

自己金融下の証券発行

宇野 博 二

1. 株式会社における資本調達方法の変化

現代資本主義の株式会社における資本蓄積は自己金融が中軸となっている。最近における主要国の企業資金調達に占める内部資金の割合は、日本を除きいずれも50%を超え、特にアメリカでは約7割が内部資金である¹⁾。

第1表 主要国における企業の資金調達状況(%)

	アメリカ	イギリス	西ドイツ	日本
内部資金	68.05	51.02	57.80	25.42
内部留保	23.83	22.61	7.09	3.38
減価償却	44.22	28.59	50.71	22.03
外部資金	31.95	48.80	42.20	74.58
株式	0.72	15.02	9.80	9.67
社債	7.48	7.00		4.64
借入金	8.63	6.12	32.41	36.08
その他	15.12	20.65		24.19
合計	100.00	100.00	100.00	100.00

注 日本、西ドイツは1961—65、アメリカ1962—66、イギリス1960—64の平均

日本銀行統計局「日本経済を中心とする国際統計比較」1967年版より。

株式会社の成立は資本家的生産方法の発達による生産単位の拡大と信用制度の確立を基礎としており、株式会社本来の資本蓄積形態は株式の発行により社会的資金を広くに集中し、生産の集積を行うことにある。そのため株式会社は資本の集中を容易にするため、発行証券を多様化し、大衆の間に証券の大量市場を発展させてきた。したがって内部資金の再

投資を中心とした資本蓄積は、「会社自体」による自立的蓄積という外観をもっており、株式会社本来の蓄積形態を変えるものといっ
てよいであろう。そしてこのような株式会社における蓄積形態の変化は、株式会社の発達による、一方における株主のレントナー化のいちじるしい進展による株主の分化にもとづく所有と経営の分離、さらにはいわゆる「会社自体」の成立と、他方におけるカルテル、トラスト、コンツェルン等企業集中の進展にもとづく独占の強化を背景としていた。すなわち、株主のレントナー化の進展により、配当は利子化し、株式会社に安定配当政策を採用させ、利潤の社外流出が抑制され配当性向は低下し、他方独占の進展により独占の大企業の利潤が増大することにより自己金融は現実化されたのであるが、独占体制の強化による消費基盤との対立を緩和することにより、独占構造を維持し補強しながら蓄積の進行を可能にした政府支出の増大は、自己金融の進展にとり重要な役割を果たしていた。自己金融が国家の役割のいちじるしく増大した現代資本主義における株式会社の資本蓄積の中軸であるといわれるのもこのためである。

〔注〕

- 1) 内部資金が大部分を占めているといっても、ドイツはその大部分が減価償却であり、アメリカ、イギリスとは性格を異にしている。現代資本主義における資本蓄積の類型、「自己金融型」と「オーバーローン型」については生川栄治著「現代銀行論」第6章参照。

自己金融は資本の運用により生産された企業利潤を社内に留保し投資にむけるもので、それはいわば「自立的」に達成されるものであり、この分野の拡大は社会的資金への依存の減退を意味し、企業財務における関心の重点を従来の社会的資金の集中から如何に有効に資本を運用するかということに移行させた。この傾向は30年代における生産力の発展と市場の狭隘化の矛盾にもとづく利潤率の低下や第二次大戦後の国家の財政支出のもとに進行する経済成長における独占企業間の技術革新競争や市場占拠率をめぐる競争の激化により強められた。1930年代以後、特に戦後における資本運用を中心とした新しい財務管理論の発達はこの事実を反映するものといえよう。そしてこのような企業財務の重点の移行は、資本調達面にも変化をもたらし、資本調達が会社の資本運用過程を通じて会社自らの内部から獲得されるか、会社の外部から新たに導入されたかという「会社自体」を中心とした区別が重視されることになった。と同時に資本調達に伴うコストに対する関心を強めさせた。株式は株主一般にとっては本来的な自己資本であり、他人資本に対するものであるの

に、社債や借入金とならんで同列に外部資金として分類され、自己資本の調達に対しても借入資本同様にコストが考えられるようになった。また外部資金における異質的な自己資本と他人資本の同列視は、内部資金にも及びここでも本来は異質の社内留保と減価償却が同列に内部資金として一括されるようになった。そして内部資金だけでは資金需要をまかなうことができず、外部資金を求めざるをえないとき、株式によるか借入あるいは社債によるかを決めるにあたり、いずれが会社にとりコストが低いか、またこれらをどのように組合せ資本構成をいかにするのがもっとも有利であるかということが重要な関心事となっている。最近における社債のいちじるしい増加はこの事情を具体的に示すものである。

最近における長期外部資金の調達はアメリカでは株式によるものは少く、その大部分を社債あるいは借入金に依存しているが、このような変化をもたらした最も直接的な原因は株式と社債の資金調達のためのコストの相違である。利子は経費とみなされ利潤から控除され、残ったものが純利益とされ法人税を課され、税引後利益から配当が支払われる。し

第2表 平均的な優良企業の種々の資本コストの比較 (%)

	1937	1941	1946	1951	1951の1937に 対する倍率
通常および付加税率	15	31	38	51	3.4 ^倍
税引後の資本コスト					
社債	3.1	1.9	1.6	1.4	0.5
優先株	4.5	4.1	3.5	4.1	0.9
普通株	6.9	9.5	7.2	10.3	1.5
税引前の資本コスト					
社債	3.6	2.7	2.5	2.9	0.8
優先株	5.3	5.9	5.7	8.3	1.6
普通株	8.1	13.8	11.6	20.9	2.6
普通株の社債に対する倍率					
税引前	2.2	5.0	4.5	7.4	
税引後	2.3	5.1	4.6	7.2	

注 普通株のコストは収益株価率で計算されており、この表は税率の変化のコストに及ぼす影響を示すためのものである。

R. P. Soule, "Trends in the Cost of Capital", *Harvard Business Review*, Vol. 31, No. 2.

たがって会社の立場からみれば、借入資本により資金を調達する場合にはコストは利子だけでよいのに株式の配当には法人税が考えられねばならない。そのため株式による資本調達では配当率が同じであっても法人税が引上げられれば会社にとってのコストは上昇する。現代資本主義における特色の一つは国家財政の比重がいちじるしく大きいことであるが、財政支出の増大による法人税の上昇は各国共通の現象であり、アメリカでは1940年代以降法人税は引上げられ、株式と社債のコスの開きはいちじるしく大きくなった。

しかし社債発行を容易にする条件が自己金融の増大により形成されたことも重要である。すなわち自己金融の増大により株式のかわりに社債を導入しても負債比率の悪化を殆んどもたらさなかったということである¹⁾。社債発行が増加したといわれる最近でもアメリカの製造業の負債比率は平均60%の水準を維持しており、これは社債を発行しても会社は安全性を害されることがなかったことを意味する。また利子負担額の会社利益に対する比率が低下していたことも社債の発行を容易にした。会社利益（税金利子を含む）に対する利子負担額の割合は、社債発行が急増した後においても戦前と比べ低い。1929年、39年には全株式会社の支払利子は会社利益の30%を占めていたが、49年には7%まで低下した。その後社債発行の増加により利子負担率は上昇に転じ、利子率が上昇して29年の水準と等しくなった59年でさえ13%にとどまっている²⁾。固定費用である確定利子の支払は、その比率が高ければ利潤率が低下したとき企業にとり大きな圧迫となる。景気変動の影響を受けやすい製造業において戦前社債発行に消極的であったのはそのためである。しかし戦後は低下したため、社債発行にともなう危険はいちじるしく軽くなった。その上戦後20年間経済の成長が深刻な不況によって中断されることなく安定的で、企業利潤も安定成長をとげた

ことも、社債発行による固定費用増加にともなう危険を一層軽減した。そしてこの経済の安定成長は安全性、流動性に対する考慮を緩和させた。その結果社債発行による財務的危険を従来ほど感じさせなくなった。資金のコストの差による社債発行の増加は、このような自己金融の増加と経済環境の変化を背景としていたのである。

〔注〕

- 1) 負債比率の安定を強調しているのはサメツである。A. W. Sametz, "Trends in the Volume and Composition of Equity Finance," *The Journal of Finance*, Sept., 1964,
- 2) R. Lindsey and A. W. Sametz, *Financial Management*, 1967, p. 355.

