

株式の時価発行と自己金融

片山, 伍一

<https://doi.org/10.15017/4474763>

出版情報：経済学研究. 43 (1), pp.1-25, 1977-07-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



経済学 研究

第43巻 第1号

April 1977

Vol. 43 No. 1

株式の時価発行と自己金融

片 山 伍 一

目 次

序 自己金融の問題性

I 配当の利子化の3段階規定

一 馬場教授の見解について

1 馬場教授の3段階規定

2 3段階規定の再検討

II 「所有一支配」構造の変化と配当の利子化

1 第1の意味の配当の利子化と支配構造

2 第2の意味の配当の利子化と支配構造

3 「経営者支配」への移行と第2の意味の配当の利子化

III 株式の時価発行と自己金融

1 配当の利子への縮減の2形態

2 時価発行と自己金融との関連

(1) 新株発行を前提とした自己金融論批判

(2) 資本剰余金制度と自己金融

(3) 時価発行の自己金融への貢献度

(4) 資本剰余金の株主還元と自己金融

序 自己金融の問題性

世界大恐慌後、1930年以降の独占後期における株式会社金融の顕著な特徴として、周知のごとく、自己金融現象があげられている。しかし

て、自己金融の概念については、論者により、広狭様々であり、また問題意識も深淺種々である。そして、この問題への接近の方法もまた多様である。こうしたことが、自己金融をめぐる論議を一層錯綜・混乱させることになっている。そこでまず、自己金融についてのわれわれの理解から示めそう。自己金融をそれ自体に即していえば、資本調達を源泉を企業内部で形成される資本に求めることである。しかし、こんにち問題となっている自己金融は、企業のあらゆる発展段階・時期を通じてみられる単なる資本の内部形成そのものをさすのではない。資本投下、とくに企業活動の中核となる固定資産への投資にあたり、その必要資金を自己金融により充足して、株式をはじめとする外部資金への依存から解放されるというこの後段に、すなわち、自己金融の外部資金に対する相対的かつ絶対的な比重を増大させることに、その意義があるものとする。この場合、外部の証券市場ないし金融市場からの資本導入が困難なために、やむなく内部資金の範囲内で資本需要をま

かなうという自己金融を問題にしているのではないことはいうまでもない。

ところで、企業金融においては、機能を担当し所有を代表する機能・支配資本家は、企業利益の長期極大化を頂点に、(1) 所要投下資本量の充足—企業成長の達成、(2) 財務流動性の維持、(3) 財務収益性の向上、(4) 経営権の効果的保持、という資本の量的集中と支配集中の観点から、諸投資案に予測される収益率および所要資本量と、貨幣資本の予測調達コストおよび調達可能量との対応のなかで、投資の決定を行う。この場合、資本調達源泉に即していえば、自己金融資金は、調達コスト零（運用資本コスト＝最低必要利益率は別）ということで財務収益性の面から、また返済期限が制度的にないということと財務流動性の面でも、さらに経営参加を要求しないということと経営権の効果的保持という観点からみても、経営を担当する機能資本家にとって、株式や社債そして借入金など他の何れの外部資金よりも、もっとも選好されるわけである。しかしながら、利潤額自体に絶対的限界があり、また利益の配分にあたり配当と対抗関係にある故に、その量が制約され、ここに自己金融は最大の難点をもつのである。

そこで、このような自己金融が成立する内的根拠と外的条件とを経営・経済的に概観することによって、この問題の深さと広がりとをまず確認しておこうと思う。さて、自己金融によって所要資本の充足を図りうるためには、資本供給の側における内部資金が十分に大きくなければならない。他方資本需要の側にあっても、所要投下資本量が内部資金でまかなえる程度のものでなければならない。

前者の十分な内部資金の形成の面からさきに見ていこう。自己金融の内容をなす利益の多額

の留保、各種蓄積性引当金の相当な積み増し、そして減価償却の過大な実施を可能ならしめるためには、なによりもまず収益力が絶対的に高いことが基礎条件となる。そしてそれは、一般的に、独占体の巨大性・高い市場占有率を基盤とした管理価格政策により達成され、巨額でかつ安定的な独占利潤がもたらされるのである。しかし、予想される経済変動・経営危険に備えての消極的な留保ではなく、上述のように、積極的にまさしく「金融」としての高利潤・高留保を実現するためには、分配を規定する株式会社の「所有—支配」構造において、株主の無機能化の進展が前提となってくる。もっとも、株主の無機能化が深化するとはいっても、資本主義体制下の株式会社において、高収益会社の場合、少なくとも社会的平均的な配当率以上の配当の支払いを行った上での留保でなければならぬ。また、他方、自己蓄積を促進するために、財務操作による利益の過少表示・過大償却などの秘密積立金の増大のみならず、公然と資本蓄積を合理化する減価償却制度の強化、各種引当金制度の拡充、その他租税上の優遇措置、また資本剰余金制度の導入などにみられる企業会計制度や会社法の整備など、国の法的保障が要請され、登場する。さらには、独占利潤を支えるものとして、国の財政・金融政策も看過できない。このように、自己金融は、現代資本主義体制のもとでの国家の機能と結びついている。そして、一般的に、国民経済の資金循環構造のなかで自己金融の必然性を解明する必要もでてくるであろう。

つぎに、資本需要の面に眼を転じよう。たしかに独占利潤の高留保により、内部資金の量的増大がみられたとはいえ、それには依然限界がある。したがって、それをこえる旺盛な資本需

要一投資要請があれば、外部資金の動員・導入を必要とするであろう。しかも高い収益力は、たとえ利益の内部留保が行われていたとしても、それによって社会的貨幣資本の動員力を高めこすれ弱めることにはならないのである。それ故ここでの問題は、株式会社が社会的蓄積に基盤をおいて資本を集中する力をもちながら、それを行使しない、というよりは行使しえない、という内的あるいは外的な制約条件が出現したことである。それは、内部資金の形成をこえるほどの投資拡大の余地が、企業内部で、新製品・新領域への進出において、また他企業支配に向けて、あるいはまた海外への資本輸出にあたって、減少してきたことである。その理由は、投資利潤率の低下、あるいは投資危険の増大、そしてなかには海外投資先における政治経済情勢の変化などにあるかも知れない。このように自己金融現象を結果した投資の相対的減退の根本的原因としては、全体として、世界資本主義が独占後期の体制に入り、慢性的な過剰資本の形成をみるようになったことがあげられよう。

もっとも、自己金融は、各国資本主義の展開様式と関連して、それぞれの性格をもってあらわれてくる。たとえば、第1次大戦後国の政策的要請のもとに企業再建を推し進めたドイツでは、所要資本の調達が狭隘化した資本市場に対しては充分に期待できず、また再建過程にある企業としては質的に利子・配当負担の大きい借入金や増資への依存を困難にし、独占組織を強化して独占利潤のもとに配当をおさえながら自己金融を強行せざるをえなかったのである。そして大恐慌後のナチ体制時代は、周知のごとく、直接に国家の統制下に強制蓄積の手段として自己金融を推進した。このドイツ型と対照的

なのはアメリカ型である。強大な生産力を有する独占資本が、世界市場の不安定な条件のもとで過剰資本現象を露呈し、圧倒的な高利潤を基盤に外部資金への依存を排しながら、自己金融を展開してきたのである。

要するに、相対的に投資抑制的性格をもつ自己金融は、基本的には、現代資本主義体制の成熟一経済の成長停滞のひとつの現象である。とはいえ、個別企業についていえば、そうした全体として経済成長の相対的鈍化傾向のなかであっても、少なくとも国民経済の成長率に見合う投資量を充足し、また当該産業部門での自らのシェアを確保・増大させるほどのものでなければならぬ。自己金融が当該企業の過小投資ないしは成長停滞の裏返しの表現であっては、それは現段階における問題としての自己金融とはいえない。したがって、自己金融を論ずる場合は、調達源泉が内か外かの割合のみでなく、その内部資金の絶対量もまた問題なのである。

以上みてきたように、自己金融は、基本的には、高い独占利潤を基盤に、内的根拠としては、利潤の社外流出を抑制できる所有一支配構造すなわち株主の無機能化の進展、外部条件としては、独占利潤を支える機構・制度の整備、そして世界的な過剰資本の形成一恒常化、という内・外の諸条件のもとにおける資本の慢性的過剰のひとつの現象形態である。このように自己金融は、現代資本主義体制における独占資本の行状として把握する必要がある。

ところで、自己金融の強化は、経営・経済上種々の問題をはらんでくる。まず、企業の外部資本市場からの自立化は、証券市場・金融市場からの吟味・批判を後退させ、市場利子率の直接的規制から解放されることになる。その結果、安易な投資に走り、一般株主の利益を軽視

し、全体として経営に緊張を欠くおそれが生ずる。他方またこうした高利潤を前提とする自己金融政策の強行は、必要資金の確保のために、独占的地位を利用しあるいは独占的組織のもとでより高い価格への押し上げを誘発する。そしてまた自己金融の強化・一般化は、広く資本市場にも反作用してその性格を変え、社会的資金循環構造も影響を受けてくる。さらに国民経済的にも資本・資源の浪費を生じ、ますます停滞激化のおそれも出てこよう。もっとも、こうした過少投資・停滞あるいは過剰投資を収益性（資本コスト＝最低必要利益率）観点からきびしく監視し、個別企業における投資管理の技法としてのみならず、「経済管理」の方策として、第2次大戦後には投資決定理論が登場した。しかしながら、本質的に資本主義経済機構と矛盾する面をもつこの理論には、その現実の効用にきびしい限界が存することはいうまでもない。

