

株式会社の時代とその終焉

—株式会社論、講義ノート—

田 中 史 郎

はじめに

1. 株式会社にまつわる概念と「会社」という言葉

(1) 会社や株式会社の諸概念

(2) 会社という言葉

2. 株式会社の歴史と現在

(1) 株式会社の形成

(2) 株式会社の変容

(3) 株式会社の類型化

3. 株式会社のメカニズムと企業金融

(1) 企業金融

(2) 株式の所有形態と会社の支配

4. 株式市場と株価、理論と現状

(1) 資本の二重化

(2) 株価決定の理論と拡張

(3) 株式購入の目的と株価

5. 株式会社をめぐる資金循環と株式会社の意義

(1) 資金循環と株式会社

(2) 株式市場（発行市場と流通市場）と社債市場、および内部留保

結語

はじめに

19世紀末から今日まで、「株式会社の時代」だといわれることがある。企業は、家計、政府とならぶマクロ経済主体の1つとされる。それは、政治や経済ばかりではなく日常生活にも多大な影響を及ぼしている。そして、それら企業の圧倒的多数は株式会社の形態をとっている。日本ばかりでなく、世界を見回してもそうである。

本稿は、本学「生涯学習」の講義ノートを元にしたものである。

なぜ、株式会社はこのように数においても規模においても巨大化したのか。それは、株式会社という仕組みが、外部から短期間に資金を集中し、容易に資本蓄積を行うことが可能なシステムからだといわれている。それゆえ、しばしば、株式会社は「資本主義最大の発明」ともいわれる。

しかし、昨今の株式会社は、経済理論に鑑みるとすでに逸脱している。企業金融を吟味すると、倫理的にではなく、論理的にそのように言わざるをえない。

本稿では、株式会社の歴史的経緯を概観するとともに、その理論的意味を解説したい。それによって、<「株式会社の時代」の終焉>とは何かを詳らかにする。また、それは、世界史的にいえば、現代経済が大きな変革期に達していることを示唆しているといえよう。

1. 株式会社にまつわる概念と「会社」という言葉

まず、会社や株式会社に関連する用語を整理し、次いで会社という言葉にかんして深掘りしてみよう。

(1) 会社や株式会社の諸概念

①企業の形態

企業は、④個人企業と法人企業に大別され、⑤後者の法人企業は私法人（私企業）と公法人（公企業）に分けられ、そして、⑥私法人（私企業）は、営利法人（企業）と非営利法人（企業）に分類される。ここで、営利法人（企業）は、しばしば会社といわれる。

やや教科書的になるが、会社は以下のように分類される。すなわち、会社には、社員の責任範囲の違いによって、合名会社・合資会社・株式会社・（有限会社・合同会社）がある。合名会社とは、社員（出資者）全員が「無限責任社員」の形態をとる会社であり、合資会社とは、「無限責任社員」（事業を手掛ける社員）と「有限責任社員」（出資のみを行う社員）による形態の会社であり、また、株式会社とは、社員（株主）すべてが有限責任である形態の会社である¹。

なお、合同会社とは、株式会社と同じく、出資者すべてが有限責任の会社であり、新たな会社法の施行（2006年）により新設された。それにともない、有限会社の新規設立はなくなった²。

②法人・自然人、および無限責任・有限責任

すでに、上記の用語を用いてきたが再度、確認しよう。まず、法人（legal person）と自然人（natural person）について。近代法では、全ての個人は権利義務の主体として認められ、自然人と呼ばれる³。それに対して、法律によって権利義務の主体として認められた存在を法人という。法

¹ なお、ここで、株式会社の各国語標記を紹介しておこう。主な国々の名称は以下のよう。アメリカ：Stock Corporation。Limited Liability Company（LLC）、Incorporated（Inc.）。イギリス：Public Limited Company（PLC）。ドイツ：Aktiengesellschaft（AG）。フランス：Société anonyme。中国：股份有限公司。

² 旧「商法」では、株式会社・合名会社・合資会社・有限会社の4種類が、新「会社法」では、株式会社・合名会社・合資会社・合同会社の4種類が規定されている。法律上では上の通りだが、経済学の立場からみると、有限会社や合同会社は株式会社の亜種だと考えられる。

³ 自然人とはこの場合成人を指し、いわゆる子どもは中間的な存在だとされる。「児童の権利に関する条約（通称：子どもの権利条約）」（1990年に発効、日本は1994年に批准）によれば、18歳未満を子どもと規定。

律上で人と見なすという意味である。

次いで、無限責任（unlimited liability）と有限責任（limited liability）について。無限責任とは、主体に債務が生じた場合、その責任者が全ての返済義務を負うことをいう。それ対して、有限責任とは、先の場合、ある範囲以内しか責任を負う義務がないことをさす。有限責任とはまことに無責任である。

③法人擬制説と法人実在説

上のような法人については、法人擬制説と法人実在説の2つの見方がある。法人擬制説（corporate fiction theory）とは、本来的に法的主体は自然人のみであり、法人とは法律が特に自然人になぞらえたものにすぎないとする説である。すなわち、法人は、フィクションだと言うわけだ。この説を極端化すれば、株式の法人所有、法人による政治献金や寄付、法人に対する課税などは認められないことになる。

それに対して、法人実在説（corporate existence theory）とは、法人は、自然人と同様に、社会的実在であり、法的主体たる実体を具えているとする説である。確かに、法人は人格を持たないとはいえ、現に存在していると考える。この説を極端化すれば、法人には、自然人とほぼ同様な権利や義務が備わるとするのであって、納税義務があるとともに選挙権もあり得ることになる。

④法人概念の形成

そもそも法人という概念は、それ自身が歴史的に形成されたものであり、商品経済や資本主義の成立と不可分である。

法人という概念やその制度の萌芽は古代ローマ時代に遡ることができるともいわれるが、中世になると僧院や大学などの団体が法人という形態をとったという。しかしこれらは公共目的のために限られていたようだ。それに対して、営利を目的とした法人（会社）が成立したのは、重商主義の時代に入ってからである。

先の有限責任概念も法人概念とほぼ平行に形成されてきたといえる。また、社員の全てが有限責任で構成されている株式会社は、当初は許可制であり、その後、届出制へと変遷した背景にも、こうした理由がある。

こうした歴史的な変遷を経て株式会社が成立するが、それによって、会社は、「外部から短期間に資金を集中し、資本蓄積を容易にすることが可能」になった。すなわち、巨大企業が存立する制度的基盤の成立といえる。株式会社は、「資本主義最大の発明」とも呼ばれるのはその意味である。

(2) 会社という言葉

さて、会社という言葉の吟味してみよう。それは、経済用語であるとともに、日常語であり、それゆえ多元的で微妙な意味を持つことになった。

会社という用語には、ほぼ3つの意味があるという⁴。

子どもは「保護の対象者」であり、「権利の主体者」であるという2つの側面を持った存在であると考えられている。

⁴ 以下の内容の多くは、馬場宏二（2001）に依拠している。

会社① 営利法人。経済学や経営学、法学などではこの意味で使用する。

会社② 職場、共同労働の場。「うちの会社」、「会社に行く」などはこの意味である。

会社③ 集まり、集団。非営利組織も含む。絵描きの会や文人の集まりのような例。

日本語の「会社」は、江戸期にヨーロッパ語（オランダ語）の翻訳として、会社③の意味合いで生まれたが、それがその後「屈折」したと考えられる。

まず、会社③の成立。「日本人が今まで考えていなかった種類の組織がヨーロッパにあるのを何と訳そうと苦労した挙句に「会社」というのを作った」と。もともと、「会」も「社」も集まりという意味で、会社はそういう漠然とした意味合いをもつものとして、認識されていた。当初は、「社中」、「仲間」なども当てられたようだ。

しかし、これが明治期および戦後の2回にわたって「屈折」したという。

第1、非営利組織から営利組織（商社、会社）への屈折。明治期、近代化にともなって、様々な法的制度的な整備が進められる。明治19年の「商社法」においては「商社」という用語が用いられたが、その直後の明治23年の「商法」と明治26年の同法改正によって、「会社」の用語が登場し定着していった。会社①の概念はこうして成立したとされる。

さらに、次の別の屈折が見られるが、それは、「社員」概念の変容⁵を通じてなされたようだ。

第2、雇われる者としての「社員」の誕生から会社の職場化へ。当初、会社②では、社員とは出資者ないし経営者さし、それ以外の雇われる側は、職工、工員、事務員、職員などの言葉で表現された。だが、明治期そして大正デモクラシー、さらに戦中では生産力増進のため、これらの平準化が進められた。さらに、戦後改革⁶での民主化によって、これらの用語が「社員」に統一化していった。こうして、社員概念が変容するとともに、それによって会社の概念も、会社②になったという。

