

ドイツ自己金融（第二次大戦前）分析

永 井 統

目 次

- 一 は し が き
- 二 分 析 視 点
- 三 ドイツにおける自己金融展開過程
 - Ⅰ 第 一 次 大 戦 前
 - Ⅱ 第 一 次 大 戦 後——大 恐 慌
 - Ⅲ 大 恐 慌 後——第 二 次 大 戦 前

一 は し が き

この小論は第二次大戦前までのドイツにおける自己金融の史的展開過程をわたしなりの方法論にもとづいて追跡することを目的としたものである。この過程はかかる現象を成立させ、または促進させている諸要因の違いによって、次のように四つの段階（第二次大戦後も含めれば）に区分することができる。はじめに各段階の特質を要約しておこう。

(1)

第一段階は配当の利子への縮減化をともなっていないという意味で、いわば特殊的自己金融の段階である。その時期は産業資本の分野に株式会社制度が導入され、ドイツ資本主義が独占体制へ移行しはじめてから、それが確立されるまでの期間である。具体的には第一次大戦前までの時期である。この段階ですでに独占的地位を確保した一部株式会社においては、特殊な形で自己金融現象が発生していた。また、この時期は一般的な自己金融現象、あるいは配当の利子への縮減化を基礎にして行なわれるという意味で、いわば本格的自己金融現象のための基本的要因が形成され、確立されてくる時期でもある。

第二段階は第一次大戦後破局的なインフレーションを経て、いわゆる「相対的安定期」の下で、国内的な資金不足に悩みながら、独占体制の再編成、強化がはかられた時期である。この段階では一般的な自己金融のための基本要因はすでに確立され、かなりの比重をもって自己金融現象が現われてくるのであるが、この時期のドイツ経済の特殊な性格に作用されて、それは十分に発現しえなかった。いわば一般的自己金融胎動の時期である。

第三段階は1930年に始まり1932年に絶頂に達した大恐慌のあとをうけて成立した国家社会主義政府＝ナチス政

権の時代である。この時期のはじめは、大恐慌の過程で現われた過剰生産力をいかにして吸収するかが問題となった時期であり、世界史的には全般的危機の段階への突入の時期である。これはナチス政権の経済政策に一方では労働振興政策という形で現われ、他方では「強制カルテル法」の施行という形で現われることになる。そして1936—7年にかけてドイツ経済は急速に回復し、生産量においては恐慌前の水準に復帰することになるがそれはいうまでもなく大部分操業度の向上によって達成されたものであり、生産力の面ではほとんど停滞していたのであった。かかるドイツ経済の状況のなかで、大企業はすでに成立していた自己金融のための基本要因を基礎に、ナチス政府による配当規制などの国家的諸措置によって促進されつつ、配当の利子への縮減化を達成する。また一方、それは生産力の停滞のなかで遂行されたがために、ナチス政府による株式発行の規制などからんで、外部資金に対する内部資金の比率を顕著に高めることになった。かくてこの時期においては本格的自己金融が展開されることになるが、極端な生産力の停滞のなかで顕現したという意味で、特殊的規定性をもつものである。その後のドイツ経済は再軍備体制の進行とともに、その生産力をも増大させたのであるが、38年以降その発展は限界に達し、重税および生産費の昂騰のなかで、企業利益は低下の傾向を示しはじめる。

第四段階は第二次大戦後の西ドイツにおける自己金融現象であるが、これについては稿を改めて取り上げるつもりである。

以上の第一段階から第三段階までの歴史的展開過程の概略的な位置づけを、わたしなりの方法論によって試みようとしたのであるが、理論面での未熟、および資料の

不完全さのため、初期の目的が十分果せなかった。しかし今後の研究のための手がかりとして記したものである
(1)これの本稿での意味については53頁注(3)参照。

二 分析視点

ドイツにおける自己金融現象を分析するに当たって、内部留保成立のための基本的要因と内部留保率を促進し高める要因および自己金融比率（外部資金に対する内部資金の比率）を高める要因とをはっきり区別しておきたい。

自己金融においては、減価償却費を価値移転部分の単なる回収として考えれば——もちろん固定資本の巨大化につれて、それは巨額なものとなってきているし、また利益留保の手段、利益隠蔽の手段としても利用されているのであるが、それらのことを一応措くとすれば、資本蓄積、拡大再生産という観点から積極的役割を果たしているのは企業利益の留保部分であることはいままでのことである。したがって自己金融の積極的意義は、それが留保利益の基礎の上に行なわれているということから成立する。そこでまず企業利益の内部留保を成立させるための基本的要因の設定からはじめねばならない。

内部留保成立のための基本要因の一つは独占体の確立そして金融資本の成立にもとめることができる。自由競争段階から独占段階への移行期にある個別資本は商品市場での競争圧力により、生産力の高度化を余儀なくされるが、それは固定資本の巨大化をとまなうため、自己資本獲得をめぐる資本市場でも競争が展開される。かかる事態が株式資本という形式で資本集中を行なう株式会社形態を産業資本の分野に普及させることになるのであるが、株式会社が利益の留保を行なうためには、株式による資本調達をめぐる資本市場での競争が一応排除されていなければならない。そこで競争が激しい程株式会社は高率の配当をしなければならぬだろうからであるもちろん莫大な超過利潤を獲得している一部会社においては、相当の留保余力が存在するであろう。しかしそれは極く一部の限られた現象にすぎないであろう。

産業資本の資本市場での自由競争は、産業資本の分野における独占体の成立、その強化に応じて次第に排除されてゆく。それは独占体の成立によって、商品市場の流動性が消滅し、独占体の資本蓄積は商品市場の社会的有限性に直接的に制約されざるをえないということからくる独占体の資本蓄積制約条件の成立、したがって株式資本による資本集中からの解放が、資本市場に反映して、そこで競争を緩和するということからばかりではない(1)。銀行資本が産業資本における独占体形成の過程で、それとの結合を深め、みずから金融資本へと転化してゆ