以上のごとく、自己金融をめぐる問題は、株主層の無機能化、「所有と経営の分離」・「経営者支配」、株式会社の性格の変化、さらには資本主義経済の体制的変貌ともかかわってくる。このような問題の広がりや深さが、われわれを現代資本主義体制下における株式会社論へと導き、接近の方法もまた多様ならしめてくる。しかして本稿では、自己金融を直接推進する主体である株式会社そのものに焦点をおいて、内的根拠にかぎってこの問題の解明に努めたいと思う。そして、自己金融の資金源泉のうち、質的にその中核をなす利益の内部留保に限定して論ずることとする。その場合、とくに馬場克三教授および別府正十郎教授の見解を看過することはできない。両教授とも、自己金融の問題を、株式擬制資本の運動法則にもとづく配

当の利子化の作用として理論法則的に解明しようとしている。すなわち、馬場教授は、「自己金融は擬制資本運動法則にもとづく配当の利子化の作用である」とし、配当の利子化現象について独自の3段階区分を展開されている。また別府教授も、「自己金融をもたらしただのものは何んであろうか。それは配当の利子化である」とし、「株式会社と自己金融は、……配当の利子化によって内在的に結びつけられている」、という。そしてさらに別府教授は、「株式プレミアムの資本剰余金としての制度化の中に、金融資本としての株式会社構造の自己金融に特徴づけられる最近の新しい発展段階をみるのである」、とか、また「資本剰余金の出現は株式会社の構造変化——それは一般に自己金融として特徴づけられているが——によってもたらされたものである」、とも述べているのである。

いずれにしても、馬場教授の見解、そしてとくに別府教授の所説にあっては、自己金融の必然性を擬制資本の運動法則の作用—配当の利子化に直結させ、時価発行段階と自己金融段階とを同一段階視しているきらいはないか、という疑問をもつのである。

そこでこれらの諸見解を再吟味しながら、自己金融の問題を考えていきたいと思う。結論を先走っていえば、自己金融段階は、株式会社における所有一支配構造の変化を基底に、擬制資本の運動法則を軸心として施回する配当の利子化を超えたところからはじまる、ということである。もとより、時価発行—株式プレミアムの会社自体の取得—配当の利子化は自己金融の一つの契機であり、それが自己金融段階に先行する段階であることに異論をはさむものではない。ただこの二つの段階は明確に区別さるべき

ではないか、というのである。

注

自己金融を問題にした研究は、枚挙にいとまがない。本稿では、馬場克三「株式会社金融論」（昭和40年、森山書店）第7章4「自己金融の理論」、および別府正十郎「資本金の経済理論」第1章第3節「株式会社と自己金融」に導かれながら、自己金融の理論的基礎を株式会社論の観点から問題にする。両書からの引用箇所は、（馬場何頁）、（別府何頁）として引用文の直後に記すことにする。

I 配当の利子化の3段階規定

—馬場教授の見解について—

1. 馬場教授の3段階規定

馬場教授は、自己金融に関する諸家の社会経済学的見解を吟味したあと、「なぜ顕著な現象となるまで利益の内部留保が行なわれるに至るか、……ということの具体的な理由が示されなくてはならない」、と説かれる。そして「この問題は配当の利子化という事実につながる問題である」（馬場290頁）として、別府教授の見解の再検討を行い、配当の利子化についての自説を展開されている。教授は、別府教授の第1の意味、第2の意味の配当の利子化（別府18頁、傍点一片山）を、第1段階、第2段階と読み替えながら、以下のように述べられている。

「別府教授による……配当利子化の第1段階は」、「一般に配当利子化現象として指摘されている」もので、「株主にとってその受取る配当が彼の支払った擬制資本価格に対する利子に等しくなるという現象として現われる。この場合、会社はその利潤の全部を株主に支払うとしても、その利潤の配当を収益還元（資本還元一片山）して利子に等しからしめる点まで株価が騰貴する結果、配当が株主にとって利子化するのである。一般に配当利子化現象として指摘さ

れているのはこの段階の現象である。しかし事態はさらに進展して配当利子化の第2段階を生ぜしめる」（馬場291頁）。

「別府教授の第2段階は、……株式会社自身が擬制資本の運動法則に従い、もしくはそれを利用して配当ないしは株式資本構成を処理するという事態にはかならないが、私はこれをさきの第1段階につづく第2、第3の段階として区別して示したいと思う。すなわち、私のいうところの第2段階においては、会社は擬制資本の運動法則により第1段階の配当の利子化が成立している事実¹に立脚して、多額の利潤をあげた場合においても、いまやその全部を支払わず、株価が現在の水準を保つ程度の配当（すなわち株主にとっての利子相当分）をしか支払わず、残余をことごとく内部に留保するようになるのである。さらに第3段階に至ると、会社は産業資本である自己の資本を、いまや自ら擬制資本に計算しなおして表現するのである。株数1万株、額面100円、資本金100万円、危険プレミアムを含めて5%の所要利廻率、利潤率10%、株価200円が予想されるとき、もし発起人株（無償）1万株が追加発行されれば資本金は200万円となり、利潤10万円全額が配当されてもそれは会社資本金にとっては利子に等しい額でしかない。同様に、無額面株式の出現や時価公募の慣行の成立は会社自身が産業資本を擬制資本に評価替えして現わしているものであり、産業資本にとって利潤は資本剰余金を含めての会社資本金に対して利子に等しいものとなる。このように配当の利子化は擬制資本の運動法則として、株式会社の資本構造そのものの上に貫徹され、その結果としてここに自己金融の有力な一翼をなすところの内部留保を形成せしめるのである」（馬場291頁）。

く、第1の意味の配当の利子化における事例Bとして示されたものである。ここでは、利潤全額が配当されるために、当然のことながら、利益の内部留保—自己金融は不可能である。ところで教授は、発行人株発行のケースの記述に続けて、「同様に」として、無額面株式の出現や時価公募のケースをあげている。たしかに、発行人株（無償）発行と時価公募の場合は、「会社は産業資本である自己の資本を、いまや自ら擬制資本に計算しなおして表現」し、「配当の利子化は擬制資本運動法則として、株式会社の資本構造そのものの上に貫徹され」る点では、「同様」である。しかしながら、「その結果としてここに自己金融……をなすところの内部留保を形成せしめる」、という点では全く異なるのである。前者の場合は、上述したように、発行人が創業者利得を占有するために、会社資本金が擬制資本価格に等しく設定され、配当率は利率化するが利潤総額が配当されるのであるから、会社は内部留保できないのである。これに対して後者は、事例の前半に示されるごとく、資本金100万円に対して擬制資本価格200万円、額面100円の株価は200円をとえ、利潤率＝配当率は利率5%を上回る10%である。ここでは、利子化は、「配当利回りの利子化」である。このような事情のもとで時価公募が行われるれば、「産業資本にとっての利潤は資本剰余金を含めての払込資本（馬場教授の原文では、会社資本金となっている）に対して利子に等しいものとなる」。すなわち、利潤総額のうち払込資本＝機能資本額に対する利子相当額を分配することになる。「その結果としてここに自己金融……をなすところの内部留保を形成せしめるのである」。このように、発行人株発行の場合と時価公募の場合とは、その自己金融に果す機

能は全く異なるわけであるが、馬場教授にあっては、何故か両者が配当利子化の第3段階に混在させられている。この点理解に苦しむところである。

注

馬場教授は、ここにかかげた配当の利子化の3段階規定に先立って、「プレミアム論争の展望」（九州大学・経済学研究、第26巻、第5、6合併号、74頁、昭和37年）において、配当の利子化は「三つの現象を総括するものでなければならない」としてつぎのように述べられている。

「配当利子化は、(1)株主にとって、その受取る配当がその拠出額に対比して利子に等しくなるという現象を意味するとともに、(2)株主の無機能化がすすむにつれ配当そのものがますます小さくなり利子に等しくなろうとする傾向を意味する。しかしさらにすすんで、(3)ひとたび擬制資本の運動法則が確立すると、いまや産業資本である株式会社自身がすすんで自らを擬制資本の運動法則に委ね、利潤したがつて配当を、会社自身からみても株主出資の利子に等しいものたらしめるようにするという事実、そのような株式資本の構成がとられるようになるという事実をも含むのである」。

このような馬場教授の主張に対して、別府教授は、「資本会計の経済理論」（昭和39年）（66頁）において、「第3の配当の利子化は……第2の意味の配当の利子化の1つの形態というべきである。したがって、本質的には、配当の利子化の意味は(1)と(2)の二重である」、との見解を述べている。これに対して馬場教授は、「株式会社金融論」（昭和40年）において、前述のごとく、別府教授の配当の利子化論を再検討しながら、3段階規定を展開されたのである。別府教授が馬場教授のさきの論文における(2)および(3)の配当の利子化を本質的には1つの形態であるとして、第2の意味の配当の利子化にまとめたのに対して、馬場教授はあらためて別府教授の第2段階を再び第2、第3の段階として区別すべきことを主張されているのである。もっとも、馬場教授における(2)の配当の利子化と、第2段階の配当の利子化とは、必ずしも同一ではない。しかして、馬場教授の配当利子化の第2段階は、前述のごとく、その内容にかんがみ別府教授の第2の意味の配当の利子化からの区別ではなくして、第1段階からの展開と考えるべきである。

