

わが国企業金融における「持ち合い」：資本の水増 しの膨脹と支配資本の節約

片山, 伍一

<https://doi.org/10.15017/4403447>

出版情報：経済學研究. 33 (5/6), pp.189-228, 1968-02-25. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

わが国企業金融における「持ち合い」

—— 企業資本の水増しの膨張と支配資本の節約 ——

片 山 伍 一

目 次

- 一 序——戦後わが国企業金融の構造的特質
- 二 膨張する金融資産と多面的な「持ち合い」の諸形態
- 三 企業における金融資産の基本的性格
——金融資産の集積と現実資本の蓄積——
- 四 金融資産の「持ち合い」的保有と企業資本の水増しの膨張
- 五 「持ち合い」による「所有なき支配」機構の形成

一 序——戦後わが国企業金融の構造的特質

戦後わが国の資本蓄積は、崩壊に瀕した日本資本主義経済の再建そしてその後の高度成長達成のために、いわば現段階的な原始的蓄積期から産業資本主義的段階さらに高度独占の段階までを、凝縮した形で早激的に強行された。こうした再建過程において、敗戦により解体された旧支配体制の再編成も進行了たのである。かかる歴史的・構造的条件が、周知のごとく、戦後わが国企業金融に、戦前に比しまた欧米先進諸国にくらべて、量・質両面からする特質を付与する

に至ったのである。

まず(1)「機能としての資本」に即してみた場合、量的には資本の集中・集積度の驚異的な速さ、すなわち経済・企業成長率の異常な高さが指摘されねばならない。しかもその質において、国民経済的に産業構造の高度化―重化学工業化の急速な進展、個別経済的にも資本の有機的構成の高度化―固定資本比率の上昇がみられたのである。こうした機能としての現実資本における蓄積構造の変化発展に対応する(2)「所有としての資本」の面にあつては、他人資本とくに銀行借入金および企業間信用の膨張と、自己資本とくに自己金融比率の過小とを、余儀なくされた。かくて、資本の需要―運用・機能・存在構造における量・質両面の高度化にもかかわらず、資本の供給―調達・所有・源泉構成における量・質両面での脆弱化という、両者の乖離の拡大化のもとで、資本の急速巨大な蓄積が強行されたわけである。ここに戦後わが国企業金融の諸問題は胚胎する(第一表参照)。

ところで、かかる外観的特徴をもつ戦後日本における企業資本の集中・集積も、さらにその内実に入り込んでこれを吟味するとき、つぎの諸点を看過するわけにはいかない。まず「所有としての資本」に即しては、「自己資本」・「他人資本」の制度的形式的所有構成と、その経済的実質的持分区分との乖離の拡大である。すなわち、企業資本の六〇―七〇%を占める他人資本のうち、その大半を短期・長期貸付金あるいは社債の引き受けによって供給する金融機関は、さらに「支配資本」である株式資本においても安定大株主としてその三分の一を保有するのである。しかも企業は、「非所有」の機能資本家によって経営されている。かかる事実を、資本の「所有」としての性格からみて、極論すれば、(1)「個別経済的には「他人資本の自己資本化」が、そして(2)「国民経済的には「貸付資本の産業資本化」の進展を意味し、まさに「利子のみで経営を可能」とする。これが戦後わが国における経済・企業の驚異的な成長・拡大を促進した資本

第1表 日、米、英、西独の資産及び資本構成の比較 (％)

	目別 年度別 会社数	日 本		アメリカ	イギリス	西ドイツ
		昭和9～ 11年平均	40 上	1964	1964	1964
		約 195	463	……	478	942
資 産 構 成	流動資産	39.39	56.01	43.2	52.3	49.34
	現金預金	8.49	11.29	4.6	4.4	7.10
	受取手形、売掛金	7.84	23.93	12.3	20.5	} 18.33
	その他当座資産	…	1.04	7.4	2.9	
	固定資産	60.21	43.41	56.8	47.7	50.14
	投 資	10.25	10.82	…	4.8	8.46
資 本 構 成	他人資本	33.53	73.55	30.8	39.8	59.53
	流動負債	…	49.34	18.5	30.1	32.81
	支払手形、買掛金	10.52	16.54	8.0	13.2	} 25.05
	短期借入金	…	19.44	1.0	5.2	
	固定負債	…	24.21	12.3	…	} 18.76
	社 債	8.37	3.97	…	9.6	
	長期借入金	…	17.14	9.8	…	
	その他固定負債	} 5.15	3.10	2.5	…	} 7.96
	自己資本	66.47	26.45	69.2	60.2	40.47
	払込資本	46.34	16.63	…	…	21.22

(注) 三菱経済研究所「企業経営の分析」昭和41年上期版より。

の供給・調達面における基本的原動力であると考える。

つぎに、「機能としての資本」の構成を企業の貸借対照表上の資産項目についてみていくとき、三〇年代における金融資産（現預金、売上債権、投資勘定）比率の著しい上昇に注目せざるをえない。日本銀行の「主要企業経営分析」によれば、四〇年上期には、製造業においてさえ金融資産比率が十分に物的資産比率を上回り、五二％にも達する顛倒形態をとるに至っているのである。三〇年代の高度成長期—資本の相対的不足期にしかも製造業において、生産資本あるいは商品資本として機能する現実資本の蓄積量が、貨幣資本ないし証券資産の集積量を下回るといふ逆ピラミッド的資産構造は、異常というほかない。金融資産の内容・性格の再吟味へと、われわれの関心を誘うわけである。そ

ここでさらに、企業資本における「所有―調達」形態と「機能―運用」形態とを対比させてみるに、企業金融の全領域にわたる相当量の「持ち合い」の存在を知らされるのである。

かかる金融資産の累積的膨張、しかもそのなかにおける「持ち合い」的保有の増大は、(1) 企業資本の量的集中・集積と(2) 企業の支配集中機構・体制に、戦後の特質を付与するに至っている。

まず(1) 企業資本の集中・集積の面に即してみれば、「持ち合い」は、(イ) フローとしての企業金融過程における量的・質的調達効率の低下を、そして(ロ) ストックとしての「資本」・「資産」にあっては使用総資本の水増しの計上を結果する。さらに、物的資産の蓄積に比して金融資産比率の過大化は、現実的蓄積の規模よりも遙かに大きな企業資本量を形成していく。かくて、金融資産比率の異常に高いわが国企業資本の総合計は、資本の現実的蓄積の指標たりえないことになる。企業の貸借対照表を原資料として、経済原理論的に企業利潤額(率)や資本の有機構成―固定資本・流動資本比率などを算定するときは、この無視しがたいほど大きくなっている「名目」と「現実」との乖離が修正されねばならない。そうでなければ、その数字は虚偽を語り、そこから誤れる結論を導き出すことにもなる。もっとも、貸借対照表における数字自体が、そして勘定科目の分類が、種々の「慣行」・「仮定」のうえに設定されたものであり、その資本主義的性格はまぬがれない。そしてさらに、「資本」・「資産」が、あるいは利益・損失が、意識的に作偽粉飾されていることも、今日の常識である。したがって、これらの点への配慮も必要であるが、いまはそれは問うまい。

つぎに(2) 企業の支配集中機構・体制の面に即してみよう。製造企業における金融資産の前述のごとき異常集積には、産業資本の現実的蓄積とは本質的に異なる契機が存するはずである。それは、戦後わが国企業・金融・経済に

おける力関係―支配体制の変化を基底におき、企業金融の歴史的・構造的條件に規定されたものと考ええる。金融資産のなかでも、企業支配との関連でとくに重要な意味をもつ株式の保有率が高い。この議決権（支配権）を制度的に有する株式の恒常化した相互あるいは系列集团的「持ち合い」は、支配資本を量的に節約し、さらに「所有なき支配」機構をも形成するに至っているのである。

ともあれ、金融資産比率の異常な上昇―その「持ち合い」的保有の一般化は、資本集中と支配機構の戦後日本の形態の一断面であり、それは戦後わが国企業・経済における資本蓄積構造を解明するうえにおいて、看過すべからざる重要な問題性をもつものと考ええる。

二 膨張する金融資産と多面的な「持ち合い」の諸形態

まず実態の再認識からはじめよう。それに先立って、産業資本の運動様式をとる企業における金融資産の性格を確認しておこう。

1 産業資本の運動と金融資産の性格

産業資本の運動は、周知のごとく、貨幣資本（ G ）の調達にはじまる。その貨幣は投下されて商品資本（ W ）ついで生産資本（ P ）に転態し、やがて新しい使用価値・より増殖された価値をもつ商品資本（ W' ）となる。商品は販売されて貨幣資本（ G' ）として回収され、それが再び投下されるといふ循環形式をとる。この資本制企業における産業資本の現実的運動は、不断に反復循環し、しかも単位資本の継起的重復形態をとる。したがって、企業活動を一定時点においてみても、貨幣資本（ G ）、商品資本（ W ）、生産資本（ P ）、製品でも商品資本（ W' ）、そして貨幣資本（ G' ）の四

