

商  
業  
編

企業の擴張と其の財政

室谷賢治郎

## 小 引

本篇は昨夏公刊した拙著「經營金融論」に於て論ずべくして、時間と紙幅との關係上論じなかつた部分である。参考に供した文献の主たるものは次の通りで、篇中脚註を附けない理由は凡そ文献以外に筆者の異説を多く樹てるところが無いからである。慚愧に堪えざる次第である。

Bishop, A. L., *The Financing of Business Enterprises*. New York and London, 1929.

Burchett, F. F., *Corporation Finance*. N. Y. & London, 1934.

Dewing, A. S., *The Financial Policy of Corporations*. 3rd. rev. ed. N. Y., 1934.

do., *Corporation Finance*. rev. ed. N. Y., 1931.

Hoagland, H. E., *Corporation Finance*. N. Y. & London, 1933.

Mead, E. S., *Corporation Finance*. 6th ed. N. Y. & London, 1931.

Reed, H. L., *Principles of Corporation Finance*. Boston, 1925.

## 一

希臘の昔萬物流轉の理を説いたのは哲學者ヘーラクレイトスであるが、現代に於ては實に哲人のみならず大

衆一般が世相の變遷の急激を語つて居る。分けても何等かの企業に従事する者は企業が進歩し成效するか否ざれば退歩し失敗するもので、決して靜止するものでないことを強く主張するのである。此の主張が果して正當であるか否かは十分に吟味を要するところであらうが、併し今日の如き經濟社會にあつては或る程度まで正しいと謂はねばならぬ。何となれば現在に於ける經濟機構は自由競争と私有財産とを支柱となすもので、自ら變動を生ぜしめる傾向を有するからである。

以下企業が成效し業務を擴張する場合の財政を論じて見よう。企業が失敗し業務を縮少する場合の財政は他の機會に之を取扱ふことゝしたい。但し注意せねばならぬのは企業の擴張は必ずしも財政問題に限られぬといふことである。擴張は事業の一切の部門に影響する問題を含み、其の決定的關係は財政上の性質を帯びぬこともあるのである。随つて、或る場合には交通が決定的要因となり、或る場合には勞働又は原料が決定的要因となり、何れにしても財政部門の關係は見られぬ。財政的考慮が加へられるのは他の條件が有利なときであるから、企業擴張の計劃の過程は財政と共に始まると謂ふよりは寧ろ財政と共に終ると謂つて宜いのである。而して財政部門が解答を與ふべき問題は次の二つである。即ち一は企業擴張の資金を如何にして獲得すべきかであり、二は擴張の計劃を何時實行すべきかである。換言すれば企業の他の部門が擴張政策を可とするとき之を實行する方法が財務の問題となり、同時に斯かる計劃を實行するに當り景氣變動の時期を考慮することも財政問題となるのである。

然らば茲に擴張の意味するところ如何と謂ふに、それは事業活動の擴大強化を指すものとする。工業會社の例を採つて謂へば製造及び販賣製品の配給につき取扱量を増加せず他のものゝ竭せる職能を取得することが茲に謂ふ擴張である。又新しい領域へ商品市場を擴張することや更に多くの商品を販賣せんが爲めに既得の市場を集約的に開拓することも擴張であり、或は又擴張を企て、居る會社が現に製造して居らぬところの新製品を製造し販賣することも擴張である。此等の目的は會社既有の能力を一層集約的ならしめるか、追加的能力を造成するか、將た他會社の有する能力を吸収するかにより達することが出來、其の法律上の形式は幾多相岐れるけれども、經濟上の機構に於ては左程異なるものではない。

さて企業擴張の動機は純粹に經濟的と謂ふよりは寧ろ心理的であるとは、多くの論者の一致するところである。即ち其の動機は征服及び成效に對する鬭争に伴隨するもので、デュウイングの形容を籍りて謂へば「掠奪的野蠻」の貴重な遺産である。凡そ人間の努力の範圍内に於ける擴張の動機は一個人の庭園の擴張から一國民の版圖の擴張に至るまで、形の大なるものは價值も亦大であるといふ潜在意識から發するのである。個々の企業の狭い範圍でも會社の成效を測るに先づ規模の大を以てし、次いで利潤の大を以てすることが普通に行はれるのも異とするに足らぬところであらう。左に摘出するのは企業擴張に導く主要な動機である。

### 一、名譽心

企業の擴張に導く最も有力な動機は人を其の骨髄によつて評價しようとする幻想と似て居る。即ち企業が大

なれば大なる程人も亦大であると謂ふのである。所謂朧を獲て蜀を望む類である。此の動機は事業以外のことに関心の向けられる場合には強く現はれぬ。蓋し斯かる場合の人物は經濟學上の意味に於ける企業者と謂ふことは出来ぬからである。然るに苟も企業夫自身の裡に價値を見出す人には事業成效の外的兆候を示さざれば熄まぬ慨がある。而も形の大といふ數量的卓越こそ其の兆候の最たるものでなければならぬ。征服といふ古い國民的本能は第二十世紀の經濟界に至つて會社擴張といふ散文的言辭に翻されたと謂つて宜い。

## 二、創造的本能

第二の重要な動機は創造的本能である。凡そ企業者の嫌ふところは停滯であり、好むところは建設である。企業者は漠然たる進歩の幻影を現實に化せんとすることを望むのであり、其の熟知する唯一の領域は己れの事業であるから事業の財産の裡に理想の實現を見んと努めるのである。建設せんとする本能は同時に發明的天才や巧妙な技能に於て缺くべからざる要素である。斯かる本能を表現する特定の形式は尋常一様の人にとつては到底求められぬところであるが、企業者にとつては其の事業こそ右の特定形式に他ならぬのである。

## 三、利潤

第三の動機は經濟的である。事業の擴張を圖る大多數の者が本來金錢を多く獲得しようとする衝動によつて動くものでないことは右見た通りであるが、併し利潤の増大は直接の影響を與へ他の如何なる動機よりも他人の金錢を投資せしめる上に有力であるから、利潤の動機を離れて擴張を語ることは到底出来ぬのである。

#### 四、投機心

第四の動機は投機的の時機を捕へるに就ての満足である。企業者は全然不定な將來を取扱はうとし、營業政策に直接の經濟的吟味を加へようとするのであるが、其の結果たるや實は不明に屬する。即ち建設的計劃の發展は謂はば一種の遊戯であつて、各人は其の試み得ると信ずる遊戯を樂むのである。

併しながら企業擴張の心理的動機を姑く措いて擴張の經濟的信條を求めるとせば、それは資本に對する生産の増加率及び收益の増加率は必然的に規模の増大から生ずるといふことである。換言すれば一企業の運営する單位が大なれば大なる程收益も大であるといふ假定である。斯かる根本的假定が果して理論上及び實際上正しいか否か。企業擴張の財政問題は先づ以て之が分析並びに批判から始めねばならぬ。

## 二

凡そ一の企業が大規模生産の下にあつて繁榮するに對し、他の企業が大規模のとき利潤を齎すこと少く小規模のとき收益大となるのは何故であるか。之を解く原因は甚だ微妙であつて、人の經驗的觀察及び普遍化的方法を以てしては容易に捕へ難きところである。夫れにも拘らず其の原因を指示する大體の傾向は知られるのである。即ち今日の經濟状態が貨幣經濟に依存することを顧るならば、大規模生産の利益に對する制限は次の四點に要約せられることを見出すのである。