こうして、以上のような経緯を踏んで、日本的な会社のニュアンスが成立したといえよう⁷。会社という言葉が、経済用語であるとともに、日常語であるとは、こうした事態を反映したものである。

ところが、1990年代以降に再び変化が生じる。それがコーポレート・ガバナンス（Corporate Governance）の流行である。コーポレート・ガバナンスを直訳すれば、「企業（会社）統治」となるが、それは、国語辞典的な意味での統治ではない。ここでの企業（会社）統治とは、「会社は経営者や従業員のものではなく、株主のものだ」という考え方をさす⁸。この観点から企業経営を統治・監視せよということ、これがコーポレート・ガバナンスである。経営者は企業価値⁹の向上に

⁵ 夏目漱石『吾輩は猫である』（1905）では、会社①の用語法があるものの、晩年の『彼岸過迄』（ひがみすぎまで、1912）には会社②の用語法がみられるという（馬場宏二、2001）。

⁶ 経済学では、戦後3大改革として、農地改革、労働改革、財閥解体をあげるが、それに、軍隊の解体、女性の解放、教育の民主化、秘密警察制度の廃止などをあげることがある。

⁷ 馬場は、会社のこうした状況を「会社主義」と呼んだ。

⁸ こうした思考の底には、いわゆる、新自由主義やネオコンサバティズム（新保守主義）がある。

⁹ 企業価値とは、株式の時価増額、すなわち、「株価×発行済株式数」をさす。

努め、株主に対して最大限の利益の還元を目的とすべきという考え方が根本にある¹⁰。

以上の経緯を踏まえると、今後、会社はどのような方向に向かうべきかを考えるヒントとなろう。あるいは会社を超える組織をどのように展望できるかというヒントにも …。

2. 株式会社の歴史と現在

株式会社の全容を知るには、上の事柄を念頭に置きつつ、それを歴史的にたどることが有益だろう。会社というモノの歴史を概観しよう。

(1) 株式会社の形成

①重商主義段階（16～18 世紀）

地理上の発見¹¹を経て当時の列強各国は覇権争いを活発化した。当初は、ポルトガルとスペインが先鞭を付け、続いて、オランダ、イギリス、フランスなどが海外進出を進めた。この時代を重商主義（Mercantilism）の時代、あるいは大航海時代（Age of Discovery, Age of Exploration）という。こうした背景には、商品経済の世界的な拡大と、カトリック教会の布教願望などもあった。

この時代が重商主義と呼ばれるのは、その経済政策（重商主義政策）に由来する。すなわち、政治的には絶対王政が確立し、その下で、特許政策、保護貿易政策、植民地政策など、一連の重商主義政策が行われたのである。

そして、この時代に株式会社の先駆けが現れたことが特筆される。1600 年にイギリス東インド会社（East India Company、EIC）が、1602 年にオランダ東インド会社（Verenigde Oost-Indische Compagnie、VOC）が設立された。しばしば後者は、世界最初の株式会社だとされる。

イギリス東インド会社においては、1 回ごとに個別の企業が設立され船団が組まれた。航海が成功して船が港に戻ると、航海で得た輸入品あるいは販売代金は、投資額に比例して出資者に分配され、個別企業はそれで解散となった。その意味で、イギリス東インド会社は、個別航海への投資家の集まりに過ぎず、恒常的・組織的な株式会社ではなかったといえる。

それに対してオランダ東インド会社は貿易会社という企業を作り、そこに出資者を募ることで、1 回ごとではなく、複数回の航海で得た利益が出資者に還元され、投資家のリスクを減らす分散投資のシステムがとられた。長期的に資金を集め、組織的な会社を組織し、利益を配当する形式を備えていた点で、今日の株式会社の先駆けといえるわけだ。

こうした仕組みは各国で導入されていったが、当初は許可制がとられ、国王または政府の許可により事業を行うことを認められた勅許会社（Chartered Company）であった。また、当初は、出資者には無限責任が負わされた。こうした事態は、後に、法人概念の確立とともに、許可制から届出制に、無限責任から有限責任に変遷して行った¹²。

¹⁰ 岩井克人（2005）は、「会社は社会のもの」との観点から、コーポレート・ガバナンスには批判的である。

¹¹ ヨーロッパ（キリスト教）にとって、アジアの産物を、オスマン帝国（イスラム教）を介さずに入ることが目指された。新航路を開拓した背景の一つには、これがある。

¹² また、こうした時代に登場したのが、損害保険である。損害保険は当初、海上保険から始まったが、その後

②自由主義段階（19 世紀）

19 世紀に木綿工業を軸とする産業革命の進展とともに、イギリスが経済的な覇権を握った¹³。この時代を自由主義（liberalism）の時代というが、それは、自由主義という新たな政策が実施されるのではなく、先の重商主義政策が徐々に廃止されていったことにある。例えば、特許制度が廃止され、貿易政策は保護貿易から自由貿易に、そして植民地化もそれ以上は進まなかった。自由主義といった積極的な政策があるわけではないのであって、夜警国家や安価な政府とも呼ばれるのはそのせいだ。またそれゆえ、自由主義の時代は資本主義経済のメカニズムが最も純粹に現れた時代でもあった¹⁴。

産業革命期の主な産業は木綿工業であり、その多くは個人企業や合名会社として営まれていた。なぜならば、綿工業の資本規模は大航海時代の貿易事業のそれより小さく、幅広い共同出資の必要性が低かったからだ。もっとも、この時代にあっても、運河、道路、鉄道、水道、ガス産業などでは、資本規模が大きく、例外的に半官半民的な株式会社の形式がとられたことには留意すべきではあるが。

③帝国主義段階（19 世紀末～20 世紀）

1870 年代の大不況を梃子として重工業を軸にドイツ経済が急成長し、旧宗主国との対立が激化した。独占価格とダンピング、そして保護貿易と資本輸出といった新たな事態が生まれ、領土の分割・再分割をめぐる強国間の競争が激化する状況に至ったのである。こうした一連の政策に因んで、この時代は帝国主義（imperialism）と呼ばれる。そしてそれは、第 1 次世界大戦に帰結した。

この時代の主要産業は鉄鋼などの重工業であり、第 2 次産業革命¹⁵とも呼ばれる。それは、綿工業などと比較すると、資本規模が大きく、それに応じて株式会社の仕組みが広まっていった。さらに、これら株式会社に於いては、一方で会社間での独占が拡大し、他方で金融面においては銀行との密接な関係が成立した。これらは、金融資本¹⁶、金融独占体などとも呼ばれる。本格的な株式会社の時代の到来に他ならない。

なお、株式会社の最高の機関決定は株主総会でなされるが、そこでの議決権は持株比例なので、最大の株主が筆頭取締役となっていた。当時は、最大株主イコール社長という構図が一般的だった。古典的株式会社の成立であり、それゆえ株式会社の基本構造の成立だといえよう。

に火災保険も加わった。有限責任の制度を補完するものとして、損害保険の成立を位置づけることができる。

¹³ しばしば、パクス・ブリタニカ（Pax Britannica）と呼ばれる。

¹⁴ A. スミスなどの古典派経済学、そして後にマルクス経済学が誕生した背景には、こうした資本主義の純化傾向があるといえる。

¹⁵ 当時の主要産業は鉄鋼業だが、そればかりでなく、電動モーター、内燃機関、ダイナマイト、モールス信号、電話などが次々と実用化されていった。

¹⁶ 金融資本とは、独占的な銀行資本と産業資本とが、融合あるいは癒着して生みだされた資本形態という。R. ヒルファディング（1910）、宇野弘蔵（1971）を参照されたい。

(2) 株式会社の変容

①大戦間期（国家独占資本主義その 1、1930~40 年代）

第 1 次世界対戦を経てアメリカの経済力が巨大になった。確かに、国際金融ではポンド体制であるものの、工業や農業などの実体経済においては抜きん出たのである。戦後 1920 年代は、住宅産業、自動車産業¹⁷、家電産業などが急成長し相対的安定期と呼ばれた。だが、世界大恐慌（1929 年）以降に経済状況は一転し、30 年代大不況のなか、種々の政策がとられた。アメリカではニューディール政策として知られているが、その背景にはロシア革命（ソ連の誕生）があり、またそれを可能にした前提には金本位制からの離脱、つまり管理通貨制の導入があった。この時代を国家独占資本主義（国独資、state monopoly capitalism）¹⁸ や混合経済（mixed economy）¹⁹ の時代、あるいは福祉国家（welfare state）²⁰ という。もっとも、その当然の帰結から国際収支（正確には経常収支）の悪化を招き、その解消のためブロック経済化が進んだ。そして、その結末は第 2 次世界大戦に至った。