姿態が同時に存在する。それを表示したのが貸借対照表における「資産」の側であり、これに拠って企業資本の運用・機能ないし存在形態を一応知ることができる。ここで一応というのは、この「資産」の項が、経済原理論的に厳密な意味における資本の機能様式をしめしているものではないからである。

かかる産業資本の循環過程における諸姿態のうち、貨幣資本の形態にあるものを除き、生産資本と商品資本の形態をとるものをさして現実資本という。貨幣経済である資本主義経済において、価値増殖を目的とする個別資本の循環が、 $G-G'$ を基本形式とすることは言うまでもないが、産業資本の運動にあつては、現実資本とくに生産資本の存在をその特徴的形態とする。この生産資本・商品資本の蓄積が、再生産規模の拡大につらなるわけである。そして、生産力の発展につれて、資本の有機的構成が高度化し、生産資本—固定資本比率が増大傾向にあることは、資本蓄積の一般的法則として知られているところである。しかして、現実の製造企業における資産の具体的形態は複雑多様である。しかし、ここでは、その機能上の性格からというよりはその存在上の具体的姿態の観点から、金融資産と物的資産とに区分する。金融資産には、現金・預金、売上債権（売掛金・受取手形）、投資勘定を含む。物的資産は総資産から金融資産を控除した残りである。

つぎに、産業資本の運動様式をとる製造企業における金融資産の構造—その源泉・内容をみていこう。

(1) 産業資本の循環運動の一環として機能する貨幣資本がまずあげられる。すなわち、産業資本の循環運動における姿態転換過程での一形態として、 $P \cdots P$ 視点からも貨幣資本の存在は必然である。この資本運動の円滑なる維持のために必要とせられる運転資本の量は、産業資本として機能している現実資本の蓄積量の大きさによって規定される。そしてさらに産業資本の回転態様（価値移転様式）や当該商品の社会的な商取り引き慣行、それに対応する貨幣資本の供

給体制などによっても左右されるであろう。しかして、これらの貨幣資本、さらに商業信用の介入による売上債権にして、それら自体剰余価値—社会的利潤を創造するわけではない。その意味では貨幣(的)資本は空費的存在である。それはできうるかぎり節約される要がある。ここに適正運転資本量の算定が問題となる所以である。

(2) 産業資本の循環運動から回収・遊離された貨幣資本、そしてその蓄積形態としての金融資産が考えられる。(イ) 減価償却費や諸引当金の積み増しにより回収される貨幣資本は、長期的に遊離されうる可能性をもつ資本である。また(ロ) 資本制企業の基本的運動形式 $G \rightarrow G'$ において、実現された剰余価値—利潤のうち内部留保された貨幣資本部分がある。これらの貨幣資本は、たとえば減価償却費が生産の技術的条件に制約されて所要資本量に達するまで積み立てられるなど、直ちに現実的蓄積に向けられない単純再生産の場合には、そのまま蓄積されるであろう。しかし、資本の法則を貫徹こうとして、まず貨幣形態において可能な利殖の方策を求めて銀行などに預金され、さらにより大きな利殖を期待して証券資産として蓄積されるであろう。これらは、必要に応じ随時現実資本に転化可能な貨幣(的)資本として、一時沈澱するわけである。この場合の証券資産にしても、換金容易な流動資産として一時的に保有されるものであり、潜在的貨幣資本の蓄積ということができる。

(3) 過剰資本として排出された貨幣資本も、構造的不況期にはみられよう。すなわち、現実資本が過剰なために、再生産過程が停滞さらには収縮し、以前には生産資本あるいは商品資本として機能していた資本が、過剰資本として貨幣形態で排除されてくる。かかる事態のもとでの金融資産は、過剰資本の存在形態である。

かくのごとく、資本が貨幣的形態において停滞し、その適正運転資本量以上に累積し続けることは、産業資本本来の姿からいえば、その機能を停止し、遊休・過剰となっていることを意味するわけである。

ところで、三〇年代における日本の経済および企業は、戦前あるいは欧米先進諸国に類をみないほどの高度成長を達成した。しかしその金融基調としては、現実的蓄積の拡大を追求要請する個別経済的ないし国民経済的経営経済戦略のもとで、社会的な貨幣資本の蓄積不足と企業の自己蓄積力の相対的貧困がみられ、窮迫気味に推移したのである。このことは、企業資本の調達・所有構成において、上昇の一端を辿った他人資本比率の推移からもうかがい知ることができよう。

かくて、三〇年代の企業にみられる貨幣資本・証券資産の蓄積増大のうち、その一部は産業資本の循環運動の拡大にともなうものであるとしても、大部分は前述せらるるような再生産規模の停滞さらには縮小にもとづく遊休・過剰資本の遊離・排出―その金融資産形態での集積を意味するものではない、といわねばならない。再言すれば、金融資産の異常蓄積といわれる現象は、産業資本の運動過程よりの遊離蓄積とは全く異なる諸契機の結果であると考えるわけである。むしろ逆に、後述するごとく、資本不足が貨幣資本・証券資産の外観的過剰蓄積の原因とさえ考えられるのである。

要するに、問題としての金融資産は、(イ)産業資本の循環過程における一形態としての貨幣資本ではない。また(ロ)産業資本の正常な循環運動の過程で一時的に遊離排出されつぎの機能を待っている貨幣資本・証券資産でもない。さらに(ハ)再生産規模の停滞・縮小にもとづく遊休資産でもない。それ以上のあるいはそれ以外の貨幣資本・証券資産の過剰蓄積なのである。

(4) 貨幣(的)資本・一時保有有価証券(流動資産)の過剰保有。流動資産における貨幣(的)資本の保有、証券資産の蓄積は、たしかに外観的には必要に応じて現実資本へ、直接にあるいは貨幣資本に還元されたうえで、投資される形態での蓄積である。しかしながら、わが国におけるこれらの流動資産は、その転化が実質的には困難な性格のも

のであるとみなければならぬ。その多くが、実質的には継続性・永続性をもっている。その三〇年代の数字をみても、増加することはあっても減少することはなかったのである。

(5) 固定資産としての投資勘定の膨張。固定資産として長期保有を予定された投資資産の増大は、資本主義経済機構・体制の発展とともに、とくに大企業においては、一般的傾向としてみられるところである。そして、その現実資本への転化は、一応考えられていないのである。

こうした(4)(5)の金融資産の蓄積は、産業資本の循環運動とは、本来直接的関連はない。その蓄積は、資本の生産関係に支配・力関係にもとづくものである。

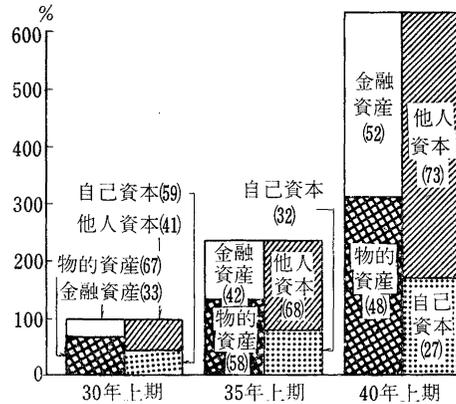
つぎにわが国企業における金融資産保有の実態の確認に移ろう。

2 膨張する金融資産—投資勘定

戦後とくに三〇年代において、金融資産が絶対的かつ相対的に急増したことは、前述せるところである。いまその構成の推移を総資本の伸びとともに図示すれば、次頁の第一図のごとくである。すなわち、三〇年上期には、金融資産比率は未だ三三%にとどまっていた。それが年々上昇を続けて三五年上期に四二%となり、一〇年後の四〇年上期には遂に五二%と総資産の半ばをこえるに至っている。総資産の伸び率六〇%のなかで、その構成比の三三%から五二%への上昇であることを考えれば、金融資産の絶対額の膨張率が如何に高いものであったかが推測されよう。他方、所有構造をみれば、年々「悪化」の一途を辿り、四〇年上期には他人資本七三%・自己資本二七%と、構成の「不均衡」を強めてきているのである。

かかる総資産・金融資産そして他人資本の各伸長率の関係比、そしてそれらを物的資産の成長率さらに生産物の増加

第1図 総資本の伸びと資本構成



- (注) 1. 日銀「主要企業経営分析」(製造業)による。経済白書41年版, 49頁。
 2. 縦軸には30年上期を100とする資本(資産)の伸びを示し、各期別に資本(資産)の構成比を示す。
 3. $\text{金融資産} = \text{現預金} + \text{売上債権} + \text{投資勘定}$
 $\text{物的資産} = \text{総資産} - \text{金融資産}$

られている。

いま投資勘定の総資産に占める比率の推移を、日興証券の調査(対象製造業一九〇社)によってみていけば、つぎごとくである。昭和三二年下期末の五・三八%が三六年度下期末には八・七一%に上昇し、三八年下期末に早くも一一・〇九%と倍増した。その後は不況のなかで増加率は停滞し、四〇年度下期末で一・五一%にとどまっている。つぎに投資勘定の固定資産のなかにおける比率をみるに、四〇年度下期末で約二七%にも達した。他方、償却対象資産および建設仮勘定の合計額は、三一年度下期で総資産の三四・八五%であったのが、三〇年代の設備投資ブームにもかかわ