以上のごとき馬場教授の見解に導かれながら、配当の利子化—自己金融の問題について再考を行いたいと思う。

2. 3段階規定の再検討

配当利子化の第1段階は、「一般に配当の利子化現象として指摘されている」ものである。しかし、馬場教授の第2段階に移ると、いくつかの疑問点が浮んでくる。まず、「株価が現在の水準を保つ程度の配当（すなわち株主にとっての利子相当分）をしか支払わず」、という場合の「現在の水準」とは具体的には何時、どのような水準なのか。株価は、周知のごとく、元来、配当の増減およびその他の種々の要因によって大きく左右され、変動恒ながりが常態である。それを「現在の水準を保つ程度の配当」、といわれる場合、それは新株を一般投資大衆に売り出した時点での配当そして株価を指し、これを基準とするものであろう。なおこの第2段階では、利益の内部留保によって、年々機能資本額がしたがって利潤額が増大し、留保利益が累積されていくが、株価を配当の資本還元された擬制価格とみるかぎり、「現在の株価」は理論的には騰貴しないわけである。

つぎに、教授の第2段階の位置づけについてである。教授は別府教授との論争（注、参照）を経て、再びつぎのごとく主張される。「別府教授の第2段階は」、「会社自身が利潤ではなく利子を株主に支払うという株式資本の構造をとる」わけであるが、「私はこれをさきの第1段階につづく第2、第3の段階として区別して示したいと思う」、と。そして続けて、「すなわち、私のいうところの第2段階においては、……第1段階の配当利子化が成立している事実

水準を保つ程度の配当……をしか支払わず、残金をことごとく内部に留保するようになる」、と述べられている。馬場教授のこの第2段階は、その歴史的展開過程そして内容からいって、別府教授の第2段階からの「区別」ではないであろう。馬場教授の第2段階は、「利潤の全部を支払う」第1段階から、「多額の利潤をあげた場合」「その全部を支払わず」、配当（額）（率）を保ちながら、配当性向を切り下げ、資本金に対する配当額は機能資本額にとつては利子相当額へと、縮減の方向を辿るわけである。すなわち、この第2段階は、利潤の配当から利子の分配へと向うのであるから、第1段階からの展開であって、別府教授の言う「会社自身が利潤ではなくて利子を株主に支払う」第2の意味の配当の利子化からの区別ではない。しかしながら、馬場教授の第2段階は、かぎりなく続行されるとすれば、やがては利子を支払う第2の意味の配当の利子化に到達する。そしてさらにそれを続ければ、利子以下にまで縮減されていくことになろう。この場合、利子を限度とする馬場教授の第3段階の後の、いうなれば第4段階として位置づけらるべきであろう。しかし、この点の詳細な論理展開については、ここでは割愛し、次稿に譲ることにする。

いずれにしても、この第2段階の規定は、第1、第2段階に比すれば、理論法則的基準が必ずしも明確でないように思われる。

つぎに、馬場教授の第3段階の検討に移ろう。教授は事例の後半で、「発起人株（無償）1万株が追加発行されれば資本金は200万円となり、利潤10万円全額が配当されてもそれは会社資本金にとっては利子に等しい額でしかない」、という。しかしこのケースは、別府教授にあっては、第2の意味の配当の利子化ではな

以上のごとく、馬場教授は、配当の利子化の3段階説を展開されてきたのであるが、さらに続けてつぎのごとく述べられている。

「右のようにして形成されてくる内部留保資金は、もともと利潤と利子との差として創業者利得を形成し、発起人その他によって会社の外部にもち去られたものであったのである。その創業者利得として外部にもち去られたものが、いまや会社の内部に留保資金として堆積されるようになったものこそ、まさにここに問題となっているところの自己金融資金であるとすれば、このような転換は明らかに株式会社の支配構造の変化を意味するものでなくてはならないのであろう。自己金融は擬制資本運動法則にもとづく配当利子化の作用であるとはいえ、それは自動的に成立するものではなく、株式会社の支配構造の変化と結びついてのみ成立するものと思うべきであろう」（馬場291～292頁）。

しかして、「右のようにして形成されてくる内部留保資金は、もともと利潤と利子との差としての創業者利得を形成し、……会社の外部にもち去られたもの」とか、あるいは「創業者利得として外部にもち去られたものが、いまや会社の内部に留保資金として堆積される」とか、さらにこの「堆積されるようになったものこそ、まさにここに問題となっているところの自己金融資金である」とか、いわれる場合、これらの「留保資金」は、株式プレミアム＝資本剰余金をさすようにも受け取れるが、それとも「留保利益」を意味するのであろうか。株式プレミアム＝資本剰余金そのものは自己金融資金とはいえないであろう。もともとここで問題にされてきたのは、利益の内部留保なのである。馬場教授の上記の箇所は、種々の誤解を生むおそれがある。そこでこの箇所を、原文にできる

だけ忠実に解釈して記述すれば、以下のごとくだろう。

「右のようにして形成されてくる内部留保資金は、利潤と利子との差としての企業者利得であり、それはもともと資本還元されて創業者利得を形成し、発起人その他によって会社の外部にもち去られたものである。それがいまや会社の内部に資本剰余金として積み立てられ、その稼得利潤が留保利益として堆積されるようになったものこそ、まさにここに問題となっているところの自己金融資金である」。

ところで、馬場教授のここでの結論的主張は、配当の利子化—自己金融が、「株式会社の支配構造の変化と結びついてのみ成立する」、ということにある。馬場教授のこのような主張を受けて、配当の利子化の展開と株式会社の支配構造の変化とを結びつけて論じているのは、別府教授である。節をかえてこの問題をみていこう。

注

別府正十郎教授の配当の利子化論についての私の見解は、片山伍一「配当の利子化について」（九州大学・経済学研究, 第42巻第1—6号）を参照され度。

Ⅱ 「所有一支配」構造の変化と配当の利子化

自己金融は、株式会社の発展——「所有一支配」構造の変化に対応して進展する株式会社金融の最終的な階梯である、と考える。別府教授にあっても、馬場教授の以下のごとき見解を「注」に引用し、同じ方法をとっている。「自己金融は擬制資本運動法則にもとづく配当利子化の作用であるとはいえ、それは自動的に成立するものではなく、株式会社の支配構造の変化と結びついてのみ成立するものと思うべきであろう。」（馬場克三、自己金融理論の基本問

題、会計、第85巻、第2号、昭和39年2月、10頁）、（馬場克三、株式会社論、昭和40年、292頁）。

馬場教授のこのような主張の後段を、われわれは重視する。擬制資本の運動法則による配当利子化の作用のもとで、利潤を配当するのか利子を分配するのか、さらには利子以下に縮減するかは、基本的には支配の問題である。したがって、自己金融の内的根拠は、支配構造の変化にある。そして、自己金融は、擬制資本の運動法則にもとづく配当利子化の作用を利用し、それから離脱したところに本格的な展開をみせると考えている。自己金融を擬制資本の法則の枠内で考察する場合、配当の縮減は利子を限度としてそれ以下にはなれないからである。この問題について詳細な論理展開は別の機会に譲とこととし、ここでは支配構造の変化の問題を、別府教授の所説における配当の利子化と支配構造との関連を再吟味しながら、考えていきたいと思う。

1. 第1の意味の配当の利子化と支配構造

別府教授は、第1の意味の利子化を、「擬制価格で株式を買う株主にとっては、配当が利子とともに企業家利得をもすなわち総利潤を包含する場合でも、それは利子の形態ですなわち資本所得の単なる報酬としてのみ受取られる」（別府18頁）（傍点一片山）場合である、と規定している。しかしこの叙述は、教授もすぐあとに引用しているように、マルクスの「彼らの受ける配当が、利子と企業家利得とを、すなわち総利潤を包含する場合でも（……）この総利潤は、もはや利子の形態でのみ、すなわち資本所有の単なる報酬としてのみ受取られる……」、というくだりからとったものである。そして、教授は、マルクスのこの「『利子の形

態』……というのは第1の意味での配当の利子化であって、第2の意味の配当の利子化ではない」（別府19頁）、と明言しているのである。

ところでマルクスのこの箇所は、周知のごとく、資本論第3巻第5篇第27章Ⅲ株式会社の形成において、株式会社の生成・発展について転化・移行を論じた「3 現実機能する資本家の、単なる一経営者への、他人の資本の管理者への転化、及び、資本所有者の、単なる所有者への、単なる貨幣資本家への転化」を受けてその直ぐ後に、「彼ら……」と続く文である。そして、この節において、「株式会社においては、機能が資本所有から分離され……ている。資本主義的生産の最高の発展のかような結果こそ、資本が生産者の所有に、……直接の社会有として、再転化される途上の必然的な一通過点である」、と力説しているのである。別府教授は、第1の意味の配当の利子化を、株式会社のこのような発展段階で考えていたのであろうか。

別府教授の「擬制価格で株式を買う株主」に対応するマルクスの「彼ら」とは、「単なる所有者」、「単なる貨幣資本家」であり、したがって、配当が「所有の単なる報酬としてのみ受取られる」のである。この「彼ら」は、いふならば支配権を喪失した単なる所有者として描かれている。別府教授も、第1の意味の配当の利子化における「擬制価格で株式を買う株主」を、早くもそのように性格づけしていたのであろう。「配当が……所有の単なる報酬としてのみ受取られる」（傍点一片山）、と規定しているのである。

もっともマルクスにあっては、単なる所有と単なる機能の分離、そして所有における自己資本と他人資本の分化はあっても、自己資本内部

における質的分化・対立，すなわち支配株主ないし支配・機能資本家と一般株主との分化については，当時の株式会社の実態が念頭にあって，明確には問題にしていない。しかし，株式会社の行く末への展望が，「資本所有者」を一挙に「単なる貨幣資本家への転化」へと導き，「彼らの配当が……総利潤を包括する場合でも」（当時の株式会社では利潤全部を配当するのが常であった一片山），「利子の形態でのみ，……資本所有の単なる報酬としてのみ受取られる……」，と叙述したのである。