一、自然法則により蒙る制限。之は如何なる生物も食物や住居を求めるところの制限で根本的のものである。人間の努力は此の法則の峻厳を或る程度まで緩和することは出来るけれども全然排除することは出来ぬのである。

二、工業の技術により蒙る制限或は投下資本と人間労働力との均衡により蒙る制限。

三、製品を配給する条件により蒙る制限。

四、大資本利用の危険により蒙る制限。

以下漸を逐うて之が説明を加へよう。

第一の自然法則なる語は第十八世紀の合理主義が之に聖位を賦與して以來陳腐となつた嫌はあるけれども、人間界に對する自然界の關係や事象を表現するには今尙ほ適當である。所謂收獲遞減の法則は最初土地の生産力に關してのみ論及せられたが、次第に人間の經濟活動に關する廣汎な現象にも適用せられることとなり、今日の如き複雑な企業活動にさへ適用せられるに至つた。例へば一日に數千の車輛を操縱する鐵道終端驛は一日に其の四分の一乃至十分の一の車輛を操縱する驛よりも比例以上に大なる土地資本及び労働者を要するのである。然るに大工場の經營にあつては收獲遞減の法則の適用は種々に現はれる。一の經營から他の經營に原料・部分品・半製品等が運ばねばならぬ距離は大工場の方が小工場よりも大である。而して各部門の生産活動を調和せしめる上の困難は生産の規模の増大するに伴ひ累積的となる。固より之を償ふ長所も存するけれども、



財貨の製造工程に加へられる自然法則による條件は、一定の生産の規模が達成せられた後は規模の擴張に伴ふだけの労働と資本とを要するといふ單純な事實を依然として残すのである。

第二の工業の技術は自然法則に次いで重要な制限を大規模生産の利益の上に與へるものである。上述の如く收穫遞減の法則は農業に適用せられる場合には土地及び經營といふ二つの不變的要素と資本及び労働といふ二つの可變的要素とを有する。故に若し二つの不變的要素が不變であるとせば此の法則は生産物の比例的數量が一定點の後二つの不變的要素の何れか又は兩者を増加するに伴ひ遞減することを言表すものである。斯くして此の法則は一片の土地につき適用せられるのであるから、農業に關心を有する者は各種の土地につき又は各種の農業につき收穫遞増の熄み收穫遞減の始まる點を比較することを得るであらう。又資本及び労働といふ可變的要素が耕作に於ける集約の度の異るところに適用せられるに伴ひ生産量の遞減する割合を決定することをも得るであらう。併し問題が工業に關する場合には生産物の單なる増加よりも収益が注意を受けるのである。夫故に收穫遞減の法則を工業にも適用し得ると稱するのみでは未だ以て生産要素の變動するにより、各種工業に現はれるところの利益や生産産物遞減の割合を決定することは出來ぬ。一工業に於ける生産規模の異なるにより舉げられる収益の程度を決定し、且つ各種の工業につき生産規模の異なるにより舉げられる相對的収益を比較することこそ正しく當面の問題でなければならぬ。

上述の如く生産規模の大小といふ問題は經營といふ不變的要素、換言すれば同一經營の下に於ける大小企業

の相對的収益といふ假定に基くものである。随つて茲に觀察すべきは次の條件の下に於ける工業生産の収益である。即ち

イ、労働の不變的數量を取り固定資産の數量を變動せしめて企業の収益の上に及ぼす影響を觀察すること。

ロ、固定資産の不變的數量を取り労働の數量を變動せしめて企業の収益の上に及ぼす影響を觀察すること。が是れである。固より斯くの如き條件を具へる事例を抽離することを自然科学の爲すやうに爲すことは不可能であるが、併し導出せられる結論が吟味に値するところの經濟現象は少からず存することを認めねばならぬ。

例へば製靴業の如きは不變費の労働と可變費の固定資産とを示す上に好適である。假りに或人が此の事業に多年の經驗を有したとしよう。而して舊式な能率の低い設備を有する小工場を運用するだけの資本を蓄へたとしよう。然る限り彼は大成效である。然るに此の成效に勢を得て彼が同一種類の靴を製造すべき近代式工場を設立したと假定しよう。製品の數量は舊工場に於けるよりも大となつても、出來高拂の賃銀が與へられたとすれば彼は失敗せざるを得ぬのである。蓋し彼は二つの工場に於て同一の企業者としての材幹を示したからである。詳言すれば製品一個當りの労働費は實狀の許す通り不變であり、變動したのは單に固定資産費である。然るに第二の場合には固定資産費が労働費に比して著しく大となり、製品の全費用が他の技術的に能率の低い小工場で決定せられる競争價格を超過することになつたのである。要するに固定資産費が此の特定製品に於ては大に過ぎたのである。

右の製靴業の例から導出せられる結論は之を要約すれば次の如くなる。

一、一定種類の製品の製造に於ては労働の不変量が與へられるとき之に加へられる固定資産の數量或は費用は經濟的に生産せらるべき生産の數量に影響するものである。但し經濟的生產は費用の高低により、且つ究局に於ては競争市場に於ける成否により實證せられるものとする。

二、一定種類の製品の製造に於ては的確に正常な生産規模が存するもので、規模の變化は増大するにせよ縮少するにせよ費用遞増となり企業全體の収益の遞減となつて反映せられるものである。但し生産規模とは一經營の支配の下に於ける一施設又は綜合施設として運用せられる労働と資本との結合單位の大いさを意味するものとする。

三、製品の種類が労働の少量に對比して資産の大量を要するときは的確に正常な生産規模は大である。逆に製品の種類が労働の一定量に對して資産の少量を要するときは的確に正常な生産規模は小である。

次に觀察を他に移し資産費が不變で労働費が可變である事例を求めよう。金屬工業及び軍需品工業の如きは其の好例で、特に外國からの註文で高價に賣付を爲す場合は之に該當する。斯かる場合には多く労働が二倍にも三倍にもせられ、十時間に一回の交替から八時間に三回の交替に變へられるのである。又労働は集約的にも増加せられ、各監督に從來よりも多くの助手が附けられたり分業を細密にしたりするのである。然るに其の結果は豫想を裏切り、製品は比例的に増加を見ぬこととなる。即ち三交替を以てしても一交替の二・四倍を生産

せず、工場内の労働の集約を以てしても製品數量の比例的増加を示さぬのである。

右の軍需品工業の例から導出せられる結論は次の如くであつて、前の製靴業の場合と略ぼ似て居る。唯だ労働費が可變で資産費が不變である點に於て製靴業と異なるのである。

一、固定資産の不變量と労働の可變量とは企業全體の相對的収益に影響を及ぼすものである。

二、労働の割合が固定資産の一定量に對して増加するに伴ひ生産費過大の點が到達する。

三、製品の種類が資産の一定量に對比して労働の少量を要するときは生産の最も有利な規模は比較的大である。逆に製品が資産の一定量に對して労働の大量を要するときは最も有利な生産規模は比較的小である。