率、そして利潤額(率)の推移と合せ考えるとき、そこに企業資本の水増しの膨張が示唆されてくるのである。しかし、この問題の吟味は後節に譲ることとして、ここでは金融資産の内容・源泉の具体的検討を急ごう。

金融資産のうち、質的にとくに「支配」との関連で重要な意味をもち、かつ量的にその伸び率の最も高かったのは、固定資産における投資勘定である。投資勘定には、投資有価証券、関係会社株式、出資金、長期貸付金、関係会社貸付金などが含まれる。しかしその大部分は、投資有価証券と関係会社株式によって占め

らず低下傾向をしめし、四〇年度下期末には二九・二六%とその比率を統落させているのである。産業資本として機能する現実資本の量的拡大・質的高度化にもかかわらず、それを遥かに上回る金融資産の膨張が、償却資産比率を圧下させていくわけである。もっとも、かかる比率低下を来たした理由の一端は、戦後の減価償却の促進などにも帰せられよう。

かかる金融資産の膨張―投資勘定の異常蓄積の内実をみていくとき、そこに戦後わが国企業の金融構造の特質と支配体制の再編成にもとづく「持ち合い」的保有の存在を知るのである。以下この「持ち合い」の形態・内容を、個別的に検討していくことにする。まず「支配」との関連で質的に重要な意味をもち、かつ量的にも大きい株式資本からみていこう。

3 「持ち合い」的所有の実態

(1) 株式における「持ち合い」―実質的な自己株保有

株式における金融機関および事業法人の相互「持ち合い」の増大―個人持株比率の後退傾向は、三〇年代においては顕著なるものがあつた。日興証券の調査によれば、昭和三〇年度下期末における株式分布の所有者別構成は、金融機関二六・〇七%、証券会社七・八八%、事業会社一一・七六%であつて、個人持株数は五一・三六%と未だ過半数を占めていた。それが三五年度下期にはそれぞれ三二・三一%、三・四七%、一七・五四%と証券会社の持株比率を除いて、金融機関および事業法人の持株比率は急増した。他方、個人の持株比率は四四・八三%と五〇%を大きく割り込むに至つたのである。そしてこの傾向はその後も続いている。すなわち、四二年度上期末では、金融機関持株比率は三分の一をこえて三四・〇五%に達し、日本共同証券および日本証券保有組合分を含む証券会社は五・七二%と増加した。事業会社の比率は金融逼迫期に一五・一二%(三八年上期)まで落ちたが、一七・七七%と戻している。反面直接金融の比

重をしめず個人のそれが四〇・二九%と続落していることは、注目されねばならない。もっとも、投資信託保有株数も個人持株に算入すれば、個人部門の持株比率は上昇するが、それでも四三・九八%にすぎない。しかしして投信のなかにおける法人保有分、あるいは個人名義の法人持株などを考慮すれば、この比率もまた下がることになるろう。

金融機関と事業法人との持株比率比較において、社会的な遊休資本を吸収管理する金融機関の持株比率が事業会社のそれを上回るのは当然であろう。

(イ) 金融機関と産業会社との「持ち合い」。金融機関の全産業における持株の内訳をさらに立ち入って検討するに、都市銀行の急伸が目立つ。二九年度下期の四・三七%が四二年度上期には九・九七%と二倍以上となっている。その他最盛時には一一・一七% (三八年度下期) を占めた投資信託は、現在 (四二年度上期) 三・六九%とその凋落は著しい。生命保険は、二九年度下期末の六・三三%を着実に上昇させて、現在一一・九一%にも達している。

業種別に、四二年度上期末現在の所有者分布状況をみていけば、製造業平均は三五・九八%と、全産業平均の三四・〇五%より若干上昇する。しかしして金融機関持株比率の高い部門は、鉄鋼業 (一九社) の四〇・八四%、化学工業 (四二社) 三九・四二%、パルプ・紙工業 (一五社) の三八・一五%などである。低いところは、外資系の多い石油・石炭製品 (六社) の二一・二三%のほか、ゴム製品業、鋳業、水産業などの停滞産業が続いている。

つぎに、逆に、金融機関自体の株主構成をみれば、事業会社の持株比率が六一・五一%と圧倒的に高く、金融機関の二〇・六一%がこれにつき、個人は一五%にすぎない。

個別企業についてみても、八幡製鉄および富士製鉄のごとき株主分散度の進んでいる巨大会社においても、株式の集中度は高い。すなわち、両者の金融機関持株は、それぞれ四二・三三% (三一一名) および四七・〇〇% (二七七名)

と大きい（いずれも四二年九月現在）。富士製鉄のごとき資本金一、〇二〇億円の巨大会社にして、個人持主数は二五万人を数えるが、その持株比率は三〇・八五％にすぎないのである。他方、日本興業銀行と富士銀行の場合、事業会社による持株の比率は、それぞれ六九・七〇％、六七・六九％と高い。

かかる株式保有状況を大株主についてみると、八幡製鉄の一〇大株主は、日本証券保有組合および日本共同証券を除けばすべて金融機関であり、筆頭株主は日本興業銀行となっている。その持株比率は二・七％である。あとに富士銀行以下が続く。富士製鉄にしても筆頭株主は日本興業銀行で、その持株は二・五六％を占めている。日本鋼管の場合には、富士銀行が三・五三％で首位に立つ。他方日本興業銀行の大株主をみるに、生保の三社を除けば産業会社では八幡製鉄が二・二五％で第一位、富士製鉄は二・〇〇％の持株比率である。富士銀行の場合、筆頭株主である日本鋼管の持株比率は二・五〇％、八幡製鉄のそれは二・〇〇％となっている。

かくのごとく、わが国における金融機関と産業会社との株式持ち合い関係は、極めて密接である。

(ロ) 企業系列・企業集団間における「持ち合い」。住友、三菱、三井系などの旧財閥系、あるいは金融系列、生産系列ないしコンビナートを形成する企業集団、さらには商品流通販売系列など、広く企業間の提携が行なわれるにつれて、株式の直接あるいは間接的な「持ち合い」も年々増加の一途を辿っている。日興証券調査(三八年上期現在)により、六大銀行融資系列の株式相互「持ち合い」状況をみれば、住友系(四一社)が一九・一九％と最も高い。ついで三菱系(四六社)一七・七五％、富士系(四一社)一〇・三四％、第一系(三七社)一〇・一八％、三和系(四一社)九・九六％、そして三井系(四二社)九・六三％となっている。これら六大銀行系列(二四八社)の平均は、一三・五三％である。

いま一例を住友商事⁽³⁾にとってみていこう。同社の持株構成の特徴は、住友グループの持株が五〇%を越えるという点にある。昭和四二年九月現在の所有者別構成比をみれば、事業法人が取引先を主に三五・四%と著しく高く、金融法人二六・九%、個人三四・六%、証券会社などその他三・一%となっている。白水会会員各社（住友商事を除く住友直系一五社）の持株比率は四五・九七%、また全住友系会社の持株比率は五〇%をこえるという。もともと住友系は、財閥系のなかでは結束が強いといわれ、他財閥グループにくらべて株式の持ち合いは活潑である。住友生命を除く白水会加盟一五社のうち、一一社までが二〇%以上といわれる（四二年三月現在）。住友商事のごとく住友グループの持株比率が五〇%を越えるに至って、財閥持株の増加を抑制して資本調達の間内効率を引き上げるために、興銀など住友系以外の金融機関への株主工作が行なわれている。

親会社・子会社間の株式「持ち合い」については、詳しく説明するまでもあるまい。親会社が子会社の株式を保有し、また逆に子会社が親会社の株式を取得するというまさに実質的「自己株式」保有の場合もかなりある。とくに急成長の独立的産業資本金会社⁽⁴⁾にあっては、個人の蓄積力が増資に追いつかないために、支配確保の手段として不動産部門あるいは商事部門を独立の会社として創設あるいは利用しているのである。かかる企業にあっては、銀行資本との癒着度は低い。その他、支配系列関係というほどの結びつきはなくとも、生産関連上の提携、仕入れあるいは販売先確保など取り引き先との友好関係を保持する必要上、株式を持ち合っているものがかなりみられる。商事会社の場合は、とくにそうした事由もあって、その資本金に比して持株比率は最も高い。日興証券調査によれば、昭和三八年上期現在で商業一三社の所有株式の対資本金比率は九四・七%にも達している。さらに同調査は、「日本の場合商社を間にはさんだ実質上の持ち合い形式が多く、商業資本の優位性がうかがえる」としている。たしかに中堅企業以下に商事会社中心の株式保有

