

株式会社の自己金融の危険

—西ドイツ株式法（一九六五年）の立法過程におけるH・ラッシュの見解—

一 ま え が き

田 平 紀 男

株式会社は、資本主義社会の一定の発展段階において登場した高度な企業形態であり、株式の発行による資本市場を介した資本調達を、その本来の金融方式とする。

ところが、現代株式会社金融の特徴として指摘される自己金融（Selbstfinanzierung）は、株式会社の企業金融でありながら、資本市場を媒介としない金融であり、少なくとも直接的には株式による金融ではない。

一般的にいうならば、自己金融とは、企業がその利益を内部（社内）に留保し、これを自己の投資資金として利用することであり、内部金融ともいわれる。^① 企業利益の内部留保^②自己金融は、具体的には、準備金、減価償却、引当金等の形態で行なわれる。

自己金融が、「独占後期における株式会社金融の変貌」の問題として論及されるように、特に独占段階における独占資本のなす自己金融は、株式会社金融の変貌が、ほぼその極限に達した場合であるといえよう。

従って、自己金融現象は、法的組織形態としての株式会社およびそれをめぐる様々の法現象を対象とすべき法学の諸分

野に対しても、重要な理論的・実践的諸問題を投げかけているように思われる。

ところで、第二次大戦後、「奇跡の経済復興」を遂げた西ドイツでは、特に敗戦後の経済再建過程において、自己金融が重要な役割を演じたといわれている。特に一九四八年の通貨改革 (Währungsreform) 以後、税法措置を手段にして、国家による強力な自己金融推進政策がとられ、強制貯蓄 (Zwangssparen) といわれる程の資本蓄積が強行された。

また西ドイツにおいては、一九五八年の報告者草案の公表以来、株式法改正に向けての活発な議論が展開され、一九五九年の「会社財産による資本増加および損益計算書に関する法律」の成立、一九六〇年の政府草案を経て、一九六五年に新株式法が成立した。

改正の重点の一つとして計算規定の改正もなされており、特に自己金融規制の問題は、立法過程においても一つの焦点となっていた。⁽⁵⁾

一九六五年株式法の立法過程において、早くから有力な立法論を展開してきたラッシュ (Harold Rasch) は、既に一九五八年に、「経済の自己金融」(Die Selbstfinanzierung der Wirtschaft) と題する論文を、年鑑 *Ordo* に発表している。⁽⁴⁾ この論文は、「株式法および税法の改正に寄せて」(Ein Beitrag zur Reform des Aktien- und Steuerrechts) というサブタイトルからも推察されるように、西ドイツにおいて一九四八年の通貨改革以来、重要な意義を獲得してきた株式会社の自己金融を、主として経済政策のおよび「社会政策的」観点から批判しつつ、過度の自己金融を法律的措施によって制限すべきであるという立場から、株式法および税法の改正のための立法論を展開したものである。⁽⁵⁾

本稿は、ラッシュが右の論文において「株式会社の自己金融の危険」(Die Gefahren der Selbstfinanzierung der Aktiengesellschaften) と題して論じている部分を、要約 (抄訳) して紹介しようとするものである。

この部分には、自己金融規制に関する当時のラッシュの立場が集約的に表現されていると共に、一九六五年株式法の立法者の基本的な立場との少なからぬ共通性が見られるようである。

従ってそれは、自己金融規制に関する法政策的課題へのアプローチにとっても、一つの手がかりになると思われる。

二 株式会社の自己金融の危険

—Ordo 論文（一九五八年）における H・ラッシュュの見解—

ラッシュュは、会社の過度の自己金融に基づく一定の危険として、(一)国民経済的危険 (Volkswirtschaftliche Gefahren)、(二)「社会政策的」危険 (Gesellschaftspolitische Gefahren)、(三)競争政策的危険 (Wettbewerbspolitische Gefahren) という三つの危険について述べている。以下、ラッシュュの見解を要約する。⁽⁶⁾

(一) 国民経済的危険

企業の競争に、経済生活における本質的な機能を割り当てる者は、資本市場においてもまた、競争を望まねばならない。商品市場 (Gütermarkt) において、価格が、商品の相対的不足の表現であるように、資本市場においては、利子が、資本の不足、資本の需要の切迫を指示する。自由な利子形成は、真の競争秩序においては、不可欠である。