さて製靴業及び軍需品工業の例から到達せられた結論を比較對照するに工業生産の上に特に注意を要するのは何れも第三の結論である。即ち固定資産の一定量に加へられる労働量が變化するときは各種工業は種々の變動に應ずることゝなる點である。故に若し工業が労働要素の大なる製品を製造するとせば、其の製品の數量は生産費の激増を除き労働量の増加によつて増加せられぬ。之に反し若し生産物にして固定資産が最終費用の大部分を占めるやうのものならば、労働量の急増は生産費の上に著しい影響を與へぬ。斯くて實際の事業家は所謂第六感を働かせ製造工業の中でも製品を成立せしめる労働量の差異によつて區別を施すのである。例へば資本の乏しい者は手工業を營むのが宜いと自覺するが如くである。之は別言すれば生産者をして自由競争市場に於て販賣せしめる特殊の經濟は労働が生産費の大部分を占めるときは、小規模の工場に於て達成せられるとい

ふこと、他方労働費が比較的小なるときは製品の大量を生産し得る工場のみが残存するといふことに他ならぬのである。

上述の如く労働及び資本の量が増加するのに伴ひ最大収益の一定點が存するといふこと、而も此の點は最終生産物に示される資本及び労働の相對的割合により地位を異にするといふことの結論を導出する比較は種々の工業から求められる。労働の割合が資本よりも大なる高級靴の場合ならば右の一定點は比較的小規模の生産に於て到達するし、又安價な下級靴ならば大規模生産の状態に於てのみ到達するのである。然らば茲に斯かる資本と労働との關係を何等かの形式で言表することは出来ぬであらうか。デュウイングは之を嚴密な法則に近い一般原理として左の如く述べて居る。曰く「如何なる單位の製品に於ても労働及び固定資産の數量的價値の間の割合は全生産の規模の増大が最早經濟的とならぬやうな點を決定する。即ち右の割合は夫以上固定資産を投じ労働を増しても最早同一程度の利益を生ぜしめぬところの最大収益の點を決定する」と。而してデュウイングは之を最大収益均衡の法則 *Law of maximum balanced profitability* 或は單に収益均衡の法則 *Law of balanced profitability* と呼んで居る。

此の原理は種々の形式で言表はすことが出来る。例へば H. J. Davenport の如きは比例の法則 *Law of proportionality* と名付け、一の生産要素の單位を餘りに多く用ひることは他の生産要素との適當な比例を破るが故に不利であると説くのである。何れにせよ生産規模と財貨を製造する労働及び機械の割合との間に直接の關係

あることは之を認めねばならぬ。假りに一足の靴を製造する費用が一圓五〇錢で、其の中の五〇錢が機械・器具・工場等の減價銷却や利子や地代等に宛てられたとしよう。而して一圓が賃銀として支拂はれたとしよう。然るときは此の靴に對する資本と労働との費用の割合は一對二である。他方一足の靴の製造費が同じく一圓五〇錢で、資本費が七十五錢で労働費も七十五錢のものを假定しよう。此の場合は割合が一對一であることは謂ふまでもない。仍て上述の原理が正しいとすれば此の二つの割合こそ兩種の靴を製造すべき規模を暗示することになる。即ち前者よりも後者の方が規模大となるのであつて、それは二倍の大いさであると謂つて宜い。併しながら數量的に正確であるといふことは經濟理論の理想としては遠いと考へねばならぬ。唯だ此の原理は一方に於て資本及び労働の費用の割合と他方に於て最小の經費を許す生産規模との間には直接の關係あることに就き正しいのである。如何なる程度まで其の關係が嚴密な數量に示されるかは實際の經驗に俟たねばならぬ。

然らば單純な假定を離れ實際の經驗に徴して収益均衡の法則を觀察せば如何。試に一八九〇年代の中頃に於ける不況に續く米國の産業合同史を繙くに、茲では豫想せられた大規模生産の經濟が発生しなかつたことが知られる。特に製鋼業の如きは理論と實際との乖離左まで顯著でなかつたにも拘らず、大規模生産の經濟を根本に豫想した合同は學徒にとつても實際家にとつても共に失望を與へたのである。蓋し固定資産は極めて大となつたけれども最終生産物に於て労働の占める役割は益小となつた。固定資産を増加する背後には人間に代へるに機械を以て生産しようといふ目的があつた。而して労働の各單位に加へられる資本の數量の割合が増加する

に伴ひ、生産規模も比例的に増大した。事實労働に代位する機械の成效は製鋼業にあつては甚だ顯著で、現代工業中大規模生産の經濟を最も良く示すものである。經驗家の語るところによれば米國では一千萬弗以下で鋼を製する設備を爲すことは全く不可能な實情にあり、同時に最終生産物の價値に於ては固定資産の割前が莫大で直接労働費は僅少である。斯くて何故に米國の製鋼業者が世界に於ける同業者よりも高い名目賃銀を支拂ひながらも、中立國の市場では外國の競争者よりも廉賣し得るかを上の原理は説明するのである。固より各個人を受ける賃銀の全體は極めて大であるが、機械の利用が大なる爲め製鋼の噸當り労働費が著しく小となるのである。

次に製綿業の實例を引かう。此の事業は米國では最古のものに屬し第十九世紀の末葉迄には東部諸州に幾多の綿工場が設立せられた。就中ニューイングランドの地方、バルチモアの近傍及び南部地方の部分にも多かつた。斯く特定の地方に小工場が集中したのは群小の競争者を合同に促進せしめる原因となつた。然るに製綿業では僅かに三つの合同が試みられ、而も何れも失敗に歸した。糸の封度當り或は布の碼當りの労働費が最も粗い種類の纖維の生産に於ける労働費の單位を超過した場合には、細の部門及び中細の部門では合同が行はれなかつたのである。當時製綿業者は合同による經濟は生ぜぬであらうと豫言し、又或者は大規模生産を求める綿工場の合同は財政的失敗を招くであらうと豫言したのである。

大規模生産の利益に加へられる制限の第三は既に擧げた通りに製品配給の條件である。謂ふまでもなく商品の生産は今日の貨幣經濟の下にあつては仕事半ばに屬し、結局のところ商品は販賣せられねばならぬのである。而して生産の割合と一定時に於ける生産物の數量とは共に其の販賣條件に著しく影響することとなる。又逆に市場の状態は最適限の生産による經濟を利用する上に甚しく影響することとなる。仍て特定商品の市場の特殊状態が生産單位の相對的生産規模を決定すべき程度を左に檢して見よう。

先づ多數の商品の市場價格が所謂體裁によつて左右せられる傾向あることから考察を進めんに、凡そ此の體裁といふ働因は單に男女の衣服に關するのみではない。千種萬様の商品・家屋・事務室にも最新式の色彩が漂ひ玄妙な陰影が施されるのである。而して多くの商品の生産には生産に於ける經濟と販賣に於ける經濟との間に直接の對立が存する。即ち生産に於ける低廉な費用は一樣式の商品の大量を製造するやう要求するが、販賣は多くの様式の商品の小量を要求するのである。固より此の二つの要求の調和は爲されぬのではないが、併し概言すれば個別的な體裁は一定時に生産せられるべき商品の數量を制限するのみならず生産の時期及び條件をも制限する。