が多いようである。

(2) 貸付金あるいは預金見返りなどによる実質的自己株保有

実質的な自己株保有は、株式の相互保有という対応関係においてだけ行なわれるのではない。産業会社が金融機関、証券会社その他系統子会社、さらに役員、従業員などの個人に預金ないし貸し付けを行ない、その見返りに自社株の保有を要請するという場合もかなりあるものと考えられる。とくに関係会社あるいは証券会社などへの貸し付けのなかには、親会社の計算において自社株を保有させているものが相当にあるといわれる。また、非財関係の独立産業資本的会社においては、大きく増減する社長や重役名義の株式のなかには、金融機関などに肩替り出来ない自社株式がかなりありと推定される。

古くは昭和三十三年「名義貸し事件」として、実質的自己株保有が問題となった。会社が商法の禁止規定にもかかわらず、ある程度の自社株式を保有していることは「公然の秘密」となっており、戦後はとくに商慣習化し、相当多くの会社がこれを行なっていることがあかると出たのである。

(注) 昭和三十三年四月、証券会社の「名義貸し」にからむ所得税法違反で、四大証券が捜査を受けた。四大証券が受取った名義貸し株券の預り配当金は、判明したもののだけで全部で年間約一〇億円といわれた。この取調べの際、商法(二一〇条)に規定する「自己株式の取得禁止」違反が、証券会社の「名義を借りる」という形で、東証上場会社の大部分の会社で商慣習として行なわれている実情が明るみにでた。

昭和三十三年七月、「自己株式の取得禁止」違反で、東京地検は、発行株数にくらべて自社株所有率の高い山下汽船など九社の摘発を行なった。

子会社による自己株保有で、大蔵省から勧告を受けたものに京成電鉄がある。筆頭株主である京成開発は同社の子会社で、そのわが国企業金融における「持ち合い」

の持株は一、九四五万株（昭和三八年一月一日）にも及び、大蔵省から自己株の色彩が濃いとして株数を減らすよう指示された。

富士観光（資本金四〇億三、五〇〇万円）は、無額面発行会社として特異な存在であるが、四一年一二期から貸借対照表に、突然五億二、五〇〇万円（三、五〇〇万株）に達する大量の自己株を計上した。昭和三九年末増資の際四、〇〇〇万株を上回る失権株が出たが、これを取り引きのあった間組に依頼して払い込みを済ませたといわれる。しかし昭和四〇年一二期から無配に転落したこともあって、間組名義の株式のうち三、五〇〇万株を自己株として引き取らざるをえなかったものである。この自己株は、昭和四二年一二期期には、会社側の説明によれば、社長の私財提供により特別利益を計上して整理したという。

(3) 株式投資信託受益証券見返りの自己株保有

株式投資信託への自社株式の組み入れを条件に、被組み入れ銘柄会社による投資信託受益証券の大量保有が行なわれている。三五年、三六年の投資信託ブーム時には、証券会社の過当設定競争も手伝って、こうした「持ち合い」がかなりみられたのである。かくて、貸借対照表上「資本」の資本金の項に、大株主として信託銀行が登場し、「資産」の有価証券勘定に投信受益証券が計上されてくる。もちろん、大衆資金を動員する投資信託であれば、その組み入れ株式数（額）が受益証券保有額より大きいことは、いうまでもない。

以上の株式「持ち合い」は、実質的には自己株式であるとしても、外観的には他社株の資産としての保有である。これに対して、制度上の「自己株式」がある。

(4) 「自己株式」の保有

「自己株式」は、会社自らの体内における「持ち合い」である。自己株式の保有を、商法がきびしく禁止していることは、周知のところである。ただ例外的に、第二二〇条は、(イ)株式の消却の為にするとき、(ロ)合併又は他の会社

の營業全部の譲り受けに因るとき、(ハ) 会社の権利の実行に当り其の目的を達する為必要るとき、(ニ) 特定の規定により株式の買取りを為すとき、に自己株式の保有を認めている。しかしして前述のごとき理由によりやむなく一時的・変態的に取得するに至った自己株式は、これを長く保有することを禁止している(第二十一条)。したがって、制度上の「自己株式」の計上額は、実際には極めて少ない。

(5) 事業会社の一方的保有—社会的な間接持ち合い

事業会社のなかには、直接的な関連性はなくとも、一方的に他会社株式を保有している場合もある。それは、個別的・主観的には、純粹に資産運用を目的とするものであろう。しかし、これら資産項目における金融資産は、直接に物的資産を表現するものではない。社会経済的観点からこれを見ると、国民経済全体としては、後述のごとく、現実資本の蓄積の二重計算になるという意味において、広義には「持ち合い」の範疇に入れらるべきであらう。

(6) 日本共同証券・日本証券保有組合による凍結株

日本共同証券(三九年一月)、日本証券保有組合(四〇年一月)が、証券恐慌への発展を抑圧するために、日本銀行の融資を受けて登場し、こんにち代表的会社の大株主にその名を連らねている。この両者が証券会社の持株比率の主たる内容をなすものである(四一年下期で六・二三%中四・七一%)。かかる凍結機関の保有も、日本銀行の信用創造によってまかなわれているかぎりにおいて、国民経済的には水増しの性格をもつ。

さて、企業資本の「持ち合い」的水増しは、自己資本にかぎらない。量的には他人資本においてさらに多い。

(7) 社債における「持ち合い」

(イ) 社債と公社債投資信託。社債金融においても株式—株式投資信託と同様な現象がみられる。すなわち、社債発行

会社の社債組み入れを条件とする公社債投資信託受益証券の保有がそれである。とくに公社債投資信託発足の三六年当時は、証券会社のはげしい設定競争が、こうした「持ち合い」を激化させた。

(ロ) 社債と金融債・預金。金融機関が社債保有の見返りに、当該事業会社に預金あるいは金融債の購入を要請する。四二年六月、某金融機関が、既保有および新規発行事業債の購入の見返りに、一割程度の金融債の引き受けを当該事業会社に要請したと伝えられた。これは、資金の調達を主として金融債に依存する金融機関における両建て・歩積みの類である。

(8) 借入金と貸付信託受益証券・金融債

長期借り入れには、その見返りに貸付信託受益証券、金融債券の購入が付随している。これもまた両建てである。

(9) 借入金と預金とくに定期預金―両建て・歩積み

借り入れあるいは手形割り引きに際し、その一定額を金融機関に拘束預金として止めさせておく、いわゆる両建て・歩積みも、戦後は一般化している。昭和三八年頃より政治問題化し、三九年その規制措置がとられた。しかし、なお相当額が残存し、架空名義の定期預金などを使って行なわれているといわれる。両建て・歩積みは、とくに中小企業に顕著なることは、第二表AおよびBに示めされる通りである。

(注) 公正取引委員会は、昭和四〇年八月一二日、東京、大阪、名古屋、福岡の中小企業約四、〇〇〇社(回収率二九%)を対象にした歩積み・両建てなど拘束預金の実態調査の結果を発表した。それによると、債務者が、金融機関の心理的な圧力などで事実上引き出せない広い意味での拘束預金は、かなりの額にのぼっている。その借入金に対する比率は、全体で三二・八%にも達するという。金融機関別には、都銀三三・七%、地銀三四・四%、相銀三九・二%、信金三九・六%、信用組合四一・八%となっている(昭和四〇年八月一三日、日本経済新聞)。

第2表A 現金・預金の構成比および手許流動性 (単位%)

区 分	31年	32	33	34	35年度	36	37	38	39	40
現金・預金 / 総資産	10.1	10.1	11.0	11.8	11.9	11.1	12.0	12.6	12.8	14.0
手許流動性 (現金・預金 / 売上高)	5.6	5.6	6.7	7.5	7.3	7.5	8.6	9.4	9.3	10.3

第2表B 金融機関借入金に対する現金・預金の割合 (単位%)

年・年度別		31年	32	33	34	35年度	36	37	38	39	40
資本金階層											
1 千 万 円 未 満		60.5	59.5	63.5	70.2	67.6	70.7	67.2	70.9	74.0	70.6
1千万円～5千万円未満		55.1	51.6	56.1	56.8	58.9	58.4	59.9	68.3	70.6	68.4
5千万円～1億円未満		47.2	42.8	46.5	49.4	47.2	49.6	51.6	53.5	58.4	58.3
1億円～10億円未満		25.5	22.8	22.9	25.0	40.3	39.1	43.0	49.1	50.0	51.9
10億円以上						23.0	21.5	24.2	28.0	27.7	29.9
平 均		38.3	35.8	36.1	39.3	40.6	38.0	39.0	42.3	42.7	44.0

(注) 大蔵省「法人企業統計年報」

わが国企業金融における「持ち合い」

(一〇) 企業間信用—売上債権・買入債務—の膨張

以上、金融資産の内容と株式、社債、金融債、さらに預金などについてみてきたわけであるが、ここに個別企業の一例として、八幡製鉄の投融資勘定(四二年三月末現在)をかかげておこう(第二表)。金融資産のうち、現金および売上債権などを除いた投融資勘定は七三七億円にもおよんでいる。

第3表 八幡製鉄における投融資勘定 (42年3月31日現在)