また1946年以降いちじるしくなったインフレーションによる価格水準の持続的上昇が債務者を有利にしたことや、生命保険会社、年金基金等のいわゆる機関投資家が発達し、30年代後半から社債市場に大量に資金を供給し、機関投資家による発行費用の低いプライベート・プレースメントが普及したことなども社債発行を増大させた要因としてあげられねばならない。戦後の社債発行は以上のような理由により株式発行を大きく上回ったのである。そして自己金融化の進んだ後における会社の資金調達は、まず内部資金により行われ、それで不足する場合には借入資本に依存し、最後に株式発行による資本調達を行うという順序になっているが、これは資金調達のためのコストの安いものから高いものへの序列と一致しており、資金調達においてコストが重要な役割を果たしていることを示すものである。これは従来における資金調達が、株式発行によれば経営権を与えねばならないが、返済の必要がなく配当は利潤がなければ減配無配にできるのに対し、借入資本は経営権を与えなくてもよいが利潤がなくても確定利子を支払わねばならず元本も返済せねばならないとい

う資金源泉の相違を前提として、資金の用途、性格、資本市場の状況などを考慮し、コストもさることながら、流動比率、固定比率、固定長期適合率、負債比率等安全性、流動性ということが重視されていたとは趣を異にしている。そして自己金融、借入資本、株式という序列は、自己資本たる株式の発行により発足し、不足分を借入資本によって補充し最後に自己金融によるようになったという歴史的発展経路とは逆の順序である。

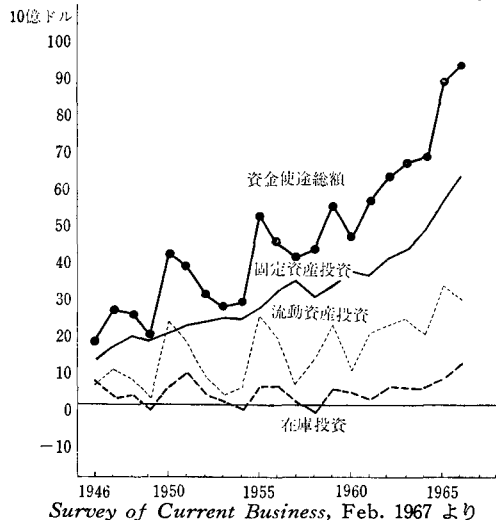
2. 自己金融の増加と株式発行の減少

アメリカの株式会社における自己金融は、1920年代の好況期にはすでに経営財務上相当大きな比重を占めていたが、当時は株式発行も多くいわゆる証券ブームを現出し、それ程注目を惹かなかつた。しかし29年の恐慌を契機とする証券発行額の激減は、自己金融を表面化させ、景気回復による証券発行の増加にもかかわらず、自己金融の比率はこれまでより一層大きくなった。この傾向は戦後も続き、資金源泉総額に占める内部資金の割合は、1946—50年の57.9%から61—65年には66.4%に上昇し、特に減価償却の増加がいちじるしい。そして自己金融の増加によるいわば自立的な資本蓄積傾向の強化は、外部資金への依存を弱め、特に株式発行を減少させた。しかしこのように内部資金は増加傾向を続けているといっても、減価償却はいうまでもなく社内留保にも限界があり、資金源泉としては弾力性に乏しいのに対し、資金需要はその枠内に限られるものでなく、産業企業により差があり、景気の局面によっても変動があるため、資金調達状況は産業企業により一様でなく、景気の局面によっても相違がある。

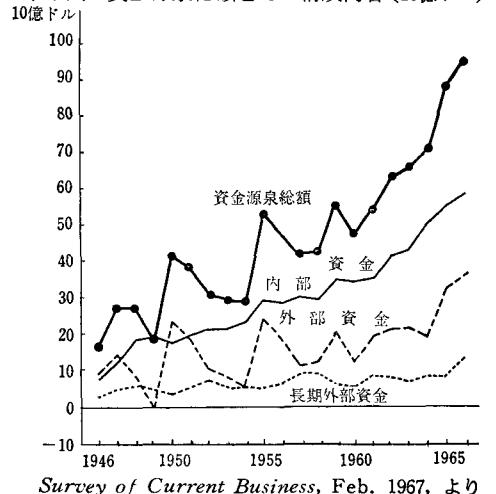
戦後アメリカの経済は、戦前の大不況ならびに大戦中から繰延べられた住宅、耐久消費財、機械設備に対する更新需要の豊富な手元流動性による有効需要化を契機とし、朝鮮動

乱の勃発に伴う軍需拡大に刺激されて高成長を続け、1957年までは49年、54年の景気後退による中断があったとはいえ、実質年3.8%の成長率をあげていた。しかし57年以降の段階になると、30年代の出生率低下の影響で新規世帯形成数の伸びは鈍化し、住宅、耐久消費財需要の頭打ちを通じて設備投資への刺激も失われ需要停滞の様相を強め、他方、55—56年の投資ブームにより生産能力は増強されていたため、企業の操業率は低下し、生産性の上昇率は鈍化し、賃金の継続的騰貴により

第1図 資金使途総額とその構成内容 (10億ドル)



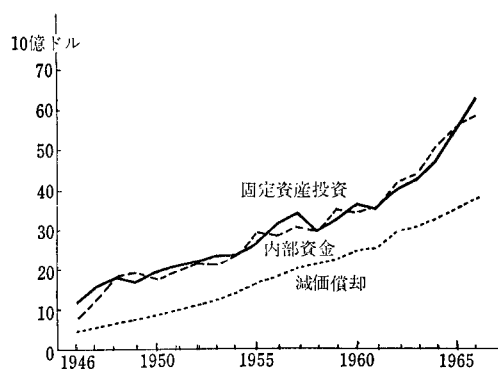
第2図 資金源泉総額とその構成内容 (10億ドル)



収益性は低下し、製品価格への転嫁を通じてコストインフレの進行を招き、57—60年の成長率も実質2.5%に低下し、停滞局面を現出した。しかしこの停滞は62年以降における政府の財政政策を主体とした需要補強策により上昇に転じ、その後の投資免税措置や所得税減税による減税効果と国防支出の増大に刺激され、耐久消費財需要と企業固定投資の持続的拡大により、66年第2四半期まで長期の経済拡大を続けた。

そしてこのような経済の変動に伴い、資金需要も増減した。特に変動のいちじるしいのは棚卸資産その他流動資産投資に対する銀行信用、企業間信用等短期外部資金であり、これは景気の変動とともに循環的に変動を繰返している。内部資金は弾力性の乏しい資金源泉であるため好況期には流動資産投資の増大

第3図 設備投資と内部資金の関係



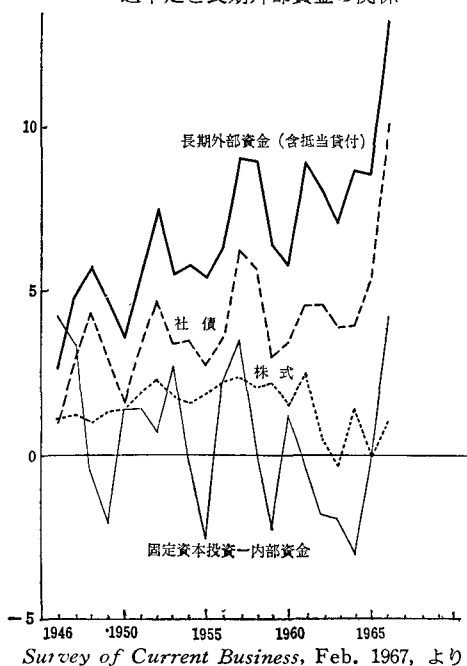
Survey of Current Business, Feb. 1967,より

に対する短期外部資金の増加により自己金融比率は低まり、景気後退期には短期外部資金の縮小により自己金融比率は高まるというように、自己金融比率には変動のいちじるしい流動資産投資に対する短期外部資金の増減による循環的な変動がみられる。しかしこのような変動のいちじるしい短期外部資金を除いて固定設備投資と内部資金の関係をみてもここにも変動がある。内部資金の相当部分を占めている減価償却はコンスタントに増え続け

ているのに対し、企業利潤は景気変動により増減し、配当が相対的に安定しているため留保利潤も企業利潤の変動に伴い増減した。戦後における景気変動に伴う企業利潤の動きは、価格変化が循環変動的な規則性に乏しく、不況期にも価格低下がみられなかったことから明らかなように、価格変化に影響される面は少く、むしろ操業率と密接な関係があり、操業率の変動に伴う固定費負担の圧迫の増減による効が大きかった。1954—57年、58—60年の上昇局面において操業率の短期急上昇以後低落という変化に対応し、利潤率が初期局面で急上昇した後早急に頭を打ち、売上げの拡大が継続しながら利潤率が低落したのに対し、操業率の上昇が比較的緩慢であった61年以降の上昇局面では企業利潤の拡大が緩慢ながら間断なく継続したのはこの事情を示すものといえよう。そしてこのような内部資金の動きに対し、固定設備投資は、景気上昇による流動資産投資の急増より遅れて景気が成熟段階に達したときむしろ増加している。そのため好況後半期には設備投資の拡大を内部資金でまかないきれず、56—57年、60年さらには66年には長期外部資金への依存を強めている。固定資産投資に対する内部資金の割合は、固定資産投資の減退する景気後退期および企業利潤のいちじるしく増加する好況初期に上昇し、固定資産投資が増加し、企業利潤の減少する好況後半期に低下するという動きを示している。