くなかで、独占体相互間に資本市場の分割がなされてゆくからである。すなわち資本市場での競争の緩和ないし制約の発生である。これは内部留保のための基本要因のうちの社会的再生産過程と個別資本との関連の変化から生じてくるものである。

次に株式会社としての個別資本の内部要因を示しておかねばならない。株式会社において利益の内部留保が一般化するためには支配株主と従属株主との分離が前提とされねばならない。この分離は一般投資株主の増大および株式市場の発展につれて明確になってゆくものである。いうまでもなく一般株主は株式市場における競争を通じて、みずからを貸付資本化させる。自己資本の他人資本化である。企業利潤の総額が配当として支出されても、株主にとってはそれは利子にしか相当しなくなる。配当の利子化の第一段階の成立である。かくて配当そのものを利子へ縮減化させる道がひらけてくる。この配当の利子への縮減化は色々な段階を経て深められ、展開されるがそれは利益の内部留保が展開されてゆく過程でもある。したがって内部留保の極限は配当そのものの利子への縮減であるということができる。(2)したがって利益留保の展開度の基本的尺度は、利益の内部留保率、ないし配当性向の如何にかかわるものではなく、配当の利子への縮減化(3)如何にかかわるものであるということができよう。

以上のように企業利益の内部留保は、金融資本の成立株式会社の支配機構の確立に規定されて一般化するものとなりうる。このような規定性の上に展開される自己金融を本格的自己金融と呼ぶことにする。この意味での自己金融の指標は配当の利子への縮減であることは繰返すまでもなからう。以上が自己金融の基本要因の説明である。

自己金融はさらに次のような諸要因によって促進され高められる。まず内部留保率に影響を与えるものは、第一に利潤の量である。したがって、好景気、独占体制の強化による独占利潤の増大は留保率を高める作用をする第二に利子率の変動である。配当が利子へ縮減されていればいる程、配当は利子率によって影響をうけざるをえない。利子率の低下は留保率を向上させる要因となるであろう。第三に企業資本のなかでの株式資本の比率である。とくに、株式プレミアムや利益剰余金の比重の増大は留保率を高めることになる。その外にも税制や減価償却制度の問題およびその他の諸要因があるであろうが主要なものはい上の如くである。

ところで自己金融成立のための基本要因がみだされ、そして留保率を高める諸要因が作用したとしても、それだけでは外部資金に対する内部資金の比率が高まること

にはならない。自己金融比率は外部資金に対する内部資金の相対的大きさによって決定されるからである。内部資金がある程度増大したとしてもそれ以上の率で外部資金が増加すれば、自己金融比率は低下するであろう。設備投資が活発に行なわれる過程ではかかる現象が起きてくる可能性がある。逆に設備投資が沈滞している時期には自己金融比率が向上する可能性もある。したがって自己金融比率のみによっては、それがいくら高かろうと、本格的な自己金融であるかどうかの基準にはなりえないし、また同じように自己金融比率がいくら低かろうとそれによって本格的自己金融ではないと断定することもできない。自己金融の現実的分析の場合には留意すべきことである。

なお本格的自己金融の段階にあつては、利率を一定とすれば、内部資金は配当が利子へ縮減されているので利率率の変動に応じて変化することになる。一方外部資金は内部資金が一定であるとすれば、設備投資（生産力の拡大ないし高度化）の変動に応じて変化することになる。したがって企業資本の構成を別とすれば、一般的には自己金融比率は利率率、利潤率、生産力発展という三要因の変化に規定されて変動することになる。なお長期的には次第に増大する減価償却をも含めて考慮すべきであつて、これら諸要因の歴史的変化に規定され、自己金融比率も歴史的に変化するということになる。しかしこれらの諸要因の複合作用に一定の傾向を見出すことは、理論的に非常に困難であるが、ただ次のようなことだけは断言できる。すなわち自己金融現象は歴史的に次第に発展し展開してゆくであろうという無意識的あるいは意識的な前提があるが、本格的自己金融の段階ではそれは一概に承認することはできないということこれである。配当の利子への縮減化がなお進行している場合は別であるが、以上のことを前提として、次にドイツにおける自己金融の展開過程を概略的に跡づけてゆくことにする。

(1) 拙稿「自己金融をめぐる若干の問題―帯状形態の展開―」（鹿児島県立短大商経論叢第13号）28―31頁参照。

(2) 配当の利子化の問題については下記の論文を参照されたい。馬場克三「自己金融理論の根本問題」（会計、第85巻第2号）。別府正十郎「資本会計の経済理論」（森山書房、昭和39年）第一章第三節および第二章。同「自己金融と株式会社」証券経済月報、59号、1964.6。後藤泰二「自己金融と株式会社」（証券経済月報、57号1964.4）

(3) 自己金融の根本に配当の利子への縮減化があることは理論的には馬場克三教授、別府正十郎助教授によつ

て早くから指摘されていたのであるが、自己金融現象の分析に際しては外部資金に対する内部資金の比重、ないし利益留保率のみが重視されている。もちろん配当の利子への縮減化はなお理論的にも多くの問題を含んでおりまた現実の分析の際にも特に無額面株式が存在する場合または積立金をどう評価するかなどに多くの技術的困難性が存在している。しかし以上論じてきたように、自己金融そのものの解明のためには、配当の利子への縮減という観点から接近すべきであろう。なお本稿で「配当の利子への縮減」というのは別府助教授の規定される配当の利子化の第二段階の意味である。別府正十郎、「資本会計の経済理論」18～20頁参照。

(4) 中村通義氏は「株式会社と自己金融」（北大経済学研究、15.3, 4 および16.1）においてアメリカにおける固定資本粗投資に対する内部資金の比率が20世紀の初期から現在まであまり変化していないということから生川、柴垣両氏を批判されるが、両氏の見解の当否は別として、その批判は配当の利子への縮減化を基礎としてなさるべきであろう。