次に見逃してならぬのは商品を運送する經費が其の最終の販賣價格に比して明かに市場を制限し、而も市場



を制限することにより生産規模を小ならしめる事實である。此の状態は商品の容積や重量が大で且つ最終の販賣價格が比較的小であるときに見られる。故に特定地方に於ける重量大なる原料の生産者は地理的に限定せられた一種の市場獨占を得ることになる。而して其の地域内では生産者は需要に應ずるだけの生産規模を以て有利に價格を定めることが出来る。然るに其の地域を越ゆるときは他地方の生産者と競争せねばならぬのは當然であるが、併し競争するには販賣價格を低下せしめる必要が感ぜられる。之は謂はば自由競争地帯であつて、此の地帯の彼方には競争者に所屬する市場が存するのである。斯くて一生産者が競争地帯の市場に入込まうとする程度が其の者の生産規模を決定することを知るべきである。更に或る商品の生産規模が商品の需要によつて左右せられることは疑を容れぬところである。事實半製品の市場は或る程度まで最終製品の需要の制限に與るのである。

大規模生産の利益に對する第四の制限として資本利用の危険が存することは既に示したところである。之を詳述せんに生産物の生産力遞減の效果は一定點に於ける生産を制限するかも知れぬけれども、併し此の點を超えて生産力の割合を増加することが有利となる場合もある。特に市場價格が不變で、且つ一の經營が其の生産高を増加して供給を漸増しても影響を受けぬやうな場合は之に當るのである。事實多數の生産者によつて製造せられる著名な重要物産に於ては斯かる状態が現はれて居る。仍て左に投資の増加を伴ふ生産規模の増大を示すやうな例を假設して説明しよう。

	A	B	C	D	E
資本の高	1,000,000 円	2,000,000 円	3,000,000 円	4,000,000 円	5,000,000 円
各單位に於ける生産力の全體	100,000 円	220,000 円	380,000 円	420,000 円	490,000 円
生産物の單位當り資本投下	100,000 円	948 円	974 円	995 円	1,020 円
單位當り費用	700 円	680 円	683 円	687 円	692 円
單位當り販賣價格	800 円	800 円	800 円	800 円	800 円
單位當り純益	100 円	120 円	127 円	123 円	108 円
純益の全體	100,000 銭	252,000 銭	360,000 銭	454,000 銭	533,000 銭
經營資産一圓當り純益	10 銭	12.6 銭	12 銭	11.3 銭	10.5 銭

右につき生産者の單位當り費用の増加は二百萬圓の投資と三百萬圓の投資との間のところで現はれ始めることは明かであり、随つて其の後は資本の増加毎に生産物の單位數に於ても各單位の示す利益に於ても共に遞減の傾向を辿るけれども、經營者は之を深く意とせぬのである。其故は四百萬圓の投資に對する一割一步の收益の方が此の點に達する企業擴張に生ずべき資本の收益よりも遙かに大であるからである。而して五百萬圓の投資に一割の収益を擧げることが全然別個の政策に屬する。然るに之以上に資本投下を大ならしむるときは收益遞減は費用を増加せしめることとなり、又一圓の投資當り純益を低下せしめることとなり、夫以上の資本増加は明かに不利となる。斯くの如きことを生ずる點は事業より獲られる純益と資本に對する普通の利率との間の割合に依ることは次の例の示す如くである。

	F	G	H
資本の高	六〇〇,〇〇〇 円	八〇〇,〇〇〇 円	一〇〇,〇〇〇,〇〇〇 円
生産力の全體	五六〇,〇〇〇	六八〇,〇〇〇	八〇〇,〇〇〇
生産物の單位當り資本投下	1.071 円	1.177 円	1.250 円
單位當り費用	7.20	7.35	7.40
單位當り販賣價格	8.00	8.00	8.00
單位當り純益	0.80	0.65	0.60
純益の全體	四四八,〇〇〇	四六〇,〇〇〇	四八〇,〇〇〇
經營資産一圓當り純益	7.5 錢	5.75 錢	4.8 錢

即ち資本が六歩に運用せられるとせば經營者は六百萬圓の投資を現はすやうに施設を擴張するであらう。併しながら斯かる方策は事業夫自らに伴ふ危険は勿論のこと、資本の將來の價值の不確定を考慮に容れるときは決して有利ではない。斯くて結果が明白でない限り經營者は八百萬圓の投資を現はすやうな擴張は之を行はぬのである。

然るに擴張に要する資本の或部分が投下資本全體に對する純益以下の利率で借入れられるときは事情は全く異り、新しい問題や政策が発生するのである。假りに資本の一部が經營者により、又一部が長期借入により供給せられたとしよう。且つ長期貸付の利率を六歩とし、資本の半ば以下が經營者により供給せられるときは七歩としよう。左表に於てAは前記の通りであるが、B・C・D・E・F・Gは投資が増加し資本の一半が供給

者により一半が借入により供給せられた場合を現し、C'・D'・E'・F'・G'は經營者に供給せられる資本の割合が少い場合を現すものである。

資本の高	A	B'	C'	C''
資本の高	1,000,000 円	2,000,000 円	3,000,000 円	3,000,000 円
借入資本の高	—	1,000,000	1,500,000	2,000,000
經營者資本の高	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,000,000
生産力の全體	100,000	220,000	308,000	308,000
生産物の單位當り資本投下	1000 円	948 円	974 円	974 円
單位當り費用	700	680	683	683
單位當り販賣價格	800	800	800	800
單位當り純益	100	120	117	117
純益の全體	100,000	252,000	360,000	360,000
借入資本に對する利率	—	6%	6%	7%
借入資本の費用	—	60,000	90,000	140,000
經營者に對する純益	100,000	192,000	270,000	230,000
投下資本一圓當り純益	10 錢	19.2 錢	18 錢	23 錢
資本の高	4,000,000 円	4,000,000 円	5,000,000 円	5,000,000 円
	D'	D''	E'	E''

借入資本の高	二,〇〇〇,〇〇〇	三,〇〇〇,〇〇〇	二,五〇〇,〇〇〇	四,〇〇〇,〇〇〇
經營者資本の高	二,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	二,五〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
生産力の全體	四〇二,〇〇〇	四〇二,〇〇〇	四九〇,〇〇〇	四九〇,〇〇〇
生産物の單位當り資本投下	九・九五 <small>円</small>	九・九五 <small>円</small>	一〇・二〇 <small>円</small>	一〇・二〇 <small>円</small>
單位當り費用	六・八七	六・八七	六・九二	六・九二
單位當り販賣價格	八・〇〇	八・〇〇	八・〇〇	八・〇〇
單位當り純益	一・二三	一・二三	一・〇八	一・〇八
純益の全體	四五四,〇〇〇	四五四,〇〇〇	五三三,〇〇〇	五三三,〇〇〇
借入資本に對する利率	六%	七%	六%	七%
借入資本の費用	一二〇,〇〇〇	二二〇,〇〇〇	一五〇,〇〇〇	二八〇,〇〇〇
經營者に對する純益	三三四,〇〇〇	二四四,〇〇〇	三八三,〇〇〇	二五三,〇〇〇
投下資本一圓當り純益	一・六七 <small>錢</small>	二・四四 <small>錢</small>	一・五三 <small>錢</small>	二・五三 <small>錢</small>
資本の高	六,〇〇〇,〇〇〇 <small>円</small>	六,〇〇〇,〇〇〇 <small>円</small>	八,〇〇〇,〇〇〇 <small>円</small>	八,〇〇〇,〇〇〇 <small>円</small>
借入資本の高	三,〇〇〇,〇〇〇	五,〇〇〇,〇〇〇	四,〇〇〇,〇〇〇	七,〇〇〇,〇〇〇
經營者資本の高	三,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇	四,〇〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
生産力の全體	五六〇,〇〇〇	五六〇,〇〇〇	六八〇,〇〇〇	六八〇,〇〇〇
生産物の單位當り資本投下	一〇・七一 <small>円</small>	一〇・七一 <small>円</small>	一一・七七 <small>円</small>	一一・七七 <small>円</small>