そして固定資産投資の内部資金超過額および設備投資の増大に伴う固定的運転資本の増加額は長期外部資金により調達されているのであるが、最近における長期外部資金の調達はその大部分が社債により行われている。株式発行は1962年のケネディ暴落後は激減したが、第二次大戦後特に50年代にはかなり活発であった。全証券発行高に占める普通株の割合は17%で、株式発行の多かった20年代の好況期の22%には及ばないが、経済の停滞した

第4図 固定資本投資に対する内部資金の過不足と長期外部資金の関係



30年代や40年代と比べいちじるしく高く、絶対額は50年代には20年代の約2倍に増加している。そのため普通株の発行の変動は「循環的」なもので、50年代にはその重要性を再び取り戻したとさえいわれている。しかし、部門別にみれば比較的多いのは、資産拡張率は低いにもかかわらず、規制されているため留保利潤が少い公益事業部門であり、普通株の発行総額に占める割合は20年代の30%から50年代には40%に上昇しているのに対し、資産拡張率は公益事業の約2倍であった鉱工業の比率は逆に低下している。そして戦後の証券発行において株式から社債への転換を最も明瞭に示しているのはこの鉱工業部門である。社債は第二次大戦前にあっては鉄道および公益事業がその大部分を占め、鉱工業は増加していたとはいえ、経営状況の如何にかかわらず確定した利子を支払わねばならぬ社債発行に対し、むしろ消極的であった。しかし戦後はこの事情は逆転し、社債発行の相当部分は

鉱工業により占められ、鉱工業における社債発行は株式を凌駕し、その開きは拡大しており、この傾向は大会社において特に顕著である。全製造業会社における社債発行は株式の1946—49年に1.4倍であったのが、49—53年には2.1倍に増加したのに対し、大製造業会社のそれはそれぞれ2.4倍、4.6倍で社債は株式を大きく上回っている。また最近における社債の単純化としてあげられている担保付社債の無担保社債への移行のもっともいちじるしいのも製造業においてである。したがって現代資本主義における資金調達性格変化としてあげられている自己金融の増加、その結果としての外部資金への依存低下、株式の減少借入資本の増加という傾向の最も明瞭なのは製造業においてであるといえよう。

〔注〕 株式のうちでも最も減退のいちじるしいのは優先株である。既発行優先株の絶対額が現在も増加している唯一の部門は公益事業であり、1960—64年における優先株発行高の8割を占めている。公益事業で現在もなお優先株が発行されているのは、公益事業は規制された独占的産業で、料金が金融費用を含む費用を補償するように定められているため、コストの安い資金を調達する必要に迫られる度合が、他産業にくらべて弱いこと、規制委員会が資本構成の均衡に強い関心を持ち優先株を自己資本のなかに含めて考え、自己資本の増大を高く評価していること等特別な理由のためである。また公益事業は他産業に比べ外部資金への依存度が高いが、これは主として規制産業であるため価格が抑えられており、留保利潤が少いためである。

しかし製造業における自己金融の状況は業種により一様ではない。業種別に同様の資料を得ることができないので、一応の傾向を知るため、貸借対照表から土地建物機械設備（粗額）の増加額に占める減価償却引当金および利益剰余金の増加額の割合を計算してみると別表の通りである。製造業全体についてみると有形固定資産粗投資の殆んど全てが減価償却と社内留保でまかなわれているが、業

第3表の1 業種別にみた有形固定資産の増加と資金調達状況

(1957—66)

	有形固定資産の倍率(倍)	内部資金		長期資金	長期に占める内部資金の割合	減価償却	社内留保	長期に占める外部資金の割合	資本金剰余	銀行借入	その他長期負債
		有形固定資産増加額	増加率								
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
全製造業	1.93	100.0	135.9	73.6	51.7	48.3	26.4	43.8	12.5	43.7	
輸送用機械	2.09	115.9	143.3	80.8	46.5	53.5	19.2	52.2	17.7	30.1	
電気機械	2.57	114.5	181.1	63.2	43.9	56.1	36.8	58.4	13.6	28.0	
その他機械	1.95	110.2	147.9	74.5	47.2	52.8	25.5	54.3	16.0	29.7	
金属製品	1.84	107.0	113.4	94.3	51.7	58.3	5.7	254.0	174.9	-328.9	
鉄鋼	1.64	87.4	114.4	76.4	72.4	27.6	23.6	25.2	9.2	65.6	
非鉄金属	1.84	100.5	140.4	72.5	53.5	46.5	27.5	35.9	4.7	59.4	
窯業	2.01	91.4	126.3	72.4	59.5	40.5	27.6	40.8	17.3	41.9	
家具	1.79	139.1	183.0	76.0	37.1	62.9	24.0	38.7	20.6	40.7	
木材木製品	1.83	66.2	124.9	52.6	63.7	36.3	47.4	23.9	28.4	47.7	
精密機械	2.79	120.8	167.0	72.3	36.1	63.9	27.7	58.2	11.9	29.9	
その他製造業	1.61	115.8	200.2	57.8	44.1	55.9	42.2	34.2	4.1	61.6	
食料品	1.82	95.4	142.0	67.2	52.5	47.5	32.8	40.3	16.4	43.3	
煙草	2.42	183.3	175.3	104.5	23.2	76.8	-4.5				
繊維	1.38	126.9	147.1	86.3	52.5	47.5	13.7	-57.0	16.8	140.5	
衣服	2.23	138.5	247.6	55.9	32.3	67.7	44.1	39.9	9.4	50.7	
紙および関連製品	1.95	77.4	116.2	66.7	63.8	36.2	33.3	35.3	15.0	49.7	
印刷製本	1.95	115.6	173.3	66.7	44.0	56.0	33.3	52.7	18.4	28.9	
化学	2.18	92.1	126.5	72.8	53.8	46.2	27.2	36.3	13.6	50.1	
石油精製同関連工業	1.90	92.5	115.1	80.7	52.3	47.7	19.7	52.1	-1.7	49.6	
ゴムその他プラスチック製品	2.40	103.1	146.2	70.5	50.2	49.8	29.5	49.4	14.1	36.5	
皮革同製品	1.69	164.8	232.2	71.0	35.2	64.8	29.0	32.6	6.2	61.2	

(注) 内部資金は減価償却引当金および利益剰余金の増加額。

株式発行額を知ることができないので資本金、資本剰余金の増加額でそれに代えた。銀行借入は1年以上のもの、その他長期負債には社債その他が含まれている。

資料 F.T.C.-S.E.C., *Quarterly Financial Report*.

種によりかなり差があり、自己金融化率の高い業種は家具、繊維、衣服、皮革等有形固定資産の増加率の低い業種と輸送用機械、電気機械、その他機械、精密機械、煙草等有形固定資産の伸び率の高い業種にわかれる。前者は利益率は低いにもかかわらず有形固定資産投資の伸び率が低いためであり、後者は投資の増加率は比較的高いにもかかわらず利益率が高く内部資金の形成がそれを上回っていたためである。そしてこれはさきに述べた景気の変動過程における自己金融化率の高い景気

後退期と好況初期のそれに似た性格をもっている。したがって自己金融化率が高いといっても両者は性格が異り区別して考えねばならない。すなわち、前者は企業利潤は少いにもかかわらず設備投資の停滞により消極的に自己金融を余儀なくされているもので、自己金融化率は現状では高率であるが、企業利潤は減退する傾向にあり、資本間の競争から配当の支払を高率に維持すれば内部留保はいっそう減退し、自己金融すら行えなくなる可能性を含んでいるのに対し、後者は積極的な自己

自己金融下の証券発行（宇野）

第3表の2 業種別にみた有形固定資産の増加と資金調達状況 (1951—66)