またこの期に特筆すべきは、主要な株式会社において「所有と経営の分離」が進み、また「経営者革命」と呼ばれる状況が成立したことだ²¹。すなわち、一方で株式の分散が進み、他方で経営の複雑化・専門化の進行が背景にあるが、これが株式会社の新たな形として脚光を浴びたのである。

②戦後の高度成長期とその終焉（国家独占資本主義その 2、1945~1990 年代）

第 2 次世界大戦後、米ソの冷戦と IMF=GATT 体制のもと、アメリカの覇権はより強固になった。しばしば、バクス・アメリカナと呼ばれる。しかし、その後には西ドイツや日本などの高度経済成長により、アメリカ主導の世界経済システムが揺らぐことになった。それはニクソン・ショック（1971 年）に端的に示されたが、またそれは石油ショック（1973 年）を惹起した。ニクソン・ショックは固定相場制の終焉（変動相場制）をもたらしたが、これは「管理なき管理通貨制」に他ならない。こうした 70 年代の 2 つのショックを通じて、先進国は高成長時代から低成長時代に突入した。

そうした中で相対的に高い成長率を示した日本経済において、日本の株式会社が注目された。そして株式の持合を軸とする法人資本主義²² の構造が明らかになったのである。株式会社のもう一つの新たな形である。

¹⁷ 自動車産業に採用されたベルトコンベアによる大量生産方式はフォード・システムと呼ばれるが、それは大量流通や大量消費と結びつき一つのエポックとなった。総称してフォードイズムと呼ばれる。

¹⁸ 国家独占資本主義にかんしては、大内力（1971）を参照されたい。

¹⁹ 混合経済とは、市場経済と計画経済との混合システムを指す。多くの国営企業が市場に参入したり、政府が経済政策などを通して、社会経済に多くの影響力を行使する経済の仕組みといえる。

²⁰ 福祉国家とは、当初は欧米においてナチスの戦争国家（warfare state）との対比において、国民の福祉と向上を目ざす国家を意味するものとして用いられた。だがその後、社会保障を政策課題とする国家や経済の仕組みという意味に用いられる。

²¹ A. バーリ・G. ミーンズ（1932）、および、J. バーナム（1941）を参照されたい。

²² 奥村宏（1984）を参照されたい。

③グローバル化とその変容期（1990年代～21世紀初頭）

すでに先進国は低成長に転落したが、その反面、アジア NIES や中国など新興国が台頭するとともに²³、ソ連・東欧体制が崩壊した。変動相場制の定着、情報とインターネット技術の革新により、経済の金融化とグローバル化が加速した。その結果の一つがリーマン危機（2008年）である²⁴。戦後世界の枠組が大変動していった。

こうした中で、新自由主義者からコーポレート・ガバナンスが喧伝されるとともに、多国籍企業を超えた超国籍企業が誕生し²⁵、オーバー・ボーダー投機や国内外を問わない M&A²⁶ が拡大した。ヘッジファンドやハゲタカファンド²⁷ などの言葉も生まれた。こうした背景には、企業の内部留保の拡大とともに、企業金融の変容がある。経済の金融化などとも呼ばれるが、資本の絶対的過剰²⁸ という状況に至っている。株式会社の更なる新たな形、ないし、その終焉を示すといわざるを得ない。

（3）株式会社の類型化

以上のような株式会社の歴史を一瞥すると、以下のように総括できよう。

株式会社制度の嚆矢は重商主義段階に求められるが、それが産業の中軸として位置づけられるのは、自由主義段階ではなく、その次の帝国主義段階に至ってからだ。ドイツ重工業において株式会社が台頭した。それはドイツ型の古典的株式会社といえるが、その内容は産業企業と銀行の癒着による金融資本といえる。こうして株式会社という制度は世界に拡大していった。そして、法人の概念、出資者（株主）の有限責任、株式の自由譲渡などの仕組みが整えられていった。

時代は、第1次世界大戦後になり、経済の中心主体である株式会社は変容することになった。世界の経済的覇権を握ったアメリカ経済が注目されたが、そこでの経営形態は、アメリカ型株式会社、つまり所有と経営の分離をともなう株式会社であり、経営者革命とも呼ばれた。

そして、第2次世界大戦後は先進国各国の高度経済成長によって特徴付けられるが、1970年代を境に低成長に転落する。その中で、相対的に高い成長率を示した日本経済が注目され、研究が進められた。株式会社による株式の持合を軸とする法人資本主義と呼ばれる構造が明らかになった。株式会社の更なる変容である。

そして、時代はさらに進行する。1990年代から始まる経済のグローバル化は、株式会社の変容

²³ 新興国や新興地域という定義は、その歴史が浅いこともあり、必ずしも定まっていない。時代とともに対象国も変わってくるが、途上国の中で特に高い経済成長を遂げている国々を指す。

²⁴ リーマン危機の背景とその影響にかんしては、田中史郎（2010）を参照されたい。

²⁵ 多国籍企業とは、生産や流通、販売などの活動拠点を複数の国におき世界的に活動している企業を指すが、超国籍企業の規定には定説がない。だが、超国籍企業とは、先の業務のみならず法人としての機能（金融、税務など）を世界中で最適な国や地域に分散ないし集中して遂行する企業を指すといえよう。

²⁶ M&A とは、Mergers（合併）and Acquisitions（買収）の略。それは、2つの会社がひとつになったり（合併）、ある会社が他の会社を買ったりすること（買収）を意味する。

²⁷ ハゲタカファンドとは、半合法的な手段も用いて株式などの資産を安く買い、高値で売却するファンドの通称である。市場において容赦なく利益をむさぼる様子を、ハゲタカに喩えたものだ。

²⁸ 資本の絶対的過剰とは、資本（資金）は十分にあるものの、有効な投資先がない状態を指す。いわば、資本そのものの自己否定である。

図表 1 株式会社の分類

	古典的ドイツ型 (金融資本)	アメリカ型 (経営者革命)	戦後日本型 (法人資本主義)	21 世紀型 (グローバリズム)
株式所有と経営	一体	分離	分離	分離
株式所有と支配	一体	一体	分離	一体 / 分離
株式所有主体	自然人	自然人	法人 (金融機関、企業)	法人 (ヘッジファンド)
株式所有目的	インカムゲイン	インカムゲイン	インカムゲイン キャピタルゲイン	キャピタルゲイン M&A
利回り	高利回り	高利回り	低利回り	低利回り

をともなった。株式市場が国際的になるとともに、国際的な M&A も活発になり、それを領導するヘッジファンドの影響力も拡大した。株式会社は、こうして更なる変容を見た。

このように株式会社は歴史的に成立し、時代的に変容を遂げてきたが、これを図式化すると図表 1 のようになる。

すなわち、図表 1 のように、株式会社の特徴を、以下の主要なメルクマールから分類してみた。そのメルクマールとは、④株式所有と経営の関係、⑤株式所有と支配の関係、③株式所有の主体（自然人か法人か）、①株式所有の目的、また、②株式の利回り、の 5 つである。

この内実の解剖にかんしては次節に譲ることにしよう。

その上で、最近の状況を急ぎ付け加えておきたい。すなわち、10 年ほど前からグローバル化やグローバリズムとは異なった動向がみられる点である。一言でいえば、中国経済の拡大を基底として、新冷戦とも呼ばれる国際経済秩序の国家主義的再編が進みつつあることだ。トランプ政権や習近平政権にみられるような、反グローバリズム、ナショナリズム、ポピュリズムと称される一連の政策である。

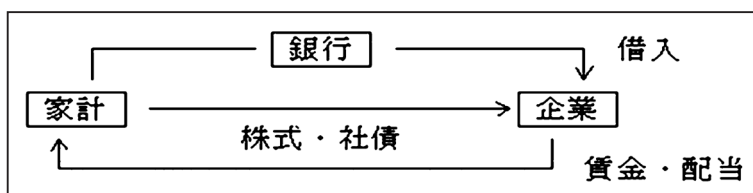
むろん、一方では、デジタル情報技術の発展やそれとグローバル金融の融合は進行するだろうが、他方で、資源、市場、技術の抱え込みや、財政拡大を伴いながらの国家主義が台頭する兆しは十分にある。

そうだとすると、当然ながら株式会社も変容を余儀なくされよう。その変容は、これまでのような株式会社という枠組みにおいてのことなのか、あるいは、株式会社の枠組そのものの変革を伴うものなのか、今後を注視するしかあるまい。