三 ドイツにおける自己金融展開過程

Ⅰ（第一次大戦前）

はじめにハーゲストの文章を引用しよう。「経営上の自己金融は産業的発展の自然的随伴現象と特徴づけることができる。産業企業の急速に進行する技術化（*Technisierung*）は、結果として莫大な資本需要をもたらすことになる。第一次世界大戦までは産業企業建設の決定的担当者は株式であつたということは、たゞ疑いのないところであつたとしても、この時代においても、主として技術的進歩の危険によって、特に苦しみられていた部門では、自己金融もまた非本質的ではなく、それに関与していたのである。」と、そして「1900年までの時期における化学産業においては、拡張資本のほぼ百分の1乃至2分の1が（鉄、金属および電気産業におけるほぼ5分の1乃至4分の1に対して）企業余剰から調達されていた。—このような産業部門は必然的に研究開発の仕事を通じて特に危険を負わされている—というGrabower⁽¹⁾の確認は以上のような見解を証明するものである」と

このように、第一次大戦前の企業の資本調達の中核は株式資本であり、それが銀行の交互計算業務と結合して銀行資本と産業資本との間に古典的な資金循環様式が形成されていたこと、またこの時期において化学工業の間ではすでに自己金融現象が発生していたことも周知の事実である。また当時ドイツ最大の製鋼企業であつたクルップにおいても、73年恐慌の際にコンサルティウムから

3,000万マルクの救済融資をうけ 80年代にこの融資を返済してからは、自己金融が資本調達の主軸となつたと云われている。⁽³⁾しかしこのグループは当時まだ株式会社制度をとっておらず、1903年に至って株式会社に組織変更している。そこでここでは化学工業だけを上げそこに⁽⁴⁾おける自己金融の実態を検討してみよう。

化学工業における自己金融は特にタール染料工業において顕著であった。この分野では1906年までの設備投資の50~67%が自己金融資金によって調達され、貸借対照表の積立金は、株式・社債・担保付借入金総額の46%に達したといわれている。

しかしここで注意すべきは化学工業一般が自己金融に依存していたわけではないということである。化学工業部門において自己金融傾向のいちじるしい分野は一般にその独占的地位の強固さという点で共通している。ドイツのタール染料工業は、茜の色素成分アリザリン合成の成功を技術的基礎として発展し、1873年には茜染料の国内需要量をみたし、「生産高の飛躍的発展は価格革命ともいえるような価格崩落をとめないながら、天然染料やウルトラマリン染料を急速に駆逐して、世界市場に⁽⁵⁾独占的地位を確立した」のであった。さらに合成インディゴにも成功し、イギリスの天然インディゴ独占に挑戦し、この分野でも世界市場で独占的地位を確保したのである。かくて第一次世界大戦直前においては、全世界の合成染料生産高の86%強をしめるに至った。

このタール染料工業のドイツ国内における独占度は従業員数によれば1882年にはすでに上位四経営で約4分の3を占めており、95年には上位五経営で約7分の6を占めるに至る。さらに1904年には、バイエルのドゥイスブルク、ヘヒストのブルーニングおよびバスフのブルンクの主導のもとに二大インテレッセンゲマインシャフトが成立し、この部門での独占体制は確固たるものとなった。なお当時世界最大といわれた化学工業会社バスフは1905年までに株式資本とほとんど同額の積立金を累積したといわれている。そして利益配当はほぼ一定の率を維持し、1890~1910年にかけて配当率は25%前後の高率であった。

また爆発物工業部門も資本需要の過半を自己金融資金によって調達したといわれるが、ここにおいても1895年には500人以上の従業者を雇う六経営が、従業者総数の約47%を占め、資本力の巨大な少数の大企業と小資本の多数の企業とが対照的に並存するにいたり、そのためノーベル資本系の大企業による独占的支配が容易に確立せられたと云われている。

次に同じく化学工業の一分野である加里工業部門をみ

てみよう。この部門は加里塩鉱の自然的独占を基礎に、世界市場で独占的地位を確立し、すでに76年以降カルテル形成運動が展開され、88年には価格協定と生産統制とを目的とする加里シンジケートが成立していたが、シンジケートの独占の基礎が弱く、その内部の競争やアウトサイダーとの競争のため、加里工業部門は独占利潤の確保どころでなく、むしろ利潤率は低下していったといわれる。このような競争的側面を強くもっていたこの部門では、自己金融はみるべきものがなく、銀行資本は「発行業務において、また正規の銀行業務において、積極的役割を演じ、加里工業の資本集中にたいしても促進的役割を果たして」いたのである。⁽⁶⁾このようにこの時期における化学工業の自己金融は、独占的地位の強固に確立された分野における大企業に限定されていたのであって、化学工業全般に自己金融現象が強く現われていたのではない。ハーゲストが記しているように化学工業においては常に技術進歩におびやかされているために、研究開発のための支出に、あるいは設備の陳腐化をカバーするために利益の留保が促進されるであろうということとは想像に難くないが、それを可能にしたのは多額の超過利潤ないし独占利潤であったのでありそれはドイツ化学工業の世界水準をはるかに引離した生産技術の優位性を基礎として成立したものであった。