	有形固定資産の倍率(倍)	内部分資金		長期資金	長期資金に占める割合	減価償却	社内留保	長期外部資金に占める割合	資本金剰余金	銀行借入	その他長期負債
		有形固定資産増加額	固定資産増加額								
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
全製造業	3.22	97.0	135.8	71.4	51.8	48.2	29.6	47.9	10.1	42.0	
輸送用機械	4.36	108.7	137.3	79.1	45.0	55.0	20.9	50.2	11.5	38.3	
電気機械	4.89	109.6	181.3	60.5	44.2	55.8	39.5	58.6	11.4	30.0	
その他機械	3.57	109.6	158.8	69.0	46.1	53.9	39.0	53.2	10.2	36.6	
金属製品	3.04	107.6	152.7	70.5	48.6	51.4	29.5	45.4	15.7	38.9	
鉄鋼	2.64	92.6	190.0	77.9	64.8	35.2	22.1	33.7	7.8	58.5	
非鉄金属	3.14	90.0	132.5	67.9	51.2	48.8	32.9	36.0	9.8	59.2	
窯業	3.73	91.4	126.5	72.2	55.9	44.1	27.8	48.2	12.4	39.4	
家具	2.04	134.8	183.7	73.4	38.3	61.7	26.6	36.8	19.9	43.3	
木材製品	2.42	64.4	121.2	53.1	68.0	32.0	46.9	21.1	26.1	52.8	
精密機械	4.82	115.7	207.2	69.0	38.5	61.5	39.0	62.8	7.7	29.5	
その他製造業	2.13	117.5	189.7	62.2	44.9	55.1	37.8	30.4	8.5	61.1	
食品	2.38	99.9	139.8	53.2	51.9	48.1	46.8	37.5	13.9	48.6	
煙草	3.94	187.5	187.7	99.9	22.3	77.7	0.1				
繊維	1.58	111.2	128.0	86.9	63.2	36.8	13.1	-54.3	19.3	135.0	
衣服	2.40	139.9	237.4	58.9	36.9	63.1	41.1	28.4	9.8	61.8	
紙および関連製品	3.45	75.2	168.7	64.8	61.3	38.7	35.2	41.6	11.8	46.6	
印刷製本	3.20	111.9	166.7	67.1	43.2	56.8	33.9	50.4	16.0	33.6	
化学	4.01	90.0	130.8	68.8	55.3	44.7	31.2	44.2	11.1	44.7	
石油精製関連工業	3.26	87.7	117.1	74.9	55.1	44.9	25.1	63.2	3.1	33.7	
ゴムその他プラスチック製品	4.01	101.7	162.8	80.3	50.1	49.9	19.7	48.6	11.2	40.2	
皮革同製品	2.00	160.2	226.4	70.8	35.0	65.0	29.2	24.2	8.5	67.3	

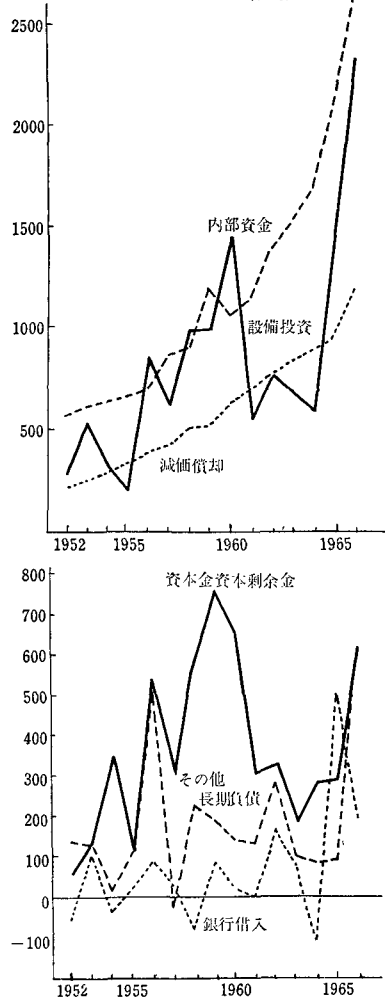
F.T.C.-S.E.C., Quarterly Financial Report.

金融とでもいうべきもので、企業利潤の増大が自己金融を可能にしており、設備投資は企業利潤をさらに増大させ、ますます自己金融化が進展する傾向をもっているといえるかもしれない。このことは自己金融の説明に生産の停滞や投資の停滞による設備資金調達の必要性の減退だけを強調することには問題があることを示すものといえよう。

そして内部資金に占める減価償却の割合は、減価償却が既投下固定資産の大きさや平均耐用年数等業種の性格により影響されるため一概にはいえないが、漸次高まる傾向にあるにもかかわらず、輸送用機械、電気機械、精密

機械等積極的な自己金融の産業では社内留保が多くむしろその比率が減価償却を上回っている。これに対し資本の有機的構成のいちじるしく低い家具、衣服、皮革同製品を別とすれば、繊維¹⁾のような消極的な自己金融の産業では既投下固定資産はそれ程多くないにもかかわらず減価償却の割合が高くなっている。そして外部資金を必要とする場合には、内部資金に占める社内留保の割合は比較的高い積極的な自己金融産業である輸送用機械、電気機械、精密機械等の方が株式発行と関係の深い資本金資本剰余金の長期外部資金に占める割合は高く、逆に社内留保の割合の低い有形

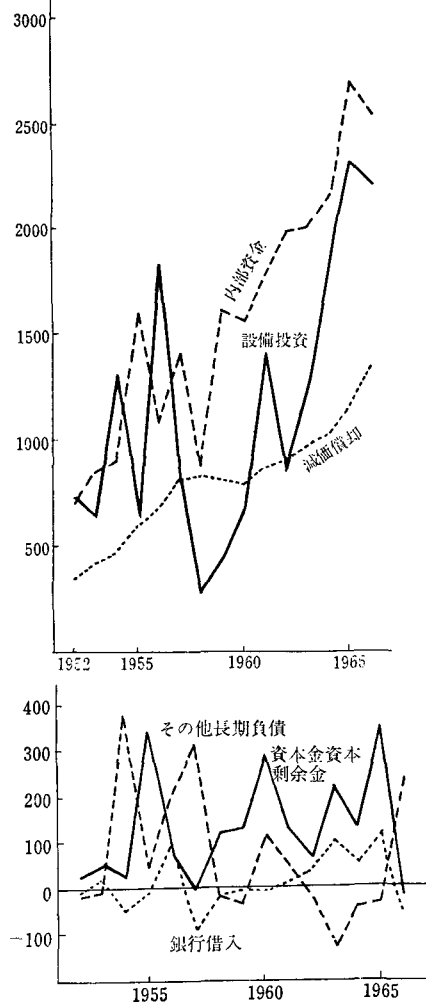
第5図 主要業種における設備投資
および資金調達状況
その1 電気機械



F. T. C—S. E. C., *Quarterly Financial Report*
より。減価償却および内部留保は損益計算書より。

固定資産の伸び率の低い繊維、鉄鋼、木材木製品、皮革同製品等は銀行借入、その他長期負債特に社債を含むその他長期負債の割合が高くなっている。このことは自己金融の進展は株式発行を減少させるといわれながら、外部資金を必要とする場合には積極的自己金融産業の方が株式発行が容易であることを示すものといえよう。また規模別に見て最近では大企業²⁾は殆んど内部資金によってまかなわ

その2 自動車



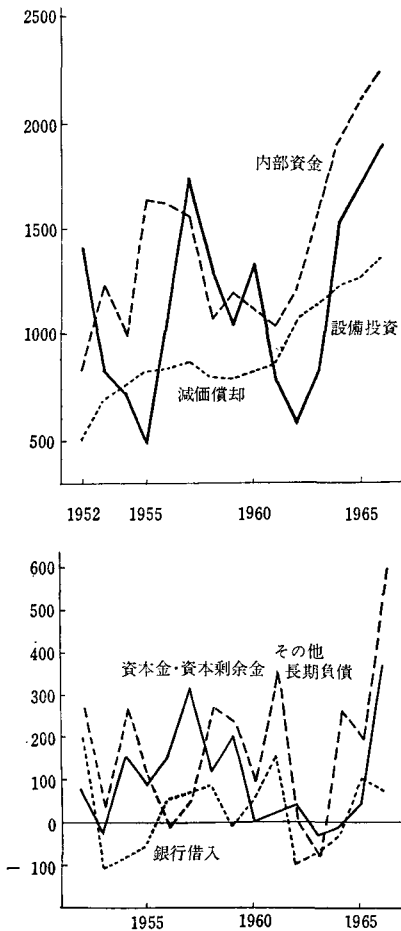
れ、株式発行はむしろ中小企業分野においてより重要であるといわれながら、実際には大企業の方が長期外部に占める資本金資本剰余金の割合は高くなっている。そしてこのような事情は積極的自己金融の進展が株式価格を継続的に上昇させる性格をもっていることと密接な関係がある。

〔注〕

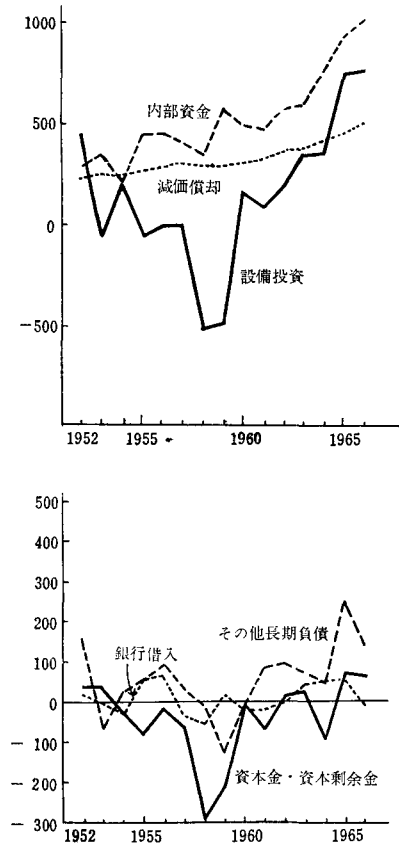
- 1) アメリカの繊維産業は衰退産業であるといわれているが、直ちに衰退してしまうということはない。例えばフォーチュンの調査によれば1955—65年における一株当たり純益の成長率の一位は Reeves Brothers という織