企業の擴張と其の財政

單位當り費用	七・二〇	七・二〇	七・三五	七・三五
單位當り販賣價格	八・〇〇	八・〇〇	八・〇〇	八・〇〇
單位當り純益	〇・八〇	〇・八〇	〇・六五	〇・六五
純益の全體	四四八・〇〇〇	四四八・〇〇〇	四六〇・〇〇〇	四六〇・〇〇〇
借入資本に對する利率	六%	七%	六%	七%
借入資本の費用	一八〇・〇〇〇	三五〇・〇〇〇	二四〇・〇〇〇	四九〇・〇〇〇
經營者に對する統益	二六八・〇〇〇	九八・〇〇〇	二二〇・〇〇〇	三〇、〇〇〇(負)
投下資本一圓當り純益	八・九	九・八	五・五	

而して此の表から窺知せられるところの原理は次の三つである。

イ、生産物に對する収益遞減の點及び生産物の各單位の販賣に對する収益遞減の點が始まつたにも拘らず、若し資本に對する収益の割合が他の投資から獲られるものよりも大であるならば、經營者にとつては生産規模を右の點以上に増大することが有利となる。即ち表に就て謂へば収益及び収益率の遞減するのは二百萬圓の投資と三百萬圓の投資との間であるが、四百萬圓の投資に擴張する方が一割以上の収益率を擧げるから有利となるのである。

ロ、資本の一部が企業によつて獲られる以下の率で借入れられるとせば生産規模は生産物に對する収益遞減の點及び生産物の各單位の販賣収益に對する収益遞減の點以上に擴張せられる。此の事は表のB'・C'・D'及び

G'によつて知ることが出来る。即ち生産物並びに其の各単位の販賣収益に對する収益遞減は二百萬圓と三百萬圓との間に於て始まつたにも拘らず、若し五百萬圓に投資を進めるとせば資本の半ばを借入れることによつて一割五歩以上の収益率を擧げることが出来るのである。

ハ、資本の大部分が借入れられ而も支拂はれる利率が高いときでも經營者資本に對する収益は甚だ大で、生産物並びに其の各単位の販賣収益に對する収益遞減の始まる點を遙かに超える。表のC''・D''・E''を見るに生産物並びに其の各単位の販賣収益に對する収益遞減は二百萬圓と三百萬圓との間に於て始まるが、併し擴張に要する大部分の資本を借入れることによつて利率は大であるにもせよ、經營者は其の最初の投資に對し収益率を漸増し遂には五百萬圓の投資で二割五分の収益を擧げることが出来る。

進んで夫々の資本投下により最大収益を現はすやうな四つの財政計劃を以上の例に關聯せしめて擧げよう。即ち左の如くである。

	資本投下	借入資本	經營者資本に對する収益%
甲の場合	二,〇〇〇,〇〇〇 <sup>甲</sup>	— <sup>甲</sup>	二二・六
乙の場合	四,〇〇〇,〇〇〇	—	二一・三
丙の場合	四,〇〇〇,〇〇〇	二,〇〇〇,〇〇〇	一六・七
丁の場合	五,〇〇〇,〇〇〇	四,〇〇〇,〇〇〇	二五・三

甲の場合に於ては經營者は其の投下資本に對し僅かに収益の遞減を見るけれども、資本を他に投下して獲る

割合よりも大なる牧益率を擧げるから附加的資本を自らの事業に利用しようと努めるのである。故に經營者が事業を二百萬圓から四百萬圓に擴大するか否かは投資口を求めつゝある附加的資本を彼が有するか否かに依ることとなる。

説明の便宜上乙の場合を後にして丙の場合に就て見れば、經營者は資本の半ばを借入れ利率を支拂ひながら自己資本に對し一六・七%の牧益を擧げて居る。之は自己資本のみに對し獲られるところの牧益率よりも大である。併しながら經營者は斯くして借入資本に利子を支拂ふ危険を敢て冒すのであるから、別に自己資本に對する低い牧益で甘んずるやうな政策を擇ぶことも出来るのである。

丁の場合は經營者は借入資本を最大限度まで有し、生産規模を生産物並びに其の各單位の販賣牧益に對する牧益遞減あるにも拘らず益々増大して居る。而して借入資本に對する利率が大であるにも拘らず他の何れの生産規模のものよりも大なる牧益を擧げて居る。即ち此の經營者は其の生産費と自らの牧益との間に最高の利子を支拂ふことにより最大の危険を冒すのであるが、併し斯くすることにより利潤を收める機會を大いに伸長するのである。

翻つて乙の場合であるが、之は借入資本を有せぬ點に於て甲の場合の變形であると謂つて宜い。唯だ此の計劃は經營者が附加的資本を有し自己資本の最大量に對する最大牧益を獲ようと欲するとき爲されるのである。故に財務機構の異なる類型として残るのは甲・丙及び丁の場合である。而して此等の場合が三つの全然異なる



財務政策を示すこととなる。即ち甲の場合では經營者は最大収益を擧げるに足るだけの自らの資本を利用する。換言すれば生産の規模は収益遞減の始まる以前に止められ、借入資本の危険は負擔せぬのである。丙の場合では企業全體から獲られる半ば程の利率で借入れたところの資本を使用することにより収益遞減の始まる點以上に生産を擴張する。而して丁の場合では經營者は生産を更に大規模に進め収益遞減の始まる點を遙かに超え、且つ更に高い利率で資本を借入れる。

右の四つの場合の中、甲及び丁は極端な場合である。即ち甲の場合では資本は販賣價格を低落せしめようとする工業内部の競争からも又景氣變動に伴ふやうな工業以外の危険からも比較的安全である。丁の場合では企業は甚だ大となり動もすれば弱點を露はす。數字を以て示せば競争により販賣總高に於て一割の損失あるとき甲の場合では一二・六%から約一一%に經營者資本の純益は減することになるが、丁の場合では二五%から一六%に減することになる。又販賣高の三分の一の減少は生産費を増加せしめ丁の場合には其の企業者利潤を全然消滅せしめ企業を破綻に導くことになるが、甲の場合は純益を七%に低下せしめるに止まるのである。