3. 株式会社のメカニズムと企業金融

株式会社の歴史的な変遷と、上の類型化を踏まえ、それを種々の視角から構造的に分析しよう。

図表2 企業金融のモデル



(1) 企業金融

企業金融とは企業を中心とする資金の融通の総体というが、具体的には、企業を軸としてみた場合、株式や社債の発行による資金調達、借入による資金調達などをさす。図式すれば、図表2のようである。

本来、企業は資金マイナス部門、家計は資金プラス部門²⁹なので、家計から企業へどのように資金が流れるか、それが企業金融の要である。

家計から企業にダイレクトの資金が融通されることを直接金融といい、株式の発行または社債の発行によってなされる。

それに対して、家計から企業への資金の融通に銀行が介在する仕組みを間接金融という。家計が銀行に預金し、それを銀行は企業に貸し付けるというわけだ³⁰。

なお、形式的には株式の買手（株主）は、株式購入の時点で企業の社員であるので、いわば企業経営者の側に立っていることになる。したがって貸借対照表（バランスシート）においては、発行株式による資金は、負債ではなく資本とカウントされ、当然ながらそれを返済する必要はない。株式会社にとって、株式の発行による資金調達は、内部留保とともに、自己資本である。

それに対して、銀行からの借入と社債は、貸借対照表においては負債とカウントされ、返済を要する他人資本である。

もっとも現実には、株主は、一部の大株主と一般株主（弱小株主）とに分化しているので、上のことは必ずしも妥当しない場合が多い。

(2) 株式の所有形態と会社の支配

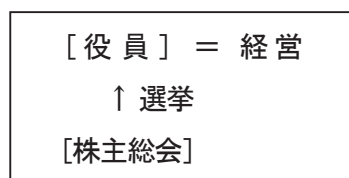
①古典的な株式会社

形式的にはあらゆる株主は経営側の一員だが、かなりの企業規模になれば、株主数は膨大になり意思決定には代表制がとられる。株主総会で役員が選出されそれらが実質的な経営者となる。総会での議決権は持株数に比例するので、最大株主が自らに投票すれば、自らが筆頭役員（社長）となることができる。大株主と一般株主（弱小株主）の分化によって、後者は事実上は単なる株式所有

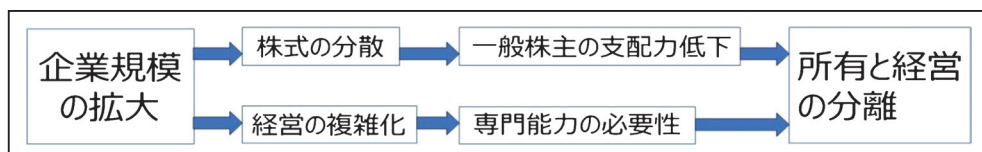
²⁹ むろん、ミクロにおいては個々の家計や企業においてバラツキはあるものの、マクロ的には企業は資金マイナス部門、家計は資金プラス部門といえる。というのは、基本的には、「利潤率 > 利子率」という関係式が成立するので、企業は資金さえあれば事業を拡大し、「利潤 - 利子」の最大化を目的とするからだ。

³⁰ 日本では高度成長期において、とりわけ間接金融が多い。それを背景として独特なメインバンク・システムが形成されてきた。

図表3 株式会社の機構モデル



図表4 所有と経営の分離のメカニズム



者となる。株式会社の機構モデルは図表3のように示される。

実際、古典的な株式会社においては、最大の株主が筆頭の役員（社長）となっている例が多い。また、当時はいわゆる証券会社が存在しておらず、株式の発行は銀行が担っていたので、産業企業と銀行の結びつきは強固であった。既述のように、この関係をから生じる複合体を金融資本という。さらに、株式会社は株式の発行によって、短期間に資金を集め巨大化するとともに、さらにそれらが独占を組むという状況も現れた。金融独占体に他ならない。また、こうしたなかでドイツ経営学が生まれたといえる。

なお、持株会社³¹が法的に認められれば、この仕組みを利用して、巨大な企業グループができあがる。例えば、日本の戦前の財閥はこうして成立した。

②経営者革命型の株式会社

先のように、大株主は自らを役員に選出することができるが、場合によっては自分以外を役員にすることも可能だ。最も経営に長けている者を、彼の持株数に関係なく、役員として選出し、経営をもっぱら彼に委ねるというわけだ。むろん、その役員が好結果を示すことができなければ、解任されることになる。例えば、プロ野球のオーナーと監督のような関係である。

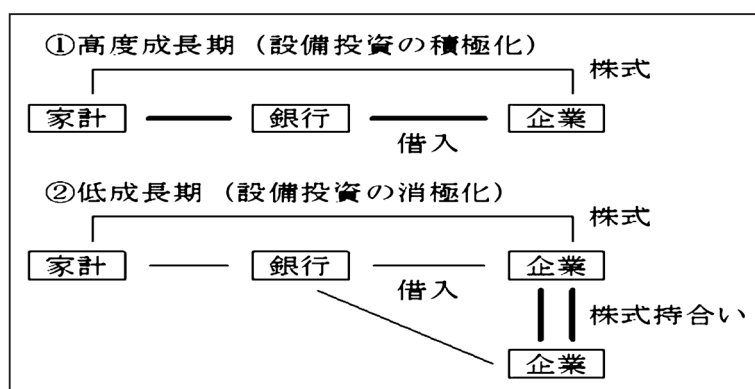
これを所有と経営の分離といい、経営者革命ともいう。図表4のように、そのメカニズムとしては、株式の分散や経営の専門化などがあるといわれる。こうしたことは大戦間期のアメリカの株式会社で多く見られた。また、このようになると、経営者は、株式所有と無関係に、その能力が問われることになり、それに沿った経営学、アメリカ経営学が成立することになった。

③法人資本主義の株式会社

世界的な高度成長が終焉する中で、相対的に高い成長率を示した日本経済、とりわけ会社が注目

³¹ 持株会社とは、他の会社を支配することを目的として、その会社の株式を保有する会社のこと。純粹持株会社と事業持株会社の区分があるが、前者の純粹持株会社は、自ら製造や販売などの事業を行わず、株式を所有することでその会社の事業活動を支配することのみを目的とする持株会社を指す。

図表5 高度成長期と低成長期における企業金融のモデル



された。そうした中で、企業による株式の持合構造が明らかになり、法人資本主義と呼ばれた。

本来ならば、マクロ的に見て企業は資金の不足部門であり、直接金融かあるいは間接金融かは別として、法人が株式を購入することはあり得ない。事実、高度成長期の日本の企業は資金不足が顕著であるといわれ続けてきた。日本の場合、間接金融が中心であったので、自己資本率が低く、絶えず問題視されてきた。

株式会社による株式の購入は、ある意味で、株式会社の自己否定である。しかし、低成長時代に入って、企業による株式の持合が拡大していることが明らかになり、その背景や意味が研究対象とされた。法人が最大株主になると（実際そのようになった例が多々あるが）、だれが本当の株主であり、だれが意思決定をするのか、こうした根本的な問題が提起された。

このような法人資本主義の成立の背景には、以下のような事情がある。

①法制面。独占禁止法の改正により、法人が株式を保有することが解禁されたこと³²。独占禁止法の改正とは、その「骨抜き」に他ならないが、こうしたことが着々と進められたのである。

②政治・統治面。日本は1964年にOECD加盟、67年から資本の自由化が強制されることになった。これによって、外国企業による敵対的買収の防止を目的に、資本規模を拡大する行動が起きた³³。これには、当時の通産省など、政府の後押しもあったといわれる。

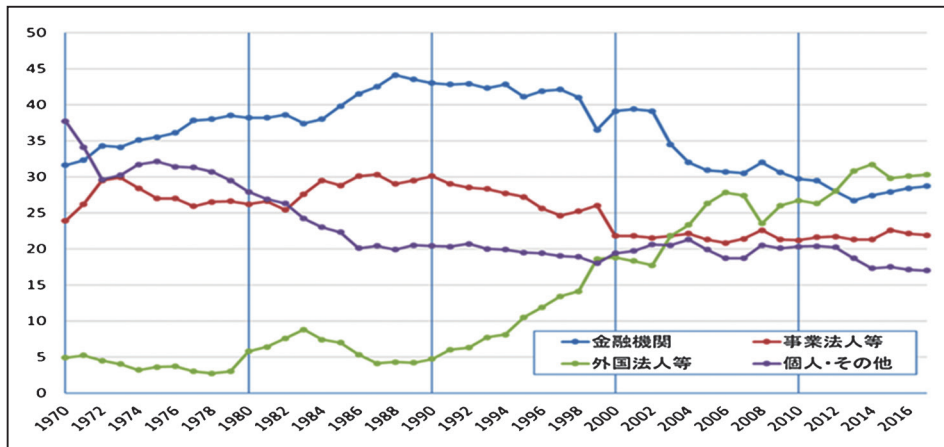
③経済・財務面。低成長期に入り、高度成長期とは異なり、企業の設備投資が減少傾向にあった。またそうした中で、大企業を中心に資金のダブつきさえ見られた。その結果、資金需要も減少していったのである。図表5では、企業金融を、高度成長期と低成長期に特徴付けて示している。