自己金融下の証券発行（字野）

その3 鉄 鋼



その4 織 維



固定資産の増加率がさらにそれを上回っていたためである。

維会社である。アメリカの製造業に占める繊維産業の地位は全体として大きく後退した工場の規模も小さいが、大々的な企業合同を行い大紡織資本への集中度は上昇し、さらに最近では生産第一主義から販売指向型に転換し、化合織への積極的進出による多繊維へと向い1963—64年における繊維工業の好況により大紡織会社の収益率はいちじるしく改善されている。そしてこのような背景の上に **Reeves Brothers** は **curon** といわれる非常な成長商品をもっていたからである。

2) 10億ドル以上会社の自己金融化率がそれ以下のものと比べ低かったのは、社内留保増加額の52%を占めていたにもかかわらず、有形

3. 自己金融と株式価格

自己金融は利益の一部を社内に留保し、それをただちに資本に転化するものであり、株式会社本来の資金調達方法である株式発行を減少させたとはいえ、機能資本はたえず増加を続ける。それは企業利潤→配当→増資→追加資本という株式会社の古典的な資本調達方法の径路を短縮して、企業利潤をそのまま企業内部に留保して投資にふりむけるため、機能資本の増加に対し、株式資本の増加ははるかにたちおくれることになる。1962年以降今

第4表 総資本税引後利益率（%）

	1951	1957	1966
全製造業	7.2	7.0	7.6
輸送用機械	7.2	7.7	8.1
電気機械	9.2	6.8	7.3
その他機械	7.3	6.6	8.5
金属製品	7.8	6.0	8.1
鉄鋼業	7.3	7.7	6.2
非鉄金属業	9.0	6.3	8.5
窯業	8.9	8.7	6.3
家具	4.8	5.4	8.2
木材木製品	7.0	3.1	5.3
精密機械	7.0	7.6	12.5
その他製造業	5.6	4.7	7.4
食料品	4.6	5.4	6.2
煙草	4.8	7.0	8.6
繊維	4.9	2.9	6.0
衣服	2.1	3.5	5.9
紙および関連製品	9.3	6.2	6.2
印刷製本	5.6	6.6	8.1
化学	8.1	8.9	8.8
石油精製関連工業	10.3	8.7	8.3
ゴムその他プラスチック製品	7.9	6.6	6.5
皮革同製品	3.0	4.4	6.5

F. T. C.—S. E. C., *Quarterly Financial Report*

日までの民間法人企業の使用総資本は5.6倍に増加しているが、株式資本の増加は1.8倍の増加にとどまり、その結果使用総資本に対する株式資本の比率は32.3%から10.4%に低下している。これに対し企業利潤の社内留保が大部分を占める社内剰余金は同じ期間に9.3倍に増加し、使用総資本に対する割合も13.2%から21.7%に上昇している。そしてこのような機能資本に対する株式資本の過小化傾向は、機能資本単位当たり利潤率に変化がないとしても、資本量の増大により利潤の絶対量を増加させるが、機能資本追加にもかかわらず株式資本が増加していないため、一株当たり利潤量を当然増加させる。戦後における株式価格の騰貴は、自己金融の進展にもとづく

第5表 自己資本税引後利益率（%）

	1951	1957	1966
全製造業	11.3	10.7	13.1
輸送用機械	12.9	14.1	15.3
電気機械	16.7	12.0	14.1
その他機械	11.8	10.4	14.3
金属製品	11.9	9.1	14.1
鉄鋼業	11.5	11.1	10.0
非鉄金属業	12.9	9.2	14.1
窯業	13.1	12.1	9.7
家具	7.3	8.5	13.7
木材木製品	9.9	4.6	9.9
精密機械	11.3	11.7	20.2
その他製造業	8.7	7.7	14.5
食料品	7.5	8.5	11.1
煙草	9.4	12.3	13.9
繊維	7.1	4.3	10.0
衣服	3.4	6.3	13.4
紙および関連製品	14.1	9.0	10.5
印刷製本	9.1	11.4	15.1
化学	12.2	13.0	14.7
石油精製関連工業	14.6	11.9	12.1
ゴムその他プラスチック製品	14.6	10.9	11.8
皮革同製品	4.6	6.9	12.2

F. T. C.—S. E. C., *Quarterly Financial Report*

こうした機能資本と株式資本の背離による株式資本の過小化を背景としていたのである¹⁾。

〔注〕

- 1) 株式資本の過小資本化の傾向は、企業利潤の社内留保が唯一の原因ではない。借入資本により資金需要をまかなう場合にも、企業利潤が支払利子を上回れば、株式資本は増加しないで機能資本が増加し、企業利潤は増大し一株当たり利益は増加する。しかしこの場合には内部留保によるものに比べ、固定的な利子支払を伴うためその程度は軽減され利潤の変動に対する抵抗力は弱い。戦後わが国で一時みられた過小資本化はこのような径路を経て行われた。しかしわが国では外部資金誘引の手段として株価をある程度上げる必要から、株式の無償交付が盛んにおこなわれやがて

第6表 配当性向（税引後利益）%

	1951	1957	1966
全 製 造 業	47.8	49.0	41.9
輸 送 用 機 械	60.9	53.6	54.5
電 気 機 械	33.1	49.3	36.9
そ の 他 機 械	41.0	40.5	30.9
金 属 製 品	40.6	41.2	28.5
鉄 鋼 業	42.3	48.5	40.5
非 鉄 金 属	57.1	59.8	39.4
窯 業	46.9	46.4	45.4
家 具	37.4	32.7	22.6
木 材 木 製 品	40.1	62.8	35.7
精 密 機 械	47.2	42.5	36.3
そ の 他 製 造 業	41.4	35.4	36.0
食 料 品	46.9	50.1	42.3
煙 草	70.5	56.4	59.6
織 維	53.5	58.9	32.3
衣 服	52.2	21.6	21.1
紙 お よ び 関 連 製 品	35.8	51.8	40.8
印 刷 製 本	40.1	33.8	32.8
化 学	58.1	59.1	49.4
石 油 精 製 関 連 工 業	40.4	46.4	48.1
ゴムその他プラスチック製品	36.0	39.5	32.1
皮 革 同 製 品	74.4	44.9	27.9

F. T. C.—S. E. C., Quarterly Financial Report

「過大資本化」へと移行した。川合一郎『株式価格形成の理論』第2篇，第1章，第3節参照。

最近のアメリカにおける株式価格の上昇は第6図をみれば明瞭である。現実の株式価格はいろいろの要因によって左右され，過小資本化が戦後における株価上昇の唯一の原因でないことはいうまでもない。戦後のアメリカ株式市場が一貫して強気市場であったことも重要な要因である。1950年代には大衆投資家の直接投資が盛んで，個人投資家の株式純購入額は毎年巨額に達していたが，57年以降純売却に転じ，これにかわってその後は機関投資家が株式市場において主役を演ずるようになった。非保険型企业年金基金を中軸とする

第7表 総資本に占める自己資本の比率（%）

	1951	1957	1966
全 製 造 業	63.6	65.1	57.8
輸 送 用 機 械	56.0	54.7	53.1
電 気 機 械	55.2	56.7	51.5
そ の 他 機 械	61.5	63.3	59.6
	65.6	66.4	57.4
鉄 鋼	63.6	69.4	61.4
非 鉄 金 属	70.9	68.6	60.3
窯 業	68.0	72.1	64.8
家 具	65.9	64.1	59.4
木 材 木 製 品	70.7	66.1	53.7
精 密 機 械	61.9	65.1	61.8
そ の 他 製 造 業	64.0	60.8	51.0
食 料 品	61.2	63.5	55.8
煙 草	51.1	57.4	61.9
織 維	69.1	68.8	60.0
衣 服	60.3	55.2	44.3
紙 お よ び 関 連 製 品	66.0	69.1	59.6
印 刷 製 本	61.6	57.3	53.7
化 学	66.3	68.3	60.0
石 油 精 製 関 連 工 業	70.2	73.1	68.6
ゴムその他プラスチック製品	54.6	60.9	55.0
皮 革 同 製 品	64.7	64.2	53.1