	金額 (百万円)	備 考
関係会社株式	8,841	18銘柄 331 "
一般株式	32,984	
社 債	530	
国 債	20	
地 方 債	482	
投資信託受益金証券	2,799	
貸代信託受益金証券	3,710	
金 融 債	6,888	
出 資 証 券	19	
定期預金・金銭信託	17,495	
合 計	73,768	
借入金および社債	246,645	
使用総資本	535,408	

(注) 八幡製鉄有価証券報告書より

売上債権と買入債務すなわち企業間信用は、株式の相互持ち合いのごとく直接的でなく、社会的規模での循環的な持ち合いである。産業資本の循環運動そのものの拡大とともに商業信用が増大することは、一般的傾向である。しかし、戦後わが国企業の資産・資本構成に占める企業間信用の比率の上昇は、さきの第一表にみられるごとく、戦前にくらべて、また国際比較においても、きわめて大きい。一方で信用を与え、他方で信用を受ける信用の授受は、それぞれの相手は異なっても、社会的には相殺される性格のものである。こうした企業間信用授受の極は、「融通手形」の書き合いにまで発展する。

「持ち合い」は、さらに企業自らの体内においてしかも秘密裡に行なわれている。これすなわち「粉飾」である。

(一) 粉飾による水増しと圧縮

粉飾決算による資本・資産の過大表示は、さきの「構造的」といわれた三九年・四〇年不況期に、大きくあかまるみに出た。すなわち、実質的には欠損—資本減少にもかかわらず、対外信用の保持などのために、架空売り上げあるいは費用の圧縮を行ない、他方資産勘定の水増ししないし負債勘定の圧縮などの操作によって、利益の過大表示—資本の名目的膨張をはかった企業が相ついだ。その顕著なるものは、訂正有価証券報告書の大蔵省への提出を求められ、世の批判を浴びた。そして、粉飾の根は予想以上に広く深く、かつその期間も長期間に亘たり、額も大きいことが知らされた。四〇年に倒産した山陽特殊鋼の場合、三三年頃から行なわれていたといわれるが、三七年以降の利益の過大表示額は七二億円にものぼった。また日東紡の四一年四中期には六四億円の資産の水増しが報ぜられた。粉飾は、「増資や借り入れのための必要悪」などという顛倒した意見も当時は一部に聞かれたのである。

もっとも反対に、好況期には高収益会社では、かなりの逆粉飾会社もみられる。利益の圧縮・過少表示、有税償却、

利益剰余金の性格をもつものの引当金（負債勘定）への計上などがそれである。

以上、金融資産の「持ち合い」的所有の実態をみてきたわけであるが、その様相は、多面的かつ複雑である。以下それを整理要約しておこう。

4 「持ち合い」の諸形態

まず「持ち合い」的所有を（1）領域的にみるに、企業金融のほとんど全領域に及んでいることが、指摘されねばならない。すなわち、「資産」面における預金、売掛金および受取手形、流動資産である保有有価証券、さらに投資勘定のなかの一般株式、関係会社株式、関係会社への貸付金などに対応するのは、「資本」の側における買掛金および支払手形、短・長期借入金、社債、そして株式資本である。

しかし、（2）「資産」・「資本」の各項目間の「持ち合い」関係は錯綜しており、心ずしも預金対借入金というごく直接的対応関係にあるとは限らない。

つぎに、（3）「持ち合い」の主体をみるに、それは企業内、企業間、企業と個人間、企業集団内、そして社会的規模と多様である。以下列挙しておこう。

（イ）社内における制度上認められた自己株式あるいは秘密裡の粉飾的持ち合い

（ロ）親子ないし系列関係にある二社、または並存的な提携関係に二社間の相互持ち合い。その二社は同種あるいは異種産業部門に属することも、あるいは金融機関と産業・商事会社の場合もある。

（ハ）親会社・金融機関・大商事会社などを間においた三社間持ち合い

（ニ）系列ないし企業集団内における直接間接の相互循環的持ち合い

(ホ) 社会的規模でのいわば環状的な間接持ち合い

さらに、(4)「持ち合い」の性格を大別すれば、つぎのごとくにもなるう。

- (イ) 資本支配関係の形成を基軸におくもの
- (ロ) 生産・販売などの提携関係の強化を意図するもの
- (ハ) 単なる取り引き関係に由来するもの

以上のごときわが国企業における金融資産の異常蓄積、そしてその大部分を「持ち合い」的に保有するという「資本」・「資産」構造は、(1) 企業資本の集中・集積と、(2) 企業の支配集中機構・体制に、大きく戦後日本の特質を付与するに至ったのである。

注 (1) 日興証券調査部による「財務分析調査」投資月報昭和四一年九月号他。

(2) 日興証券調査部による「株主分布状況調査」投資月報昭和四三年四月号他。

(3) 八幡製鉄、富士製鉄、日本鋼管および日本興業銀行、富士銀行各社の有価証券報告書より。

(4) 日興証券調査部「事業会社の株式所有と証券市場」投資月報四〇年七月号。

(5) 住友商事有価証券報告書および日本経済新聞より。

三 企業における金融資産の基本的性格

わが国企業における金融資産の異常蓄積は、前述のごとく、産業資本の循環過程における一形態としての貨幣(的)資本を、その量においてはるかにこえるものである。さらにまた、それは、その累積が三〇年代の超高度成長段階 \parallel 資

本の相対的不足期におこなわれたことにかんがみ、産業資本運動から遊離・遊休した金融資産とも、その質を異にするものである。金融資産の大部分は、極論すれば、産業資本の本来的运动それ自体とは無関係の、資本の生産関係 \parallel 支配・力関係において形成・蓄積された資産といえよう。かくして、戦後わが国の資本蓄積・企業支配構造を解明するにあたって、まず金融資産の基本的性格を確認しておく必要がある。

1 金融資産の集積と現実資本の蓄積

—金融資産蓄積の二重性—

企業内における貨幣(的)資本ないし金融資産の蓄積は、これを現実資本の蓄積との対比においてみるとき、その性格をよりあらわにしてくるであろう。

企業における現実資本は、資本の運動過程に現実投下され、生産資本および商品資本の姿態をとるものである。この現実資本に加えるに、産業資本の循環運動の円滑なる維持に必要な貨幣資本の最少限をもって、本来の意味での産業資本を形成する。かかる実質的産業資本の蓄積が直接に再生産過程の拡大成長につらなるものであることは、いうまでもない。そして、かかる個別産業資本の運動過程において、剰余価値—社会的総利潤の一部分の創出が行なわれるわけである。

問題は、かかる本来の意味での産業資本の蓄積が、産業資本の運動様式をとる製造業の資本構成においてさえ、金融資産の集積に比し相対的に低落していることにある。

つぎに、金融資産をみるに、それ自体は直接に物的内容をもつものではない。また金融資産は、剰余価値—社会的総

利潤の現実の創出に直接に関与するわけのものではない。それは、労働生産物（社会的富）に対する所有請求権ないし、他企業における現実資本の創出する剰余価値―利潤―利益に対する分配請求権である。

かくのごとく、所有・分配請求権にすぎない金融資産は、物的資産そのものである現実資本に比すれば、二次的性格のものである。所有・分配請求権としての金融資産の代表する物的実体そのものは、当該企業外に資産として存在する。かくて、個別経済的には別々に存在する金融資産―物的資産は、社会経済的には二重に計上されていることになる。このことは、社会経済的には、「機能としての資本」の現実的蓄積と「所有としての資本」の名目的集計量との、背離拡大となってあらわれる。すなわち所有名義の資本の総体は、現実に機能している資本の蓄積量よりも遥かに大きく表現することになる。そして、それは、金融資産の多くが「持ち合い」的に保有されているという事態によって、一層拡大されてくるのである。

たとえば、前掲第一図にみられるごとく、三〇年代の一〇年間に、六〇〇%にもおよぶ企業総資本の膨張をみたにもかかわらず、そのなかにおける物的資産―現実資本の蓄積のテンポは、金融資産のそれを遥かに下回っている。そして、生産物の伸び率も、長期化傾向にある投資の懐妊期間などを考慮に入れても、企業資本の成長率を著しく下回ることが推定される。これを国民経済的にみれば、国民総生産の増加率（経済成長率）も戦前にくらべまた欧米先進諸国に比して著しく高かったが、それをはるかに上回る所有名義総資本の伸び率があったものと考えられるのである。

また、企業資本の集中・集積総額と現実に機能する資本の蓄積量との背離―金融資産の膨張は、個別経済的な名目利益の総額と社会経済的な実質利潤の総額との背離をも顕著たらしめていくであろう。

2 金融資産の保有と企業支配

銀行預金あるいは貸付資産、さらに証券資産の蓄積は、前述のごとくその金融資産としての基本的性格においては同じく所有・分配請求権の蓄積である。しかし、これらの金融諸資産は、流動性視点、収益性視点あるいは支配視点からみると、それぞれに異なる性格・内容を有するものである。すなわち、まず流動性基準から金融資産を区分すれば、銀行預金や定期預金の代替としての金融債などは、本来の貨幣形態での蓄積であるという意味において、第一次的性格のものである。これに対して証券資産は、その擬制資本的性格において二次的性格のものといわざるをえない。