しかし，「利子と企業者利得とを，すなわち総利潤を包括する」配当が「利子の形態でのみ……受取られる」となると，両者の差額を取得する者すなわち支配・機能資本家が存在する筈であろうが，この点については，マルクスはふれないままに終わっている。

ともあれ，マルクスが株式会社の転化・移行を論じたこの箇所からは，株式会社における私的支配集中機構としての面は出てこない。しかし別府教授にあっては，この箇所の「『利子の形態』……というのは第1の意味の配当の利子化であって，第2の意味の配当の利子化ではない」（別府19頁）。そして，この第1の利子化は，支配者団による企業者利得取得のメカニズムなのである。教授は，第1の意味の配当の利子化における「所有一支配」構造について，つぎのように述べている。「産業会社は企業者利得を含めて総利潤を分配しているのに，株主にはそれが利子にしか当たらないという矛盾の解決が企業者利得の成立であり，その支配株主・銀行・企業者等による取得であったのである。したがって，この配当の利子化は，自己資本家＝株主層内部における支配株主と一般株主への分化が前提である」（別府19頁）（傍点一片

山），と。このような教授の論述は，歴史的・論理的には，転倒したものといわざるをえないであろう。「企業者利得の成立」が「矛盾の解決」である，という言葉が適切であるかどうかはいまはとわれないとしても，その論理展開には問題があろう。「企業者利得の成立」をみるのは，本来会社の外部に展開される擬制資本市場においてである。そこでは，利子うみ資本関係が確立しているもとで，定期的に一定の率で支払われる配当所得をもたらす株式に対して，一般投資大衆の投資競争が行われ，この配当請求権を有する株式は利子うみ資本におきかえられて擬制資本を形成する。このようにして，擬制資本市場における配当の利子化は，支払われる配当が利潤であろうと利子であろうと，そのことには直接の関係なく，ただ株式相場についてのみおこなうのである。そして利子ではなく利潤分配の場合，それは第1の意味の配当の利子化となる。この株式を擬制資本価格で買わざるをえない一般投資大衆は企業者利得を献呈し，額面価格（現実資本価格）で引き受けた発起人や投資銀行あるいは大口出資者などは，企業者利得を収得することになるわけである。また，このような「配当利回りの利子率化」の論理が明確となるや，発起人ないし支配・機能資本家は，会社設立に際し，現物出資の水増しや発起人株（無償株）の引き受けを行うことによって，資本金を現実資本額をこえて擬制資本額に等しく設定し，配当率が利子率程度の株式を額面金額で一般大衆に売り出す。こうして彼等は，擬制資本額マイナス現実機能資本額である企業者利得を，資本金部分のなかから取得するようになるのである。

このように，当初は，利潤を配当する株式会社内部には支配・従属関係は存在しない。した

がって、第1の意味の配当の利子化は会社内部における支配そのものによってではなく、会社外部に展開される擬制資本の運動法則を媒介して現象するのである。そして、創業者利得を支配・機能資本家に献呈して株式を取得した一般投資家層が一般株主となる。この意味では、別府教授のいう「擬制価格で株式を買う株主」（傍点 一片山）は、「買う投資家」あるいは「買った株主」というべきであろう。

こうして、支配に必要な株式数を残して創業者利得を取得した支配・機能資本家と、一般株主との分化が進展する。したがって、第1の意味の配当の利子化においては、「株主層内部における支配株主への分化」は、別府教授のいうように「前提」ではなく、むしろ「結果」である、というべきであろう。この段階でまず前提となるのは、自己資本家＝株主層内部における分化ではなくて、会社外部の資本市場におけるリスク・キャピタルたりうる中小投資資本家層さらには一般投資大衆の存在である。それは、株式資本（自己資本）に対する他人資本そのものでないことはいうまでもない。

もっとも、「株主層内部における支配株主と一般株主への分化」が進展してくると、支配株主は、この分化を「前提」として一般株主の新株引受権を排除し、それを自ら占有することによって創業者利得を収得するようになる。

このように株主層の分化は、擬制資本の運動法則の支配下で、配当の利子化を通じて進展し、また配当の利子化は株主層の分化の進展によって一層深化する、という相互作用のもとに、両者は歴史的に進行するのである。

ともあれ、別府教授の第1の配当の利子化においては、「自己資本家＝株主層内部における支配株主への分化が前提である」と、はじめか

ら両者の截然たる分化・対立が設定されているが、このような教授の見解は、教授自身も強く主張されている自己資本の他人資本化論（別府第1章第2節）、さらに配当の利子化の規定の直前に述べている理解、すなわち「そもそも自己資本家のものである利潤が、その他人資本化の進展……によって、次第に一般株主から奪い去られてゆく過程が内容あるものとして把握されることになる」（別府18頁）、ということとも矛盾するものであろう。

さて、われわれは、自己資本の他人資本化を、そしてその一つの内容である配当の利子化を、株式会社そして証券市場の発展とともに進展する歴史的過程であると考えている。たしかに会社支配者団は、第1の配当の利子化のメカニズムのもとに、会社創業時のみならず、その後の増資や利潤分配の機会をとらえては、企業者利得あるいは創業者利得の収得を行わんとするであろう。しかしながら、この段階にあっては、株式会社における資本集中機構と支配集中機構との矛盾する2契機のうち、なお前者に比重がある。この矛盾の程度が、支配者団の支配志向の行状を規定することになる。株式資本のより一層の社会的結集という強い要請のもとで、支配集中慾求はそのときどきの相互の間の均衡を求めて調整されざるをえないわけで、両者の對抗矛盾の故に利子化の進展もしく単純ではない。そこには長い抗争の過程がある。この段階では、一般株主も、また「単なる貨幣資本家」としてではなく、制度・外観においてのみならず、経済的実質においても部分的には企業の「所有者」として遇するのでなければ、一般投資大衆の資本を株式会社に吸引することはできないのである。まず、会社設立時において、今後の成長、発展あるいは転落・消滅の予測は難

しく、さらに将来得られるであろうすべての利益—配当を推定し評価することは容易ではない。そこには大きな危険負担が伴う。一般投資資本は臆病である。相当の危険割増を見込まねばならず、擬制資本化は抑えられて、配当（利回り）のうちにも利子だけではなく企業者利得（の1部）も含まれてくるであろう。また、そのような擬制価格で株式を買った一般株主に対しても、その後の増資にあたっては、かつて「固有権」ともいわれた新株引受権を全面的に排除することは困難である。他方、支配者団がつねにこの権利をすべて先取りし、創業者利得を占有することも許されないであろう。さらにこの第1の意味の配当の利子化の段階においては、支配的大株主が存在するが、彼らが株主として種々の利得をえようとすれば、一般株主もまた株主としては制度的に「株主平等の原則」のもとに、その持株に応じて同等の取り扱いをしなければならず、排他的に配分上の優位性を保持することは難しい。

ともあれ、配当が形態・内容とも利潤分配であると位置づけられているこの第1の配当の利子化の段階では、利子化の洗礼を受けて株主となった投資家にも、その後にあっては、企業者利得あるいは創業者利得を分与せざるをえないのである。

ところで、別府教授は、第1の意味の配当の利子化においては、「自己資本家＝株主層内部における支配株主と一般株主への分化が前提である」と述べ、ついで行を変えて、「このような株主層の分化、それに配当の利子化が一般化し、一般株主が利子のみをもって満足するものであることが一般化すると」（別府 19 頁—20 頁）、第2の意味の利子化に移行するといふ。とすれば、第1の意味の利子化において

は、「このような株主層の分化、それに配当の利子化が一般化」していないのであろうか。

「一般化」していないとなれば、いよいよもって「単なる貨幣資本家」ではない、ということになろう。しかし、別府教授にあっては、その規定内容において、そしてマルクスのくだんの箇所を引用していることなどからみて、第1の意味の配当の利子化においてすでに「一般化」しきっているように読みとれるのである。

そこで次に、別府教授における第1の意味の利子化から第2の意味の利子化への移行の契機を、支配構造との関連でみていこう。

2. 第2の意味の配当の利子化と支配構造

第1の意味の配当の利子化から第2の意味の配当の利子化への移行の契機について、別府教授は次のごとく述べている。その大部分はさきに引用したところであるが、再度かかげておこう。

第1の意味の「配当の利子化は、自己資本家＝株主層内部における支配株主と一般株主への分化が前提である。（行をかえて）ところで、このような株主層の分化、それに配当の利子化が一般化し、一般株主が利子のみをもって満足するものであることが一般化すると、今度は、それまでは企業家利得をも含めて総利潤を分配していた産業会社が、利子のみを分配した（「て」の誤り一片山）企業家利得を自己の手に留保することを計るであろう。……これが第2の意味の配当の利子化である」（傍点一片山）。

しかして教授にあっては、前述のごとく、その敘述内容からみる限り、第1の利子化の段階で、「株主層の分化」も、第1の意味の「配当の利子化」も、そして「一般株主が利子のみをもって満足するものであること」も、すでに「一般化」し深化していたとも読みとれるので