株式会社の自己金融は、今や、大部分の産業投資に関する決定を、市場から奪い取る。そこに、その（自己金融の）国民経済的危険が存する。市場を通じて (marktgerichtet) 利子を払う必要のない資本を投資できる者は、この特典を享受しない者よりも少ない収益 (Ertrag) で満足しよう。従って、その資本は、最大の収益を約束するような投資 (Verwertung) に投入される必要はない。このことは、国民経済的にみると、資本誤導 (Kapitalföhrungen) の危険を意味する。論究されるべきことは、他の企業および他の経済部門における投資 (Investitionen) と比較した、投資の国民経済的収益性 (die volkswirtschaftliche Rentabilität) である。投資すべき株式会社は、その点において、他の資本需要

者の競争にさらされることなく、国民経済にとって一般的に妥当しない基準を、会社の計算の基礎にすることができる。人が、普遍的な計画経済へ移行することを欲しないならば、株式会社の新投資に関する決定を、市場に委ねる以外にない、何故なら、人は、これらの株式会社をして、すべての他の資本需要との、なるべく完全な競争のもとで、その資本需要に応じさせるからである。この方法が決して理想的ではないとしても、何と言った所で、よりよい、市場経済秩序により適合する選択原理 (Ausleseprinzip) は、存在しない。

しかしながら、企業の自己金融は、結果として、完全な競争の反対物になる、何故なら、それ(自己金融)は、元来なしうる資本供給の大部分を、市場から遠ざけておくからである。

個々の経済部門の内部における、私的計画および投資指導 (Investitionslenkung) は、包括的な、一般的価格機構によつてすべての経済部門を結びつけている、資本市場の代替物ではなく、同一企業の、場所的に分かれた数個の「営業所」(Betriebsstätten) の競争も、独立した市場参与者 (Marktteilnehmer) の競争の代替物ではない。

人が、たとえば住宅建築のような個々の経済部門を、一定の理由に基づき、将来も市場法則 (den Gesetzen des Marktes) に服させないことを欲するならば、かれこれの関与者 (Beteiligten) に、他の者の負担で補助金を与える (subventioniert) ことによつて、このことをなすであらう。その場合には、公的な課題の遂行が肝要である。大企業に、法秩序 (Rechtsordnung) によつて、その投資需要の金融のために (zwecks Finanzierung ihres Investitionsbedarfs) 一種の私的な強制公債 (privater Zwangsanleihen) を募る権能を与えること、しかも、それらの大企業を、租税法によつてさういふ金融実践 (Finanzierungspraxis) へとすすめることは、支持しえないように思われる。

企業の自己金融は実際、常に存在したし、一九世紀におけるドイツ経済の建設は、非常に広範にしかも主として、自己金融の方法で行なわれ、株式会社も、この方法を利用した。乏しい資金 (Knappem Geld)、自由競争、および適当な税率 (mässigen Steuersätzen) のために、これに対しても全く何ら異議が唱えられていない。「さういふ体制 (Verfassung)

においては、企業家に、自己金融への計上額 (Selbstfinanzierungsquote) としつゝ、これを認めることができ、認めべきか、というすべての考慮は無用である。それについては、支払われるべき価格 (Preis) と共に、市場、競争者 (die Konkurrenz)、顧客 (der Kunde) が決定するからである。」

我々の時代にとって根拠のある判断に達するために、我々は、色々な種類の自己金融を区別しなければならない。

自己金融は、第一に、高すぎる減価償却の引当額および年金引当金の助けで (mit Hilfe des Gegenwerts überhöhter Abschreibungen und von Pensionsrückstellungen) 行なわれる。その法律的基础は、現行法によれば、なるほど法的原則的 (rechtsgrundsätzlich) ではなうが、しかし実際の税法的性質のものである。当該の税法上の諸規定は、法的形態にかかわらず (unabhängig von ihrer Rechtsform) すべての企業に關係してゐる。政策的に (rechtspolitisch) 決定的な問題は、将来も、特別の企業 (eigenen Betrieb) における投資を税法上助成すべきか、すなわち他の納税者の負担で促進すべきかどうか、そしてどの程度までそうすべきか、という問題である。