しかしながら、「支配」に焦点を置いて金融資産をみると、その作用する内容において段階的相違がみられる。すなわち、株式は制度的にも「支配資本」として議決権行使を認められている。他は「他人資本」である。わが国企業の場合、株式の「持ち合い」的保有率が極めて高いことに注目されるわけである。

(注) 社会経済の領域における「現実資本と貨幣資本」については、資本論第三巻第五編第三〇—三二章参照。なお、貨幣資本の蓄積の基本的性格については、生川栄治「信用制度と貨幣蓄積」第三章「貨幣資本と現実資本」より多くの教えを受けた。

四 金融資産の「持ち合い」的保有と企業資本の水増しの膨張

企業資本の集中・集積に即して、「持ち合い」を問題とするとき、それは大別して、(1) 動態的にフローとしての企業金融過程における調達効率の量的・質的低下と、(2) 静態的・構成的にストックとしての「資本」・「資産」における使用総資本の水増しの計上、の二つの問題に分けられよう。

1 「持ち合い」による企業金融の量的・質的効率低下―「花見酒」の企業金融

「持ち合い」は、企業金融の効率を減ずる。すなわち、(1) 量的に、実質的な使用可能資本量の縮少を、裏返し的にいえば資本調達量の名目的膨張を招来する。そして(2) 質的に、調達資本コストないし実質支払い金利の上昇を結果することになる。

まず、株式の「持ち合い」の場合からみていこう。

株式の「持ち合い」は、(イ) 増資新株の発行を機会に、あるいは既発行株式を(ロ) 株式市場を通じて、(ハ) 他企業や金融機関持株の譲り受け、さらに(ニ) 日本共同証券や日本証券保有組合における凍結株の肩替りなどによって、行なわれる。

こうした株式の相互持ち合いは、企業資本の実質的減少を結果する。その経営経済理論的検討は別の機会に譲るとして、こうした事態の現実・具体的事例かいくつかみていこう。

昭和三六年の全般的金融逼迫期に、かかる株式の「持ち合い」的保有のもとでの増資の強行が、企業・企業集団そして株式市場において、諸種の矛盾を露呈するに至ったことは、知られているところである。いま、資金繰りに苦しい「持ち合い」関係にある一方の会社が、借り入れや社債発行も困難となつて、限界資金の調達を株式発行に求め、株主割り当て増資を決議したとする。しかしてかかる増資は、同様に資金需要に追われている他方の持株会社の資金状態を一層悪化させることになる。かくて、払い込み資金の調達もかねた追随増資を誘発する。そうなればかかる二社の株式を保有する第三の会社は、増資資金の手当てのために自らも増資を余儀なくされてくる。かくして、連鎖反応的に増資が循環・慢延することになる。そして、最初増資した先発会社の増資資金も、後発会社の増資払い込み資金にくわれて

当初の所要資金の充足を不可能とし、資金計画に齟齬を来たす。かくては、この先発会社が再増資に追い込まれかねない。こうして名目的株式資産のみ、より急激に膨張して、愈々現実資本の蓄積との背離を拡げていったのである。そしてまた持株保有の多いわが金融機関もその資金ポジションを急速に悪化させていった。ここに戦後わが国企業金融の硬化現象をみるのである。

高度の持ち合い的所有構成のもとでは、増資によって現実資本に転化できるのは、極論すれば、個人払い込み分と、「持ち合い」関係なき金融機関の差額の保有株式の払い込み分とだけであるといえよう。とくに旧財閥系を中心に企業集団間持ち合い率の高まっているこんにち、増資による資本調達効率率は、グループとしては著しく阻害されることになる。さきあげた住友商事の場合、その典型例とさえいえよう。そこで住友商事の場合も、グループ内「持ち合い」比率の低下をはかるために、グループ外金融機関の持株増加に努めているようである。さらに意識的に「持ち合い」を回避している企業集団もみられる。それは、松下電器産業を頂点とするグループである。すなわち同企業集団の場合、親会社である松下電器産業が系列子会社の株式を持つことはあっても、子会社における松下電器産業株式の保有はほとんどみられないという。グループ内「持ち合い」には、「株式での資本調達という本来の使命が果せなくなる」(同社高橋副社長談)からという理由で批判的なのである。同社の場合、「支配」の視点からみて松下幸之助会長が依然として筆頭株主として五％(三、三八六万株)を保有し、他方投信を除く金融機関の持株比率は二六％(四二年一月期)と低い。したがって、子会社と親会社との株式相互保有によって支配体制を確保する必要を、あえて認めないわけである。かくて、「個人こそ安定株主」であり、「株主即顧客」という基本的態度をとっているものと考えられる。

ともあれ、株式の「持ち合い」的保有関係のもとでは、「増資が増資を呼ぶ」という現象を生じ、企業間に資本の移

動||やりとりを生ずるが、結局は相殺されて実質的な自己株保有となり、帳簿上の空疎化された存在となる。そして、こうした実質的には「払い込みなき」株式の発行は、そこに浪費的諸経費を生ずる。かかる「持ち合い」にともなう空費的要因は企業利潤を圧迫し、コスト的に金融効率を低下させる作用をする。

ところで他方、金融逼迫下での「持ち合い」関係によって拍車をかけられた過剰増資は、非持ち合いの個人あるいは法人企業や金融機関に、はげしく実質的払い込みをせまることになる。すなわち、株主額面割り当てにより払い込みを経済的に強制された前記の諸株主は、払い込み資金調達のために、その保有する持株を売却せざるをえなくなる。かくして、株式流通市場を圧迫し株価暴落を早め深める一因ともなるのである。

なおまた、一般的に金融資産を異常蓄積する企業とくに非系列企業は、資金的に窮迫化して銀行借入れや社債発行も困難で増資も意の如くならなくなったときには、残されたもつとも簡便な資金調達手段として、資産とくに金融資産の処分、それも市場性ある手持り有価証券の売却に向う。こうして、企業における有価証券保有の増大は、証券市場が大きく圧迫される危険性をも増大させるといえよう。

つぎに社債金融についてみるに、そこにも株式金融と同様の効率低下が、社債発行会社による社債投資信託受益証券の保有などの「持ち合い」によって生じてくる。投信組み入れ社債のなかに、実質的自己社債が存在するわけである。

借り入れないし手形割り引きにおける両建て・歩積みによる量的・コスト的金融効率の低下については、もはや説明を要しまい。また、企業間信用用について然りであろう。

2 「持ち合い」的保有の資本減少性

(1) 「持ち合い」的保有の資産性と資本減少性

「持ち合い」的保有の性格は、企業自らの体内における「持ち合い」である自己株式の保有に端的にしめされている。ところで自己株式の性格については、その有価証券性―資産性と資本減少性の二面性をめぐり、いづれにその主要な側面をおくべきか、はげしく争そわれている¹⁾。しかしながら、自己株式の保有が、現実に産業資本として機能する資本量を減少させるものであることは、疑いなきところである。自己株式と資本金とを相殺すれば、「資本」・「資産」の減少となる。主張される自己株式の財産性にしても、それは、前述のごとく、利益分配請求権に基礎づけられた擬制資本においてであり、現実資本との対比においてみるとき第二次的性格をもつものである。自己株式の売買益は、かかる擬制資本の売買にもとづく利益に他ならない。

なお、自己株式の議決権・利益配当請求権などの株主権が全面的に休止されることは、それぞれの契って立つ見解には相違はあるが、一致した見解である。かかる自己株式のもつ資本減少性と有価証券性の両面について、その関連性―矛盾性を、経営経済理論的に、しかも会計制度上の実践において、論じていかなければならないが、それは次稿に譲ることとする。

個別企業相互間の「持ち合い」的保有についても、その「持ち合い」株式を相互に交換すれば自己株式となる。こうして相互持ち合いは、実質的な自己株式の保有である。

「財産的一体関係」にある関係会社ないし親・子会社間における金融資産の保有は、これらの企業の貸借対照表を結合して連結財務諸表を作製することにより、水増し膨張分が収縮され、より実態がしめされることになる。なお「持ち合い」関係にある非上場の子会社の株式に、有価証券―財産性の側面を有しないことはいうまでもない。こうした株式の保有は、当該会社の合併によって、はっきりと制度上の「自己株式」として表面化する。すなわち、存続会社が解散

会社の株式を保有しているとき、また解散会社が存続会社の株式を保有しているときは、存続会社は自己株式を保有することになる。かかる自己株式は、出来るかぎり速やかに処分すべきであることは、前述の通りである。(1) 無償消却—資本減少、(2) 存続会社の株主への優先売却、(3) 他企業・金融機関への肩替りや一般投資家への売り出し、などの方法がとられる。