さて以上論じた企業擴張に加へられる諸制限には其の根底に二つの相反する勢力が見られる。一は生産及び配給の費用遞減の法則によつて擴張に拍車を加へるものであり、他は生産及び配給の費用遞増の脅威によつて擴張を阻止するものである。隨つて生産の規模を決定することは畢竟するに均衡の問題である。固より企業は其の規模を大にするに伴ひ經濟的節約を獲るものであり、其の節約たるや企業の異なるにより異なるけれども、一

般的には個人の判断や熟練に俟たぬ企業に關係がある。他方企業は擴張するに伴ひ或程度の浪費を潜入せしめることになり、此の浪費は節約以上の速力を以て増大する。而して浪費の生ずるのは個人的熟練の要せられる企業に多い。即ち如何なる企業に於ても其の擴張の危機は單なる規模に伴ふ浪費が節約を超える時に逢着するものである。此の危機に逢着する迄は節約は浪費よりも迅速に生ずるが、其の後は浪費が節約を超える。結局適當な均衡の點を決定することは企業者の精緻な判断に俟たねばならぬことになるのである。

#### 四

既に説いた通り企業擴張の問題は其の附加的資本を調達する問題よりも遙かに廣汎である。併しながら同時に新資本を如何なる源泉からにもせよ吸収する問題を解決することなくしては企業擴張は到底實行し得られないものではない。以下此の擴張資金を獲得すべき源泉に就て述べよう。

先づ擴張資金の源泉を列擧すれば次の如くである。

一、流動的形態で保有せられる蓄積利益。之は固定資産に投資せられるときは借入に對する信用基礎を與へるものであるけれども、直接には資金を供するものでない。

二、企業に不要となつた資産の現金還元。之は必要に應じて擴張に利用せられる。

三、短期借入。

#### 四、株式の發行。

#### 五、社債の發行。

之を説明せんに、右の第一の源泉は最も簡單であり且つ最も明瞭な方法である。随つて企業が謂はば青年期に在る時の資金獲得法である。斯く證券を發行せずして収益の再投資を爲す手段で擴張を圖るのは工業會社・保險會社及び銀行には容易で、鐵道會社其他の公益事業會社には困難である。蓋し資本の回轉率は大となり事業全體に對する固定投資の割合は小となり、工業會社等は通常の状態でも夫自身金融し得るのである。米國に於て U. S. Steel Corporation の如き大工業會社が何故に社債や株式を著しく増發すること無しに膨脹するに至つたか、又ペンシルヴァニア鐵道會社の如きが何故に常に證券の發行を爲しつゝ發展するか理由は之によつて知られるであらう。問題は根本的な財務政策の相違に存するのではなく、寧ろ事業の性質の相違に存するのである。

収益の再投資を連續せしめて企業の擴張を圖ることは何れかと謂へば陳腐に屬し、米國では特に *New England Method* と呼んで居る。其の故はニューヨークランドの製造工業家が企業を創設し施設を改修し業務を擴張する場合に好んで収益の再投資を行つたからである。此の方法の長所とするところは景氣變動や金融恐慌に超然たることを得る點である。然るに他方短所としては會社の重役の支配的意思により株主をして強制的に投資せしめる點が存する。且つ擴張資本を自身の収益に俟つ如き會社は其の収益の範圍も限られて居る。謂ふま

でも無く會社は収益の獲られるに伴ひ漸次に擴張すべきものであつて、収益が少く原料の費用が少い時に擴張すべきものでない。加ふるに新しい證券の發行により擴張する會社は財政困難の時に破産の憂あるにもせよ、其の資本機構の移動を圖つて製品に對する需給の激變に應ずることが出来るのである。

然るに既に蓄積せられた収益を再投資するに止まらず、將來に期待せられる収益を豫め投資することも考へられる。即ち樂觀的な企業者は夙に収益を擧げることが期するが故に短期貸付の手取金を永久の投資に用ひやうとして短期間の借入を試みるのである。此の政策は株式や社債の發行に伴ふ不利益を避けるが、併し豫期した時に希望利益を生ぜぬときは不運を招くことになる。其の曉は収益は借入金の辨濟を爲し得ぬのみならず、再金融も金融市場梗塞の故に全く困離となるであらう。何れにせよ將來の収益を豫め投資することは測定を誤らぬとせば否認せらるべきものでない。

第二に資産の販賣による擴張資本の獲得は寧ろ異數である。何となれば販賣せらるべき資産は不用品であり殆ど價值の無いものであるからである。但し一つ例外がある。それは工業會社が勃興都市に於て地の利を占めた場所を所有し、其の土地が該會社の手にあるよりも一層利用價值を生ずる場合である。然るときは會社は其の工場及び土地を賣つて別の土地を擇び更に大なる新式設備を造り得べきである。

第三の短期借入とは短期手形の販賣によつて擴張資金を獲ようとするものである。而して其の支拂は將來の収益からでなく株式又は社債の販賣から圖るものである。此の擴張は貨幣の購買力が大でなく且つ長期社債の



發行が財務的負擔を伴ふ時に企てられる。即ち利率の高いことのみならず社債契約の内容が借主よりも貸主を利することになる。蓋し貸主が資産を賣る諸條件を左右し得る地位に在るからである。斯くて會社は一層有利な條件で逸早く再金融し得るとの見込で短期手形を賣らうとするのである。此の政策に於て危険なことは手形の満期日が發行せられた時よりも窮迫せる時に到來するが如き場合を生ずること、會社としては此の政策を取る前に危険信號を十分に看得すべきものである。

進んで第四及び第五の株式並びに社債の發行は右の短期借入が一時的金融であるに對し永久的金融である。併しながら株式と社債と何れの證券を擇ぶべきかは考慮を要する問題である。假りに會社が社債を發行するのを有利としても償還期を短くすべきか長くすべきか、又如何なる種類の社債が適當であるかを考慮せねばならぬ。他方株式を發行するのが得策であるとしても、之を普通株とすべきか優先株とすべきかを決定せねばならぬ。何れの場合に於ても擴張資本を求める會社の重役は新しい證券を發賣するに當り獨立の金融業者に向ふべきか、株主に向ふべきか將た顧客に向ふべきかを決定する必要がある。而して此等の問題を謬無く考慮する爲めには何よりも先づ投資市場の一般状態を明確にし、次いで各種の證券の有する長所を捕捉せねばならぬのである。加ふるに發行せられ販賣せられる證券の種類は一部分は少くとも投資家の間に行はれる流行に支配せられるもので、此の流行は景氣變動と密接な關係を有するものである。流行の變遷は迅速なこともあり緩慢な律動を以て生ずることもあるけれども、會社財政に影響を及ぼすことが少くない。

右の一般的説明から轉じて株式及び社債の長所を夫々比較するに、先づ社債が擴張の目的に於て有する長所は次の如くである。

イ、社債は通常株式よりも少い經費で發賣せられるものである。即ち社債は株式よりも危険が少いから取引所其他大口の購買者に買取られる。例へば保險會社信託會社等は經營に直接の關心を有するのでなく本來投資に關心を有して社債を買取り、市場の變動に關係無く償還期まで保有するのが常である。

