

經營財務における証券金融と自己金融

岡 村 正 人

—

1 經營財務における証券金融と自己金融

もともと、株式会社企業は、資本の証券化による企業資本の調達すなわち証券金融を媒介としながら、資本主義的發展をなしてきた。そして、このような証券金融こそ、株式会社をして、他の企業形態と區別せしめるところの基本的特長であり、また、支店的企業形態としての地位を確保せしめるようになった基礎的理由を示すものである。ところが、最近、株式会社經營財務の部面において、自己金融の比重はいちじるしく大きくなっている。この場合の自己金融は、今日では広義に解釈されており、内部留保された企業利潤のみならず固定資産の減価償却によって回収した資本をもって、企業の資本的需求を充足することである。すなわち、それは、資本の循環過程あるいは回転過程から実現するものであり、企業資本の内部的調達である。これに対して、証券金融が企業資本の内部的調達であることはいうまでもないところである。明らかに、証券金融と自己金融とは異なつた企業資本調達形式である。

そこで、最近の株式会社經營財務において、証券金融の比重が小さくなり、それに対して、自己金融のそれが大き

くなつたことは、何を意味するのであろうか。すなわち、そのことは、「株式会社の変質」とか「株式会社の否定」を意味するのか、それとも、「株式会社の新たな発展段階」あるいは「株式会社金融または株式会社財務の発展」を示すものとして理解すべきかが問題となつていようである。その点を明瞭にするためには、株式会社経営財務における証券金融と自己金融との関係が吟味されねばならない。

一一

まず、企業における資本主義的生産が成立し発展するにつれて、証券金融がきわめて重要となり、株式会社経営財務の中心的課題となつたことは周知のとおりである。そのことは、いわゆる資本主義すなわち産業資本主義の成立基盤を分析すれば、非常に明瞭に理解されるであらう。

資本主義は、直接的には、アダム・スミスの自由主義・個人主義というイデオロギー的基盤と産業革命という生産技術的基盤とに立脚して、成立し発展してきたものである。すなわち、アダム・スミスは政治的・経済的には自由主義・個人主義を唱導してきたのであるが、その思想は蒸気および電気の発明と相まって産業革命をひき起し、両者一体となつて資本主義の成立と発展における基盤を形成したのである。それで、資本主義の段階に入るとともに、各企業は、生産技術的革命を導入し、自己の経済的競争力を強化しながら、その資本主義的生産を進め、資本の価値増殖の実現に努めるわけである。

そこで、企業における資本主義的生産が成立し発展する過程において、企業の資産構成の面に大きな変化が生ぜざるをえなくなる。それは、固定資産の絶対的・相対的増大という資産構成の資本主義的变化である。いわゆる資本の有機的構成の高度化は、そのことを意味するものである。そして、そのことは、企業をして長期資本の多額の調達を

要請せしめる。なぜならば、固定資産は資本の回収を徐々にしか実現することができないために、固定資産の獲得に充当する資本は長期的のものでなければならぬからである。さらに、固定資産が絶対的にまた相対的に増大していけば、流動資産は、相対的には減少するとしても、絶対的には増加するといえる。なお、流動資産といえども、企業がその正常な活動を継続するために固定的にその存在を必要とされる額、すなわちいわゆる固定在高あるいは正常在高にいつては、経営財務における健全性の原理からすれば、長期資本をもつてこれに充てることが望ましい。すなわち、企業に対する資本主義的要求としてのいわゆる企業資本の増強化は、企業資本の量的拡大だけを意味するものではない。それは、企業における長期資本の増強化という質的意味をも包含することは、きわめて容易に理解されることである。すなわち、企業資本の長期的・多額的要求という意味での企業資本の増強化要請は、企業における資本主義的生産の発展とともに、必然的に強化していく傾きであると考えられるのである。つまり、企業の資本主義的生産の発展過程において、長期資本の多額的要求は経営財務上の決定的課題となりうるをえないといえるわけである。