(注) 富士製鉄—東海製鉄の昭和四一年八月一日合併時における例 富士製鉄の所有する東海製鉄株式(額面五〇〇円)のうち二万株に対しては、富士製鉄の株式を割り当てず無償消却した。富士製鉄が所有する東海製鉄株式に対して割り当てられた新株式(額面五〇円)一六四、〇二〇千株は、富士製鉄の株主に優先的に割り当てて売り出された。ほかに同会社は、自己株式も流動資産の部に一、三四一百万円余計上している(四三年三月三十一日現在)。

なお合併前の富士製鉄資本金八二、〇一〇百万円、東海製鉄資本金二〇、〇〇〇百万円で、その算術合計は一〇二、〇一〇百万円であるが、新資本金は一〇二、〇〇〇百万円となった。

石川島播磨重工業と呉造船の合併例 石川島播磨重工業は、昭和四二年三月三十一日付で呉造船所を合併した。その結果、石川島播磨重工業が持っている呉造船株二、〇四七千株(五〇〇円額面株のため五〇円換算で二、〇四七万株)が自己株式として発生した。これを東京芝浦電機が引き受け、東芝の石川島株式保有数は三〇、五一七千株にたっし、同社の筆頭株主となる。他方呉造船が持っている石川島播磨重工株一、五四〇千株は、合併後の石川島播磨重工が当面自社株として保有するという。なお、石川島播磨重工業の東芝株保有数は一〇、三一五千株である。

ところで、「持ち合い」的保有は、株式だけではない。社債、借入金、企業間信用にもみられる。これら「持ち合い」的金融資産のうち、市場性ある有価証券以外は、一般にその資産性も形骸だけということにならう。いよいよその資本減少性の側面を強くする。もっとも、「支配」を基軸とする「持ち合い」株式は、市場性があっても、長期的・固定的に保有されて売買がなされないとすると、その資産性も稀薄化する。

以上要するに、産業資本あるいは商業資本として第一次的に機能している企業資本の算定にあたっては、「持ち合い」分を相殺し控除されねばならない。企業の実質機能資本量は、その貸借対照表上の計上額よりも、かなり少いということになる。換言すれば、「持ち合い」は、「資本」・「資産」のみせかけの増大を結果し、使用総資本額を名目的に膨張させているわけである。貸借対照表は巨額の金融資産の蓄積をあらわしているが、その多くは「持ち合い」的保有であり、空疎化された形骸にすぎない。われわれはここに、「持ち合い」の擬装性をみるのである。

(2) 企業利潤(率)の名目と実質の背離

企業資本の機能・存在量と形態をしめす「資産」における金融資産は、前述のごとく、それ自らが剰余価値―社会的総利潤の創出に直接関与するものではない。それは、社会的富あるいは現実資本の運動過程において創出される利潤に対する所有・分配請求権である。かくして、所有名義の資本の集積と、利潤創出の源泉である現実資本の蓄積との乖離を、個別経済的に、さらに社会経済的にも拡大する。

しかし、かかる金融資産が「持ち合い」的に個別企業において保有されていることは、配当なり利子が企業相互間において支払い・受け取られることになる。しかしそれは、現実の資本の運動に基礎づけられたものではない。相殺さるべき「資本」・「資産」の名目的計上にもなう架空の利益にすぎない。したがって実質利潤額は、水増し利潤で膨らんだ名目額よりも少いことは言うまでもない。

ただ利潤率の算定にあたっては、水増しされた利潤額を水増しされた資本額で除することになるが故に、名目と実質との間の乖離はない。すなわち、利潤率の算出結果は同じでも、その内容においては異なるわけである。

もっとも、「持ち合い」にもなう流通諸経費の増大が空費要因となって利潤を減少させ、その分だけ利潤率の低落

を必至としよう。

3 「持ち合い」的保有による資本構成の歪曲化

(1) 金融資産の異常累積—機能構成と資産構成との乖離拡大

戦後の経済再建そして革新といわれるほどの技術的生産力の飛躍的發展のなかで行なわれた企業の強成長は、わが国産構造の高度化・重化学工業を促進し、また一般的に有機的構成の高度化も進んだ。とくに三〇年代後半に至ると労働力の不足も目立ち、資本集約的構造への進展も顕著なるものがあつた。かかる「機能としての資本」の国民経済的・個別経済的の高度化は、固定資本比率の上昇を意味する。ところで、固定資本即固定資産ではない。また固定資本即物的資産ではない。しかしながら、産業資本として機能構成の高度化は、物的資産と金融資産との構成比において、ますます前者の比重を高めていくものと予測されたのである。

ところが、現実のわが国主要製造企業の三〇年代における貸借対照表の資産構造の推移は、こうした一般的に認容されている機能構成の法則的傾向とは逆に、前述のごとく金融資産の比重が年々増大して、四〇年にはついに五〇%をこえるという趨勢をしめしたのである。かかる「機能」構成と「資産」構成との格差の逆行的拡大の主たる要因は、「持ち合い」的保有による資産構成の偏向にあると考えられる。すなわち、預金、企業間信用、一時保有有価証券、そして投資勘定のなかにおける相当額の「持ち合い」的保有が、金融資産勘定を、そして資産総額を増強的に膨張させ、同時に他方における物的資産比率を圧縮させて、資産構成の「悪化」として表示される結果となつたのである。なお、減価却の促進がこの傾向を一層強める作用をしていることも、見逃せないであろう。

もっとも、資本の有機的構成のごとき原理論的概念を、現実の貸借対照表上の資産構成を直接の基礎にして検照しよ

うということ自体、無理があろう。

(2) 「持ち合い」による資本の所有構成の歪曲化

「持ち合い」は、当然のことながら、資本の「存在」構成に対応する資本の「所有」構成の側も歪曲化させる。買入れ債務の膨張、両建て・歩積みなどによる借り入れ金や社債の水増し計上など、他人資本における「持ち合い」は、自己資本の比率を押し下げ、資本構成を外観的に悪化させることになる。「持ち合い」分の相殺が行なわれるれば、他人資本はかなり圧縮されよう。

しかし他方、自己資本にあっても、株式資本金が「持ち合い」によって過大にふくらんでいることは前述のごとくである。「自己株式」はもとより、実質的な自己株式である「持ち合い」は、これを消却ある相殺した場合、自己資本の縮小となる。そして、「持ち合い」度が高く、かつ資本金比率の大なる企業ほど、自己資本比率は低下しよう。

こうして、「持ち合い」は、他人資本および自己資本の双方に水増しの膨張をもたらすわけである。この名目的所有構成と実質的所有構成の背離の程度は、個々の企業の実態の検討にまたねばならない。

4 「持ち合い」的所有と資本市場

「持ち合い」的保有と金融市場さらに資本市場との関連において、もっとも問題となるのは、株式市場である。

(1) 「持ち合い」と証券市場の安定性

株式の「持ち合い」による株主・株式の安定化は、浮動株の沈静化をはかって株式の需給関係を好転させることができよう。しかし、それが極度に進んだ場合には、市場において品薄株となり当該株式の流通性を阻害し、株価変動の巾を大きくして、公正な価格形成を防げるおそれがある。

しかしして他面、金融逼迫期に至ると、建設工事資金や決算操作などのために、資金繰りに追われる企業のなかには、安定株主から不安定株主に転落するものも出る。

また新しいコンビナート形成のために、あるいは原材料系列の変化などにより、従来の「持ち合い」事由が後退し、その持株を処分するものもある。周知のごとく、昭和三六年秋にみられた法人の株式処分売りは、証券市場・証券会社を大きく圧迫した。すなわち、かかる事業会社の換金売りは、それが他の事業会社によって肩替りされないかぎり、増資と同じように株式市場から資金を吸収することになる。かくて金融窮迫下ですでに需給関係の悪化した市場の株式過剩状態に拍車をかけることになり、株価は暴落した。さきの日興証券の調査では、三五年上期の法人持株比率は一八・三九%、それが三八年上期には一五・二%にまで落ちた。この間における巨額の新規発行株式の増加を考慮するとき、法人売りの絶対額は、相当の額にのぼったものと推定されるのである。

こうした現象は、社債にもみられた。すなわち、公社債投資信託発足時、四大証券の設定競争により、法人は多くの受益証券を手持ちしたが、証券会社は公社債市場が未確立であったため理論価格（額面基準）での買い取り約束をしており、三六年后半受益証券の法人売りが続き、証券会社の経営に大きな打撃を与えた。

(2) 自社株操作による株価工作と投機利得の獲得への利用

商法が自己株式の取得に厳しい制限をつけているのは、一般投資大衆の犠牲において株価操作や投機利得の取得に用いられやすいからである。

注 (一) 自己株式の性格をめぐる論争については、馬場克三「株式会社金融論」第五章6「自己株式」、別府正十郎「資本会計の

経済理論」第四章「自己株式の会計」など参照のこと。

五 「持ち合い」による「所有なき支配」機構の形成

前節において述べてきたごとく、「持ち合い」が企業資本の調達・構成に及ぼす影響はきわめて大きい。すなわち、(1) 企業金融過程における量的・コスト的調達効率の低下、(2) 企業資本の水増しの膨張と資本構成の歪曲化、(3) 社会的空費要因の増大、(4) 証券市場の不安定化など、企業資本の集中・集積の側面からは、いづれも無視できないマイナス要因である。それにもかかわらず、高度成長期の資本不足のなかで、企業における金融資産の異常集積―その大部分の「持ち合い」的保有が、強引に推進されてきたのである。われわれは、その理由を産業資本の現実的蓄積慾求それ自体とは本質的に異なる契機に求めなければならない。