ロ、社債は通常優先株に與へられる配當又は普通株から豫期せられる配當よりも低利である。

ハ、社債の發行は會社の管理を妨げるものでない。何となれば社債には議決權が賦與せられぬからである。

然るに如何なる會社も社債と株式とを任意に選擇し得る地位にあるのではない。信用の基礎薄弱な會社や收益の甚だ不確定な會社は社債を發行しようとしても市場は之を受入れぬから、證券は自ら株式に限られる。又米國の銀行や保險會社の如く法律を以て社債の發行を禁止せられるものがある。即ち會社の事業が既に成熟し其の收益が確定し豫見せられるものでなければ擴張の爲めの社債は之を發行し得ぬのである。

次に株式發行による長所としては固定經費を要せぬ點を擧げねばならぬ。社債に對する利子の不拂は會社の破産を促進せしめることになるが、株式に對する配當は之を行はずに經濟界の嵐を凌ぐことが出来るのである。但し株式の無配當も度重なれば社債利子の不拂と同様に、會社の一般的信用を害することは謂ふまでも無い。他方株式の販賣による資産の増加は會社の債權者を保護し之によつて信用状態を高めることは之を認めね

ばならぬ。此の原則は銀行又は公開市場に多くの借入を爲す會社に特に當嵌まるのである。

## 五

さて發行せられる證券の種類を決定した上で擴張會社の重役として爲さねばならぬことは之を如何なる經路を通じて販賣すべきかである。即ち全部を直接に金融業者に賣るべきか、持株の割合に應じて株主に賣るべきか、將た會社の顧客に賣るべきかの問題である。

先づ新しい證券の全部を投資金融業者に販賣するときの長所は其の販賣の確實なことである。會社の經營者は通常金銭が現實に掌中に存せぬ以前から改良の爲めの金銭を消費する。夫故に會社としては其の計劃に要する金銭を獲ることは絶對に必要である。斯くの如くであるから米國に於ては銀行業者が會社と密接な關係を結ぶや會社の發行する證券を引受けることは投資の不文律となつて居るのである。而して此の密接な關係は會社の利益となることが屢ある。何となれば資金調達の困難な時代にも財政的改良や舊債償還に援助が與へられるのは正に右の關係によるからである。同時に各地に散在する幾多の投資家に投資金融業者が連絡を保つて居ることも見逃してはならぬ一の長所である。随つて會社の證券を金融業者に販賣することは舊株主に販賣するよりも市場を擴大することを意味し、會社の證券に對する市場が擴大すればする程新しい資本に關する管理も確實となるのである。

米國の例を見るに世界大戰前までは成效せる擴張會社は社債を銀行業者に賣り株式を會社自身の株主に賣る慣習が一般にあつた。然るに此の慣習は次第に頽れ今日では銀行業者が財務擴張の目的で優先株及び普通株を分布するやう利用せられることが多くなつた。斯く銀行業者が社債から株式へ購入の轉向を圖るに至つた理由の一は大なる収益に對する謂はば新投資家の需要に在る。此の新投資家とは極めて高い俸給を受ける者又は戰時成金の輩で始めて投資の金錢を握つたところの階級の者を指すのである。此等の者は株式と社債との根本的性質を十分に辨へぬ者であるから、動もすれば利廻りの大なる故に優先株を買取ることとなつた。同様のことが保守的の投資家をして物價騰貴の際には投資に對する純益も大でなければならぬと考へしめるに至つたのである。更に銀行業者が優先株を歓迎するやうになつた理由は大戰の終頃までの製造工業の繁榮である。事實凡ゆる種類の商品に對する非常な需要は製造工業に繁榮を齎し公益事業に不況を與へたのである。蓋し工業會社は費用の増加に應じて製品の價格を釣上げることが得たけれども、公益事業は労働や原料に多くの價格を支拂ひながら従前の料率を維持せねばならなかつたからである。其の結果製造工業の利益は甚だ大となり、公益事業の利益は甚だ小となり、工業會社は投資家を誘ふに社債よりも寧ろ株式を以てした。斯くなれば銀行業者としても其の顧客の注意を優先株及び普通株に向けるのは理の當然である。而も銀行業者自ら長い利益に眩惑せられ社債よりも株式に大なる總益を求めたのである。

さて會社が普通株を賣らうとするときは重役自身は株式を賣らうと努めるものである。特に會社が古くから



設立せられ多くの忠實な株主を有する場合は然うである。而して市場價格以下で會社が株主に新しい證券を販賣する場合には之を特權附購入 *Privileged subscription* といふ名稱で呼んで居る。株式を株主に有効に販賣する爲めには會社は少くとも次の三つの條件を満足せしめねばならぬ。

其の最も重要なのは新株が賣出される時の舊株の價格である。株式を舊株主に賣る爲めには既存の株式の市場價格は新株の價格以上でなければならぬ。若し舊株が平價を維持するとせば會社は平價以下で價格を附けやうとはせぬであらうし、株主も新株を買取らうとはせぬであらう。他方會社が成效し其の株式が投資者により高く評價せられるとせば株主への販賣には割増が附けられ、市場價格以下で株主に株式を買取らしめる所謂特權は公開市場に於て自由な價格を支配することになるであらう。

株主に新株を有効に販賣する爲めの第二の要件は舊株を廣く株主に所有せしめることである。會社が多數の株主を有するといふ單なる事實は有効な販賣の可能性を増大するのである。何となれば若干の者が割合だけの株式を買ひ得ぬとしても全體の購入を害するが如きことはないからである。即ち株式販賣を成效せしめんが爲めには舊株主は各割當てられた株式數を引受けねばならぬ。然らざれば舊株主は其の新株購入の特權を放棄することになる。而して此の特權が供給過多となれば其の市場價格を低下せしめ勢ひ株式全體の價格をも低落せしめる。其の程度は一人の株主も購入しようとせず新しい購入は全然失敗に歸するといふまでになるかも知れぬのである。故に大株主は屢特定證券の所有を稍著しく増加するのは投資分散の意圖に反するものであると

論ずる。之に反して小株主は投資分散の説に影響せられること殆ど無く、株式を購入すべきか將た特權を賣るべきかの決心を専ら基金の獲得といふことによつて定めるのである。

舊株主に新株を販賣する上に缺くべからざる第三の條件は會社の重役に新資本を以て爲さるべき擴張を十分に是認せしめることである。之に關しては多くの説明を要せぬ。

然るに若し此等の條件の何れをも會社が満足せしめ得ず、而も會社の重役が株主を新資本の最も良い源泉であると考へるならば、重役は優先株又は社債の如き新しい種類の證券を株主だけに賣るやう計劃するであらう。斯かる場合には新しい證券は未だ嘗て賣出されぬから市場價格を有せぬのである。即ち其の價值の容易に評價し得ぬ證券の販賣に倣つて會社は新しい證券を實際に値する以上に高く販賣することになる。

會社が新株を市場價格以下で販賣することを決定したときは舊株主は其の持株に應じて新株を購入する特權を與へられる。但し此の特權は特殊の條件の下に於て賦與せられるのが常である。例へば購入の權利を行使する期間を嚴格に規定するが如くである。故に特權の價值の大なる小會社では重役は通常其の時の株主名簿に掲げられた株主にのみ販賣を制限し其の購入の期間も極めて短くする。又持株の廣く分散せる大會社では特權を議決權執行後の若干日株主名簿に掲げられた株主にも與へ購入期間も數箇月に亘らしめる。米國では新株の支拂に割賦拂を認め、株式の引渡以前に爲された支拂には凡て利子を附けることを許して居る。而して株式に二種のものがあるときは販賣の方法も自ら異なる。即ち特權の價值が大なるときは普通株主にのみ限り、價值が