企業資本のこのような増強化要請の充足方式として、まず、指摘されるものは資本蓄積である。すなわち、企業はみずから獲得した利潤を内部留保しそれを資本化することによって、自己資本（長期資本）を増強化するのである。具体的には、企業利潤を諸種の準備金あるいは積立金の項目のもとに内部留保し、いわゆる自己金融によって資本が自己膨張をなすことは、これを指示するものである。ところが、資本蓄積の程度は企業利潤のそれによって規律され、ここにはある一定の限界がある。また、資本蓄積の進行は競争に反作用し競争を激化せしめるところからして、企業はその競争力をより一層増大せざるをえなくなるために、企業資本の増強化要請がますます強まるようになるのである。すなわち、資本蓄積という企業資本の増強化方式には、ある一定の限界があるといえる。そして、企業が生産を

急速度に拡大しうる段階では、企業資本の増強化におけるこの種の制約はきわめて顕著に現われると考えられるのである。

このような事情のもとに、資本蓄積の方式による企業資本の増強化における限界を克服するものとして、必然的に、資本集中による企業資本の増強化という新たな方式が生れざるをえなくなる。つまり、企業資本の増強化方式について発展的にみれば、資本蓄積より資本集中へとというふうに考えられるわけである。そして、資本集中の場合には、数多くの人々の手に存在する既成の遊休資本を一手に糾合し結合することによって、企業資本の集大成が急速にしかも大規模に実現しうるのである。すなわち、ここでは、資本蓄積の場合におけるような限界あるいは制限を免れることができる。そして、しかも、資本集中の方式による企業資本の増強化は、資本蓄積を容易にし、その方式による企業資本の増強化をも促進するというきわめて重要な経営財務上の意義をもっていることに注意しなければならぬ。つまり、企業がその資本主義的生産を進めていく過程において、資本の集中による企業資本の増強化方式はどうかうしても要請されざるをえない性質のものであると理解してよいのである。

資本集中方式による企業資本の増強化は、企業が株式会社形態をとり、資本の証券化を媒介とすることによってのみ、最高度に具現することができる。すなわち、株式会社形態をとる企業は、その所要資本を均等に細分化しそれに株式あるいは社債という証券の形態を与え、しかも、その証券をめぐって市場が社会的に形成されているために、社会の各層に散在しているところのいわゆる大衆資本を動員し、みずからの資本を一挙に拡大し膨張しうるのである。企業側には、永久的にあるいは少なくともある一定期間投下される資本をもちたいという資本の固定化要求がある。それに対して、投資者側には、企業への投下資本を必要に応じて何時でも回収しうる状態にあるという資本の流動化要求がある。そして、このような相反した要求は両者の側につねにしかも強くうかがわれるものである。資本の証券

化は、まさしく、そのような両者の相矛盾する要求を解決するという役割を果すものである。すなわち、それは、固定化している資本に流動性を与え、企業の要求を充足しながら投資者のそれをも満足せしめる。とくに、資本の証券化は、資本の流動化をもたらし、投下資本をいつでも貨幣形態に還元しようといういわゆる信用資本の経済的要件を具現せしめるものである点に注目すべきである。そこに、資本の証券化が最高度の資本集中をもたらす基本的理由がうかがわれる。また、そのことは、企業における資本主義的生産が進むにつれて、株式会社をして支配的企業形態として発展せしめた基本的理由をも示すものであるといえるのである。

かように、いわゆる資本主義的生産が成立し発展し、資本主義的競争原理が大資本の優位を必然的に求め、しかも、企業がその主要資本の増強化を意図して更に具現する。こうに要請されるとともに、企業に対するこのような資本主義的生産の命令に十分に反応したものは、資本の証券化による企業資本の増進すなわち証券金融にはかならなかつた。そして、証券金融は、具体的には、株式金融と社債金融との二つの形態をとって現われる。

