

經濟論叢

第110卷 第5号

哀 辞

故松井 清教授遺影および原稿

産業コンツェルン.....	堀 江 英 一	1
創業利得と利益留保.....	高 寺 貞 男	27
不生産的階級と生存競争の組織化.....	池 上 惇	41
GMにおける予想制度と基準価格制度の形成.....	小 野 秀 生	57
個人的消費と労働力再生産の社会的性格.....	成 瀬 龍 夫	78

記 事

松井教授逝く

追悼講演(吉信 肅・森下二次也・山岡亮一)

追憶談(田畑茂二郎・杉本昭七・関下 稔・鈴木 明)

故松井 清教授略歴・著作目録

昭和47年11月

京 都 大 学 經 濟 学 會

創業利得と利益留保

高 寺 貞 男

I 創業利得の成立は企業者利得相当額の利益留保を排除するか

周知のように、ルードルフ・ヒルファーディング (1877—1941) が——多分、エドワード・シャーウッド・ミード『トラスト金融論』(1903年)などで取上げられている「発起人利得」¹⁾(the promoter's profit) からヒントをえて²⁾——『金融資本論——資本主義の最近の発展についての研究』(1910年)の第7章「株式会社」において、「1つの独自の経済的範疇である」³⁾ことを析出した「創業利得」⁴⁾または「創業者利得は、完全な新規の創業にせよ、既存の個人企業の株式会社への組織変更にせよ、語の本来の意味における創業の場合にのみ生ずるのではない、ということとはわかり切ったことである。語の経済的意味における〔創業利得または〕創業者利得は、既存の株式会社のいかなる増資の場合にも、その収益が単なる利子よりも多く生ずるならば、やはり得ることができるのである。」⁵⁾

このように「創業利得発生の可能性は、必ずしも企業設立時にかぎらない」

1) Edward Sherwood Meade, *Trust Finance, A Study of the Genesis, Organization, and Management of Industrial Combinations*, New York, 1903, pp. 56, 57, 93.

2) そのためもあってか、ヒルファーディングの「Gründergewinn」は「promoter's profit」と英訳されている若干のケースがある (Cf. Paul M. Sweezy, *The Theory of Capitalist Development, Principles of Marxian Political Economy*, London, 1946, p. 259; V. I. Lenin, *Collected Works*, Vol. 22, Moscow, 1964, p. 232.) が、「Gründergewinn」と「promoter's profit」は、『資本論』でいう剰余価値と利潤のように、源泉と分配形態の違いをもって考えると考えられるので、「Gründergewinn」または「Gründungsgewinn」の英訳にあたっては、「promoter's profit」と区別できるよう、むしろ「founder's gain」または「foundation gain」と直訳した方がよい。

3) Rudolf Hilferding, *Das Finanzkapital, Eine Studie über die Jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, Berlin, 1955, S. 145.

4) *Ebenda*, S. 145.

5) *Ebenda*, S. 177.

から、「その意味では、創業利得という用語は必ずしも適切ではない。」⁶⁾その代りに、「株式資本の発行は同時に企業の新規創業または拡大を意味する」⁷⁾点に着目して、株式資本の「発行利得」⁸⁾という用語を使う方がのぞましい。事実、この点はヒルファーディング自身も気付いており、第10章「銀行資本と銀行利得」においては、「発行利得」(Emissionsgewinn)という用語を併用して、つぎのように創業利得について『金融資本論』のなかでもっとも簡明にしておいた要をえた概念規定をしている。

「創業利得または発行利得は、利潤でも利子でもなく、資本還元された企業者利得である。その前提は産業資本の擬制資本への転化である。発行利得の高さは第1に平均利潤率によって、第2に利子率によって規定される。平均利潤マイナス利子は企業者利得を規定し、企業者利得は一般利子率で資本還元されて創業利得となる。」⁹⁾

いいかえると、創業利得または発行利得は「利潤をうむ資本の利子をうむ資本形態への転化からのみ生ずる利得」¹⁰⁾であるから、それは「現実機能する〔産業〕資本と(擬制)株式資本との間の差額」¹¹⁾としてあらわれる。さらに、ヒルファーディングが試みたように、「創業者利得が超過利潤を基礎として生ずるものではなく、平均利潤の下においても生ずる一般的なものであること」¹²⁾を解明しようとする場合には、それは「平均利潤をうむ資本と平均利子をうむ

6) 森昭夫『企業自己金融論』昭和38年、54ページ。

7) Hilferding, a. a. O., S. 249.