さて、かくのごとき集中・集積を阻害する諸要因を補償してなお余りある契機といえば、それは「支配」である。とくに三〇年代における金融資産の「持ち合い」的集積を加速した基本的要因は、戦後わが国企業・金融・経済における支配機構・体制の変革と、そのこの時期における新しい再編成に在ると考える。

1 旧支配体制の解体から「持ち合い」による支配体制への移行

敗戦により、わが国経済の旧支配体制は解体された。すなわち、財閥の解体―その司令部的持株会社の解散と持株の国民大衆への放出は、ピラミッド型の巨大な持株支配機構を崩壊させた。そして、独占禁止法の制定は、持株支配機構の再生を抑制した。また、わが国商法規定は、「自己株式」の取得・保有に対しては、厳重な制限を課しているのである。しかしながら他方では、証券民主化運動のもとで株式の分散―大衆資金動員体制の確立が急がれた。このことは、

一方では、企業少数株主支配を容易にした。かくて戦後わが国経済・企業における「所有—支配」構造の変貌がみられたのである。

そうした歴史的・構造的條件に規定されながら、二〇年代末に戦前水準に達して量的再建を終えた日本経済は、つぎの高度成長達成のための産業資金供給体制の整備とともに、新たな支配体制の形成へと向うのである。そして、社会的遊休貨幣資本の集中・管理者的地位にある金融機関を中軸に、金融系列の強化・財閥再編成が行なわれた。その中枢的存在としての金融機関の持株は増加の一途を辿った。かくして都市銀行を中核とした環状的相互「持ち合い」による、実に巧妙な資本の供給・支配体制が形成されたのである。かかる多数企業の環状的相互「持ち合い」による支配体制の集団化・機構化と支配資本の節約は、戦後日本の特徴である。それは、高度成長過程での企業自身の個別的資本集中・支配集中力の相対的弱さをもさることながら、とくに独禁法の持株比率制限も微妙に影響している。

こうした金融系列とくに旧財閥系にあっては、その持ち合い関係は高率で結合度も強く、かつ広範囲におよび、水平的・垂直的に資本の紐帯関係でむすばれ会っている。また八幡製鉄などにみられるごとく、金融機関の共同保有的な勢力均衡の上で、自らが一大産業トラスト的企業系列を形成しているものもある。さらに支配関係よりみれば水平的なカルテル的結合のなかでの「持ち合い」による企業集団化もみられる。とくに、技術的結合を基盤に新しい巨大コンビナートを形成するビッグ・ビジネス間における株式の「持ち合い」は、業務提携を目的として古い支配系列にこだわりなく行なわれている。これは技術系列ともいふべきか。なおまた、技術革新・高度成長期に、強成長政策をとる企業のなかには、経営の多角化・大規模化を早急に達成する方式として、製造工程の一部あるいは販売部門の分離独立、新規生産部門の子会社としての新設、下請関係企業の傘下への包摂などを行なった。関係会社・子会社に、その必要とする資金を

できるだけ自己調達させることによって、実質的な資本・生産の集中・集積を達成し、支配資本の節約を可能とするわけである。

ともあれ三〇年代における上述のごとき新たな支配体制の形成とその外延的拡大策が、投融資勘定の膨張を結果し、さらに技術的結合の要請からくる資本系列をこえた「持ち合い」の進展が、それを一層錯綜したものにしたのである。そして、四〇年代に入り、四一年夏頃より、資本自由化に対処するための株主安定化工作が、盛行した。かくて金融機関、事業法人のグループ内各社間の株式持ち合い率は、一段と高まってきている。

なお、借入金と銀行預金、あるいは長期借入金と金融債・貸付信託受益証券、あるいは社債金融にみられる「持ち合い」などは、基本的には経済成長政策の一環としての低金利政策に由来する。すなわち、政策的に低く位置づけられた「管理金利」は、いわゆる両建て・歩積みなどによる拘束預金ないし債券などの半強制によって、実質的な金利水準への均衡作用が行なわれているのである。

こうして形成されていく社会的規模でのあらゆる金融領域における「持ち合い」は、直接の支配関係は稀薄化するが、国民経済的「もたれあい」経済体制を形成する。これが戦後日本経済の一つの体質ともなっているのである。

2 株式の「持ち合い」による「所有なき」支配

「持ち合い」の典型は、会社自体の体内における「持ち合い」である。「自己株式」の保有である。しかして、わが国商法は、自己株式の保有を一時的・変態的事態として、消却を前提としないものはその永続的保有を認めていない。その主たる理由は、会社の資産が本来の目的である事業に使用されずに、会社支配者団の恣意的支配の手段に利用されるおそれがあるからという。すなわち、自己株式によって投機を行ない、また株主総会において議決権の私的濫用など

の弊害が考慮されてである。こうした趣旨から、一時的に保有を認められた自己株式の株主権にしても、配当は実質上単なる帳簿上の操作にすぎず、議決権はこれを有しないものとしている（商法二四條Ⅱ）。したがって、企業支配自体の観点からは、「自己株式」の保有は意味がない。しかしながら、相互「持ち合い」株式は、それが実質的には自己株式同様に現実に機能する資本の裏付けがないにもかかわらず、配当は相互に支払い・受け取り、議決権は相互に行使可能となる。しかして、配当は相殺されても、議決権は相殺されない。議決権は、相互に有効な実質行使ができるのである。かくて、相互「持ち合い」株式は「自己株式」と異なり、支配集中の面において大きな力を發揮する。「自己株式」の場合には直接的で明白な「資本減少性」の側面が、相互持ち合いの場合には間接的となり、「所有なき支配」が擬装性を強めてくることになる。もっとも、既発行株式を相互に再取得すると資本減少をひきおこし、資金的負担がかかることになろう。

さてわれわれはさきに、わが国代表的企業の株主構成の推移を検討した際、個人持株比率の四〇％への低落と金融機関・法人持株比率の上昇を指摘した。しかしながら、この三〇年代における「持ち合い」的株式保有の増大を考えると、現実に機能している株式資本の主体は、個人株主出資分であり、それと社会的遊休貨幣資本の管理機関である金融機関の「持ち合い」分控除後の残額であるということが出来る。こうして、実質出資者である一般投資株主が、出資なき「持ち合い」株式の支配者に従属させられていくことになるわけである。まさに主・客顛倒といわざるをえない。

かかる「所有なき支配」のもので一般株主犠牲の様相は、配当政策にもみることができよう。すなわち「持ち合い」株式に対する配当の支払い・受け取りは相殺されるので、高い配当率も結局自らの利益とはならない。それは実質上一般投資株主に帰属することになる。したがって、法人間の「持ち合い」度が高く経営者支配的な会社の場合、一般株主

軽視の配当政策がとられがちである。また、対等の関係のもとでの企業間の相互「持ち合い」は、配当などの分配政策において、相互均衡・相互索制的に低きに安定化する傾向がある。

3 自社株保有による支配

前述のごとき企業集団の形成を目的とした「持ち合い」的保有ほどの広がりをもたず、より狭い範囲でしかも直接間接に一般株主支配ないし証券市場操作のために、自社株保有が行なわれている。「自己株式」自体の保有は商法がきびしく制限規定を設けているので、外観的に「持ち合い」形態をとるわけである。すなわち、会社の計算において、会社支配者（団）の名前であるいは他人名義（証券会社、関係諸団体、仮設人など）で自社株を取得する。この場合、現実には株式の払い込みは行なわれない。それらは帳簿上架空のものにすぎない。ここではまさに「所有なき支配」が、会社支配者団によって行使されるわけである。かかる会社は、創業者的経営者の支配下にある独立的産業会社に多くみられる。

以下、自社保有の目的―支配の内容を簡単に列挙しておこう。

- (1) 株主総会における議決権支配の確保
- (2) 増資などに際し、株価維持あるいは株価吊り上げのための工作買い
- (3) 増資の際の失権株の引き受け
- (4) 自社株の買い占め・経営権乗っ取り対策上の防戦買い
- (5) 自社株による投機のための株価操縦
- (6) 実質上の「自己株式」の重役あるいは従業員などの名義による保有の場合、配当の分配・名義貸し料などをめ

ぐる寄生的横領・背任などの行為の危険

以上のごとく、一般株主を犠牲にし大衆投資家を欺瞞するがごとき弊害の生ずるおそれがあるために、こうした自社株取得に対しても「自己株式」取得禁止の規定を類推適用すべきである。という説も強いのである。