自己金融は、更に、年度利益の負担による (zu Lasten des Jahresgewinns) 準備金 (Rücklagen) の形成によつても行なわれうる。その点では、発行能力のある物的会社 (emissionsfähigen Kapitalgesellschaften) と、一方ではそのコンツェルン企業が、他方ではすべての他の企業が、明確に区別されねばならぬ。

個人商店主、合名会社または中規模有限会社の社員 (Der Inhaber einer Einzelfirma, die Gesellschafter einer *Offenen Handelsgesellschaft* oder *mittelgroßen Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) は、資本市場を利用する (in Anspruch zu nehmen) 可能性を有しない。少なくとも有価証券の発行という形態ではそういう可能性を有せず、せいぜいたとえば保険会社の借用証書貸付 [金] の借り入れ (Aufnahme von Schuldscheindarlehen) による。——一定の限界内の銀行信用 (Bankrediten) のほかには——一般に、自己の企業の利益以外のいかなる投資手段も彼らの意のままにはならない。そして、彼らがそういう投資によつて、更に改めて企業活動の危険にさらすのは、他方また彼ら自身の資

金である。ここでは、市場を通じての特殊な投資監督 (Investitionskontrolle) が断念されうる。同じことは、なるほど株式会社という法的形態で経営されているが、その経済的構造からみれば同族会社 (Familienunternehmen) であるような多くの他の企業にあてはまる。

その大きさと構造からみれば一般的な資本市場を利用しうるような企業、従って広範な株主群をもつ大規模株式会社 (そのコンツェルン会社を含む) について、および特定の大規模有限会社については全く別である。これらの会社は、法秩序によって、株式資本の増加により或は債券 (Schuldverschreibungen) の発行により一般的な資本市場を利用しうるという利点 (特権) (Vorzug) を与えられている。さういふ特権 (Vorzugsrecht) には当然 (sinvollerweise) 、必要な投資資金を資本市場から (über den Kapitalmarkt) 調達し利益の留保によって調達しない、という義務が伴わ (entsprechen) ねばならない。このことは、本質上かつ経験上 (natur- und erfahrungsgemäß) または資本市場自体が、広く配当された利益から「資本を」供給される故に、獲得された利益 (die erzielten Gewinne) は、本質的にはまた分配 (配当) されねばならない、ということの意味する。利益を分配し、留保しないことは、大規模株式会社の経営者 (die Verwaltung) が、企業を新投資によって拡大するため或は現存の生産器械を合理化するために、獲得された利益 (erwirtschaftete Gewinne) をたくわえる (thesauriert) 場合は、自己の資金 (Geld) を処理する (verfügt) のではなく、他人の資金すなわち株主の資金を処理するのである、という理由によっても必要である。

我國の経済的、社会的状況のもとにおいては、立法は、公共の利益 (die Interessen der Öffentlichkeit) をより強調しなければならぬ。立法は、株主が彼に帰属する利益の大部分を、みずから進んで企業に留保しておく、という擬制から出発してはならない。

堅実な (solider) 人間は、彼の総収益 (sein gesamtes Einkommen) を支出 (分配) せ (ausgeben) ずその一部分をたくわえる、そして個人 (dem einzelnen) にとって正当なことは、企業にとつていさう正当である、という言及

は、やっかいな小株主を黙らせるには十分かもしれないが、批判的に考える者を満足させることはできない。

自己の裁量に基づいて、年度収益の負担で (zu Lasten des Jahresergebnisses) 準備金を形成する取締役 (Vorstand) は、さしあたり、自己の資金ではなく、実際「それとは」本質的に違うものであるところの他人の資金をたくわえる (spart) のである。そしてなかならず配当金を支払う「べき」株式会社は「収益を消費目的に使う私人とちがって」何も支出 (分配) せずに、彼ら (株主達) が会社の収益をたくわえることを望むか、或は実際に「支出 (分配) する」 („ausgeben“) ことを望むか、についての決定を会社の株主達に委ねるのである。それ故に、しばしば用いられる比較 (Vergleich) は、間違っている。