8) Hilferding, a. a. O., S. 250.

9) Hilferding, a. a. O., S. 249.

10) Hilferding, a. a. O., S. 144.

11) Hilferding, a. a. O., S. 151.

12) 別府正十郎『資本会計の経済理論』昭和39年、51ページ。

もちろん、「利潤率の相違は……創業者利得の高さの相違となってあらわれる。」(Hilferding, a. a. O., S. 271.) この点を見逃すことなく、ヒルファーディングは「特別利潤(der Extraprofit)が資本還元されてとくに高い創業者利得を期待させる」(Hilferding, a. a. O., S. 271.) 場合について、つぎのようにのべている。「企業合同(Fusion)によって競争の排除がなされるところでは、あらたに1つの企業が設立される。この〔独占〕企業はより高い利潤を期待することができる。このより高い利潤は資本還元されて〔とくに高い〕創業者利得を形成することができる。」(Hilferding, a. a. O. S. 333.) しかし、このことは「もっとも高い創業者利得」(Hilferding, a. a. O., S. 271.) やその反対のもっとも低い創業利得の代りに、平均的な創業利得について考察をすすめることをなんらさまたげるものではない。

資本との間の差額に等しい。この差額が『創業者利得』としてあらわれる¹³⁾ことになる。

「そこで、平均利潤を p 、配当を d 、企業の収益を E とおき、〔株式〕資本は収益の百倍を利子で割ったものに等しいことを思いおこして、創業利得(Gg)の算式を考察すると、つぎようになる。

$$Gg = \frac{100E}{d} - \frac{100E}{p} \quad]^{14)}$$

もちろん、ここにいう配当とは「個々の株式所有者に彼が投下した資本にたいする利子をもたらすところの配当」¹⁵⁾にほかならないから、「利子をうむ(配当をうむ)〔株式〕資本」¹⁶⁾は収益を利子率で割って求められる。また、平均「利潤をうむ〔機能〕資本」¹⁷⁾は収益を平均利潤率で割ったものに相等しい。したがって、上記の創業利得の算式は、利子率を i 、平均利潤率を r とすると、

$$Gg = \frac{E}{i} - \frac{E}{r} = \frac{E}{r} \left(\frac{r-i}{i} \right) \quad (1)$$

と書きかえることができる。

この場合、平均利潤をうむ機能資本をあらわす $\frac{E}{r}$ に平均利潤率 マイナス 利子率 (イタール企業者利得率) を乗じた $\frac{E}{r}(r-i)$ は企業者利得にほかならないから、それを U とおき $\left(\frac{E}{r}(r-i) = U \right)$ と、(1)式はつぎのように変形される。

$$Gg = \frac{U}{i} \quad (2)$$

13) Hilferding, a. a. O., S. 144.

原文では、die Durchschnittsproftrate [平均利潤率] となっているが、「率」を切捨て、「平均利潤」と訂正した。ちなみに、岡崎次郎訳『金融資本論』(上、昭和30年、182ページ)においても、同じように、「平均利潤」と訳している。なお、林要訳『金融資本論』(上、昭和39年、214ページ)においては、「平均利潤率[平均利潤]」と括弧内に同様の訂正を付している。

14) Hilferding, a. a. O., S. 148.

原文では、das Kapital gleich ist dem hundertfachen Zinsen dividiert durch den Zinsfuß [資本は利子の百倍を利子率で割ったものに等しい] となっているが、「資本は収益の百倍を利子で割ったものに等しい」と訂正した。ちなみに、林要訳(上、218ページ)では、「資本が利子〔収益?〕の百倍を利子率〔利子?〕で割ったものに等しい」と括弧内に同様の訂正を付している。なお、その場合、「利子率」をそのまま生かすため、収益「の百倍」の方を切捨て、「資本は収益を利子率で割ったものに等しい」といいかえてもよい。

15) Hilferding, a. a. O., S. 150.

16) Hilferding, a. a. O., S. 144.

17) Hilferding, a. a. O., S. 144.