要するにこの段階での自己金融は次のように理解することができるであろう。ドイツ資本主義は1870から80年代の不況期に重工業の部門で独占段階へ移行しはじめ、90年代から20世紀初頭にかけてその確立をみたのであるが、その過程でいち早く独占的地位を強固にした大企業が、超過利潤ないし独占利潤を資金基盤として、高度の自己金融を遂行しえたのであつて、この独占的地位の強固さという点が、この時期の自己金融現象解明にあたっては重要視されるべきである。しかもこの独占的地位は一部化学工業にみられる通り、生産技術の優位性に裏づけられた世界市場における独占的地位を背景にしての、国内的な大企業による独占であったという点で単なる多数企業によるカルテルによって生じた独占とは違って極めて強固なものであった。このような地位から獲得される独占利潤はその独占体が同族企業的色彩が強い場合にも、更に高水準の独占利潤をもとめて企業内部に留保されるであろうことは言うまでもない。それは独占利潤の独占的取得の最も簡単な手段だからである。また社会的所有という性格を帯びてきた株式会社形態の独占体の場合は、まだこの段階ではそれが十分展開されていなかったために、配当の利子への縮減という形での利益留保政策は十分には発揮されえなかったようである。それは産業資本の分野に株式市場が十分に組みこまれていなかっ

たということとも関連している。先にあげたバスの20数年間にわたる高率の配当の根柢には、このような事情が伏在していたものと考えられる。したがってこの時期の自己金融は、本格的自己金融成立のための基本要因の一つである一般株主の貸付資本家化が十分進行していない過程で、さらにもう一つの基本要因である独占体の確立に成功した大企業で発生した自己金融として理解すべきであろう。これは十分な配当の利子への縮減をとまなっていないという意味で特殊的自己金融というべきかもしれない。

本格的自己金融成立のための基本要因である配当の利子への縮減化の前提となる一般株主の貸付資本家化は、20世紀にはいって次第に進行してゆく。1870年代から90年代にかけて株式配当率は一般的には極めて変動的であったが、20世紀のはじめから配当率の安定化という傾向が強くなってくる。これは株式会社制度の普及、大規模化、一般株主の増大、株式市場の発展などのからまりあいのなかで次第に進行してきたものである。それはまたドイツ経済の独占体制、金融資本の確立の進展とも照応しているものである。

1898年から1900年までの3ヶ年の好況期における株式会社の設立件数、同資本金額、および新株式発行額は、国内産業の発展とくに90年代後半における産業の集中、集積の急展により、それまでに見ない程の規模のものであった。ただ僅かに資本金額については1870年代の株式会社設立期のそれに及ばなかった。そしてその後も株式発行額は年間5億8,800万マルクの率で増大していった。かかる株式の急速な普及は既存企業の組織変更によるものであっても、株式市場の発展を促進するという点では同じような作用をもつものである。

ここで注意すべきは、このような産業証券の発行がほとんどベルリン資本市場においてなされたということである。その結果地方的な資本市場の意義がさらに低下しベルリン取引所は中心的資本市場としての地位をさらに強化することになった。このような株式取引のベルリン取引所への集中は、株式の流通をさらに促進し、株価形成における客観性をより一層促進するものである。

このような株式会社の急増、大規模化、発行株式数の増大は一般株主の増加をもたらし、また株式市場の発展を促進することによって、またその過程における独占体制の強化、金融資本の確立による独占利潤の安定化と呼応して、配当率の一定水準の維持という形で、一般株主の実質的レントナー化、従属化を推進する基礎となったのである。配当率の安定化とは利益留保のはじまりを意

味するものであって、かかる一般株主のレントナー化は本格的自己金融成立のための基本要因の一つを準備するものである。

なお第一次大戦前における独占体制は重工業部門において混合企業を主体として確立され、あるいは金融資本型コンツェルンの成立をもみるのであるが、一般的には市場統制的しかも価格統制的性格をもったカルテル、トラストに特徴づけられるものであった。⁽¹²⁾かかる性格をもった独占体制は独占とはいえその商品市場にはかなりの流動性が残されていたとみられるし、また化学、電機工業などの新産業として発達してきた部門は、この時期においても独占体を内に含みながら、社会的購買力に支えられてなお急速に発展していたのである。したがってこの時期においては独占体の有する諸特徴とくに市場構造的特徴はまだ完全には発現していなかったものと思われる。しかし第一次大戦前の数ヶ年の間に、資本輸出の増大、過剰商品の海外へのダンピングという形で、それが顕現するに至るのである。かくて本格的自己金融のための基本要因がこの時期の末期には一応確立されたものとみることができる。

(1) Karl Hagest : Selbstfinanzierung des Betriebes, 1952, SS. 11—12.

(2) K. Hagest, a. a. O., S. 12.

(3) 大野英二「ドイツ金融資本成立史論」(有斐閣、昭和31年)75頁。

(4) この時代のドイツ化学工業についての資料は大野英二氏の前記著書第二章第二節Ⅲに依った。文章の引用を除き、個々の参照箇所ははぶかせて頂く。

(5) 大野英二、同上、108頁。

(6) 同上、117頁。

(7) 戸原四郎「ドイツ金融資本の成立過程」(東京大学出版会、1960)に掲載されている第49表(171頁)第57表(186頁)、および第64表(198頁)参照。

(8) K. Hagest, a. a. O., S. 12. 「第一次世界大戦前の10年間に、次のような傾向が有力になった。すなわち金利生活者の株主(Rentneraktionären)に喜ばれるために、配当を一定の高さに維持するという傾向であるこのようないわゆる株式の利子化(Verrentung der Aktie)は過大な留保政策(Reservepolitik)およびまたそれによる広汎な自己金融を準備したのである」

(9) 戸原四郎、前掲書、第84表(251頁)参照。

(10) 同上、第115表(330頁)参照。

(11) 同上、331頁。

(12) 高宮晋「企業集中論」(有斐閣、昭和17年)99—106頁参照。

(3) 戸原四郎、前掲書、ドイツの海外投資については第120表(354頁)、ダンピングについては294および299—301頁参照。

Ⅰ (第一次大戦後——大恐慌)

1914年から1918年にわたる大戦の後のドイツ経済は史上空前のインフレーションにおそわれるのであるが、この時期における企業金融はドイツ経済そのものの異常性から考察を行なわないことにする。1923年の10月ドイツ政府による授權法にもとづくドイツレンテン銀行の設立またその翌年のドイツ金割引銀行の設立などに示される金融政策によって、破局的インフレーションもようやく終わりをつげ、これ以後ドイツ経済は「相対的安定期」にはいり、27～8年には戦後最高の好況をも経験することになった。