F. T. C.—S. E. C., Quarterly Financial Report

機関投資家の株式市場への進出は戦後一貫した傾向であるが，大衆投資家の投資熱が衰退した1962年以降も引続き巨額の株式純購入を行っている。現在の株式市場における変化のうちで最も顕著なものは「株式の機関化¹⁾」であるといわれている。そして機関投資家の株式市場への進出は，一方ではその保有資金が巨大で個人投資家の場合と異なり一件当りの平均取引規模がいちじるしく大きく，現在の取引所の機構や制度にはいろいろの制約があるため，「第三の市場」といわれる上場銘柄の取引所外取引を急速に増大させ，また機関投資家の長期投資は株式回転率をいちじるしく低下させたと同時に他方では，その投資が一部の大型銘柄に集中しているため，大多数

自己金融下の証券発行（宇野）

第8表 自己資本に占める利益剰余金の割合（％）

	1951	1957	1966
全 製 造 業	54.4	56.8	65.0
輸 送 用 機 械	58.8	66.6	74.2
電 気 機 械	56.4	53.2	59.2
そ の 他 機 械	56.0	58.3	64.7
	56.3	60.3	65.6
鉄 鋼	49.4	58.2	64.5
非 鉄 金 属	50.5	53.4	64.7
窯 業	53.2	58.6	64.4
家 具	60.4	61.2	69.5
木 材 木 製 品	55.5	56.2	58.0
精 密 機 械	49.2	47.4	63.5
そ の 他 製 造 業	55.5	60.8	63.8
食 料 品	56.2	62.0	65.6
煙 草	42.8	51.2	70.3
織 維	57.9	58.7	69.0
衣 服	49.2	53.5	59.9
紙 お よ び 関 連 製 品	56.3	56.1	60.4
印 刷 製 本	55.5	61.5	65.1
化 学	55.1	53.7	64.3
石 油 精 製 関 連 工 業	50.9	49.3	62.5
ゴ ム	56.8	62.5	68.6
皮 革 同 製 品	52.8	57.1	66.6

F. T. C.—S. E. C., *Quarterly Financial Report*

の銘柄の株価はそれ程活潑な動きを示していないのにこれら大型優良銘柄を騰貴させ、最近用いられているダウ平均¹⁾なる方法はこの傾向を拡大的に示し、株価指標を大幅に高騰させたのである。そして自己金融の進展により株価騰貴の可能性が醸成されているのはこれら大型優良株である。機関投資家²⁾のニューヨーク株式取引所上場株式時価総額に占める持株比率は最近上昇し、66年には21.0%に達したが、減少傾向にあるとはいえ絶対水準では個人投資家の割合はなお圧倒的である。しかし、「現在の株式市場は個人が機関に株式を売ることによってなりたっている」とさえいわれ、日常の取引では機関投資家の果す役割は大きく、機関投資家は個人の売却部分および新株発行の大半を吸収する強力な株式需要であり、その投資が一部優良銘柄に集中していることと相俟って、最近の株価騰貴の重要な要因を形成していることは否定できないであろう。

〔注〕

- 1) D. Seligman and T. A. Wise, "New Forces in the Stock Market", *Fortune*, Feb., 1964 および石原定和「戦後アメリカ株式市場の構造分析」（川合一郎編, 『日本証券市

第9表 規模別にみた有形固定資産の増加と資金調達状況（1957—66）

	有形固定資産の倍率（倍）	内部資金	長期資金	長期資金に占める内部資金の割合	減価償却	社内留保	長期資金	資本金資本剰余金	銀行借入	その他長期負債
		有形固定資産増加額	有形固定資産増加額	に占める			に占める	長期	外部	資金
		％	％	％	％	％	％	％	％	％
全製造業	1.93	100.0	135.9	73.6	51.7	48.3	26.4	43.8	12.5	43.7
～99万ドル	1.60	104.2	153.3	68.0	55.9	44.1	32.0	30.4	29.1	40.5
100～499	1.49	103.3	158.5	68.8	53.4	46.6	31.2	22.5	23.2	54.3
500～999	1.39	105.9	149.9	75.2	47.2	52.8	24.8	40.7	19.8	39.5
1,000～4,999	1.30	113.4	152.4	75.0	43.5	56.5	25.0	34.8	14.9	50.3
5,000～9,999	1.31	109.0	146.2	71.6	55.1	44.9	28.4	38.8	27.9	33.3
10,000～24,999	1.74	112.8	158.2	67.0	49.5	50.5	33.0	18.3	27.8	53.9
25,000～99,999	1.67	114.4	177.8	63.8	52.2	47.8	36.2	24.8	21.1	54.1
100,000～	2.72	92.5	123.6	74.8	54.7	45.3	25.2	54.1	5.6	40.3

F. T. C.—S. E. C., *Quarterly Financial Report*

第10表 民間法人企業の資本構成

(単位100万ドル)

	使 用	自 己 資 本			使用総資本に対する比 (%)		
	総 資 本	株式資本	社内剰余金	計	株式資本	社内剰余金	自己資本(計)
1926	262,179	84,663	34,597	119,260	32.3	13.2	45.5
1929	335,778	105,258	55,111	160,369	31.3	16.5	47.8
1939	306,801	90,695	46,169	136,864	29.6	15.0	44.6
1944	418,324	79,897	70,562	150,459	19.1	16.9	36.0
1949	543,562	94,309	113,987	208,296	17.4	21.0	38.3
1959	1,136,668	135,095	253,908	389,003	11.9	22.3	34.2
1963	1,479,936	154,419	321,369	475,788	10.4	21.7	32.1

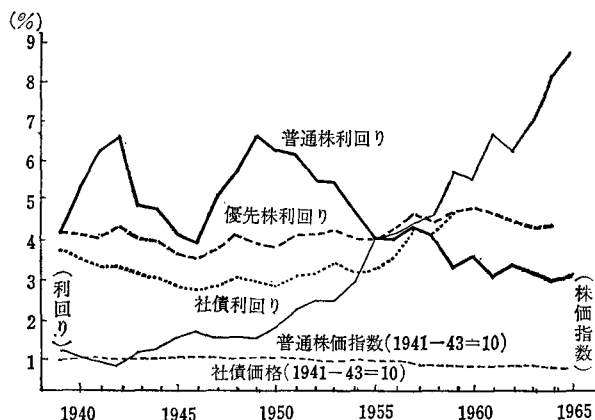
Historical Statistics of U. S., Series V-65~97 および Statistical Abstract of U. S., 1966 より

場の構造分析』参照

2) ダウ平均の意義とその役割については川合一郎「株式価格形成の既論」第2篇、第2節参照

3) 機関投資家によるいわゆるプライベート・プレイズメントの増加をみれば明瞭である。証券発行に占めるプライベート・プレイズメ

第6図 株価および利回りの推移



Business Statistics, 1965 および Statistical Abstract of U. S., 1966 より

普通株利回り、優先株利回り、普通株価指数、および社債価格は Standard and Poor 社、社債利回りは Moody 社、社債価格は 1941-43=10 として指数化した。

ントの割合は、社債ではいちじるしく高く、5-6割を占めており、これに伴い社債の機関保有の割合も増加し、1933年の46%から65年には97%に上昇している。これに対し株式におけるプライベート・プレイズメントははるかに少く、最近増加したとはいえ1割前後で、機関保有も65年に既発行総額の22%と社債に比し低率である。しかし最近における株式の機関保有の増加は顕著であり、新株発行高を上回っている。そのため個人株主数は50年代以降いちじるしく増加しているにもかかわらず、所有株数の割合では逆に低下している。これはいわゆる「人民資本主義」で述べられている事実を否定するものといえよう。そして株式の機関保有の増加は、戦後のインフレーションの進行による物価騰貴に対する対抗策として価格の成長する株式が選ばれたためであり、特に資金の増加の大きい企業年金による保有増加がいちじるしい。なお保有の多い機関投資家は社債では生命保険会社、企業年金基金、株式では企業年金基金、投資会社である。

株価の値上りを産業別にみれば、スタンダード・プアー社の株価指数で1955年-66年の間に5倍以上になっている業種は事務機械、ラジオ・テレビ・メーカー、エレクトロニクス、出版、薬品、販売機械、葉巻煙草等であり、その多くはさきに述べた有形固定資産増加率が高く、しかも自己金融化率も高い積極的な自己金融業種である。これと反対に有形

自己金融下の証券発行（宇野）

第11表 証券発行と機関保有の増加

(10億ドル)

	株 式			社 債		
	1952—56	1957—61	1962—66	1952—56	1957—61	1962—66
新 規 発 行	10.5	11.8	3.2	22.4	25.9	36.5
機 関 保 有 の 増 加	8.1	16.8	22.6	20.3	23.5	38.0
保 険 会 社	1.7	2.3	3.6	11.8	10.3	11.6
年 金 基 金	3.3	8.1	13.0	8.2	10.5	18.4
投 資 会 社	2.6	6.1	5.5	0.2	0.3	1.6
銀 行	0.5	0.3	0.5	-0.5	0.9	-0.4
州 お よ び 地 方 政 府	0.6	1.5	6.8
個 人 保 有 の 増 加	2.4	-5.0	-19.4	2.1	0.9	-1.5