この(2)式によって示されているように、「創業者利得に……全企業者利得が資本還元されてあらわれる」¹⁸⁾が、そのようにして「創業者利得を成立せしめた場合には、会社はそれに応ずるだけの〔つまり「連続的な収入」¹⁹⁾としてえられる〕企業者利得部分を内部留保したり自由に処分することはできない。それは配当として年々株主に支払わねばならない」²⁰⁾といいきってしまうことができるであろうか。企業者利得相当額を配当にあてないで、内部留保しても、創業利得は資本還元された企業者利得として成立しうるのはなかろうか。

なぜ、このような疑問を提出したかという点、これまでわが国において展開された創業利得論研究史をたどったことのある人ならだれでも経験することであるが、そこには、株式資本の価格を示す(1)式の被減数 $\left(\frac{E}{i}\right)$ の分子に収益(E)をおいていることを「利潤はすべて配当にまわされ〔内部留保は皆無である〕と想定している」²¹⁾と解して、実際にはその一部を配当にまわすにすぎない「利潤の総額が直接利率によって資本還元されるがごとき想定は正しくない」²²⁾、株式資本の価格は「総利潤のなかの配当——この場合、総利潤は配当と企業利得とに分割されているものとする——を資本還元せるもの……でなければならない。……自己の手に帰せざる収益（企業利得）をふくめた総利潤を資本還元するわけにはいかない」²³⁾から、被減数の分子には収益の代りに、「収益の一部」²⁴⁾がまわされる配当をもって来るべきであると主張する論者が多数見出されるからである。

なるほど、実際においては、「利潤の総額が配当に振向けられるということの方がむしろ例外であろう。」²⁵⁾しかしながら、ヒルファーディング自身も強調しているように、「純益を株主に配当として分配しないで、その全部または一

18) Hilferding, *a. a. O.*, S. 177.

19) Hilferding, *a. a. O.*, S. 178.

20) 別府, 前掲書, 74ページ。

21) 中村通義『株式会社論』昭和44年, 178ページ。

22) 上掲書, 178ページ。

23) 鎌田正三『アメリカの独占企業』昭和31年, 326ページ。

24) Hilferding, *a. a. O.*, S. 142.

25) 中村, 前掲書, 179ページ。

部を企業の経営に使用する場合には、このような使用は将来の収益増加を約束するから、それと同時に株式資本の相場価格の上昇がおこるのであろう。」²⁶⁾

このように「収益のうちから一部は蓄積され、したがって現実に機能し利潤を生み出す資本を……ふやすことができる。このことが……株式の実際価格を上昇させる」²⁷⁾とすると、利潤をすべて配当にまわさないで、企業者利得相当額を内部留保した場合であっても、それによってふえる機能資本の運用から生ずる利益の増分のうち利子相当額が配当の増加として株主に支払われるかぎり、利潤をすべて配当にまわした場合と同じ株価が形成され、いぜんとして企業者利得を資本還元したものととして創業利得が成立するのではなからうか。もしもこの推測が正しいならば、創業利得の成立は企業者利得相当額の利潤の内部留保を排除しないことになるが、はたしてこの推測どおりに株価が形成され、そこに企業者利得相当額の利潤の内部留保とそれを資本還元した創業利得との共存関係が成立するかどうかが理論的に検証されなくてはならない。

II 利益留保が株価形成にどんな影響をおよぼすか—— それをさぐるモデル分析の試み

そこで、本稿では、配当金の受領のみに関心をもつ一般投資家の立場からみた株式資本の「投資価値〔または理論株価〕を将来〔に期待される〕配当の現在価値〔の総和〕と定義し」²⁸⁾た上で、利潤をすべて配当にまわさないで、企業者利得相当額を内部留保した場合に、もしそれによってふえる機能資本の運用から生ずる利益の増分のうち利子相当額が配当の増加の形で株主に分配されるならば、利潤のすべてが配当にまわされた場合と同じ理論株価が形成されるかどうかをモデル分析を通じて検証してゆくことにする。とはいえ、そのはじめから問題に直接とりくむことはできないので、問題に接近してゆく手順として、まず、利潤がすべて配当にまわされるモデルを基準にすえ、つぎに、利潤