あるが、それはいまは問わないとして、ここでいう「一般化」とは、如何なる意味であろうか。この「一般化」は、個別企業の内部で一般化するという意か、それとも社会的に広く認められるようになるという意味なのか。それとも、この「一般化」に「株主層の分化、それに配当の利子化」の進展・深化という意味をもたせたのであろうか。「一般化」とは、通常、広く認められ成り立つようになること、あるいは特殊なものを捨てて共通なものを残すという意であろう。すなわち「深まり」よりも「広がり」を意味しよう。このような「一般化」でもって、それまでの総利潤を配当する第1の意味の利子化から旋回して、利子を分配する第2の意味の利子化へと、利潤分配政策における転換を強行することができるのであろうか。教授が「一般化」という量的変化だけで第2の利子化の展開を論じている点には、疑問をもつ。「支配株主と一般株主への」「株主層の分化、それに配当の利子化が一般化し、一般株主が利子のみをもって満足するものであることが一般化すると」、支配株主も形態・内容において利潤の配当でなく利子の分配で満足するようになる、という教授の主張は理解し難いのである。

別府教授の敘述によれば、これまで繰り返えし述べてきたごとく、一般株主は、第1の意味の配当の利子化の段階で、企業者利得ないし創業者利得を会社支配者団に占有され、すでに「単なる貨幣資本家」と化していた。それが第2の意味の配当の利子化では、配当は利子に縮減され、第1の利子化の段階では支配者団によって直接取得され社外に流出していた企業者利得ないし創業者利得が、利益剰余金ないし資本剰余金として制度化されて会社内部に積み立てられてくるようになる。一般株主にとってみれば、

第1の利子化の段階では、支配者団によって持ち去られるこれら企業者利得ないし創業者利得に対しては、一指もふれることができなかった。それが第2の利子化の段階になると、会社内に積み立てられるようになった利益剰余金ないし資本剰余金に対して、こんどは一般株主といえども資本主義体制下の株式会社における株主として、幾分なりとも持分主張の権利が生じてこよう。他方、会社支配者団にとって、これら剰余金の直接取得よりも、一旦貸借対照表上に客観的に計上されたものからこれを抜き去ることは必ずしも容易ではない。となると、第1の利子化から第2の利子化への移行は、支配集中の後退を意味することになる。このような理解は、別府教授も、もとより受け入れるところとはならないであろう。

われわれは、前述したように、第1の意味の配当の利子化の段階における一般株主を別府教授のように「利子のみをもって満足する」「単なる所有者」とは、考えていない。したがって第2の意味の配当の利子化の段階では、(1)会社支配者団が大きく占有していた企業者利得ないし創業者利得も、「企業自体」に留保されるよう配当の利子への縮減が進展するだけではない。(2)一般株主の側においても、その無機能化の一層の進展により、それまで分与せざるをえなかった企業者利得ないし創業者利得を、社内に留保できるよう配当の利子化の深化がみられるのである。そして、むしろこの後者の意義の方が大きいと考える。

さて、一般株主の側における無機能化のみが如何に進展し一般化しようとも、それは第1の意味の配当の利子化を深化させ一般化させるだけである。総利潤の配当から利子の分配への移行には、配当において企業者利得を得、あるい

は創業者利得として一括取得をしてきた支配者団の側における「構造」の変化、ないし支配形態の変化がなければなるまい。この点については、別府教授は、つぎのごとく述べている。

「利子のみを分配して企業者利得を自己の手に留保すること」は、「外部に企業家利得＝創業者利得を献呈させられていた産業会社の支配層にとっては、自己の支配の強化を意味し、銀行資本と融合している産業会社の支配層すなわち金融寡頭支配にとつては、支配形態の変化を意味する」（別府20頁）と。また、その数行あとにおいて、「自己金融が生ずる」ためには、「配当の利子化すなわち株式会社における支配株主による支配の強化または支配形態の変化」（傍点一片山）がなければならない、とも述べているのである。

このような敘述からみれば、前述の「一般化」のなかで、「自己の支配の強化」、あるいは「支配株主による支配の強化」、または「支配形態の変化」が進展した、ということであろうか。「外部に企業者利得＝創業者利得を献呈させられていた」ものを、会社内部に留保するようになるということは、単なる「一般化」によっては説明できるものではないからである。

「第2の意味の配当の利子化」は、「外部に企業者利得＝創業者利得を献呈させられてきた産業会社の支配層にとっては、自己の支配の強化を意味……する」、と教授はいう。このすじみちは産業会社の支配層がその力を強化させた結果、第2の配当の利子化を可能にしたわけであるから、問題は、どうして産業会社は、「それだけの力を蓄積し得た」のか、産業会社の支配層が自己の支配力を強化させ自立化する根拠は何か、そしてこの支配層の性格如何、ということとなる。他方、「外部に企業者利得＝創業者

利得を献呈させ」てきたのはどのような階層なのか。教授の第1の意味の利子化においては、「支配株主・銀行・創業者等」であったわけであるが、これらの強い外部の支配層がその力を後退させていく理由は何か。すなわち、支配層における階層分化＝上昇と転落については、教授はふれるところがない。

また、第2の意味の配当の利子化は、「銀行資本と融合している産業会社の支配層すなわち金融寡頭支配にとつては、支配形態の変化を意味する」、というが、この「支配形態の変化」を来たした理由如何も問題である。われわれは、このような変化の基底に、株式会社の「所有一支配」構造における重大な変化をみなければならない。この解明こそが「支配」の問題であらう。

3. 「経営者支配」への移行と第2の意味の配当の利子化

株式会社の発展、第1の意味の配当の利子化の進展により、株主層内部における支的大株主と一般株主への分化も深化する。そして株式会社の巨大化につれて、その「資本所有」とくに支的大株主層内部と、「資本機能」ないし「経営管理」の面との、双方における変化がよいよ顯著となっていく。すなわち、まず「所有」の面において、所要投下資本量の増大は、一般投資家の大量動員をますます要請する。そして、株式分散の高度化と支的大個人大株主の後退・消滅を招来し、あるいは代わって金融機関を中心とした法人株主やグループ所有形態が出現する。他方「管理」の面にあっては、経営の複雑化が進み、専門的管理職能なくしては充分なる運営を困難ならしめてくる。

こうした「所有」と「機能」ないし「管理」の両面における変化が「所有なき」専門経営者

出現の基盤となり、「経営者支配」が論ぜられ、また基盤としての金融資本支配が問題となり、さらには株式会社の制度的変貌か変質かの論議にまで発展したのである。このような株式会社の展開過程を株主の権利に即していえば、その参加・支配権は法的にも大きく後退し、「自己資本の他人資本化」の分配面における内容を意味する「配当の利子化」も、さらに一段と進むこととなるのである。

こうして、第2の意味の配当の利子化を展開させたものは、「株主層内部における支配株主と一般株主への分化」の「一般化」ではなく、支配株主層における階層分化である。支配的大株主が大株主としての比率を後退させるにしたがい、株主としての利得の取得割合も低下する。しかも、彼らの絶対的支配力の弱化と株式会社の「社会性」の増大は、新株引受権の先取りなどによる利得の占有を困難ならしめるのである。

銀行資本と融合している産業会社にあっても、資本主義体制のもとでの制度的社会性の増大は、明らかな形で一般株主の犠牲のうえに企業者利得あるいは創業者利得を継続的に取得することを差し控えざるをえなくするであろう。そして他方経営担当者の企業体質の強化・充実欲求は、「企業自体」への自己蓄積を推進しようとするわけである。ここにいわゆる「経営者支配」の財務的基盤として第2の利子化＝配当の利子への縮減政策が強められてくる。

ところで、別府教授は、第2の意味の「配当の利子化すなわち株式会社における支配株主による支配の強化または支配形態の変化がなかったならば、それらは分配せられるだけで自己金融が生ずることもない」、という。すなわち、自己金融が生ずるためには、「支配株主による

支配の強化または支配形態の変化」によって、社外に持ち出されていた企業者利得が社内に留保されることになるわけである。「支配株主による支配の強化」（傍点一片山）というが、第2の利子化においては、株主としてよりも支配者団としての地位に比重がかかってくるのである。このようにみえてくると、第1の配当の利子化においては、支配者団は企業者利得ないし創業者利得を取得していたのであり、それは、一般投資家そして「一般株主」のみににおける利子化である。これに対して、第2の利子化では会社が配当するのは利子であり、支配株主ないし支配層においても少なくとも狭義の配当の利子化が進展する、ということになる。この意味では「株主一般」における利子化である。利益を自己の支配圏内に蓄積するとはいっても、企業者利得あるいは創業者利得を直接取得しないこれら支配者集団の、「強化」されたという支配、または「形態」「変化」とをげた支配とは何か、その具体的内容がつぎに問題となろう。しかしこの問題は自己金融段階における株式会社の性格規定とからむのでしばらくおくこととし、つぎに時価発行と自己金融との関連の再検討に移ろう。

Ⅲ 時価発行と自己金融

1 配当の利子への縮減の2形態

別府教授は、「自己金融をもたらしめたものは何んであろうか、それは配当の利子化である」と述べ、第1の意味の配当の利子化と第2の意味の配当の利子化をあげている。そしてさらに、それを、ヒルファディングの示した数値を用いてA, B, C, Dと例示している（別府81—83頁）。しかして、例示AおよびBは、第

1の意味の配当の利子化の具体例で、現実資本の稼得利潤をすなわち企業者利得を含めて配当せられているのであるから、企業に留保される利潤は残っていない、創業者利得を成立せしめても自己金融を展開せしめるものではない（別府19頁）。「自己金融は、……第2の意味の配当利子化（利子への縮減）……によってもたらされたものである」（別府21頁）。この第2の意味の配当の利子化の具体的例がCおよびDである。そこで、例示CおよびDを再吟味しながら、配当の利子化と自己金融の問題を考えていきたいと思う。まず例示をあげておこう。