株式金融は、株式会社企業が資本の株式化によってその所要資本を調達するところである。そして、資本の株式化によって調達した資本は、いわゆる出資者すなわち株主の出資にもとづくものであり、企業の自己資本を構成し、企業資本を調達することである。そして、資本の社債化によって調達した資本は、いわゆる社債権者の投資によるものであり、企業の債務であつて、企業の他人資本を構成する。それで、この種の資本は、企業における長期資本の充実にあつたてどの程度役立つかが問題となるであろう。前述のように、企業資本の長期性が重要な問題となつたのは、企業における資本主義的發展過程において、固定資産が絶対的にも相対的にも増大せざるをえなくなるところに、その主な理由がうかがわれる。それで、社債の償還期限が固定資産の減価償却期間と同一あるいはそれ以上であればよいわ

けである。すなわち、この場合の資本は、それが他人資本であっても、企業資本における長期的要求を十分に満たすといえるのである。アメリカでは、このような社債が圧倒的に多い。わが国の社債期限は、戦前では十年であったが、戦後、短期化し、現在でも七年であり、そこに若干の問題があるが、今後社債期限の長期化が要望されまたその方向にあるのは事実である。

このようなわけで、株式会社は、資本の証券化を媒介として、企業の自己資本と他人資本との両面において、長期資本の増強化という企業に対する資本主義的要請を充足することができる。なお、前述のように、資本の証券化は、資本の流動化を可能ならしめ、投下資本をいつでも回収しうる状態におくところに、株式会社をして最高度の資本集中形態とする基本的理由をもつものである。そして、資本の証券化におけるこのような経営財務的役割は、株式会社以外の企業形態ではまったくうかがわれず、株式会社固有のものである。また、企業がどうしても株式会社形態をとらねばならない基本的理由もまた、資本の証券化における上述の役割に求められると考えてよいのである。その意味において、証券金融は、株式会社の基本的特長を示すものであり、株式会社にとって企業資本調達上の強力な武器である。それらの点に着眼すれば、株式会社経営財務が証券金融に中心をおくものとして成立し、発展してきたことは、きわめて容易に理解されるであらう。また、事実、株式会社経営財務に関する研究も、証券金融に中心をおくものとして確立したのである。いわゆる伝統型の経営財務論の成立は、これを指示するものである。

二

上述のように、伝統型経営財務論は証券金融中心の財務論として成立しまたその経済的基盤やその背景を十分にもち、ここでは、証券金融が経営財務における中心的研究課題であった。ところが、いつまでも、証券金融のみに重点

をおくところの経営財務研究がつづくわけにはいかない。すなわち、企業の資本主義的發展が高度化するにつれて、証券金融のほかに、企業利潤の内部留保や固定資産の減価償却によって回収した資本を源泉とするところの、いわば広義の自己金融もその経営財務的重要性を増大せざるをえなくなるのである。そのことは、明らかに、経営財務問題の發展を明示するものにほかならない。また、そのことのために、必然的に、伝統型経営財務論における新たな学問的發展が要請されるようになるのである。

株式会社企業は、証券金融を媒介としながら、資本的優位を確保し資本主義的發展を遂げたのであるが、そのことは、企業利潤の増大における容易性と確実性とをもたらし、自己金融の源泉を豊かにしまたその前提を強化するものである点に注意しなければならない。そして、企業が独占体としての地位を確保しある一定の發展段階にまで到達すると、独占利潤の確保によって、企業利潤の内部留保による自己金融は高度に展開することを可能とされるのである。そして、内部留保された企業利潤を源泉とする自己金融は、企業における資本構成的観点からすれば、企業の自己資本を強化するものである。その意味において、この種の自己金融は、企業資本の長期的要請を充足し、企業における長期資本の比重を高めるのに役立つわけである。