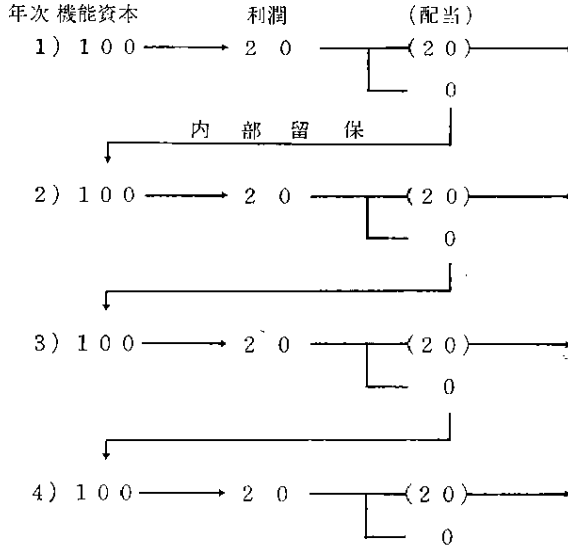
26) Hilferding, *a. a. O.*, S. 152.

27) Hilferding, *a. a. O.*, S. 171.

28) John Burr Williams, *The Theory of Investment Value*, Cambridge, 1938, p. 6.

のうち利子相当額が配当されて、残りの企業者利得相当額は内部留保されるが、その後における配当が停滞するモデルと成長する2つのモデルを組んでみて、それらの比較を通じて、利益留保と理論株価との間に存在する関係をさぐる手がかりをうることしよう。

〔モデルA〕 そこで、平均利潤率20%、利子率10%という条件の下で、機能資本100(万)円の会社が20(万)円の利潤をすべて配当として支払ってしまうモデルAを組んでみよう。(その場合、発行株数を1万株とすると、1株当りの数値は括弧内の万単位を切捨てた円単位となる。)



このモデルAのように、利潤がすべて配当にまわされる場合の理論株価(V_a)は、つぎの収益還元方式に示されているように、年々の利潤の現在価値を総和した収益還元価格として形成される。

$$V_a = \frac{E}{1+i} + \frac{E}{(1+i)^2} + \frac{E}{(1+i)^3} + \frac{E}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E}{i} \quad (3)$$

したがって、(1)式と同じように、そこから配当の源泉として年々利潤をうみだすのに必要な機能資本を差引く $\left(\frac{E}{i} - \frac{E}{r}\right)$ か、または、(2)式にしたがい、利子相当額をこえて配当として年々株主に支払う企業者利得相当額の現在価値の総和に等しくなるよう、企業者利得を資本還元する $\left(\frac{U}{1+i} + \frac{U}{(1+i)^2} + \frac{U}{(1+i)^3} + \frac{U}{(1+i)^4} + \dots = \frac{U}{i}\right)$ と、そこに「企業者利得の一括前取り」として創業利得が成立するわけである。

しかしながら、このモデルAのように、「利潤がすべて配当に振向けられるということ」²⁹⁾は実際には、きわめてまれなケースを除いては、ありえないであろう。そこで、この点を考慮して、論者のなかには、ヒルファーディングのいう「株式収益の利子化」³⁰⁾ (die Reduktion des Ertragnisses der Aktie auf Zins) を「株式の価格を確定利つき投資の価格に接近させて、株主にとって産業利潤からの収益を〔彼の投下した資本にたいする〕利子たらしめる」³¹⁾ことと解さずに、その局部現象に限定して、「株式……にたいする収益がますます単なる利子〔すなわち機能資本にたいする利子相当額〕まで縮減される」³²⁾ことと解釈する者もでてくる。

〔モデルB〕そこで、この局限化した意味で「配当の利子化」³³⁾ (die Reduktion der Dividende auf den Zins) が進展した結果として、利潤20(万)円のうち利子相当額10(万)円が配当され、残りの企業者利得相当額10(万)円は内部留保されるが、その後の配当は、内部留保によってふえる機能資本の運用から利益がうみだされるにもかかわらず、当初の(機能資本にたいする)利子相当額の水準にとどまっているモデルBを組んでみよう。

このモデルBのように、企業者利得相当額の内部留保 $\left(U = \frac{E}{r}(r-i) = E\left(1 - \frac{i}{r}\right)\right)$ がなされても、いぜんとして当初の(機能資本にたいする)利子相当