「ヒルファディングの示した例は、機能資本100万マルク、平均利潤15%、管理費・役員配当2万マルク、支配的利子率5%、危険割増2%、……。

A、この場合、1株の額面1,000マルク、配当率13%とすれば株式時価は1,900マルクで900マルクの額面超過金即ち株式プレミアムがつく……、会社は額面分で所要機能資本を調達……、発行株数1,000株で額面総額100万マルク、時価総額190万マルクになるが額面超過金90万マルクは創業者利得……。

B、前例の場合、配当率7%とすれば時価は額面に等しくプレミアムはつかないが、1,900株発行し900株が無償株として発起人に与えられるとすれば額面総額190万マルク……、創業者利得90万マルク……、所要機能資本……100万マルクは会社の手に入る」。

C、1株の額面1,000マルク配当率7%のものを1,000株発行して100万マルクの所要機能資本を調達した場合には、株式プレミアムも創業者利得も生じないが、配当総額は額面総額100万マルクの7%で7万円、機能資本は前と同様100万マルクであるから、配当は株主にとつ

てのみならず会社にとっても利子でしかない。企業家利得は年々会社に留保できるわけである。

D、配当率のこのような直接引下げが困難な場合、したがって、1株の額面1,000マルク、配当率13%としても配当の利子への縮減化はできる。即ち、この場合、株価は1,900マルクになるから約530株を時価発行し、株式プレミアムをすべて会社の手になめれば発行価格総計100万マルクで所要機能資本100万マルクは調達できる。この場合、額面総額53万マルクを超える約47万マルクの株式プレミアムは遊離不可能で創業者利得ではない……。しかしながら、配当は額面価格の13%だから配当総額は約7万マルクで、機能資本は前と同様100万マルクであるから、配当は株主にとってのみならず会社にとっても、Cの場合と同様に、利子にしか当らない。名目的な高い配当率にもかかわらず、配当は事実上利子に縮減化され、企業家利得は年々会社の手に蓄積され、配当として支払われてはいない」（別府81—83頁）。

まず例示Cからみていくことにする。このCにおいては、つぎのことを念の為に確認しておこう。この例示では配当性向が50%となっているが、別府教授のこれまでの配当の利子化の論理からいって、利潤率がそして資本金利益率が如何に高くとも、配当率を利子率程度に据えおく、というものである。また、ここでは、株価は配当を資本還元した擬制資本価格であって、留保利益は株価に影響を与えず、したがって株価は額面価額程度を保持することになるわけである。

さて、同じく配当率の利子率化とはいっても、例示Cは例示Bとは異なる。例示Bは、株式資本金を擬制資本価格に等しくなるように設定

し、創業者利得を社外に持ち去るために、現実には機能する資本の稼得利潤総額を配当しても、配当率は利子率に等しい、というケースである。

ところで、例示Cは、前述のごとく、利潤率・資本金利益率が高いにもかかわらず、配当率の利子率化のもとに額面発行する場合である。この第2の意味の利子化のC例では、配当は、まさしく別府教授の第1の利子化の規定の後段である「利子の形態でのみ、すなわち資本所有の単なる報酬としてのみ受取られる」（別府18頁）わけで、「資本所有者の、単なる所有への、単なる貨幣資本家への転化」がみられるのである。

そしてこの第3番目に位置づけられた例示Cは、擬制資本の運動法則そのものに規制されて配当の利子化が成立しているわけではなく、それは直接に利子生み資本の形態が与えられていることに、注目されねばならない。たしかにA、B、そしてCをおいたDにあっては、擬制資本の運動を経由して配当の利子化が現象している。ところが、Dに先立つCは、前述のごとく、利子生み資本の法則の直接適用である。別府教授はCのような「配当率の……直接的引下げが困難な場合」は、D例のような時価発行によっても「配当の利子への縮減化はできる」、という。しかし、このようなCからDへの順序づけ、ないしはCとDとが同次元に選択的に並置されていることには、配当の利子化の論理的かつ歴史的展開過程からみて、逆順ではないかという疑問をもたざるをえない。別府教授のCとDとはその順序を入れ替えるべきであろう。もっとも、自己金融段階を例示するものとしてのDは、別府教授のCとは違った内容のものを与えねばなるまい。その詳細は後述するが、それは利子率を上回る配当率ながら、その

配当額は（機能資本額の）利子（相当額）化どころかそれを下回るという低い配当性向さえ予想されるのである。

つぎに、例示A、B、C、Dについてその配当率を比較するに、Aは利子率プラス企業者利得率、BおよびCは利子率、Dは利子率プラス企業者利得率である。支払い配当額は、各例示において現実には機能する資本に対しては、AおよびBが利子プラス企業者利得、CおよびDは利子に相当する額である。このように、BとCとは、配当率においては外観的に同じ利子率であるが、支払い配当額においては、利潤の配当と利子の分配という大きな相違がある。配当性向は、Bでは100%であるのに対して、Cでは低い。以上のごとく、配当率と配当額をみるに、Aは双方で、Bは配当額、Dは配当率において、資本主義体制下の企業として利潤分配の形態をとる。これに対して、Cでは高い利潤率・資本金利益率をあげながら、双方とも外観・実態で利子の形態・内容をとるわけで、まさしく配当と利子の等置である。このようなCは、あるいは創業時には考えられるかも知れない。しかしそれは、自己金融段階のゴーイング・コンサーン（継続企業）にあっては、抽象的には想定できても現実には在りえないであろう。あるいは、体制変化のいわゆる「通過点」にある株式会社の段階では、そうした形態に帰着するのもかも知れない。しかして、別府教授の場合、このあとに利子率を上回る高い配当率を挺子とした時価発行のDが位置づけられているのである。（平均）利潤率・資本金利益率をあげる株式会社で、その配当率の高さが、利子率プラス企業者利得率 → 利子率 → 利子率プラス企業者利得率（の1部）、というプロセスをどうして辿ることになるのか。利潤分配を立て

前とする資本制下における株式会社において、その「所有・支配」構造の歴史的展開とともに配当の利子化の進展をみるわけで、別府教授における配当と利子とを等置したCの上述のような位置づけは、歴史的・論理的に理解し難いところである。なお、配当率は、額面割当増資、資本剰余金あるいは利益剰余金の資本金への組み入れ（「無償交付」、「株式配当」）などによって引き下げられる。しかしそのような場合、通常、資本調達を意図する額面割当増資を含めてその目的は、株主優遇措置あるいは高率配当に対する社会的批判の回避にあり、実質的な配当増額を結果し、株価は総額において上昇して、株主は株式プレミアム取得の可能性も生ずるのであって、むしろ配当の利子化への逆行的修正となるのである。

ともあれ、Cのごとき例示は、支配集中機構としての株式会社において、創業者利得を最も取得しやすい創業時に支配者団の非取得は考えられず、たとえ創業時に支配者団が額面引き受けによりそのような政策をとったとしても、後日株式の放出・公開にあたっては、大巾の増配あるいは株式配当を宣言・実施して株価をあげ、一挙に株式プレミアムの取得を行うのである。また、ゴーイング・コンサーンとしての過程において、一旦上げた配当（率）を、収益がありながら真実な意味における利子にまで引き下げることが、上述ごとく不可能である、といわねばならない。

ところで、別府教授自身も、配当利子化の四つの事例をあげた第2章第4節（81頁—83頁）のあと、第7節においては以下のごとく述べている。「第2の意味の配当の利子化は額面に対する配当率を下げることによって直接的に達成することもできるが、支配株主といえども一般

株主の株式資本が自己資本であることを直接的に否定しえないかぎり、間接的形態もとらざるをえないのである」（別府 104 頁）と。教授は、さきに「D、配当率のこのような直接的引き下げが困難な場合、……配当率 13 % としても配当の利子への縮減はできる」（傍点一片山）、といい、いままた「株式資本が自己資本たることを直接的に否定しえないかぎり、間接的形態もとらざるをえない」（傍点一片山）、と言う。このような敘述からすれば、配当率の直接的引き下げも可能なようにも受け取られる。しかし、教授の「自己資本の他人資本化」論の立場からは、Dに先立つCの段階では、抽象的にはともかく、歴史的現実的には資本主義体制下の株式会社で「株式資本が自己資本であることを直接的に否定」することはできないであろう。

以上みてきたように、別府教授の A、B、C、D とくに C は、株式会社の発展段階に対応して進展する自己資本の他人資本化—配当の利子化の事例としては問題がある。C のケースは、一般的に、抽象的には考えられても、歴史的現実的には存在しない。またその D に先立つ位置づけも適切とはいえない。いずれにしてもこの四つの事例は、会社新設時における新株発行のみを想定して、設立後のゴーイング・コンサーン（継続企業）としての増資および配当政策に対しては全く考慮されるところがない。そしてまたこの四つのケースは、同一次元に並置されて比較検討が行われている感がするのである。

注 例示Cのようなケースは現実には全く存しないというわけではない。個人企業ないし所有支配下にある株式会社の場合、Cのごとき財務政策が税金対策上などの見地から行われる例は多い。しかし、このような「所有と支配」の未分離な場合、留保された利益は株主持分として株式資本と実質上の差はな

いのである。しかしいまわれわれが問題にしているのは、今日の支配的形態であるいわゆる「所有と経営の分離」・「経営者支配」的会社である。

自己金融段階の財務政策および株式会社の性格についての積極的な見解は、あとに譲ることにして、つぎに教授の所説にみられる時価発行と自己金融との癒着の問題に移ろう。

2. 時価発行と自己金融との関連

株式の時価発行による配当の利子化については、前述のごとく、例示Dが明らかにしてくれる。しかし株式時価発行の自己資本充実機能については、もはや周知のところである。時価発行は、たしかに自己金融への一契機となった。しかしながら、別府教授にあっては、時価発行段階と自己金融段階とが全く癒着し、自己金融段階が時価発行段階でとどまっているところに教授の自己金融理論の根本的な問題点があると考えられる。

