはたしたはずである。そして、実際に「若干のさらなる金融操作を経て、この特別報酬を構成していた証券は、その全額面価値を有するにいたった」のである。

さて、こうしたプロモーターの特別報酬とは別に、将来の独占利益の資本化額の残りを構成したのが、被合併会社の資本証券と交換された新会社の資本証券とのあいだの価値格差である。額面価値で見れば、既述のように、旧会社証券と新会社証券の交換比率は、大略1対1.5であった。ヴェブレンも、「こうした再資本化によって、資本証券発行総額に追加された額は、被合併諸会社の資本化総額のほぼ50%前後にのぼっている<sup>16)</sup>」と指摘している。

重要なことは、こうした企業資本の膨張が、US スチールという特殊なケ

ースだけでおこなわれたわけではないということである。この時期、合併によって再資本化を経る度に、新合併会社の証券発行総額は増大していくのが慣例であった。「このような株式会社金融取引は、世紀転換期における10年から12年間の事業状況を彩った顕著な特徴となっていた」のであり、「次第に多額化していく企業資本の再評価は、この時代の生産事業会社を再編成したり合併したりする際の標準的な実務になっていた。ある程度大規模な会社の設立であれば、(まるっきり新規設立ということはずないので)同一の原則に則って、事業活動の基盤になる資産の価値を上回った資本化がおこなわれるのが普通になってしまったのである<sup>17)</sup>」。この構図は、諸々の規制が加えられるようになったことを除けば、今日でも基本的には変わっていない。

かくして、企業資本は合併などの再編成のたびに膨張するのを常にしていたが、少なくとも「世紀転換期における10年から12年間」に限っていえば、金融シンジケートへの特別報酬分に加えて、旧会社資本証券に対する上乘せ分をも含めて、その独占力の発揮などによって、ある程度の時間をかけて資本の膨張分を実質化したのである。こうしたことを背景にして、無形資産価値を企業資本証券のなかに体現化することが適切な信用の拡張であったという認識が生まれ、企業資本の不在所有者にとって、無形資産こそが資本化された富の実効成分であるという認識が生まれたのである<sup>18)</sup>。

こうした認識が生まれてから、それほど長い年月が経たないうちに、あの大恐慌<sup>19)</sup>が起こった。そして、巨大企業U S スチール設立からちょうど100年後の2001年には、巨大企業エンロンが崩壊した。いったい何が悪かったのだろうか？私は、企業資本価値のなかに無形資産価値が反映されること自体は自然であり、必然でもあると考えている。問題は、そうした企業価値が「株価×株数」の関数でありながら、投資家側も企業側も一株当りの株価のほうにあまりにもこだわりすぎたことにあったのではないかと思われる。

企業は稼いだ利益が大きくなればなるほど、その利益を配当や役員賞与に

よってすべて社外に流出させずに、できるだけ社内に留保し、やがてはその留保利益を資本金に組み入れることによって、企業のよって立つ基盤をより堅固なものにしていく。株主の長期的な利益は、自分の投資した企業が成長して、たとえ持分比率は変わらなくても、自己の所有する持分金額が無償増資によって拡大していくところにこそおかれるべきであり、その企業の運用資産に余剰が生じるようになったら、その余剰資金で新規事業をたちあげたり他の事業分野に投資するなど、その企業自身が投資主体者としての役割を果たしてゆくべきであろう。

もしも株式流通市場の隆盛とストック・オプションの普及が、自己の所有する株式価格の速めの上昇だけを願う投資家たちを蔓延させてきているとすれば、株価は真の企業価値から容易に逸脱しやすくなるであろうし、そもそも上昇した株を売却することによってキャピタル・ゲインをえる投資家は、もはやその企業を育てるべき所有者の立場を離脱した人々にすぎないのである。

(了)

(2003年12月24日脱稿)

## 注

- 1) ミードの『トラスト財務論』(1903年)のわずか1年後に出版されたヴェブレンの『企業論』(1904年)の中に、ミードの研究は3回引用され、そのうちの2回は『トラスト財務論』からの引用であったし、その他、ミードと同じく、US スチール、カーネギー、モルガンといった事例については、随所で繰り返し言及されている。Cf. Veblen, op. cit., pp.32, 138, 148. 前掲訳書, 28, 110, 119頁参照。
- 2) Edward Sherwood Meade, *Trust Finance: A Study of the Genesis, Organization, and Management of Industrial Combinations*, first edition in 1903, University Press of the Pacific, 2003, Chapter 16, pp.290-313.
- 3) この当時のアメリカ、ドイツ、さらにはイギリスにおける産業証券市場の形成過程について概観するには、たとえば、中村通義著『株式会社論』亜紀書房、1969年、第2章、30-86頁を参照。

高氏は、この当時のアメリカにおける金融資本の役割を詳細に分析して、300万ドル以上の資産を有する工業会社による発行株式の内約80%ほどが証券交換などの現金発行をとまなわないものであったことを指摘し、あわせて、現金調達用の株式

発行量を低く抑えることが、流通市場への株式流入量を抑えることになり、高株価を維持することに貢献し、シンジケートが引受けの報酬として受取った株式の売却益を確保することに役立ったとされる。高哲男稿「世紀転換期アメリカにおける投資銀行と金融資本 (1) -P・M・スウィージーの所説をてがかりにして-」『広島大学年報経済学』第1巻, 1980年, 101-103頁。

- 4) Hilferding, op. cit., p.117. 前掲訳書, 194頁。ただし, ( ) 内の表現は筆者による。
- 5) 以下の計算方法と解説は筆者自身によるものであるが, 次の文献がヒントになった。片山伍一稿「配当と創業者利得」『九州大学経済学研究』第37巻第1~6号, 93頁, 第2表参照。
- 6) わが国におけるプレミアム論争の概要については, たとえば馬場克三, 前掲書, 93-114頁を参照。
- 7) 株式会社を設立することが株式の発行市場への参加であるのに対して, その株式を上場することは株式の流通市場への参加である。発行市場が機能資本と擬制資本とをつなぐ市場であるのに対して, 流通市場は擬制資本同士をつなぐ市場なので, 創業者利得は発行市場でのみ発生すると一般に考えられている。しかし, 上場時点においては, 多くの場合, 創業者持分の少なくとも一部が発券引受業者(ひいては一般投資家)に移動するとともに, 新たな資本価値の追加がおこなわれるのである。ヴェブレンの見地からみたプロモーターズ・ボーナスは, この上場時点においてこそ発生する。上場時点は, まさしく発行市場から流通市場へのギア・チェンジの時点なのである。
- 8) Veblen, *The Theory of Business Enterprise*, p.169. 前掲訳書, 135頁。
- 9) Ibid., p.170. 前掲訳書, 135頁。
- 10) 中村通義稿「創業者利得と株式プレミアム」『北海道大学経済学研究』第47巻第2号, 186頁。
- 11) 前掲論文, 190頁。
- 12) Veblen, *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: The Case of America*, first edition in 1923, Augustus M. Kelley, 1964, p.9.
- 13) 馬場克三, 前掲書, 108頁。
- 14) Veblen, op.cit., p.342.
- 15) Ibid., P.344.
- 16) Ibid., p.345.
- 17) Ibid., p.346-347. ただし, ( ) 内は筆者。
- 18) See *ibid.*, footnote 11, pp.346-348.
- 19) 大恐慌のいきさつを生き生きと描いた著作として, たとえば John Kenneth Galbraith, *The Great Crash 1929*, 1955, Houghton Mifflin Company, 50<sup>th</sup> Anniversary Edition in 1979. 小原敬士訳『大恐慌』徳間書店, 1971年を参照。