29) 中村, 前掲書, 174ページ。

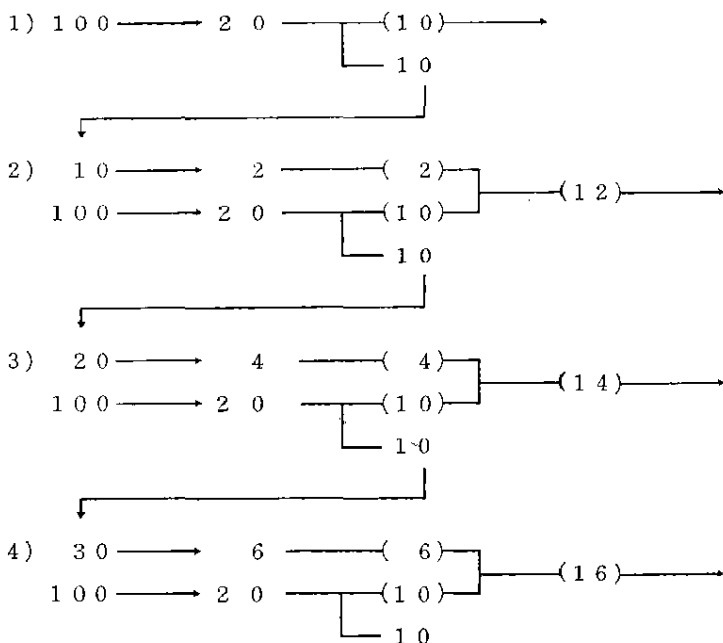
30) Hilferding, a. a. O., S. 142.

31) Hilferding, a. a. O., S. 141.

32) Hilferding, a. a. O., S. 178.

33) Hilferding, a. a. O., S. 177.

stock) の概念」³⁴⁾を参考にして、企業者利得相当額10(万)円の内部留保によってふえる機能資本の運用から生ずる「利益の増分はすべて直ちに株主に〔配当の増加として〕分配される」³⁵⁾と仮定したモデルをさきのモデルB(における当初の利子相当額の水準でつづけられる定額配当)と比較しやすい(よう利益の増分に等しい増分配当を区分表示した)形に、組んでみると、つぎのような構成のモデルCができあがる。



このモデルCのように、企業者利得相当額の内部留保によってふえる機能資本の運用から生ずる利益の増分をすべて配当の増加として株主に支払う場合の理論株価 (V_0) は、さきのモデルBのように配当を当初の(機能資本にたいする)

34) James E. Walter, "Dividend Policies and Common Stock Prices," *The Journal of Finance*, March 1956, p. 31.

35) *Ibid.*, p. 31.

利子相当額の水準に釘づけ、定額配当をつづける場合の理論株価 ($V_{c1} = V_0$) に、つぎに示すように、年々企業者利得相当額の内部留保 $\left(E\left(1 - \frac{i}{r}\right)\right)$ によって増加する機能資本からうみだされる利益の増分に相当する増分配当 $\left(E\left(1 - \frac{i}{r}\right)r\right)$ の現在価値の総和として構成される増分株価 (V_{c2}) を加えたところ ($V_{c1} + V_{c2}$) に形成される。

$$V_{c1} = V_0 = \frac{E \frac{i}{r}}{1+i} + \frac{E \frac{i}{r}}{(1+i)^2} + \frac{E \frac{i}{r}}{(1+i)^3} + \frac{E \frac{i}{r}}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E}{r}$$

$$V_{c21} = \frac{E\left(1 - \frac{i}{r}\right)r}{(1+i)^2} + \frac{E\left(1 - \frac{i}{r}\right)r}{(1+i)^3} + \frac{E\left(1 - \frac{i}{r}\right)r}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E\left(\frac{r}{i} - 1\right)}{1+i}$$

$$V_{c22} = \frac{E\left(1 - \frac{i}{r}\right)r}{(1+i)^3} + \frac{E\left(1 - \frac{i}{r}\right)r}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E\left(\frac{r}{i} - 1\right)}{(1+i)^2}$$

$$V_{c23} = \frac{E\left(1 - \frac{i}{r}\right)r}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E\left(\frac{r}{i} - 1\right)}{(1+i)^3}$$

$$\vdots \qquad \qquad \qquad \vdots$$

$$V_{c2} = V_{c21} + V_{c22} + V_{c23} + \dots = \frac{E}{i} \left(\frac{r}{i} - 1 \right) \quad (5)$$

$$V_c = V_{c1} + V_{c2} = \frac{E}{r} + \frac{E}{i} \left(\frac{r}{i} - 1 \right) \quad (6)$$