この時期における自己金融は、ハーゲストがシュトラツスやプリオンおよびメレロヴィッチの計算から明らかにしたところによると1924年から28年における産業的自己金融の大きさは年あたり15億マルク、とくに1928年は20億に達した。一方24年から29年にいたる間の産業分野での株式発行は計47億マルク、社債による調達⁽¹⁾は計30億であった。これからわかることは外部資金をすでに内部資金がオーバーしていることである。したがって概観的にはこの時期にすでに自己金融が一般化したといつてもよいかもしれない。しかし、もう少しつつこんで検討することにしよう。森昭夫氏の計算によると1926年の純自己金融率⁽²⁾は8.7%と極めて低率である。29年においてもそれは19.9%である。一方減価償却を含めた総自己金融率は26年が45.8%、29年60.0%となっている。ということは内部資金の圧倒的部分が減価償却であったということ⁽³⁾を物語るものである。しかし、ここで注意すべきは過大償却によって利益部分が隠蔽されたかもしれないということである。それはそれとして1928年の利益留保の状況⁽³⁾をみると留保率は極めて低い。プリオンのしめす数字によれば「会社税の課税対象となる株式会社の所得」は18億1,900万マルク、そのうち13億7,800万マルクが配当金として支出され、残額は4億4,100万マルクであるが、このうちから会社税が納入されるので、留保される利益はせいぜい1億マルク前後であろうと推定される。好況時においても極めて低い留保率しか示していないのである。しかも自己金融のための基本要因はすでに第一次大戦前に一応成立し、第一次大戦後も独占体制はインフレーションの過程で再編成され強化されてきたのである。そして戦後のカルテル、トラストは市場統制的それも価格統制的なものから、より一層の独占利潤獲得のために生産合理的なものに移行していったのである。そしてか

かる企業集中は一般化し高度化して、化学工業、電機工業などの新興産業および軽工業にも波及するに至った。そしてかかる生産合理的企業集中はその生産力をたかめる作用をもつものであり、それは生産力の購買力に対する恒常的超過をさらに尖鋭化するものである。このような生産合理的企業集中の基盤の上になつて市場統制的独占体制が新たな意味をもって登場してくるようになる。すなわち生産統制的、市場調節的性格への変質である。このように、ここに至つて独占成立にとまらぬ商品市場の構造的変化にもとづく、独占体の資本蓄積における制約性が端的に現われることになつたのである。しかも一般的規模をもつてである。そして、これはまた1930年にはじまる大恐慌の国内的な基盤となつたものである。

このような独占体制の極度の進展のなかで、極めて低率の利益留保、したがってほとんど減価償却にもとづくといつてもよいほどの自己金融現象が発生するのであるがこれを如何に理解すればよいか⁽⁴⁾が次の問題である。

まずはじめに基本要因成立の中での留保率の比較的な低率性を問題としよう。端的にいうならばこれは高利率によって影響されたものである。大戦後のドイツ経済は資金不足の中でその再編成、発展をはからねばならなかつたのであり、この国内的な資金不足を反映して金利水準は確定利付有価証券においては9%前後⁽⁵⁾、ライヒス・バンク割引歩合は1929年に7.11%とその当時の国際水準のほぼ2倍であつた。その結果外債が増加し、特に27年度には私企業の長期外債発行高は10億6,500万マルクにも達したのである⁽⁷⁾。さらに戦後その機能を低下させていた株式市場から、このような資金不足のなかで、不足資金の調達をはかろうとするならば、高率の利率をさらに或る程度上まわる配当率を維持していなければならないであろう。かかる利率の側からの圧迫が、配当の利率への縮減化が一応成立していたにも拘らず、一般的には留保率を比較的低位にさせる原因となつたのである。

次にかかる留保率の低位にもかかわらず自己金融比率が或る程度高かつたのは、先にふれたように独占体制の極度の進展にもとづく市場構造的側面からの生産力の拡大抑止作用が働いたからであり、また技術的進歩も一般に停滞し漸次的前進を特徴とするに至つたからである。1926年の資本金に対する資金調達額は9.88%、29年には7.80%であり、第二次大戦後の30%前後に比較するとその3分の1にもたりない⁽⁸⁾。

このようにこの時期の自己金融はすでに本格的自己金融の模相を示しているといつてもよいのであるが、利益留保は資金不足、高利率によってかなり圧迫され、現象的には生産力拡大の鈍化傾向と相まって減価償却を主

体とする自己金融現象という形をとったものと理解すべきであろう。このような理由からこの時期の自己金融現象を株式市場の機能の低下に直接結びつけて考える見解は誤りとされるべきであろう。⁽⁹⁾

(1) K. Hagest, a. a. O., SS. 12—13.

(2) 森昭夫「企業自己金融論」(千倉書房, 昭和38年) 第6—1表, 123頁。

(3) 第一表(57頁)参照。

(4) もちろん, この時期においても高度の内部留保を強力に推進した独占企業がなかったわけではない。たとえばクルップやボルジッヒの無配当政策, イー・ゲー・ファルベンの配当政策による留保資金の利用, および加里工業での50%近くの利益留保など。大野英二「ドイツ資本主義論」(未来社, 1965年) 200—201頁参照。

(5) 日本銀行調査局, 「ドイツインフレーションと財政金融政策」(実業の日本社, 昭和21年), 512頁。

(6) プリオン, 前掲書, 122頁。

(7) 日本銀行調査局, 前掲書, 514頁。

(8) 森昭夫, 前掲書, 123頁。

(9) 生川栄治氏はプリオンの見解に依拠しつつそのように理解されている。「現代銀行論」(日本評論新社, 昭和35年), 55頁。

Ⅲ (恐慌後—第二次大戦前まで)