もっとも、実は今世紀に入ると、法人資本主義の構造に変化が見られ、株式の持合はかなり解消

³² 独占禁止法（1947年成立）は、1949年に第一次改正、1953年に第二次改正がなされた。これらの改正を通じて金融機関や事業会社の株式所有に関する規制が緩和されていった。なお、1994年の改正により、自己株式の取得も解禁された。さらに、1997年の改正では、持株会社も解禁となった。

³³ この時期に、第1次合併収ブームが起きている。例えば、新三菱重工業・三菱日本重工業・三菱造船（1964年）、日産自動車とプリンス自動車工業（1966年）、日商と岩井産業（1968年）、八幡製鉄と富士製鉄（1970年）、勧業銀行と第一銀行（1971年）、山陽パルプと国策パルプ（1972年、神戸銀行と太陽銀行（1972年）などの大型合併が相次いで行われた。

図表6 部門別株式保有比率の推移



出所) 日本取引所グループ資料より作成

されている。この問題は今後、立ち入って検討するに値する。

④グローリゼーションにおける株式会社

1990年代以降、グローリゼーションの時代といわれるが、株式会社も変容を遂げてきた。日本の株式会社における株式保有を見ると、それが顕著に示される。図表6を参照して概観しよう。

- ㉑金融機関の株式保有率をみると、1970初頭から2010年までは最大のシェアだったが、今世紀に入りシェアを落し、この10年ほどは外国法人に抜かれている。
- ㉒事業法人の株式保有率は、前世紀までは高かったものの、それ以降は徐々にシェアを落としている。典型的な法人資本主義は過去のものになった。
- ㉓個人株主のシェアは、1980年半ばまではその比率を下げ、それ以降も低い状態だ。本来の株式理論からすれば、株式会社とは広範な人びとから資金を集めるものなので、個人株主のシェアが低いということは、その想定が成立していないことを意味する。
- ㉔以上に対して、外国法人などのいわゆる外人株は、1990年代以降に顕著な拡大を見せている。そして、この10年ほどは、最大のシェアを誇っている。株式保有による企業のグローバル化に他ならない。

以上が、株式保有からみたグローリゼーションにおける株式会社だが、この数年は、さらに状況が変化しつつある。

すなわち、米中経済摩擦に端を発し、ロシアのウクライナへの侵攻、イスラエルのパレスチナ(ガザ)への侵攻などにみられるような経済的な対立や戦争という事態に至っている。それを背景として、国家が経済や社会の前面に登場しつつある。

そうならば、既述のように当然にも株式会社も変容を余儀なくされよう。注視しなければならない。

4. 株式市場と株価、理論と現状

やや数学的な話にもなるが、株式市場や株価の問題の考察に進もう。

(1) 資本の二重化

株式会社が発行市場を通して新株を発行し、ある者がこれを購入すると、その株式会社に資金が入る。この資金は貸借対照表（バランスシート）において純資産部の資本にカウントされる。これを現実資本という。

だが、株を購入したその者は、流通市場を通してこれを転売できる³⁴。その際の価格は、当初の価格と同じになるとは限らない。そこで、これは独自の価値を持った資本と見なされる。これを擬制資本（架空資本、fiktives Kapital、fictitious capital）といい、その擬制資本の値は発行された株式の総額（時価総額）³⁵で表される。またこれを会社の市場価値ともいう。

このように、実際に生産などに寄与する資本（現実資本）と株式市場（金融市場、資本市場）での資本（擬制資本）の値は、異なる。このことを「資本の二重化」という。こうして、擬制資本は、現実資本とは全く別の運動を展開する。当然ながら、現実資本は確定的だが、擬制資本は株価によって絶えず変動する。そこで次に、株価の問題に移ろう。

(2) 株価決定の理論と拡張

①「裁定取引」

広く金融を考える場合、裁定取引が問題となる³⁶。ある者が一定の貨幣を銀行に預金する場合と、同量の貨幣で株式を購入する場合を想定しよう。前者では利子というリターンを、後者では配当というリターンを得ることができる。

この場合、両者に費やす金額が等しければ、この両者から得られるリターンの金額は等しくなる（均衡する）はずである。なぜならば、どちらかが有利ならばそちらの方にのみ資金が流れ、結局は均等化するからである。これを「裁定取引」（Arbitrage）という。

若干の用語の確認をしておこう。

・銀行の場合 元本とは預金する金額

利子とは一定期間（普通は1年間）の見返り（リターン）

「利子率＝利子／元本」の関係が成り立つ。

³⁴ 株式の発行市場も流通市場も、現実的には区別がない。例えば日本では、東京証券取引所において、いずれも同じ市場で取引が行われている。ただ、概念として、両者は区別される。

³⁵ 擬制資本の値、すなわち時価総額は次の式で示される。時価総額＝株価×発行株式数。

³⁶ 裁定取引とは、同じ商品の価格差を利用して利ざやを稼ぐ取引のことをいう。金融では、貨幣といういわば「同じ商品」を扱うので、裁定取引が当然のこととなる。それゆえ、一方では価格の均衡も生じやすいが、他方では思惑なども入るので必ずしもそうならない。不均衡の絶えざる均衡化と、均衡の絶えざる不均衡化とが交錯しているといえよう。

- ・株式の場合 株価とは株式市場で売買される株式の価格
配当とは一定期間（普通は1年間）の見返り（リターン）
「配当利回り = 配当 / 株価」の関係が成り立つ。

②株価理論の例解

裁定取引を前提として、株価の例解を試みよう。たとえば、利子率が5%、配当が50円で、手持ちの資金が1,000円だとしよう（銀行の利子率は既知であり、また、株式の場合は予想配当が開示されているとする）。この1,000円を銀行に預金しても、それで株式を購入しても同額のリターンが得られるはずである。

つまり、

利子率 = 配当利回り = 0.05 となるはずである。

① 1,000円を銀行に預金する場合

$$\begin{aligned}\text{利子} &= \text{元本} \times \text{利子率} \\ &= 1,000 \times 0.05 \\ &= 50 \text{ 円}\end{aligned}$$

② 1,000円で株式を購入する場合

$$\begin{aligned}\text{配当} &= \text{株価} \times \text{配当利回り} \\ 50 &= 1,000 \times 0.05\end{aligned}$$

なぜならば、もしも、株価が800円ならば、配当利回りは6.25%となり、株式を購入する方が、銀行に預金するよりも有利になるので、多くの人が株式を購入しようとする。そうすると、株価は、配当利回りが銀行の利子率と等しくなるまで、つまり1,000円まで上昇する。また、反対ならば逆のメカニズムが働く。

こうして、株価は、配当利回りが利子率に等しくなる価格で均衡するわけである。したがって、「配当利回り = 利子率」になるとき、株価は均衡するので、配当利回りの値に利子率の値を代入できる。

$$\text{株価} = \text{配当} / \text{配当利回り} \rightarrow \text{株価} = \text{配当} / \text{利子率}$$

これが理論的に考えられる株価であり、その理論である。

③株価理論の拡張

みられるように、理論的、数学的には、株価は銀行の利子率と配当によって決まることになる。

このように、あるリターン（配当、地代など）を利子率で除すこと [リターン / 利子率] を資本還元（または配当割引）という。

こうして資本還元を行うことによって、本来、価値のないモノでもリターンさえあれば、あらゆるモノに価格が付くことになる。これを株式と同様に擬制資本という。

例えば、①一定の地代が見込まれる土地

②一定のリターンが見込まれる債権

③一定のリターンが見込まれる何か (etwas)。

このようにして、①②③のいずれであっても、擬制資本の論理はあらゆるところに入り込む³⁷。
ここで、例題を通して擬制資本の意味を確認しておこう。

[例題 1]

1 株当たりの配当が 30 円の場合、この株式の価格を求めよ。なお、銀行の利率は 4% とする。

$$\begin{aligned}\text{株価} &= \text{配当} / \text{利率} \\ &= 30 / 0.04 \\ &= 750 \qquad \text{答え } 750 \text{ 円}\end{aligned}$$