(二) 「社会政策的」危険

しかし資本誤導の危険は、決して企業の過度の自己金融の最大の危険ではない。我国の株式会社の新投資のための、そういう金融によって「価格を」脅かす („über den Preis“ drohen) ことの、「社会政策的」効果 (gesellschaftspolitischen Folgen) が、よりいっそう重大である。

一定の関係において (In gewisser Hinsicht) 各々の適正な新投資は当然、利益によってまかなわれ、費用を越えた企業の収益のよみ (von Erträgen der Unternehmungen über ihre Aufwendungen) 消費目的に使われない剰余金 (Überschuss) によってまかなわれ、その点において価格によってまかなわれる (aus den Preisen bezahlt)。しかし、この利益がいかにして形成されるかという「こと」、いかなる法形式において (in welchen rechtlichen Formen) 処分されるかということとは、全く別問題である。

競争が広く行き渡っておれば (Bei umfassendem Wettbewerb) 、競争「者」 (die Konkurrenz) が価格に不断の圧迫を加え、利益は節度ある限界内に維持される。ここでは、圧倒的な業績によって「差額地代」 (Differentialrente)

を獲得する (erwirtschaften) 企業のみが、自己の利益に基づき新投資をなしうる。

強力な経済上の支配的地位 (Machtpositionen) をもってなされる経営 (Wirtschaft) においては、事情は本質的に異なり、ここでは、カルテルを結んだ (kartellierten) 企業がもたなくば市場支配力をもった (marktstarken) 企業によって、多かれ少なかれ競争価格 (Wettbewerbspreisen) の上方に存する高価格が目ざられる。そうして得られた利益がたくわえられ、新投資 (neuer Anlagen) の金融のために使われると、結果として、経済の新投資 (die Neuinvestitionen) が消費者 (Verbraucher) の市場経済的に高すぎる価格によって支払われ、一方それら (新投資) の経済的価値は企業の所有者 (Eigentümern) のものとなる、といふことになる。

それは、通貨改革後の最初の数年においてはほとんど不可避免であり危険でなかった (unbedenklich) かも知れないが、長く続つては (auf die Dauer) 「社会政策的」に耐えられなう。

意図をもつて市場経済的方向づけられた「経済体制」(Eine tendenziell marktwirtschaftlich orientierte Wirtschaftsverfassung) は、消費者と納税者 (Steuerzahler) の負担の企業および企業の在来の所持者 (Träger) の財産構築 (Vermögensaufbau) を、広範には認めざることをきつ、あらゆる手段をもつて、できるだけ広い住民層 (Schichten der Bevölkerung) の中における財産形成 (die Bildung von Eigentum) を追求しなければならなう。

「経済体制」がそれを行なわなければ、国民の広範な輪 (weitesten Kreisen des Volkes) が社会の現実となる代わりに、市民の自由な法秩序の価値に関する感覚 (das Gefühl der Bürger für den Wert einer freiheitlichen Rechtsordnung) は衰え、所有権は空虚な法概念へと硬直化する (das Eigentum erstarbt zu einem leeren Rechtsbegriff)。

このことが長期的に (auf längere Sicht) 意味するべきもので、詳説される必要はない。

(三) 競争政策的危険

しかし、ここでさし迫っているのは、自由社会の精神的、倫理的基礎の破滅のみではなく (nicht nur die Zerstörung der geistigen und sittlichen Grundlagen einer freien Gesellschaft)、また全く緊急の危険でもある。

大規模株式会社の自己金融は、資本市場を狭くする。価格は下げられず、その点において消費者の手中における貯蓄の形成 (die Bildung von Ersparnissen) が妨げられる、しかも獲得される利益は一部分だけ分配され、それによって株主の貯蓄可能性 (die Sparmöglichkeiten) も制限される。

資本市場における供給の後退は、市場状況がいかなる自己金融をも許さないような企業の発展の負担にならねばならぬ。

自己金融は、既に元来、市場支配力をもった企業を庇護し、すべての他の企業に、市場経済的に是認されるべきでないやり方で不利益を与える。大企業と大コンツェルンを、現代の経済生活の不可欠の現象とみなす人も、それら (大企業と大コンツェルン) に対する小市民的な恨み (kleinbürgerlichen Ressentiments) に基づくすべての措置をきつう人も、立法が、大工業の発展と企業の集中を、他の経済に不利益を与える政策によって特に促進するということを、是認しえないであらう。