もちろん、企業利潤の内部留保による自己金融は、企業の配当政策によっていちじるしく左右される。この種の自己金融と株式に支払われる配当とは、いづれも、企業利潤を源泉とするものである。それで、株式に対する配当率を大きくすれば、それだけ、自己金融は低調となる。そして、逆に、自己金融の程度を大きくすれば、株式に対する配当率は低くならざるをえないのである。つまり、自己金融と株式に対する配当との間には、源泉を同一にしていくところからして、一方を多くすれば他方が少なくなるという相反性あるいは競合性があるかがわれるといえる。その点、配当政策が自己金融問題にとってきわめて重大な意味を有することを示すものである。それはともかくとし

て、いわゆる配当性向（配当金をそれに充当しうべき利益で除したものを小さくすれば、自己金融の程度は大きくなる。しかしながら、一株あたりの配当率をあまりに小さくすれば、株式の市場価額は下落することになる。そして、しかも、そのことは、株式の発行による企業資本の調達すなわち株式金融を阻害する結果となるのである。それで、配当性向を低くしても、一株あたりの配当率にはさほど変化が生じないほどに、企業利潤が増大することは、自己金融の高度化にとって前提的要件となるわけである。一九二〇年代に、アメリカや西ドイツにおいて、經營財務の部面に自己金融が相当大きく展開したのは、その前提要件が熟したからである。なお、前述の証券金融が高度化するにつれて、いわゆる大衆株主が増大し、しかも、彼等が無機能資本家としての性格を担っていることは、自己金融との関係において配当政策を適当に決定するのに好都合である点に注意しなければならない。

經營財務における自己金融を問題にする場合に、固定資産の減価償却を切りはなして考えることはできない。もともと、固定資産の減価償却はコストとして考えられるべき性質のものであり、それは企業利潤の内部留保ではない。しかし、減価償却は固定資産の獲得に充当された投下資本を回収するという經營財務的作用をもたらすものである。そして、減価償却によって回収した資本を直ちに再び固定資産の獲得のために充当する必要はない。実際でも、減価償却費として設定したものは、固定資産の耐用期限までは、企業が必要と考える任意のいろいろの方面において利用されているのである。その点は、内部留保した企業利潤の運用ときほど相異なるものではない。また、減価償却が支出を伴わない特殊のコストであるところからして、それは、しばしば、企業の配当政策あるいは財務的操作の手段として利用されている。そのことは、企業利潤の内部留保と減価償却との間に源泉的に明確な境界線を描くことを不可能ならしめ、ますます、両者の經營財務における区別を不鮮明にするのである。經營財務の観点からすれば、企業利潤の内部留保によるものと減価償却によるものとの両者を包含して、自己金融を広義に解釈することがどうしても必

要である。そして、その必要度は、企業の資本主義的發展過程において必然的に濃化していく性質のものであると考
えることができるのである。

企業における資本主義的生産が進行するにつれて、生産技術はたえず改良され、機械はより高度のものへと更新さ
れる。そのために、固定資産の総資産構成化は増大し、いわゆる資本の有義的構成はますます高度化していくのであ
る。すなわち、前述のように、固定資産の絶対的・相対的増大化は、企業の資本主義的發展過程において生ずるとこ
ろの必然的傾向であるといえる。そして、そのことは、固定資産の減価償却による投下資本の回収額を増加せしめ、
それだけ、減価償却による自己金融の経営財務的重要性を強化するようになるのは当然である。ことに、最近のよう
に、技術革新の激甚に入り、しかも、独占企業間の競争力を強めるために固定資産の加速償却が展開されるように
なれば、経営財務の報告において、減価償却によって回収した資本を源泉とするところの自己金融がきわめて顕著に
その地位を高めるのは容易に理解されることである。なお、もちろん、固定資産の減価償却は企業収益（短利源）を
前提として始めて実現するものである。それで、減価償却による自己金融が高度に展開しうる段階は、企業利潤の内
部留保による自己金融の場合とだいたい同じように理解してよいわけである。