J. R. Lindsay and A. W. Sametz, *Financial Management*. 1967, P. 494

第12表 業種別株価指数の動向

	エレクトロ ニクス	事務器	ラジオ・T Vメーカー	自動車	化 学	セメント	鉄 鋼	食 料 品
1955	55.85	74.66	47.00	49.36	43.40	52.81	52.51	25.51
1956	62.75	102.0	41.04	56.44	47.52	79.62	63.13	24.94
1957	67.38	133.1	34.14	50.92	42.47	62.11	63.70	23.67
1958	83.71	168.5	39.66	50.77	42.51	66.32	66.89	29.69
1959	173.0	260.6	82.52	64.69	56.38	69.38	99.97	36.92
1960	218.8	314.5	98.43	56.96	50.22	58.98	76.55	42.40
1961	251.3	472.0	113.5	60.89	52.87	60.26	79.67	61.09
1962	184.7	409.1	107.4	68.08	48.43	43.36	58.45	56.50
1963	194.2	413.4	115.8	90.06	56.47	39.71	57.04	61.32
1964	207.3	557.08	126.22	112.82	67.18	40.55	69.91	68.70
1965	268.5	578.73	178.99	125.9	73.29	34.81	63.77	70.31

1941—43=10

Standard and Poor 統計, 野村総合研究所「アメリカの証券市場」その1 p. 140~142 より

固定資産増加率が低く、自己金融化率も低い鉄鋼、セメント、建築材料等は横這いあるいは多少値上りした程度に止まっている。そして株式価格の騰貴にもかかわらず、一株当たり利潤量の増加が必ずしも配当の増加となって株主に分配されないため、株式利回りは低下した。株式価格は配当を一般の利子率で資本還元された額が基準とされ、株式の配当は景気変動による騰落にさらされ、しかも元本の返済が保証されていないため、株式利回りは公社債の利回りよりも幾分高いのが普通であったが、それを大きく離れるということは殆んどなかった。しかし最近では株価の長期的

な上昇により、普通株式利回りは低下し、1955年には優先株利回りより低くなり、さらに57年以降は社債利回りをさえ下回るにいたった。最近の株価は公社債利回りの拘束を離れて高騰しているのである。株価の目安として最近多く用いられる株価収益比率あるいはその逆数である収益株価比率の出現はこのような事情を背景としている。これは現在の株価と一株当たり収益を対比することにより株価の高さをみようとするものであり、利回りが現実に支払われる配当と株価とを対比するのにたいして、現実には支払われない社内留保を含む利益全体と株価を比較するものである。

それは支払われもしない利潤部分をも資本還元、擬制資本化しようという虚偽の擬制資本的な考え方といえ、株価の基準となる公社債利回りの拘束から解放し、公社債利回りに拘束されることなく、もっと株式を買わせようとするために案出されたものであるといえるかもしれない¹⁾。

〔注〕

- 1) 川合一郎，前掲書，第2篇，第1章，第2節参照

ところで内部資金の増加は株価にどのような影響を及ぼすであろうか。ウォルター¹⁾は内部留保と株式価格の関係についてつぎのように述べている。すなわちD=1株当りの配当，E=1株当りの利益，Ra=留保利益の収益性，Rc=市場資本化率すなわち収益株価率，Vc=普通株の市場価格とすれば，Vc

$$= \frac{D + \frac{Ra}{Rc}(E - D)}{Rc} \quad \text{という公式が成立す}$$

る。したがって留保利益の収益性が市場資本化率すなわち収益株価率より高ければ留保利益を増加させることにより株価は上昇し，逆に低ければ低落し，両者が等しければ変化しない。それ故，成長性の高い企業は，留保利益の収益性が一般の投資の収益性より高いので，配当を少なくし内部留保を多くすることが合理的であり，これに反して収益性が低下している成熟した企業は他の企業に比し高い配当性向でなければならず，一般産業と同一の収益性をあげている比較的安定した伸びを続けている企業の配当性向は高くとも低くともよいということになる。以上のようにウォルターは，株式価格に影響を及ぼす要因として，市場資本化率，たとえばスタンダード・プアー社の500株からとった収益株価率が与えられているとすれば，留保利益の収益性と配当性向の如何が重要であることを述べている。内部資金は資金コストが零であると考えられる場合にも，資本の一般法則から全く解

放されるものではなく，その投資において収益性が考慮されねばならず，その如何は株主への分配の基礎となる企業利益に影響を及ぼすことはいうまでもない。留保利益の収益性如何が株式価格と関係があることは否定できない。しかし自己金融の推進による「会社自体」による所有の増大は，株主のレントナー化を基礎とするもので，個人所有からはなれて「株主」に「対抗」してさえ自己増殖をとげており，それが株主に直ちに配当増をもたらすということにはならない。したがって留保利益から生ずる利益増が直接株主に帰属するという仮定は，株式会社の発達による「会社自体」の成立という事実を無視するものといわねばならない²⁾。長期的にはともかく，所与年度における年間平均普通株価は当該年度に分配された利益に直接比例して変化するという証券分析家の主張が根強く残っているのもこのためである³⁾。配当と株式価格の関係は，株式価格に影響を及ぼす配当が「期待配当」であるため，企業利益が全て株主に分配される場合に比べ，社内留保の増大により複雑になることは否定できないが，ウォルターがいうように，留保利益から生ずる利益増がその分配とは全く無関係に株式価格に影響するとみることには疑問がある。現実には利益増は，その全てでないことはいうまでもないが，やがて一株当り現金配当の増加となって，あるいは株式配当や株式分割を通じて配当増加となって株主への分配の絶対額が増大しているのである。したがって株式価格の上昇は，留保利益から生ずる利益増を基礎として，現金配当の増加や株式配当，株式分割が期待されることが契機となっているといわねばならない。

〔注〕

- 1) J. E. Walter, "Dividend Policies and Common Stock Prices" *Journal of Finance*, March, 1956. J. F. Weston and E. F. Brigham, *Managerial Finance*

1966. pp. 456-8.

- 2) 川合一郎, 前掲書, 第2篇, 第1章, 第1節, 298—300頁, 森昭夫「企業自己金融論」241頁。
- 3) O. Harkavy, "The Relation Between Retained Earnings and Common Stock Prices for Large, Listed Corporations", *Journal of Finance*, Sept., 1953. なおハーカヴィーは「与えられた年度の平均価格は, その年に分配された利益の割合に直接比例して変化するが, 他方, 幾年かの期間にわたっては, より大なる割合の利益留保がより大なる価格上昇をもたらすと主張することは矛盾しない」と述べている。

最近における株式配当, 株式分割のいちじるしい増加は, 社内留保による株式価格騰貴の結果であるとともにその原因をなしているのである。そして株式価格の騰貴は時価による公募という発行方法とからみ, 株式発行に当り所要資金の調達に要する株数を減少させるとともに株式発行の資金コストを低下し株式発行を容易にさせる一方, 株式プレミアム¹⁾を増大させる。株式プレミアムはいわば創業利得の発行会社自らによる獲得であり, 資本剰余金の重要な項目である。資金調達において内部資金に占める社内留保の比率の高い電気機械, 精密機械, 輸送用機械, その他機械などが, この比率の低い鉄鋼, 木材木製品, 繊維などと比べ, 長期資金に占める資本金, 資本剰余金の割合が高いのはこのような事情にもよるといえるかもしれない。もっとも資本剰余金は会社の機能資本額の増大のうちで, ほんらいの営業行為によらないすべてのものの総称であり, 株式プレミアムの他に, 最近増加している自己株式の売買益をはじめ合併差益, 再評価差益, 補助金, 贈与, 保険差益等も含まれている。のみならず最近増加している株式配当によっても利益剰余金の資本金への組入れが行われる。したがって資本金, 資本剰余金の増加を資金調達のための株式発

行のみによるということはできないであろう。しかし50年代に株式発行が比較的活発であったのは, 株価騰貴による資金コストの低下に刺激されたということも無視できない。社内留保による企業利潤の増加は, 株式発行に際しては株式プレミアムを増大させたと同時に他方では, 株式配当, 株式分割を増加させ, 株式発行の主力をそれに移行させていったのである。

〔注〕

- 1) 株式プレミアムの性格および発生機構については川合一郎, 前掲書, 第2篇, 第1章, 第4節参照

4. 株式配当, 株式分割の増加

第13表は1956年以降のニューヨーク株式取引所における上場株式数の増加の原因別構成を示したものである。これによるとこの11年間に上場株数は7,103百万株増加しているが, その約7割は株式分割と株式配当により占められている。最近における株式配当あるいは株式分割がいかに多いかはこの事から明瞭で

第13表 ニューヨーク株式取引所の
上場株式数増加の原因別構成
(単位 100万株)