誤解を避けるために言つと、前述の詳論 (Ausführungen) は、我国の株式会社の取締役と監査役 (die Vorstände und Aufsichtsräte) に対する何らの非難も含まない。ここで述べられるのは、もっぱら、現行法秩序、特に我国の租税制度 (unseres Steuersystems) の必然的な結果である。

ハンジ (Hansi) は、このことを、次のように非常に適確に要約している。

「経営者 (Die Verwaltungen) は当然、分配 (配当) を低く維持する (ein Niedrighalten der Ausschüttungen) および収益 (Erträge) のできるだけ大きな部分を留保することは、会社の利益になるだけでなく株主の利益にもなる (auch im Interesse der Aktionäre) 」と言つることが出来る。分配 (配当) の場合には、株主には、一〇〇DMのうち二

九〇四九DMだけがとどまる、しかし「内部」留保の場合には、株主が確かにそれに対する権利 (Anspruch) を有するところの企業の資産 (die Substanz) が、約五五DM増加する……⁽⁹⁾それ故に現行租税規定 (Die geltende steuerliche Regelung) は、結果として、非常に有利な『資本市場の外で租税上促進されるたくわえ』 (steuerbegünstigtes Sparen ausserhalb des Kapitalmarktes) を可能にしていることになる。小株主はこの『租税上促進されるたくわえ』から、ほとんど利益を得ず、彼らにとって、それは、『株式の上への強制貯蓄』 (Zwangssparen über die Aktie) となる。

そのことから、現在の租税制度は、広範な、非常に重大な作用を有する、ということが明らかになる。即ち、所有(財産)集中 (Besitzkonzentration) の傾向である。

つまり、低い配当金 (利益配当) (der niedrigen Dividende) に相応して、株式の資本化された収益価値 (Der kapitalisierte Ertragswert) は、相対的に低く維持される、そして会社自体の収益力 (Ertragskraft) は、強度に増大する。それ故に株式相場 (Die Aktienkurse) は、会社の収益価値に及ばないであろう。そして、そういう事情である限り、単にすべての関係(関与)者 (Beteiligten) が租税上の利点の利用という商業上の原則 (dem Kaufmännischen Prinzip der Ausnutzung von steuerlichen Vorteilen) に従うという理由だけで、株式がますます、配当金で方角を見定めざるをえない (sich an der Dividende orientieren müssen) 小株主の手から、資力の上で (vermögensmäßig) より大きな取り引きをすることができ、相当な少数株あるいは全く絶対的な多数株 (qualifizierte Minderheiten oder gar absolute Mehrheiten) を獲得することができ、会社、持株「会社」グループ (Dachgruppen) および少数の大株主の手へと移動する、ということは全く自明である。

結局、はるか下部で結びつけられた個々の企業とその分枝との間の資本の積替え (Kapitalumschichtung zwischen den einzelnen Unternehmen und Branchen weitgehend unterbunden) になら、現行税法のより広範な効果が、

この集中傾向と同様に重大である。

準備金形成 (Reservenbildung) に比較した配当への超過課税 (steuerliche Mehrbelastung) は、まさに結果として次のようなことになる、即ち、長期的にみてより成功する見込みのある他の会社への投資の目的で、法人税納税義務会社 (Körperschaftsteuerpflichtigen Gesellschaft) から利益を引き出すことは、一種の内国関税 (Binnenzoll) を課せられる、それ(内国関税)は、ちょうど有力な株主の場合に、投資される額の九〇〜二五〇%にもなる。私は、すべての個々の会社の回りに、この高さの『関税壁』(Zollmauern)の状態が、資本取引(Kapitalverkehr)についての内国関税が存在している、ということを言いたい。

この『関税壁』は、新しい産業上の企てが、常に既存の会社の組織的、金融的範囲においてのみ発展させられる、という結果へと導く。それ故これは、現存企業の保持と経済構造の硬直化(Erstarung)をもたらす。