別府教授は、「自己金融をもたらしただのものは何んであろうか。それは配当の利子化である」（別府18頁）、と言い、第1の意味の配当の利子化と第2の意味の配当の利子化について説明を加える。そして、「自己金融は、……第2の意味の配当の利子化（利子への縮減化）……によってもたらされたもの」（別府21頁）であり、「株式会社と自己金融は、配当の利子化によって内在的に結びつけられている」、と述べている。その第2の意味の配当の利子化は、前述のごとく、例示CおよびDをその内容とする。しかし、例示Cは、配当率の利子率化であり、「株式資本が自己資本であることを直接的に否定しえないかぎり」、ありえない。とすれば、自己金融をもたらしものは、株式の時価発行すなわち例示Dということになる。そして教授は、時価発行によって会社が取得した「株式

プレミアムの本質を資本とし、配当の利子への縮減の一形態として把握することは、株式プレミアム（資本剰余金）と自己金融との関係を内的関係において把握せしめることになる」（別府105頁）、という論理を展開しているのである。

馬場教授もまた、第1節でみてきたように、配当の利子化の第3段階として「無額面株式の出現や時価公募の慣行の成立」（馬場291頁）をあげ、「自己金融は擬制資本運動法則にもとづく配当の利子化の作用である」（馬場292頁）、という見解をとっている。

以上のように、馬場、別府両教授とも、自己金融の必然性を、時価発行による配当の利子化、それを実現する擬制資本運動と直結させて、理論法則的に解明しようとしているのである。

そしてさらに、別府教授は、株式プレミアムの資本剰余金としての制度化と自己金融との関連について、以下のごとく述べている。「株式プレミアムの資本剰余金としての制度化の中に、金融資本としての株式会社構造の自己金融に特徴づけられる最近の新しい発展段階をみるのである」（別府序2）、と。また、「資本剰余金の出現は株式会社金融の構造的変化—それは一般に自己金融として特徴づけられているが—によってもたらされたもの」（別府32頁）であるとも述べているのである。

このように、別府教授にあっては、時価発行—資本剰余金制度の出現の段階と、自己金融の段階とが株式会社の同一段階に位置づけられている。というよりは一身同体として理解されているといってよからう。ここに教授の自己金融論の問題点があると考えられる。

時価発行はたしかに自己金融のひとつの契機をなしてはいるが、これを株式会社金融の歴史的発展段階でみると、時価発行段階は自己金

融の前段階をなすものとして明確に段階的区別をすべきであるを考える。極論すれば、別府教授のように「資本剰余金としての制度化の中に」ではなく、われわれは、資本剰余金制度の実質的消滅のあとにこそ、「株式会社構造の自己金融に特徴づけられる最近の新しい発展段階をみる」といえるのである。以下こうした視点から、時価発行と自己金融の関連を再吟味してこうと思う。

(1) 新株発行を前提とした自己金融論批判

別府教授の自己金融論に対するまず第1の素朴な疑問は、時価発行にしろ、新株発行による資本調達を前提としている点である。たしかに会社新設時には、新株式の発行をもって出発しよう。しかしながら、一般的に問題となるのは、ゴーイング・コンサーン（継続企業）においてである。しかも問題としての自己金融は、本稿の序において述べたごとく、独占後期に至って、企業がその所要資本、とくに中核となる設備投資資本を、株式資本をはじめ外部資金に依存することなく、会社内部において形成される自己資本によって充足するようになった現象である。自己金融段階とは、基本的姿勢において、株式による資本調達は時価発行形態すら問題になくなる段階をさす、とわれわれは考えるのである。

(2) 資本剰余金制度と自己金融

別府教授にあっては、額面株式の時価発行あるいは無額面株式の発行により形成される株式プレミアムが資本剰余金としての制度化される段階と、自己金融の段階とを、同一次元で把握している。すなわち、「株式プレミアムの資本剰余金としての制度化の中に、金融資本としての株式会社構造の自己金融に特徴づけられる最近の新しい発展段階をみるのである」（別府序

2）、と。あるいは両者を転倒させたような次の敘述さえもみられる。「資本剰余金の出現は株式会社の構造的変化——それは一般に自己金融として特徴づけられているが——によってもたらされたものである」（別府32頁）、と。

しかしながら、資本剰余金がアメリカで重要な問題となり、その制度化をみるに至った直接の契機は、別府教授の上記の主張のごとく自己金融を意図したものでなく、逆に、社外分配を禁止して「資本くいつぶし」を防止するための措置としてであって、後向きの性格をもつものであったのである。そしてそれは、額面株式の時価発行による額面超過金に対する措置というよりも、払込金のうち大部分が剰余金とされる無額面株において問題となったのである。

別府教授自身も、序論の第1行冒頭には、以下のごとく述べているのである。「R.P.マープルによれば、資本剰余金が株式会社会計において重要な問題となるに至ったのは、無額面株の出現によるものであるという。それも最初は、資本金と払込剰余金とを貸借対照表上に別々に記載するという表示上のことが問題とせられたのであるが、1929年に始まる大恐慌期において、営業が欠損を示し、資本金の切捨てや資産の評価減が一般的となるや、問題はもはや表示上の問題ではなく、その会計処理上の原則が問題とせられねばならなくなったのである。しかも、大抵の州では払込資本から配当可能な剰余金を創り出すことが容易であったということがこの問題に重要性を加えたのであるという」。このような背景のもとに登場した資本剰余金制度の登場が、どうして直ちに積極的な自己金融と結びつくのであろうか。

なお、大恐慌前後では、額面株式の時価発行においても、上述したところと同様な事態が起

った。すなわち、高利潤率・高株価を基礎に取得積み立てられた創業者利得的株式プレミアム—剰余金も、その後の利潤率の利子率以下への低落により株式プレミアム自体の性格も変質し持分均衡的なものとなり、取り崩しが困難となる。にもかかわらず配当可能な剰余金とすることの不都合性が露呈した。また利潤率が利子率に等しいかあるいはそれよりも低い場合においても、剰余金の存在などにより配当率が利子率を上回り、株価は額面以上をとえて株式プレミアムを取得できる。このような場合には、時価発行—株式プレミアムの積み立てができてこの持分均衡株式プレミアムはこれを取り崩し配当として社外に流させることはできない。しかして現実の時価発行—株式プレミアムのなかには、このような持分均衡株式プレミアムと創業者利得株式プレミアムとが混在して明確に分別経理することは難しい。これがまた資本剰余金を制度化させた理由のひとつでもある。

このようにみえてくると、別府教授のように「株式プレミアムの資本剰余金としての制度化」を直ちに自己金融に結びつけることは、到底できない。しかしながら、大恐慌からの脱出により、一般的に、企業の収益力が上昇してくると、事情が変わってくる。そして、無額面株式の発行も、その出現当初のような割引発行の代替策としてではなく、高い収益力を基礎とした自動的な時価発行としての性格をもってくる。また額面株式の時価発行の盛行もみるようになった。払込剰余金あるいは額面超過金も、創業者利得的プレミアムの比重を増大させてくる。ここに自己金融効果が期待できるようになるのである。

要するに、資本剰余金制度の導入は、後向き対策としては、創業者利得部分のみならず本来

の資本部分までくいつぶすことを防止するためである。他方、前向きの積極的な資本蓄積推進策としては、単なる剰余金から区分し、損失の補填以外には取り崩しを禁止することによって、株主の分配要求を封じて自己蓄積の基礎をつくり、また課税を免かれることを意図したものである。ここに自己金融との関連がでてくるのである。

(3) 時価発行の自己金融への貢献度

時価発行によって調達された資本が(平均)利潤率をあげ、支払われる配当が実質的に利子率プラス危険プレミアム程度に引き下げられるかぎり、配当性向は低下する。そして利潤マイナス利子である企業者利得が社内に留保されて、自己金融の一契機となるわけである。しかしながら、その自己金融への貢献度は、必ずしも高くない。以下この問題を質・量の両面から検討していこう。

まず質的問題として、企業者利得率からみていこう。企業者利得率は、周知のごとく、利潤率マイナス利子率である。ここで利子率は、厳密には、資本調達コストということになる。さてそこで、時価発行による資本調達コストは、その理論的下限は利子率プラス危険割増率であり、さらに法人税の負担を考えると、(1) 利子・配当を支払う必要のない留保利益の調達コストとの対比においてはいうに及ばず、(2) 利子率のみを支払う社債や借入金など他人資本に比しても、依然として高い。したがって、稼得利潤率を同じとすれば、時価発行による企業者利得率の大きさは、留保利益、さらに他人資本に比して、小さいといわざるをえない。他方時価発行段階における企業利潤率について考察するに、配当の利子化が投資を促進し、企業・経済の成長傾向を助長する。第2次大戦後に登場

した投資決定理論の基本的性格にも明確にあらわれているように、諸投資案は資本コストに等しくなるところまで選択的拡大を図るという利益額極大化行動がとられてくる。すなわち利潤率の利子率化傾向も進んでくるのである。したがって、時価発行による企業者利得率は低下するといわざるをえない。このような収益情勢下にあっては、調達コスト零の内部留保資金のみが自己金融に寄与することができるわけであるが、資本市場からの直接的批判を回避できる自己金融資金の場合、低利回りの運用に墮するおそれもある。この点、時価発行の場合には、たとえ株式プレミアム部分にコスト零の意識があったとしても、調達資本全体としては少なくとも利子率以上の運用を直接監視されることになる。