この時期は1930年からドイツ経済を襲った大恐慌が32年にその極点に達し, その後33年に成立したナチス政権のもとで労働振興政策を通じて次第に回復し, さらには再軍備体制へと突き進んで行く時期である。この時期の自己金融は自己金融比率においてはドイツ経済において現在までその例をみないほどの顕著なものであった。

まずどの程度の利益留保がなされたかをみよう。プリオンの計算によれば第一表の通りである。これによると

第一表 会社利益と配当(単位百万マルク)

	会社税の課税対象となる株式会社の所得	配当金	両者の差額
1928年	1,819	1,378	441
1932年	606	567	39
1933年	735	554	181
1934年	1,186	612	574
1935年	1,716	736	980
1936年	2,250	752	1,498
4年間合計	5,887	2,654	3,233

W. Prion: Das deutsche Finanzwunder より

33年から36年までの4年間に課税対象利益の45%が配当として支出され, さらに課税対象利益の平均22%が会社税として国庫に納入されるのでその分を差し引くと, 課税前利益の留保率は約33%, 税引後の留保率は約42~3%となる。この計算のなかには恐慌のどん底からやっと立ち直りかけた1933年を含んでいるので, この年を除外すると課税前利益の留保率は約37%, 税引後の留保率は約48%になる。とくに36年の税引後利益に対する留保率は, 税率30%として, 52%に達する。なお「三菱経済研究所本邦事業成績分析」によると一部会社についてはあるが, 税引後留保率は37年から39年にかけて大体40%前後を維持している。⁽²⁾ しかもここで注意すべきは, 会社税の引上げおよび査定 of 厳格化のなかでこれが遂行されたということである。36年に会社税は30%に引上げられ38年には10万マルク以上の収入ある諸会社に対しては38年35%, その後2ヶ年間40%へと引上げられた。その結果総収入に対する租税負担は年々増大していった。

さらに配当額は第一表によって知られる通り32年以降はほとんど変動がなく, 若干の増加傾向をしめしながら安定した姿をしめしている。これは配当の利子への縮減化を暗示するものであるが, その点を配当率(第二表)で検討してみよう。33年の平均配当率3.27%は37—38年になってやっと5%台へ上昇している。低利政策のためこの時期の四分半利債券利回りが4.5%前後であったことまた公定割引歩合が4%であったことと比較しても, いかに配当率が低率であったかがわかる。しかも40%前後の内部留保を行ないながらである。この結果株価指数(1924—6年=100)は1928年の148.4から33年67.3に低下し37年にやっと111.7となった。⁽⁴⁾ 以上のことからこの時期には配当の利子への縮減を通じて, 企業利益の大規模な

第二表 配当率

	銘柄数	資本金(百万マルク)	配当率%	100マルク払込当り株式利廻%	株式利廻%
1932	659	10,246	2.85	67.67	4.18
1933	597	9,593	3.27	78.58	4.16
1934	561	9,109	3.53	91.44	3.86
1935	532	9,048	3.59	98.93	3.63
1936	501	8,288	4.28	112.66	3.80
1937	490	8,196	5.15	133.26	3.83
1938	475	7,990	5.72	138.45	4.13
1939(8月)	469	7,867	6.49	128.10	5.07

Wirtschaft und Statistik より作成

留保が強行されたと考えてよいであろう。しかもこの配当の利子への縮減は大恐慌時に大暴落した株価を基準にして行なわれたため1935～6年までは額面に対する利子率をさえ下まわることになったのである。かくて景気の回復による利益の増大とともに、低利子率のもとでの配当の利子への縮減によって、利益留保率は次第に向上し企業の内部蓄積は増大の一途をたどることになる。

ところで、ナチス政権下における配当の問題を取り扱う場合には、ナチスによる配当規制のための諸政策を無視することは許されないだろう。ナチス政権は公債市場対策のために種々な配当規制策をとったのであるが、それは次のようなものであった。

1) 「資本会社の公債資本形成に関する法律」(投資法 Kapitalanlagegesetz) (1934年3月29日)

1933年10月1日より1934年12月31日までの期間に、営業年度を終了し、前年度より多額の配当をし、かつ、その配当が払込資本の6%を超える時は(イ)前年度の配当が6%以上である時はこれに対する本年度超過額すなわち増配分を、(ロ)前年度の配当が6%未満の時は本年度配当額の6%を超える部分を公債に投資すべきこと。(第一条)

2) 「資本会社における利潤分配に関する法律」(公債資金法 Anleihestockgesetz) (1934年12月10日施行)
これは資本金10万マルク以上の資本会社を対象とし、投資法の欠点を改正したものである。

(イ) 原則として資本金に対し払込資本の6%以上に達する現金配当をなすことを得ず。ただし前年に6%以上の配当をした会社に限り、8%までの現金配当をすることができる。(すなわち投資法によれば、今までの配当率を超過しない限り、8%以上の現金配当が可能であったが、これが最高8%と明確に限定された。) (ロ) それ以上の純益配当が可能の場合には超過額をベルリンの「ドイツ金割引銀行」に預託し、同行は株主のためにドイツ国債及び市町村借換公債に投資し、すなわち株主のために信託的に管理して、第四営業年度経過後に株主に分配する。(第六条)

この公債資金法は配当限度額そのものは制限しなかったが、その初期においては公債資金の払戻しがはっきりしないこと、さらに37年12月9日の「公債資金法第三次施行並びに補足令」によってその払戻方法が規定されたけれども、それが次のような内容のものであったため配当を抑制する機能を果し、利益留保の傾向を強めたといわれている。すなわち払戻方法とは、ドイツ金割引銀行に預託された公債資金で買入れられた証券の全部を時価(額面価額の82.5%)で引き取り、その代償として「租税証券」を額面で交付するというものであった。こ