[例題 2]

ある面積の地代（1 年間の土地の使用料）が 240 万円の場合、地価（土地の価格）はいくらになるか。銀行の利率は 3% とする。

$$\begin{aligned}\text{地価} &= \text{地代} / \text{利率} \\ &= 2,400,000 / 0.03 \\ &= 80,000,000 \qquad \text{答え } 8 \text{ 千万円}\end{aligned}$$

④資本還元（配当割引）の数学的根拠

ここで、上の計算式が成立する数学的な根拠を示そう。ある企業の株式の配当（リターン） d が 200 円であり、これが毎年続くとしよう。

ところで、現在の 200 円は、来年は「利子」が付くので、それだけ「価値」が増加する。たとえば利率 r が 3% だとすると、 $200 \times (1 + 0.03) = 206$ 円になる。そこで逆に考えると、来年の 200 円の「価値」は、今年は低い評価となる。 v を現在の評価とすると、 $v_1 \times (1 + 0.03) = 200$ 円つまり、 $v_1 = 200 \text{ 円} \div (1 + 0.03) \div 194$ 円となる。また、その翌年の 200 円の現在の価値は、 $v_2 = 200 \text{ 円} \div (1 + 0.03)^2 \div 189$ 円となる。将来にわたる毎年の 200 円の配当の現在価値は低くなるのであって、一般的に次のように示される。 $v_n = d / (1 + r)^n$ と。また、この v を和したものは無限等比級数と呼ばれるものであって、 $|1 / (1 + r)| < 1$ の場合には、収束する。

そこで、将来にわたる配当を加味した株式の現在価値は、つまり、 $S = 194 + 189 + \dots$ は、約 6,667 円となる。次頁に示そう。

³⁷ アメリカ大リーグで活躍している大谷翔平の球団移籍金は、880 億円ともいわれる。これは、エンゼルスからドジャースに支払われるもので、大谷という商品の価格（擬制資本）が 880 億円ということになる。この金額は、彼が観客動員や物品の販売によってドジャースにもたらすリターンを利率で除したものとして算出されたと考えられる。

・資本還元による株価の決定

$$S = 194 + 189 + \dots$$

$$= d / (1+r) + d / (1+r)^2 + d / (1+r)^3 + d / (1+r)^n + \dots \quad ①$$

$$= d \left(\frac{1}{1+r} \right) + d \left(\frac{1}{1+r} \right)^2 + d \left(\frac{1}{1+r} \right)^3 + d \left(\frac{1}{1+r} \right)^n + \dots \quad ②$$

ここで、 $n \rightarrow \infty$ ならば、

$$= \frac{d}{r} = \frac{\text{リターン}}{\text{利子率}} \quad ③$$

上の③式の、リターンに200円を、利子率に0.03を代入すると、以下になる。

$$= \frac{200}{0.03} \doteq 6,667 \quad ④$$

・無限等比級数（資本還元の数学的証明）

例えば、以下のような例を考えよう。

$$S = 1000 + 1000 \times 0.9 + 1000 \times 0.9^2 + 1000 \times 0.9^3 + \dots + a q^{n-1} \quad ⑤$$

上の例を、代数式で表すと、以下になる。

$$S_n = a + a q + a q^2 + a q^3 + \dots + a q^{n-1} \quad ⑥$$

（この場合、 a を初項、 q を公比 という。）

この⑥式を利用して、 S_n を求めてみる。

⑥式の両辺に q を乗じると、⑦式になる。

そして、⑥-⑦を求めると、⑧式を得る。

$$\begin{array}{rcl} S_n & = & a + a q + a q^2 + a q^3 + \dots + a q^{n-1} \quad ⑥ \\ -) \quad q S_n & = & a q + a q^2 + a q^3 + \dots + a q^{n-1} + a q^n \quad ⑦ \\ \hline (1-q) S_n & = & a - a q^n \quad ⑧ \end{array}$$

⑧式を変形すると、

$$\therefore S_n = \frac{a - a q^n}{1 - q} \quad ⑨$$

ここで、 $|q| < 1$ の時、 n が ∞ ならば、 $q^n \Rightarrow 0$ となる。

よって、

$$\lim_{n \rightarrow \infty} S_n = \frac{a}{1 - q} \quad ⑩$$

⑩式を漢字に置き換えると、⑪式が得られる。

$$\lim_{n \rightarrow \infty} S_n = \frac{\text{初項}}{1 - \text{項比}} \quad ⑪$$

無限等比級数において、公比、 $|q| < 1$ の場合、それは収束するのである。

なお、⑪式に、 $a = d / (1+r)$

$q = 1 / (1+r)$ を代入すれば、③式が得られる。

(3) 株式購入の目的と株価

なぜ株式を購入するのか。その目的は、(a)株式会社の支配、(b)経済的利得の獲得の2つに大別できる。株式の前者の側面を支配証券、後者の側面を利潤（利益）証券、という。さらに後者の場合の利益は、㊦インカム・ゲイン（配当）、㊧キャピタル・ゲイン（売買益）に分けられる。

上記の資本還元による株価決定の理論は、インカムゲイン（配当）を前提としたものである。しかし、現実には、(a) や㊧を前提とした思惑が入るので、このようにはならない。理論的な値と現実の価格とは乖離する。バブル現象やその破綻はその一例である。

そこで、以下のような指標が意味のあるものとされる。PER（株価収益率）、PBR（株価純資産倍率）、ROE（自己資本利益率）といった指標が重視されるのである。

① PER (price earnings ratio 株価収益率)

まず、PER（株価収益率）。それは、以下のように定義される。

PER = 株価 / 一株あたりの純利益

例えば、ある会社は、10万株発行しており、1,000万円の利益をあげた。（この場合、一株あたり利益は、1,000万円 / 10万株 = 100円となる。）

この会社の株価が仮に1,500円だったとする。

$$\begin{aligned}\text{PER} &= 1,500 \text{ 円} / 100 \text{ 円} \\ &= 15 \text{ 倍}\end{aligned}$$

つまり、1株に見込まれる利益の15倍の価格で売られているということになる。一般的なPERの目安として、PER = 15倍といわれる。それ以下ならば、株価は、割安といわれる。過去の日経平均のPERをみると、この10年ほどは、ほぼ15倍前後で推移しているものの、変動は否定できない。あくまでも経験的な値だ。

② PBR (price book-value ratio 株価純資産倍率)

次いで、PBR（株価純資産倍率）。それは、以下のように定義される。

PBR = 株価 / 一株あたり自己資本（純資産）

例えば、ある会社は、20万株発行しており、1億円の純資産を保有している。（この場合、一株あたり純資産は、1億円 ÷ 20万株 = 500円となる。）

この会社の株価が仮に1,000円だったとする。

$$\begin{aligned}\text{PBR} &= 1,000 \text{ 円} \div 500 \text{ 円} \\ &= 2 \text{ 倍}\end{aligned}$$

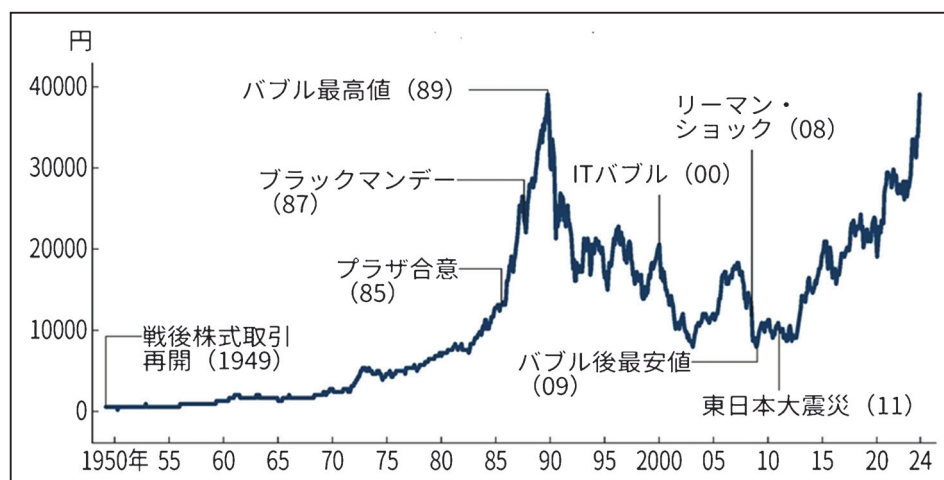
つまり、PBR = 2ということは、株価は、仮に会社が解散した時に株主が1株当たり得られる金額の2倍だということだ。一般的なPERの目安として、基準はPBR = 1とされる。それ以下ならば、株価は、割安といわれる。日本株全体の平均PBRをみてみると、この10年ほどは、1.2倍程度を上下しているが、やはり変動は否定できない。