つぎに量的考察に移ろう。資本調達コストにおいて、上述のように高い株式金融は、株式会社の「所有—支配」構造の展開にしたがい、限界資金調達方式として、敬遠される傾向にある。すなわち、資金需要に対して、留保利益のみならず引当金の積み増し分や減価償却費を含めた内部資金がまず充当される。しかしながら、内部資金には量的限界がある。そこで借入金が増え、社債発行などによる調達が行われよう。しかし、このような他人資本は、返済期限を有し、また支払利子も固定的で配当のように弾力性がないために、それへの過度依存は、財務的脆弱性を来すことになる。そこで株式発行による資本調達ということになる。この場合、資本コストを利子化する時価発行は、配当率を資本コストとする額面発行よりも増資を促進させることにはなるが、依然として限界資金調達方式であることには変りはない。このように、量的にみても、時価発行—自己金融段

階では、株式資本市場は限界調達源泉に転落し、株式金融の株式会社全体の金融に占める比重は低下してきているのである。

要するに、時価発行段階の株式会社金融にあつては、時価発行の自己金融への貢献度は、質的にその企業者利得率が低く、量的に臨時的・補完的な限界資金調達方式という性格から減少傾向にあり、この相乗積は小さくて、他の資金源泉に比すれば高くないといわざるをえない。ただ株式金融内部に限っていえば、額面発行に比して時価発行による資本コストの利子化は、自己金融を強化する一契機であるということはいうまでもない。

(4) 資本剰余金の株主還元と自己金融

時価発行段階に移行するためには、たしかに株式会社の一定の発展段階—「所有—支配」構造を前提とする。時価発行は、支配・機能資本家による支配の強化、持分の「企業自体」への集約を狙い、自己蓄積を目的としているからである。しかしながら、われわれは、この段階の「所有—支配」構造を、資本主義経済さらには株式会社の発展段階からみて、あくまでもいわゆる自己資本の他人資本化への歴史的過程の一階段である、と考える。

しかして別府教授は、第1の意味の配当の利子化の段階において、すでに、「資本所有者の、単なる所有者への、単なる貨幣資本家への転化」のもとで、彼らの受ける「配当が、……利子の形態ですなわち資本所有の単なる報酬としてのみ受取られる」、と規定して、第1の意味の配当の利子化において自己資本の他人資本化が究極の段階にあることを示している。さらに第2の意味の配当の利子化にあつては、「支配株主と一般株主への分化」、それに第1の意味の「配当の利子化が一般化し、一般株主が利子の

みをもって満足するものであること」も「一般化」し、他方「支配株主による支配の強化または支配形態の変化」もみられる、という。そして、例示Dにもみられるように、別府教授は、「所要機能資本を調達するために会社に入手された株式プレミアムは創業者利得ではない、資本である」（別府 101 頁）、と言い、「株式プレミアムは創業者利得と対立するもの」（別府序 2 頁）であると主張する。そして「株式プレミアムの本質を資本とし、配当の利子への縮減の一形態として捉えることは、株式プレミアム（資本剰余金）と自己金融との関係を内的関係において把握せしめるのである」（別府 105 頁）、との見解をとっている。ここで教授の言う「資本」概念については種々論議のあるところであるが、少なくとも、この「株式プレミアム＝資本」に（一般）株主の持分権を全く認めていないことは明らかである。

しかしながら、われわれは、第 2 の配当の利子化の段階においても、なお自己資本の他人資本化が究極の段階にあるとは考えない。この時価発行の段階は、支配集中の面を強めながらも、時価発行形態をとるとはいえ未だ社会的蓄積を基盤に投資大衆より資本集中を図らねばならないのである。

ところで、株式プレミアム＝資本剰余金の実質的持分とその稼得利益の帰属・分配関係を規定するものは、当該会社の「所有一支配」構造である。上述のような時価発行段階における「所有一支配」構造からみて、株主持分均衡的な株式プレミアムはもとより、利潤率と利子率との間に落差の存在する場合に生ずる創業者利得株式プレミアムにおいても、その持分はすべて企業自体＝支配・機能資本家の支配下に属するわけではない。たしかに株主の新株引受権が

排除された時点で、一般株主と機能資本家との相剋に一応の結着はついたとはいえ、調達資本の稼得収益期に至ると、株式プレミアム＝資本剰余金に対する株主の還元要求が生じ、また部分的にしろ還元が行われるようになるのである。別府教授は、前述のごとく、「株式プレミアムは創業者利得と対立するもの」として把握し、「所要機能資本を調達するために会社に入手された株式プレミアムは」、その遊離不可能性・処分不可能性の故に、「創業者利得ではない、資本である」、と主張する。しかしてここでの株式プレミアムの株主還元は、産業資本の運動から現実には遊離させるのではない。持分上の株主への還元である。それは株主にとって実質的に創業者利得の一部還元である。すなわち、一般的にいうと、調達された資本が稼得し収益期に入ってくると、払込資本の資本金と資本剰余金との分割の故に、利益額の増加は資本金利益率を押し上げ、払い込みをした株主からの還元要求が生じてくる。また在来株主にとってはそれはまさに「無償交付」であり、創業者利得を入手することになる。

こうした株主還元を将来に期待して、そしてまた部分的にしろ還元された過去の実績をふまえて、多くの資本剰余金を擁する会社の株価は、一般的に、利子化を突き抜けて高騰し、逆利回り現象を呈している。もっとも、還元される株式プレミアムのなかには、利子率を下回る低利回りのもとでの株高を基準とした時価発行により、会社にとっては先取りの（株主にとっては前払い的）な株式プレミアムの還元もあるかも知れない。しかしながら、この低利回りは、長期的にみれば、少なくとも現在の配当以上のものが将来株主に還元・帰属することを意味する、とみてよからう。このような事実は、

別府教授の株式プレミアム＝資本剰余金論あるいは配当の利子化の論理と矛盾するものである、といわねばならない。

さて、株式プレミアム＝資本剰余金の株主への還元方式として、次の三つが行われている。

(1) 資本剰余金の資本金への組み入れによる株主への直接還元がもっとも一般的である。この「無償交付」とよばれる還元策は、一般に、部分的で小刻みになされる。配当率は据え置かれるのが通常であり、株主には、持株数および受け取り配当額の増加をもたらす。「無償交付」は、還元形態としては直接的で外観的にもっとも明白である。つぎに間接的な還元策として、(2) 配当率ないし1株あたり配当額の引き上げによる直接増配、(3) 株式分割による実質的な配当増額、の方策もとられる。しかし、この(2)と(3)の方式によるときは、資本剰余金自体には変化なく、株主が払い込んだ株式プレミアムを株主に還元するということが外観的に認識されがたい。それだけに一般株主対策上の効果は薄れよう。しかし、これら(2)と(3)の方式による還元率を高めていくときは、資本剰余金の「剰余金」としての内実を空疎化し、その外観的存在と実質の充実とはかい離することになる。

ともあれ、株主還元が過渡的部分的にしろ実施されれば、その程度に応じて自己金融機能は弱化し、それだけ時価発行の意義を減殺するのである。したがってまた大巾・短時日後の還元は、資本コストの切り下げ—自己金融強化という「充実」要求に端を発した時価発行の本来的目的と矛盾することとなり、還元は部分的・事後的にならざるをえない。この点において、時価発行は、たしかに自己金融のひとつの契機をつくったということではできよう。

注 世界の現状をみるに、米国の場合、払い込みを伴う新株の発行は時価発行を原則とするも、いわゆる自己金融会社にあつては、時価発行増資自体が余り行われず、資本剰余金は利益剰余金に比すれば少額である。日本では、時価発行増資が漸く定着しつつある段階で、還元率は未だ高くない。また西ドイツの代表的な会社における増資形態は、時価と額面との中間価格で株主に割り当てる中間発行方式をとっている。

以上、配当の利子化—株式の時価発行と自己金融との関連について、別府教授の見解を中心に再吟味を行ってきた。別府教授の場合、自己金融資金源泉のうち利益の内部留保の問題を考察するにあたって、新株の発行を前提とし、株式会社金融のなかで株式金融＝時価発行に即してのみ論じ、そこで終っているのである。たしかに、株式金融にかぎってみれば、配当＝資本コストの利子化を法則的に推進する時価発行は、額面発行に比して自己金融に貢献する発行様式であるということができよう。しかし、時価発行即自己金融ではない。時価発行それ自体は、自己金融へのひとつの入り口にすぎない。しかも、時価発行は、いわれるほど全面的に自己金融に寄与するわけではない。また、株式会社金融全体のなかで、時価発行の自己金融への貢献度は必ずしも高くはないのである。

このような別府教授の自己金融論の方法上の問題点は、「自己金融は擬制資本運動法則にもとづく配当の利子化の作用である」という基本的見解をとり、そしてその枠のなかでのみ自己金融を論じたところにある、と考える。われわれは、自己金融段階は、別府教授における第2の意味の配当の利子化のD、馬場教授における配当利子化の第3段階が終ったところから始まる、という見解をとる。時価発行段階を自己金融段階の前段階として位置づけ、両者は歴史

的にも論理的にも明確な段階区別をすべきであろう。そこで、次に自己金融段階の考察に移らねばならないが、紙数もつきたので、次の機会に譲ることにする（未完）。

注

株式プレミアム＝資本剰余金の本質については、片山伍一「株式プレミアムと創業者利得」（九州大学・経済学研究，第32巻第5・6合併号，昭和42年2月）を，時価発行と自己金融との関連については，片山伍一「株式の時価発行と企業資本の充実」（九州大学・40周年記念経済学論文集，昭和42年6月）などを参照せられ度。