の租税証券は1941年4月1日以降1946年3月31日までに賃銀税、資本利子税を除く国税の支払に用いることができたのであるが、無利子であったため(それまでの租税証券は4分利付)これの受領者はそれだけ損失を蒙ることになったからである。

しかしこの公債資金法がどれほど配当の制限に効力を発揮したかは、うたがわしい。たとえば軍需生産の強行によって、一度は豊富な内部蓄積を有していた企業が次第にその余裕を失ってきた1939年においては、ベルリン取引所上場株式380余銘柄中、超過配当をしたものが63社に達している。そのうちわけは6%を超えるもの(現金配当6%、超過配当1～4%)9社、7%を超えるもの(現金配当7～7.5%、超過配当1～3%)5社、8%を超えるもの(現金配当8%、超過配当1～20%)49社である。⁽⁵⁾そしてそれまで減少していた株式資本が39年末にはわずかではあるが増大のきざしをみせたのである。しかし何よりも配当率が1938年まで平均して3～5%台であったということを考えれば、実質的には公債資金法には配当抑制の作用はあまりなかったのではないかといえることができるであろう。かかる法的制約は、配当の利子への縮減のための諸条件がすでに成立していたこの段階では、それを促進する役割を果しただけであって、それが低率配当の直接的原因ではなかったと思われる。

次に自己金融のもう一つの要素である減価償却についてみてみよう。プリオンによればこの時期の産業における償却は第三表の通りである。そしてかれはこれについて次のように説明している。「注目し得ることは1933年以後には好況時代1928年よりも多く、殊に1936年に至って著しくこれを凌いでいるといふことである。」その理由として次のような諸点をあげている。1) 短命経済財に対する償却の繰上げが、税法上の処置により促進

第三表 減価償却と投資(単位百万マルク)

	貸借対照表上の償却	投資	差額
1928	1,700	2,615	900(-)
1931	1,900	879	1,000(+)
1932	1,600	439	1,200(+)
1933	1,500	557	1,000(+)
1934	1,800	1,067	750(+)
1935	2,000	1,658	350(+)
1936	2,300	2,084	200(+)

W. Prion; Das deutsche Finanzwunder より統計局調。

されたこと。2) さらに経費の逓減による損益勘定の好転。3) なかんずく技術の進歩, および軍拡注文の終了による設備不用化への懸念。4) 軍需注文に附随する新規設備の償却についての計算上の処置に関する特殊の約定。5) 過大償却。これについては次のように説明を加えている。「……その後の経過において, 就中1937年における完全操業は, 設備の拡張を急務ならしめ必然償却を高めたのである。しかしこの償却増加の背後に, 増加利潤の勘からざる部分を, 隠匿しようとする苦心の存するといふことを, 看過してはならない……事実上——貸借対照表に——計上されている償却を(統計局の)所謂正常償却高たる年12億乃至15億マルクといふ金額に対比すれば, ここに形成されている秘密準備金の大凡が推知出来る」と。

以上で内部留保および減価償却について内部資金形成の状況を見てきたが, その特徴は配当の利子への極端な縮減の基礎の上に展開された本格的自己金融という様相を強くもったものであった。そこで次に自己金融比率に影響を与える外部資金の調達状況が明らかにされねばならない。第四表によってわかる通り, 1928年の株式資本発

第四表 ドイツ資本発行高(単位百万マルク)

年次	公的証券		土地信用組合債券		私的証券			
	金額	%	金額	%	株式		社債	
					金額	%	金額	%
1928	663	15.6	1,948	45.9	1,339	31.6	294	6.9
1929	520	19.5	1,157	43.4	979	36.8	8	0.3
1930	529	15.2	2,363	67.9	555	15.9	35	1.0
1931	65	3.3	1,272	64.5	635	32.2	1	—
1932	511	52.5	303	31.1	150	15.4	10	1.0
1933	1,023	66.5	423	27.5	91	5.9	2	0.1
1934	334	32.9	534	52.6	143	14.1	4	0.4
1935	1,643	58.5	1,009	35.9	156	5.5	3	0.1
1936	2,671	66.9	877	22.0	395	9.9	48	1.2
1937	3,130	68.1	887	19.0	333	7.2	258	5.5

Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich 1938年より作成

行高が13億3,900万マルクに達していたのに対し, 29年には9億7,900万マルクに減少し, 以後恐慌の拡大とともに減少し, 33年にはわずか9,100万マルクに低下している。そして1933年から37年までの株式発行総額はなんと11億1,800万マルクとなり, 28年1ヶ年の発行高より

も少なくなった。同様に社債も28年には2億9,400万マルク発行されたのが33年から37年までの5年間に合計して3億1,500万マルクをかぞえるに過ぎない。これは留保利益が33年から36年までの4ヶ年に約20億マルク(この数字は会社税の対象になったものだけである), 減価償却が約76億マルクであったのに比較すると約12%程度にしか当たらない。それに対して公債の発行高が対照的に伸展しているが, ナチス政府による公債政策を軸とした経済復興, 軍拡政策をうかがわせるものである。

このような外部資金依存度の低下については, 先にあげた法的な配当規制措置とならんで, 株式市場および株式発行に対する政府の制限措置が, その説明としてよく利用される。そこでそれらの制限措置がいかなるものであったかをみてみよう。まず1933年7月15日の「強制カルテル法 Gesetz über Errichtung von Zwangskartellen」を取りあげてみよう。