	純増加	株式分 割	新規登 録 ¹⁾	株式配 当 ²⁾	株主割 当	その他
1956	626	461	90	25	50	
1957	342	169	68	20	33	52
1958	213	41	85	15	19	53
1959	831	635	93	25	14	63
1960	611	394	107	35	14	61
1961	630	350	191	29	22	37
1962	571	332	156	31	4	48
1963	449	192	189	36	6	26
1964	1,121	787	198	60	19	57
1965	828	496	245	31	23	33
1966	881	582	183	31	31	54

1) 50%あるいはそれ以上の割当

2) 50%未満の割当

N. Y. S. E., *Fact Book*, 1967

あろう。

株式配当は利益配当の一形態で、株主に対する配当を現金によって支払わないで、自社の株式を新規に発行してこれにかえるもので、配当一払込一株式発行を短縮したものといえ、会計的には剰余金勘定の一部が資本金勘定に繰入れられる。これに対し株式分割は株式の細分化であり、資本金勘定および剰余金勘定に何等の変更を生ずるものでなく、株式数だけを増加するものである。したがって厳密には両者の間にはその内容においてもまた会計処理においても相違がある。しかし無額面株の場合には株式による配当に相応するだけの金額を剰余金勘定から資本金勘定に振替えぬことが生じ易く、両者の区別は不明瞭である。のみならず株主からの払込を伴わないで株式数が増加する点では株式配当と株式分割は同じであり、その目的、効果についても類似した点が多く、現在では現金留保を目的とした株式配当は殆んどなく、両者の区別は明瞭とはいえない。そしてニューヨーク株式取引所では一株に対して与えられる新株が0.25株以上を株式分割、それ以下を株式配当というように量的にのみ区別し、現在では両者は質的には殆んど同一のものとみられる場合が多い。

株式配当、株式分割のような払込にもとづかない株式の発行は、一般に一株当りの利益が高く、株価水準がいちじるしく高騰し、株式取引が行われにくくなったとき、株式数を増加することにより、株価を適当な水準に維持して株式の流動性を回復するために行われる。したがって株価水準の継続的上昇ということがこのような株式発行の前提条件である。そして株価水準を継続的に上昇させる原因はいろいろあるであろうが、自己金融による企業成長は最も重要な要因である。自己金融による利潤の再投資の継続は、機能資本の増加に対する株式資本の過小化の傾向を内に含んでおり、特に積極的な自己金融業種においてたえず株価を上昇させる力をもっていることに

第14表 株式配当、株式分割件数

	1株につき 0.25株 以下	1株につき 0.25~ 0.99株	1株につき 2~ 2.5株	1株につき 3~ 3.5株	1株につき 4株	1株につき 4株以 上	計
1944	11	2	6	3	—	—	22
1945	14	5	23	8	4	—	54
1946	19	6	46	17	7	4	99
1947	25	3	29	8	5	6	76
1948	53	2	20	7	2	1	85
1949	36	4	14	2	1	—	57
1950	53	21	30	2	1	—	107
1951	68	9	37	9	2	1	126
1952	83	4	29	4	2	—	122
1953	112	3	21	1	1	—	138
1954	89	13	27	7	—	—	136
1955	128	18	47	23	2	1	219
1956	188	14	65	14	3	6	290
1957	164	6	30	6	4	—	210
1958	135	5	7	5	—	—	152
1959	186	15	66	25	2	1	295
1960	194	12	45	14	2	2	269
1961	170	13	34	17	2	—	236
1962	188	9	44	11	4	2	258
1963	168	21	38	5	—	—	232
1964	155	27	63	13	—	1	259
1965	154	27	82	2	2	2	269
1966	148	26	105	9	—	—	288

N. Y. S. E., Fact Book, 1967

についてはすでに述べた。株式配当、株式分割の形をとった無償株式の発行は多くの場合この積極的な自己金融によっておこった株式資本の過小資本化を是正するためのものである。したがって無償株式の発行はそれが行われた時点だけをとってみれば、払込のない株式の発行であるが、それは配当性向の低下による社内留保により、すでに行われた機能資本の増加、収益力の強化にもとづくもので、自己金融による株式発行の遅れを遅ればせながら取戻すためのものであるといえよう。内部留保が増加した1920年代に無償株式の発行が増加したのはこのためであり、戦後における活発化も自己金融の強化による株価の成長を背

第15表 株式配当および株式分割の
株価に及ぼす影響

	株 式 配 当			
	株式配当分 割前6ヵ月	株式配当分 割時	株式配当分 割後6ヵ月	
現金配当増加	100	109	108	
現金配当不変	100	99	88	
	株 式 分 割			
通常の 市場条件 (1951-53)	現金配当増加	100	115	115
	現金配当不変	100	106	100
買手市 場 期 (1954-55)	現金配当不変	100	105	92
	現金配当増加	100	118	118

C. A. Barker, "Evaluation of Stock Dividends" *Harvard Business Review*, July-Aug., 1958. "Effective Stock Splits" *H. B. R.*, Jan.-Feb., 1956 および "Stock Splits in a Bull Market" *H. B. R.*, May-June, 1957 より

景としていた。

そして株式配当、株式分割を契機として現金配当も増加するのが普通であり、それが株式により期待されている。このことは現金配当の増加を伴った場合と不変であった場合の株価の動きに明瞭に現われている。現金配当の増加を伴った株式配当あるいは株式分割の場合には株価は上昇しているが、現金配当の増加を伴わぬ場合には株価は不変か低下している。これは株価の高騰は自己金融による企業利潤の増大それ自体からおこるものではなく、それが株主に分配されあるいは分配が期待されることによりおこるということを実証するものといえよう。そして株式分割、あるいは株式配当は、株式数を増加させ、総額では配当が増加し、株式価値も増大するのが普通であるが、それを行っても機能資本には何等の変化も生じないため、一株当たり収益は低下し配当は減少し、株式の市場価格は下り株式はその市場性、流動性を増大する。株式分割や株式配当を行った会社の株主数はそれを行わなかったものと比べ、その増加率がいちじるしく高いことはこの事情を示すものであ

第16表 株式分割株式配当が株主の
増加に及ぼす影響

	1950年末	1953年末	増加 率
株式分割を行った会社	1,426,606	1,847,827	30%
配当増加を伴ったもの	648,468	852,714	32
配当増加を伴わなかったもの	778,138	995,114	28
株式分割を行わなかった会社	2,430,892	2,582,639	6
株式配当を行った会社	1,110,436	1,331,729	20
25%およびそれ以上の株式配当を行ったもの	248,942	324,665	30
5~25%の株式配当を行ったもの	861,494	1,007,064	17
株式分割も株式配当も行わなかった会社			
スタンダード&プ ア-産業株48種	3,634,322	3,827,738	5
同 上 (" 38 種)	2,430,892	2,582,639	6

C. A. Barker. 前掲論文より

る。そして株式の市場性が増加することにより、新しく株式を発行し、資本を増加する場合、それは容易になるであろう。株式分割や株式配当は財務的にはもともとこのために行われたのであり、それは自己金融の進展による株価水準の上昇のため失われた株式の流動性を回復し、将来の資本調達にそなえることを目的としているといえよう。

しかし、自己金融の進展により最近では資金調達のための新株の発行は減少し、しかも機関投資家による株式所有が増加し、公募による投資大衆からの零細資金を誘引するという必要性は以前に比べ減退している。大衆投資家の資金供給者としての機能は残っているとはいえ、その役割は従来に比し小さい。社債発行は資金を求めためであり、株式発行はむしろ株式の流動性回復を目的としており、今日では一般株主は株価変動の危険を負担する株式の「流動性の負担者」にすぎないとさえいわれている²⁾。そして株式分割や株式配

当による株式の流動性回復は、所得税の関係から現金配当よりも株価値上りによるキャピタルゲインにより関心を示す機関投資家や自社株を所有する大会社が、株式市場を通じて値上り益を実現するための手段としても利用されている。また販売競争の激化という条件の下で企業が販路をいっそう開拓するため、マーケティングの一手段として自社製品をPRするため、株主数を増加させるという目的から株式分割を行う²⁾ことも増加しているといわれている。

〔注〕

- 1) 川合一郎 前掲書, 267—8頁
- 2) C. A. Barkar, "Effective Stock Splits," *H. B. R. Jan.-Feb.*, 1956, 川合一郎, 前掲書, 220頁

株式分割、株式配当による株式発行は、株主の利潤への参加の制限による「会社自体」の機能資本の増加による過小資本化の矛盾を事後的に緩和しようとするものであるが、このような形での株式発行も、企業内に累積された社内剰余金をすべて株式化するものではなく、払込をともなう新株の減少分を払込をともなわない株式発行の増加分でうめあわされれない。過小資本化はこのような措置にもかかわらず進行している。そして積極的な自己金融の進展は払込をともなう株式発行を減少させるであろうが、株式発行に当っては株式プレミアムを増加させるとともに、払込を伴わない株式発行の増加という傾向を継続させるであろう。