このような事情からして、最近のアメリカや西ドイツなどの株式会社経営財務をみれば、証券金融よりも自己金融
の比重のほうがいちじるしく大きくなっているのが現実である。そして、前述のように、証券金融が企業資本の内部的
調達であるのに対して、自己金融は企業資本の内部的調達である。さらに、もともと、株式会社は証券金融を根柢と
しながら資本主義的發展を遂げたものであり、しかも、証券金融は株式会社金融あるいは株式会社の基本的特長を示
すものであると理解される。それらの点を考えると、株式会社経営財務において、証券金融よりも自己金融の比重が
非常に増大しているという事実は、株式会社あるいは株式会社金融の性格との関連において、吟味さるべき重大な問

題を包含しているように思われるのである。

四

これまで説明したところによって理解されるように、株式会社企業の資本主義的發展とともに、経営財務において、自己金融の比重が高まり証券金融のそれが低くなる傾向がはなはだしく強められてきた。その点は、事実として率直に認めなければならぬ。しかしながら、経営財務における証券金融と自己金融とをただ単に量的にのみ眺めることには問題がある。すなわち、両者の関係を量的観点からのみ眺めて、株式会社経営財務における証券金融がその重要性を失ったと判断するわけにはいかないように思われるのである。もっと、株式会社経営財務において、自己金融が証券金融とどのような関連をもつかという質的規定がなされるべきである。

いうまでもなく、自己金融の源泉は企業利潤（減価償却によるものを考える場合には、いわゆる粗利潤）である。そして、自己金融そのものは、企業がどのような形態をとっておつても一応可能であると考えられる。すなわち、自己金融は企業形態如何とは無関係であると考えられるであろう。企業が株式会社形態をとらなければ、自己金融はまったく不可能であるというのではない。しかしながら、ここでとくに問題とされるのは、自己金融一般ではなく、まさしく、高度の自己金融であることに留意しなければならない。

前述のように、自己金融の程度は企業利潤のそれによって決定づけられる。それで、高度の自己金融問題は、資本主義的生産を高度に進めうる企業形態と結びつかざるをえないわけである。すなわち、自己金融の高度展開は株式会社形態をとる大企業の場合においてのみ可能である。そして、これも前に説明したように、株式会社企業をして資本主義的に発展せしめたところの金融的あるいは財務的根柢は証券金融にはかならない。すなわち、株式会社企業は、証

券金融を基礎としてそれを高度に展開しながら資本主義的に発展する過程において、自己金融の源泉を豊かにしているのである。いわば、証券金融の高度化の過程からして、自己金融の高度化の傾向が生れると考えられる。その意味において、自己金融は証券金融に根ざすものであるといえるのである。また、もちろん、いわゆる創設金融の場合には、自己金融はまったくうかがわれぬ。株式会社企業では、自己金融は資本の証券化によって調達した資本を根幹としてそこから派生したものである。さらに、前述のように、自己金融の最高度展開を可能ならしめるのは、企業が独占体としての地位を獲得しある一定の段階にまで進展したときにおいてである。そして、企業をして独占体として強力な存在とならしめるようになった過程において、証券金融がその根底となっていることはけつして否定しえないところである。このように、証券金融は自己金融を推進せしめる基盤を形成したことが理解されるのである。

つぎに、企業が強力な独占体として差展しておる段階においても、自己金融に経営財務的限界がみられるのであるが、その限界を克服するものとして、証券金融の経営財務的重要性を看過してはならない。すなわち、経営財務において自己金融の比重が増大することは、株式会社企業の資本主義的發展における、必然的傾向として理解される。だが、それにしても、自己金融だけで経営財務問題を解決することはできないのである。

さつとも、独占資本主義の段階では、国民購買力の限界を超えて生産力が増大し、生産と消費との不均衡が生ずるために、いわゆる市場制限がなされる。すなわち、企業が独占体としての地位を確保する段階では、市場制限を基調とする独占価格の設定およびそれによる独占利潤の獲得が期待されるのである。つまり、ここでは、投資の抑制と生産の制限とが独占利潤を確保するための前提となるのである。さらに、最近いわゆる技術革新は、設備の拡大投資をもたらしめるものではなく、機械・技術の革新的取替を生ずるものとして理解されるべきであるといわれている。そのような事情によって、独占資本主義が確立すると、企業が必要とする資金量はさほど増大しないと考えられるであ