しかしながら、「現実には、留保利益から生ずる利益増分が直ちに配当増をもたらす保証はなんら存在しない」³⁶⁾から、モデルCがとった企業者利得相当額の「留保利益から生ずる利益増分が直接株主に帰属するという仮定」³⁷⁾はすてなくてはならないであろう。

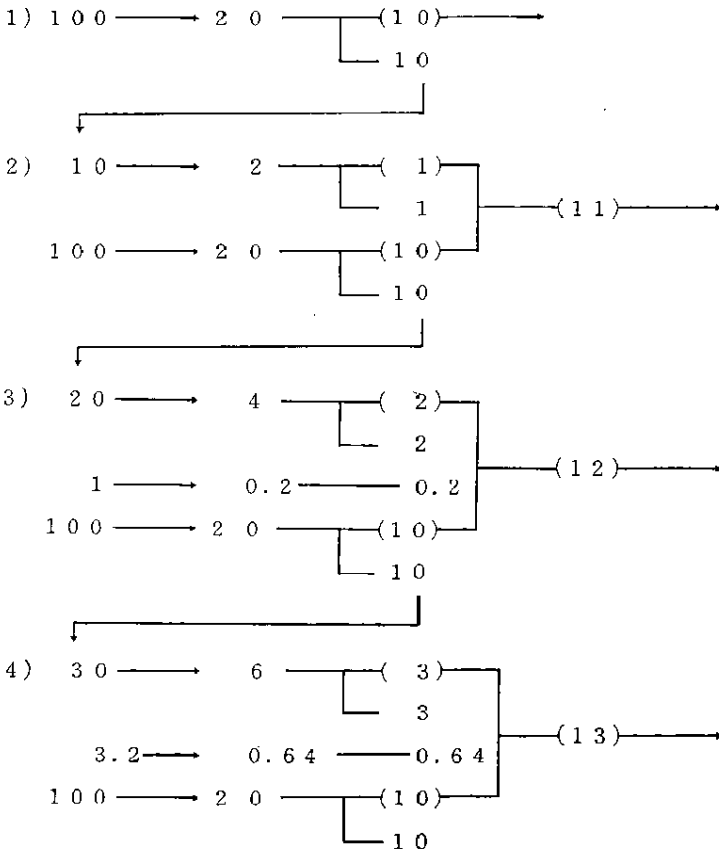
III 企業者利得相当額の利益留保は創業利得の成立をさまたげない

それでは、その代りにどのような仮定をもってすれば、理論的に筋がとおっているばかりでなく、現実にも照応したモデルが組めるのであろうか。筆者の

36) 森, 前掲書, 241ページ。

37) 森, 前掲書, 241ページ。

考えでは、「連続的な収入」としてえられる企業者利得は創業利得を成立させるために本来株主に配当として支払わねばならないものであるから、その内部留保によって年々増加する機能資本は株主から借入れたものとみなさなくてはならない。したがって、その場合、債権者と同じ立場にいる株主にたいしては、その運用から生ずる利益の増分のうち利子相当額を配当の増加として支払えば、ことたりるはずである。しかるに、モデルCにおいては、その運用から生ずる利益の増分をすべて配当してしまうという勇み足をしていたのである。



〔モデルD〕 そこで、モデルCに部分的な修正をほどこして、年々企業者利得相当額10(万)円の内部留保によってふえる機能資本の運用から生ずる利益の増分のうち利子相当額のみを配当の増加として株主に分配するモデルを、さきのモデルCと同じ要領で、つまりモデルB(における当初の利子相当額の水準でつづけられる定額配当)ならびにモデルC(における同水準の定額配当プラス利益の増分に相当する増分配当)と比較しやすい(よう利益の増分のうち利子相当額の増分配当を区分表示した)形に、組んでみると、前ページに示したような構成のモデルDができあがる。