③ ROE (Return On Equity 自己資本利益率)

そして、ROE（自己資本利益率）。それは、以下のように定義される。

$$\text{ROE}(\%) = (\text{一株あたりの純利益} / \text{一株あたり自己資本(純資産)}) \times 100$$

図表7 日経平均株価の推移



出所) <https://www.nikkei.co.jp/nikkeiinfo/about/ourhistory/archives/>

ここで、先の PER、PBR との関係が成立する。

$$\text{PBR} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

株価 / 一株あたり自己資本 (純資産)

$$= [\text{株価} / \text{一株あたり純利益}] \times [\text{当一株あたり純利益} / \text{一株あたり自己資本 (純資産)}]$$

一般的な ROE の目安としては、10% 程度が基準といわれている。この値も、あくまで経験的なものである。

④日経平均株価の推移

ちなみに、日経平均株価は図表7のように推移している。これを上のような理論や経験則から説明することはかなり難しい。ニュースの株式の解説などでは、株価の動向は、瞬間的な変動にかんしては上のような3つの指標を駆使して説明されることもあるが、やや長期的にはいわば後知恵で説明しかなく、確定的なことはいえない。

以上によって、ミクロ的な観点からの、株式市場や株式価格の概略が把握できた。次いで、マクロ的な観点からの考察と、株式会社の歴史的な意味について考察しよう。

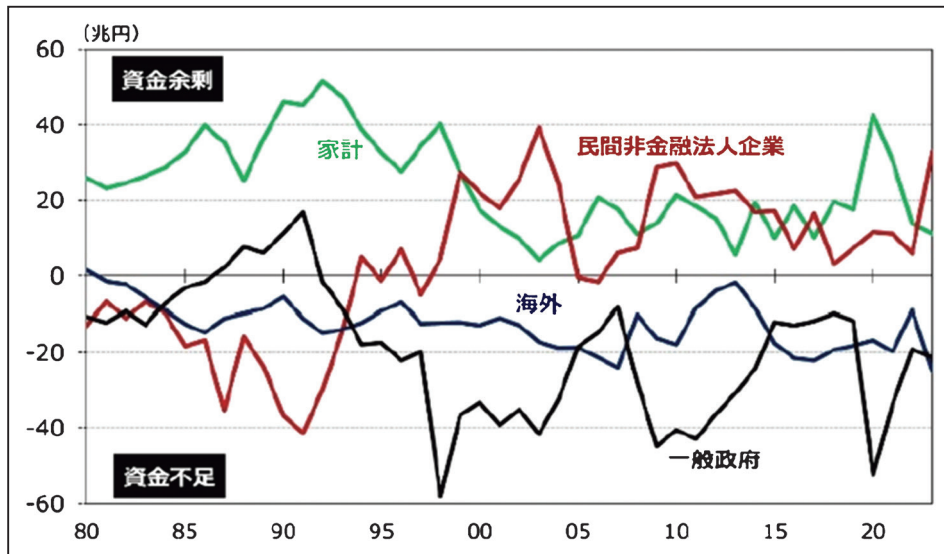
5. 株式会社をめぐる資金循環と株式会社の意義

以上、株式会社のいくつかの側面をみてきた。さらにマクロ的な資金循環の観点から分析するとともに、そもそも株式会社とは何か、その実態に迫りたい。

(1) 資金循環と株式会社

すでに、企業金融において本来的には、企業は資金マイナス部門であり、家計は資金プラス部門であることを強調した。しかし、実態はかなり複雑な推移を示している。図表8を参考に考えよう。

図表8 資金の過不足の推移



出所) 日本銀行「資金循環統計」

まず、家計部門は一貫して資金プラス部門だが、今世紀に入ってから変動を伴うものの1990年代と比較すると、明確に低迷している。昨今では、日本は貯蓄大国ではなくなりつつある。

とくに興味深いのは、企業部門（民間非金融法人企業）の変化だ。1990年代半ばまでは、企業部門（事業法人）は資金マイナスだったが、それ以降は、資金プラス部門に変化している。企業におけるいわゆる金余り、資本の絶対的過剰³⁸の状態になっている。

また、政府部門（一般政府）は、本来ならば資金のプラス・マイナス、ゼロ部門だが、バブル景気の時期を除けば、資金マイナス部門に転落している。つまり、財政の赤字が恒常化していることを意味している。異様な事態が継続している。

そして海外部門は、ほぼ一貫してマイナスを示している。それは、国際収支において、経常収支が黒字であることを意味している。日本では、かつてと異なりすでに貿易黒字国ではないものの、第1次所得収支が黒字になっており³⁹、それらを含む経常収支が黒字に保たれているのである。

以上をまとめると、繰り返しになるが、この間、企業部門（事業法人）においては、資金が過剰になっているという、異常なことが続いていることが確認できよう。

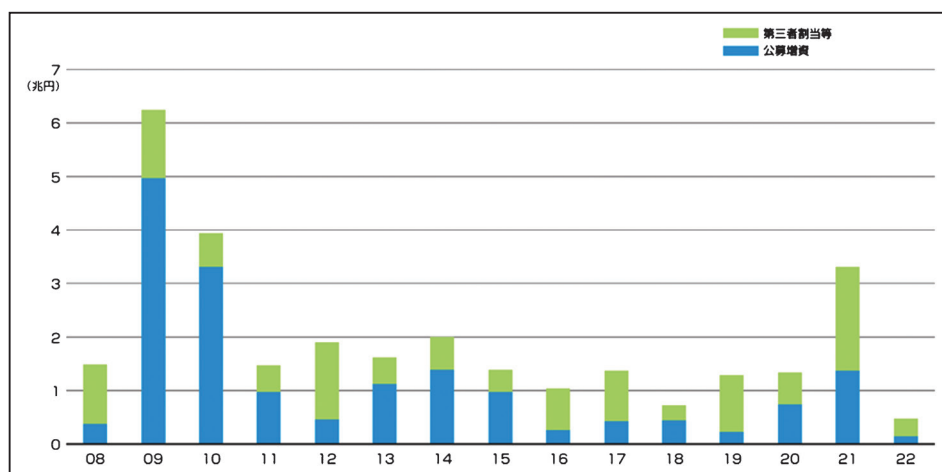
(2) 株式市場（発行市場と流通市場）と社債市場、および内部留保

こうした点を、さらに株式市場などからみてみよう。

³⁸ 資本の絶対的過剰にかんしては、脚注28を参照されたい。

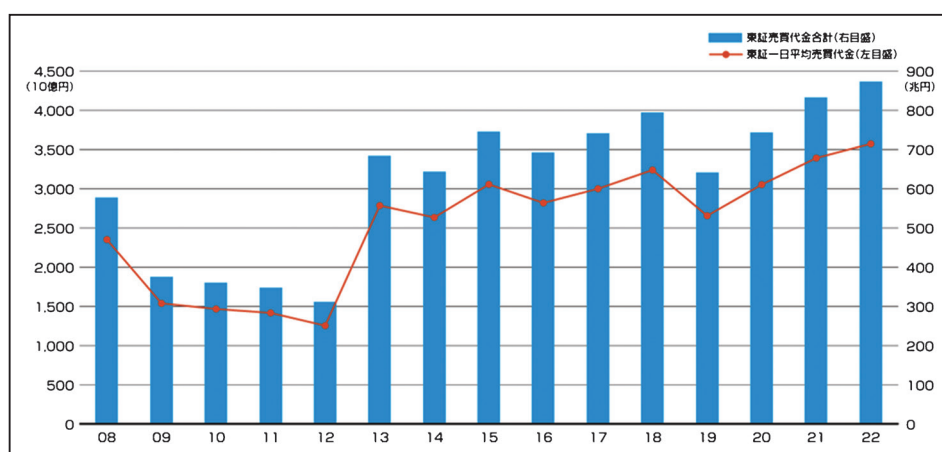
³⁹ 第1次所得収支には、銀行の利息、株式の配当金、外国人労働者の給料などが含まれる。具体的には、日本人（日本企業）が海外に保有している金融資産の利子・配当、海外進出企業の利益、海外で働く日本人の所得などがあげられる。