ろう。また、そのことは、企業が急速度に拡大しうる産業資本主義の段階と比較すれば、確かに肯定すべきものである。このように、独占資本主義の段階では、企業における投資の相対的減少は決して否定されるべきものではない。ところが、ここでも、投資が絶対額において増大するのはきわめて明瞭である。たとえば、企業がその機械・設備を新たに取替えるとき、それは以前のものと比較して高度のものである。ことに、その点は、独占企業間に競争があり、また、その競争力を強化するための技術革新が展開される事情のもとでは、より一層現われるのである。さらに、機械・設備の取替がなされるまでの物価上昇も看過してはならない。そのために、機械・設備の取替資金はいちじりしく増大し、それを自己金融だけで賄うことは到底不可能である。そこには、おのずからある一定の限界があるといわねばならない。もっとも、その限界は、企業がその生産を急速度に増大しえた以前と比較すれば小さいであろう。だが、それにしても、自己金融における限界を克服することが経営財務上どうしても要求される点を決して否定することはできないのである。

証券金融は、自己金融における限界を克服し、経営財務的要求を充足するものとして非常に重要な意義を有するのであり、しかも、そのことは、独占企業の場合でも肯定されるべきである。また、自己金融の比重がきわめて大きいアメリカや西ドイツなどにおける株式会社経営財務の実際をみても、証券金融は絶対額では増加しているのである。さらに、社内留保した企業利益や減価償却によって回収した資本を運転資金として利用することがしばしばあるが、そのために、機械・設備の取替時において、その経営財務的要求を証券金融によって解決しなければならぬ場合がある。そのことは、企業の資本主義的進歩が進展し、いわゆる資本の有様的構成の高度化が顕著となり、資本の回転率がいちじりしく低下することによって、経営資金問題がますます重要となる段階では、とくに留意されるべきである。

う。そして、そのような証券金融は、株式会社以外では期待できないものであり、いわば、株式会社企業にとって固有の金融的あるいは財務的武器である。なお、もちろん、自己金融における経営財務的限界を克服する金融方式として、証券金融のほかに銀行融資が指摘される。しかしながら、その銀行融資も、証券金融と密着しそれに根ざしながら顕著に展開されるものであるといえるのである。

このようなわけで、最近の株式会社経営財務において、自己金融の比重が大きく証券金融のそれが小さいという事実だけからして、証券金融の重要性を否定し、株式会社金融あるいは株式会社の変質を説くことには大きな問題がある。特に企業の段階でも、資本を証券化し資本の流動化をもたらすことによって企業資本を高度に集中するという証券金融は、株式会社金融および株式会社において基本的特長を表示するものであるといえるのである。すなわち、株式会社経営財務における証券金融と自己金融とについて、ただ単に量的規定をなすのではなく、経営財務問題の発現過程において、自己金融が証券金融とどのような関連をもつかという質的規定をなすべきである。要するに、もともと、自己金融の高度化は株式会社、証券金融を基礎としながら資本主義的發展をなす過程において必然的に生ずるものであり、また、現在でも、自己金融のみではどうしても解決することができない経営財務的欲求を充足するものとして、証券金融は実に重要な意義を包含している。そして、いうまでもなく、証券金融と自己金融とは資本の回転過程において結びつき、両者は一体となって経営財務的基礎を形成している。それで、最近の株式会社経営財務において、証券金融よりも自己金融の比重のほうが非常に大きくなっているとしてみると、それは、株式会社企業における経営財務問題あるいは株式会社金融の発展を意味するものとして、また、株式会社の新たな発展段階を示すものとして理解されるべきであると思うのである。