このモデルDのように、年々企業者利得相当額の内部留保によってふえる機能資本の運用から生ずる利益の増分のうち利子相当額を配当の増加として株主に支払う場合の理論株価(V_d)は、配当を当初の(機能資本にたいする)利子相当額の水準にとどめて、定額配当をつづける場合の理論株価($V_{d1}=V_b$)に、つぎに示すように、年々企業者利得相当額の内部留保($E(1-\frac{i}{r})$)によって増加する機能資本からうみだされる利益の増分のうち利子相当額の増分配当($E(1-\frac{i}{r})i$)の現在価値の総和として構成される増分株価(V_{d2})を加えたところ($V_{d1}+V_{d2}$)に形成される。

$$\begin{aligned}
 V_{d1} = V_b &= \frac{E \frac{i}{r}}{1+i} + \frac{E \frac{i}{r}}{(1+i)^2} + \frac{E \frac{i}{r}}{(1+i)^3} + \frac{E \frac{i}{r}}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E}{r} \\
 V_{d21} &= \frac{E(1-\frac{i}{r})i}{(1+i)^2} + \frac{E(1-\frac{i}{r})i}{(1+i)^3} + \frac{E(1-\frac{i}{r})i}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E(1-\frac{i}{r})}{1+i} \\
 V_{d22} &= \frac{E(1-\frac{i}{r})i}{(1+i)^3} + \frac{E(1-\frac{i}{r})i}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E(1-\frac{i}{r})}{(1+i)^2} \\
 V_{d23} &= \frac{E(1-\frac{i}{r})i}{(1+i)^4} + \dots = \frac{E(1-\frac{i}{r})}{(1+i)^3} \\
 &\vdots \\
 &\vdots \\
 V_{d2} &= V_{d21} + V_{d22} + V_{d23} + \dots = \frac{E}{i} \left(1 - \frac{i}{r}\right) \quad (7)
 \end{aligned}$$

$$V_d = V_{d1} + V_{d2} = \frac{E}{r} + \frac{E}{i} \left(1 - \frac{i}{r}\right) = \frac{E}{i} \quad (8)$$

$$\therefore V_{d2} = \frac{U}{i} = Gg \quad (9)$$

$$V_d = V_a \quad (10)$$

この(9)式によって明らかなように、年々企業者利得相当額を配当にまわさずに内部留保しても、それによってふえる機能資本の運用から生ずる利益の増分のうち利子相当額の増分配当がなされるかぎり、株主にとって失われた現在の配当は将来の配当増加によって補償されるので、理論株価は企業者利得相当額をも配当にまわしたと同じところ $\left(\frac{E}{i}\right)$ に形成される。しかも、その場合、(9)式が(2)式に完全に合致するばかりか、(10)式も(1)式の被減数に等しくなる*ことから明らかなように、増分配当に見合う増分株価は資本還元された企業者利得として形成され、その部分が創業利得として成立する。

* さらに、このモデルDにみられるように、現実には機能資本は次第にふえてゆくが、それにもかかわらず、「配当の源泉として年々利潤をうみだすのに必要な機能資本」はいぜんとしてモデルAの場合と相等しく、したがって(1)式の減数に合致することが明らかにされねばならない。なぜなら、この点が確認されなにかぎり、モデルDの場合に、資本還元された企業者利得として創業利得を成立させる要件がすべてでそろったとはいえないからである。

〔モデルD'〕そこで、モデルDを少しく変形して、創業利得を成立させるためには本来なら年々配当にあてねばならないところの企業者利得相当額10(万)円を配当にまわさずに、株主から貸付信託をうけたものとみなして、利子うみ資本に投下し、そこからえられる利子収益をそっくり配当の増加として株主に分配するモデルD'を組んでみよう。

このモデルD'においては、次頁に示したように、理論株価ばかりではなく、「配当の源泉として年々利潤をうみだすのに必要な機能資本」もまたモデルAの場合と変わらない。そして、このことはモデルD'の原基形態としてのモデルDにもそのまま当てはまる。

したがって、資本還元された企業者利得として成立した創業利得がすべて「創業者、たとえば〔株式の引受〕売出銀行(Emissionsbank)に帰属する」³⁸⁾こ

38) Hilferding, a. a. O., S. 147.