わが国民経済の構造のこのような硬化(Verhärtung)は、なかならず計画されているヨーロッパ関税同盟⁽¹⁰⁾(die sept-ante europäische Zollunion)を顧慮しても、全く重大だと思われる。何故なら、それによってドイツ経済は、共同のヨーロッパ市場において競争のできるために必要な、適応能力を奪われるかも知れないからである。」

三 あ と が き

以上が、ラツシユの見解の概要である。

自己金融に関する論点は、一応、個別資本としての株式会社とその内部構造にかかわる問題点と、それを前提としつつも更に総資本あるいは国民経済全体にかかわる問題点とに分けることができよう。ラツシユの見解のうち本稿で紹介した部分は、主として後者であり、そのため法的にも株式法より税法にウエイトがおかれている。⁽¹¹⁾

ラツシュは、株式会社の自己金融の危険という形で、三つの観点から論じているけれども、基調はむしろ一つのようにある。すなわち、ドイツの「経済体制」の原則に基づく、市場経済的競争秩序の維持と所有（財産）の分散、所有権イデオロギーの維持という基本的な立場から過度の自己金融を批判している。この立場はまた、一九六〇年政府草案理由書にみられる一九六五年株式法の立法者の立場でもある。一九六五年株式法の立法者にとっては、右の立場が、自己金融規制に際しての態度であると同時に、株式法全体の立法における基本的な態度でもあった。⁽¹²⁾

これらのことから、立法過程におけるラツシュの個人的な影響力のみならず、彼の依拠した理論が全体として立法過程に影響を与えていたことが推察される。⁽¹¹⁾

本稿で紹介したラツシュの見解を含む一九六五年株式法の立法過程における自己金融論争の検討は、自己金融規制に関する法政策的課題の追求にとっても有益だと思われるが、それは今後を期することとしたい。

- (1) 生川栄治「自己金融」（大阪市立大学経済研究所編『経済学辞典』、一九六五年、四七一頁）参照。
- (2) 馬場克三『株式会社金融論』（一九六五年）二六一頁以下。
- (3) 拙稿「『自己金融』の法的考察—西ドイツ新株式法における規制を中心として—」（立命館法学八五号）三五頁以下参照。
- (4) Harold Rasch, Die Selbstfinanzierung der Wirtschaft, in *Ordo* Bd. 10(1958) SS. 225—270. *Ordo* = *Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, begründet von Walter Eucken und Franz Böhm.*
- (5) 私は、前掲拙稿において、このラツシュの論文を部分的に紹介した。本稿で紹介するのは、その際に紹介しなかった部分である。
- (6) Rasch, a. a. O., SS. 250—259.
- (7) 近代国家の社会政策 (Sozialpolitik) は、労働政策としての意味をもつが、ここでは後にみるように独特の意味で使われている。訳語の適否の問題もあるが、一応「社会政策的」と訳しておく。
- (8) 以下の要約において傍点を付けた部分は、原文がイタリッタ体になっている部分である。

- (9) ラッシュェが引用してゐる原文では、約五五〇—一〇〇DM (um55, 1 bis 100, 1 DM) となつてゐるが、一〇〇DMのうち五五DM (um55, 1 von 100, 1 DM) の間違ひと思われぬ。Vgl. Rasch, a. a. O., S. 228. 前掲拙稿五〇—五二頁参照。
- (10) これは一九五八年一月一日に発足した欧州経済共同体 (EEC, EWG) の下における関税同盟をさすものと思われる。
- (11) もっとも、自己金融の法的基礎としては、株式法と税法が密接にからみあつており、むしろ両者は一体となつて機能している。ラッシュェも、基本的には、そういうふうにとらへ論じている。
- (12) 前掲拙稿四七—四八頁、七〇—七二頁参照。
- (13) 戦後西ドイツの経済政策を支えた理論や「経済体制」の意義等につき、さしあたり、松岡正美「ニッパードアイ『社会的市場経済と基本法』」(立命館法学六三・六四合併号) 一〇六頁以下参照。これは、Hans Karl Nipperdey, Soziale Marktwirtschaft und Grundgesetz (1961) の紹介を参照。