同法第五条第一項は次のようになっている。「一定の経済部門において全体経済及共同の福祉の重要性を考慮し必要ありと認むるときは経済大臣は当該経済部門の範囲内において一定期間新企業の創設又は既存企業の経営若しくは能力の拡張を禁止し又其の許可に依らしむることを命ずることを得。経済大臣は同一条件の下に於て既存営業の利用の範囲をも統制することを得」と。かくて1934年8月までに27業種の新設拡張が順次に禁止された。この新投資の禁止ないし制限が適用されたのは, 生産過剰におちいつている業種であったといわれる。かかる経済統制はナチス政権の意図がカルテル強化による産業の再編成とその安定化にあったように, ドイツ独占体を, 国家権力によって競争から保護し, さらに強固な安定的なものにする役割を果すものであった。かかる国家権力による競争の排除ならびに労働振興策, 軍拡政策による独占体への事前金融による発注は, 独占利潤を保障するものであって, それがまた高度の内部留保の基盤ともなったのである。したがって「強制カルテル法」は新投資の禁止ならびに制限によって株式発行を阻止したというより, 独占体強化安定策という面をこそ強く評価すべきである。「全体経済及共同の福祉」に合致するものの新設拡張は認められていたのである。

さらに株式発行の制限に関する法的措置としては, 1933年5月31日の閣議決定にもとづき組織された経済諮問委員会の決定によって採択された株式及び社債等の私的有価証券発行の許可制であろう。これはそれらの発行の制限を通じて, 資本市場の資金を公債引受に回流させることを目的として行なわれたのであるが, これにもとづきナチス政府によって許可されたものは四ヶ年計画に関係あるものに限られ, 実際に許可されたものは非常にわ

ずかであったといわれる。

かくてこのような法的な発行禁止ないし制限措置、および配当制限措置が自己金融を促進したのであるとする見解が成立する。たとえばプリオンは「……事実上の発行禁止が行なわれ、すなわち株式および社債の発行が許可制度となり、その発行が不可能ではないまでも困難となった今日、自己金融といふことが、企業にとって極めて強い誘惑である……株式会社は、従来は資本市場を利用していたのであるが、今や自己金融によって、その資金的欲望を充足せんとするのである」と述べ、またハーゲストは投資法、公債資金法などについてふれたのち「結局企業は直接的な国家的資本統制の方策によって、自己金融への道を実のところ強いられたのである」と結論する。

しかしこの時期の配当率水準が国家による配当規制水準を大きく下まわっていたこと、および生産力の伸びがほとんど停滞していたこと——それは企業の内部蓄積をさえ下まる投資となって現われている——を合せ考えれば、このような国家権力による経済介入が株式資本の調達の下下に関して、どれほどの意味をもつものであったか疑わざるをえない。もちろん或る程度の影響を与えたであろうことは否定しないが、それよりはむしろ先に指摘しておいたように独占体の安定強化という側面をこそ評価すべきであろう。

そこでこの当時の生産力の停滞について一言ふれておこう。大恐慌後のドイツ経済の回復過程はたしかに「驚異的」といわれる程急速なものであった。生産指数(1928=100)は33年には61.5まで低落したが、それから3年後の36年には早くも107.8と戦前の好況期を上まわるに至った。しかし第三表に示されているように1931年から36年にかけての投資額は毎年減価償却をさえ大幅に下まわっている。このためこの6年間にそれだけでも50億マルク程の余裕資金が発生したことになり、これに留保利益を加えれば、70億マルク以上の余裕資金が発生することになる。⁽⁹⁾これは銀行債務の反済、長期債の償還および年賦償還額の増額にあてられ、さらに特殊手形、大蔵証券の買入れ、または他企業への参加に利用された⁽¹⁰⁾。かかる投資停滞の過程では株式資本への需要もまた停滞するであろうことは容易に想像しうることである。

かくてこの時期の自己金融はナチス政権の独占体安定強化策を軸として低利子率、生産力の停滞にささえられて、また数量景気を基盤として高度に展開することになったのである。

(1) プリオンは当時の平均会社税率を22%と推定している。W. Prion: *Das deutsche Finanzwunder*, 1938. 「ナチス独逸の財政建設」金融研究会訳, 昭和19年, 79頁参照。

(2) 1936年にドイツの会社税率は30%に引上げられた。

(3) 1936—7年は140社, 38—9年は28社の平均。「三菱経済研究所本邦事業成績分析」昭和13年上期, 14年下期。

(4) 連邦統計局株価指数による。

(5) *Berliner Börsen-Zeitung* 調査による。

(6) プリオン, 前掲邦訳, 62—3頁。

(7) 同上, 76頁。

(8) K. Hagest, a. a. O., S. 14.

(9) この点につきプリオンは次のように述べている。「労働振興及び軍拡の結果として、企業の金融上に齎された他の現象は、流動資金の集積である。一般的に生じたこの異常なる流動化は、三つの原因に遡ることが出来る。第一のものは……販売高の増加に基き、再び生じ来った利潤であって……第二の原因は銷却並に投資政策に求むべきである。……この銷却と投資の関係には、1933年以来顕著な変化が現われたのであって、即ち投資が明らかに考課状面における銷却よりも尠い、といふ事実がこれである。これは単に銷却が増加したといふことによる許りではなく、むしろこれと同時に投資が停滞し、後に至って漸く増加したといふことによるのである。この投資の遅れは、多くの企業が、1928, 9年の好況の結果充分の設備を保有しており、しかもそれが恐慌によって整理改造されて、著しき改善を見ている結果、投資に対し気乗薄であったといふことに因るのである。それ以上の理由は、一般的に設備の拡張が手控へられていたことである……右の如き次第で、販売利益の増加に基く銷却金の多くは、直ちに支出されなかつた」そしてこれらは企業の流動化の向上に大きな貢献をしたと記している。そして注目すべき一例として合同製鋼会社(*Stahlwerke A. G.*)をあげている。そこでは1933年の創立以来償却の総額は3億1,400万マルクに達したが、このうち僅かに1億500万マルクしか設備の補充新設に支出されなかつた。さらに1933年からの投資に対する償却の超過額は、景気研究所の推定によれば、1937年末までに69億マルクに達したことを指摘している。プリオン, 前掲邦訳, 82—5頁参照。

(10) プリオン, 前掲邦訳, 89—95頁参照。

(1966.10.6)