図表9 株式発行による資金調達額の推移



出所) 日本証券業協会『FACT BOOK』

図表10 東証株式売買高の推移



出所) 日本証券業協会『FACT BOOK』

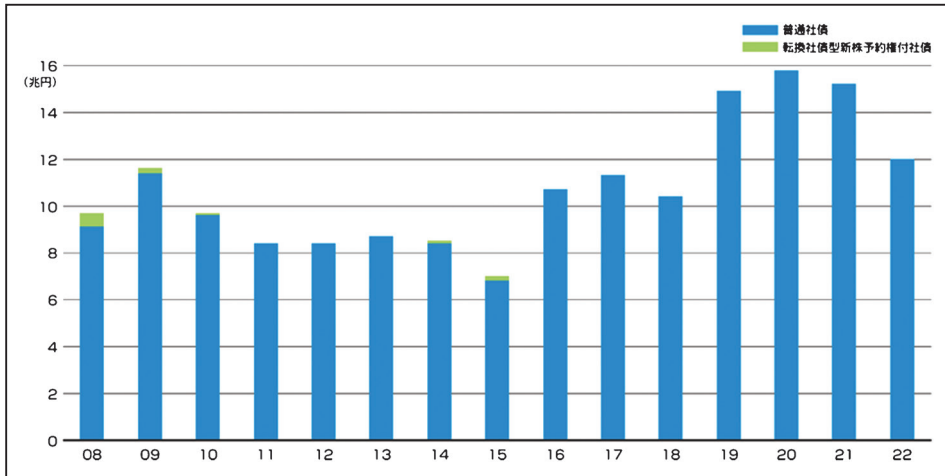
①発行市場

まずは発行市場（第三者割当、株主割当、公募増資の合計）をみてみよう。図表9のように、株式発行による資金調達額は、年間、2009年は6兆円を超えていたものの、このところ1~2兆円前後で推移している。

②流通市場

次いで流通市場。流通市場は図表10により示される。ここで売買代金とは正確には発行市場と流通市場を合計した値だが、株式の売買高は年間800兆円を遙かに超える。それを一日当たりで見ると、約3.5兆円にも達する。つまり、資金調達のための株式市場は、1日で満たされることに

図表 11 社債市場の推移



出所) 日本証券業協会『FACT BOOK』

なっているのであって、他の日の取引は全て発行済みの取引、つまり転売である。株式売買のほとんどは、資金調達ではなく、マネーゲームとしてなされていると言わざるを得ない。

③社債市場

企業にとって、他人資本ではあるものの、市場を通しての有力な資金調達的手段として社債の発行がある。図表 11 を参照しつつ考えよう。

社債の発行による資金調達額は、株式発行による資金調達額より、かなり大きい。年間での社債発行市場（普通社債と転換社債型新株予約権付社債）は、ここ数年は 12 兆円を超えている。

繰り返しになるが、マクロ的にみて、日本の会社（企業）の資金調達は、株式発行によるものより、社債によるものの方がはるかに大きく、12 倍以上に達する。つまり、冒頭で示した株式会社の特質である、株式市場からの資金調達という姿はすでにない。要するに、会社にとって外部から資金を調達する必要性は小さいこと、言い換えれば会社には潤沢に資金があること、この点は明確になっているといえよう。

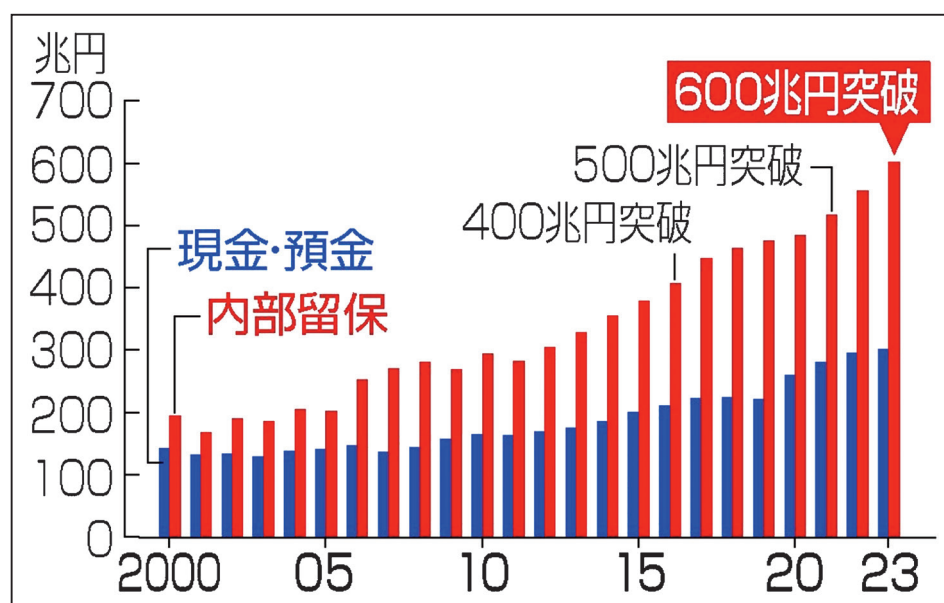
④企業の内部留保

以上のような資金の過剰は、図表 12 に示されるように、会社（企業）にとって内部留保の増加として現れる。

しばしば問題とされるが、企業の内部留保額は年々増加し昨今では 600 兆円を超えている。GDP が約 600 兆円（2023 年）なので、内部留保額がいかに大きいか、いうまでもない。

株式会社の資金循環をまとめると、昨今においては、その資金調達は、株式市場によるものより債券市場によるものの方が大きい、その額は相対的には小さくなく、それを上回る規模で内部留保が蓄積されていることが明らかである。こうした状況をどのように理解すべきか、以下に結論を示したい。

図表 12 現金・預金と内部留保の推移



出所) 時事ドットコムニュース

結語

本稿においては、まず会社なканずく株式会社という言葉（用語）の吟味からはじめ、その特質や意義を考察した。そこで強調したのは、株式会社には外部から短期間に資金を集中することにより、資本蓄積を容易にする機能が備わっているということだった。これは株式会社のレーゾンデートルだといえよう。

その上で、株式会社の歴史をたどり、それを類型化した。そして会社にとって要をなす金融（企業金融）を祖上にのせ株式会社の構造を明らかにした。また、株式会社の金融の軸となる株式価格を規定する理論と経験的な指標の意味を分析した。

こうした準備を前提として、最後に株式会社をめぐる資金循環をマクロ的にそして株式市場などの資本市場をとおして分析した。それによって導かれた結論は以下である。

第1、本来、会社（企業）は資金のマイナス部門であり、それを補うものとして株式発行による資金調達仕組みが歴史的に成立した。これまでの歴史をたどると、株式会社は幾重の変化を遂げてきたものの、これが株式会社の根本であることは揺るぎなかった。

しかし、第2、現在の株式会社では、少なくとも日本の株式会社においては、外部からの資金の導入による資本蓄積の容易化という規定は過去のものになっていると言わざるを得ない。

また、第3、それゆえ、株価は資本還元により決定されるという論理は過去のものになっている。というのも、昨今の株式市場にあっては、発行市場に対して流通市場の規模が圧倒的に大きく、配当はかつてほどには大きな意味を持っていないからだ。株式市場は、資金調達の手段というより、

単なるマネーゲームの手段であり結果にすぎないものになっている。

したがって、第4、そうだとしたら、株式会社の意義や機能は失われているのであって、この企業形態はすでに転換点にあると言わざるを得ない。「株式会社の時代」は、すでに役割を終え終焉期をむかえているのかもしれない。そうだとしたら、株式会社に代替する etwas（何か）を模索しなければならない。それは、現代に対するオルタナティブを提起することに他ならないと思われるのである。

文献

青木孝平（1992）『ポスト・マルクスの所有理論』社会評論社

岩井克人（2005）『会社はだれのものか』平凡社

宇野弘蔵（1971）『経済政策論』（改訂版）弘文堂

大内力（1971）『国家独占資本主義』東京大学出版会

奥村宏（1984）『法人資本主義』御茶の水書房

田中史郎（2010）「アメリカ発金融危機と日本経済— 2008 年危機とその後—」、『人文社会科学論叢』宮城学院女子大学人文社会科学研究所、第 19 号

馬場宏二（2001）『会社という言葉』大東文化大学経営研究所

『経済学大事典』Ⅱ（1980）東洋経済新報社

R. ヒルファディング（1910）、林要訳（1952）『金融資本論』（全 2 巻）大月書店

R. Hilferding, *Das Finanzkapital*.

A. バリー・G. ミーンズ（1932）、北島忠男訳（1957）『近代株式会社と私有財産』文雅堂書店

A.A. Barle and G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*

J. バーナム（1941）、武山泰雄訳（1965）『経営者革命』東洋経済新報社

J. Burnham, *Managerial Revolution: What is Happening in the World*