左迄大でなく購入上困難が豫想せられるときは普通株主及び優先株主に共に與へるのである。

上述の如く新しい證券を購入するに際し舊株主に與へられるものは所謂特權であるが、此の特權は株式の賣買と同様に株式市場に於て賣買せられるものである。然らば其の市價價格如何と謂ふに、それは購入によつて會社の株式を取得する利益と公開市場に於て普通に買取る利益とを比較對照して定められる。即ち特權の市場價格は株舊の價格を參酌して理論的に決定せられるのである。假りに  $r$  を以て特權に伴ふ株式の數とし  $S$  を購入價格とし  $m$  を舊株の市場價格とすれば特權  $v$  の理論上の價格は次の公式で表すことが出来る。即ち

$$v = \frac{m - S}{r + 1}$$

例へば米國電話電信會社は既有の五株毎に一の新株といふ割合で新株を一二〇弗で販賣したことがあり、其の時の舊株の市場價格は一五一・五弗であつた。仍て此の特權の理論上の價格は直ちに公式から

$$v = \frac{151\frac{1}{2} - 120}{5 + 1} = 5\frac{1}{4}$$

として算出せられるのである。多くの人の推定では特權の價格は購入價格と市場價格との差を比率で除して得られると爲すけれども之は正確と謂へぬ。何となれば新株の低下せしめられた購入價格は舊株に對する割増の價值を稀薄にする作用を有するからである。

然るに特權の市場價格は其の理論上の價格と等しくないことが屢ある。兩者が等しいといふ假定は第一に特

權附購入の仲介により新株を購入するのは公開市場に於て買取る株式と同一の費用を示すといふことを考へるからである。而も特權による株式の購入は煩雜である。夫故に多くの人は新株の購入によるよりも寧ろ市場に於て直ちに株式を買取る方を選ぶのである。即ち特權に對する自由市場を設ける爲めに其の理論上の價格以下で販賣せねばならぬことになる。

デユウイングの調査によれば米國に於て特權購入の例九十一の中、株式及び特權は半分以上購入時期の始めに最高の價格で賣られた。而して残りの二分の一即ち全體の四分の一は購入時期の中頃に賣られ、最終のもの（即ち再び全體の四分の一）は購入時期の終りに賣られた。然らば舊株及び特權が何故に時期の始めに賣られたかと謂ふに、それは兩者の價格が需要供給の法則によつて決定せられたからである。固より株式の供給を急激に増加しても、其の需要が相關的に激増しなければ株式の價格を低落せしめるのは必然的であり、隨つて株式の價格と共に權利に對する市場の相場も低落せしめられる。併しながら此のことは一定期間或は新株の影響が供給増加に感ぜられ始めるまでは市場價格の上に反應せぬのである。即ち新株が其の發行を豫想され賣買せられ始めると共にそれが株式隨つてまた權利の價格を低落せしめるやう影響するのである。尙ほ購入時期に株式及び權利の市場價格を低落せしめる今一つの理由として株主の習癖をも見逃してはならぬ。其の習癖とは特權の販賣を最後の瞬間まで延期することであり、其の間に小投資家が有する特權の妙味とも謂ふべきものが失はれ、其の販賣は重要でなくなるのである。事情斯くの如くであるから提供せられる特權は此の購入に一時的利

益を求めるところの投機業者によつてのみ買取られることになる。此種の買手が特権を取得するのは、特権の購入が新株購入の価格を一般市場価格よりも著しく低廉ならしめる場合に限られることは改めて謂ふまでも無し。

特権附購入の価格の問題と密接な関係を有するのは之が株式の永續的価格の上に及ぼす影響如何である。勿論株式が株主に市場価格以下で賣られる時は常に株主の利益は稀薄にせられる。併しながら仲立人や投資家の通念では株式の市場価格は新舊共に間も無く新發行による損失を償ふであらうと見るのである。特に銀行・保険會社及び製造工業會社の株式の如く大なる割増を有するものに於て然りとするのである。

株主が其の持株數を増加せず特権附購入を金錢に替へる方法は種々ある。其の最も明瞭な方法は特権を直ちに賣ることである。此の方法では手取金は特別配當と見做され、會社によつては大なる収益を分配する目的で新株を販賣することがある。次に特権を現金に還す方法としては株式を購入せしめ、然る後に購入期間が終つて數箇月の頃市場価格の一時的低落の熄んだ時を見計らつて新株を販賣することが行はれる。回収せられた價格と購入價格との差は特権附購入によつて受けた利益となるであらうから、理論上は特権を賣つて收めた大いさと等しかるべきものである。進んで株主が其の特権を金錢に還元する最も有利な方法は購入の報ぜられるや否や持株全部を賣放つことである。但し株式の供給増加が市場を壓迫し始める以前でなければならぬ。然るときは彼は從來の供給に基き相場より稍低い價格を得ることになる。併しながら其後購入時期の終る直前特権

の價格が最低の時に彼は最初の持株を取戻すことの出来るやうに多くの特權を買取るべきである。斯くすれば此等の特權の費用は購入價格と共に更には待機中の利子の調節と相俟つて最初の株式に對し受ける以下となるであらう。其の差は特權附購入から受ける手取金と間接にはなるのである。

斯くて株式の新發行が公表せられるや否や證券を空賣りすることにより投機的利益を收め得るとは容易に推論せられるところである。此の事は理論上謬無く、且つ事實上も行はれて居るのである。併しながら往々にして之と逆の推論により投機業者は自繩自縛に陥ることがある。即ち他の投機業者は特權附購入の公表と同時に株式を賣ることにより現金が獲られると推論して販賣上の壓迫を急激に且つ人爲的に加へるのである。然るときは弱氣賣が著しく現はれる。而して若し投機仲間の一人が此等の空賣契約を諾すれば其の契約を買戻す株式を買取る爲めの弱氣賣の壓迫によつて株式を釣上げることが出来るのである。

特權附購入を屢行ふ會社の株主に間接に生ずる利益は規則的配當に對する實質上の増分を與へるものである。此等の特權が生ずるのは極めて稀である事實を顧れば之が規則的配當と同一の程度に、或は同一の割合に株式の價格を増すものでないことが知られるであらう。又特權的購入の確實性は非常な需要を喚起し、此の期待無しとせば單に地方的市場を有するに止まるべき多くの株式に對して法外な市場價格を生ぜしめるのである。

終りに特權附購入に伴ふ不確實と之が株式の市場價格の上に與ふべき影響とは會社をして株主に株式を賣る

成效を期待せしめぬことが屢ある。蓋し會社は金錢を要するけれども其の販賣の成效を株式の市場價格に於ける一時的又は永續的下落により害せられることは之を意に介せぬのである。故に會社は其の株主に株式販賣の成效を保證せねばならぬ。而して之を爲すのが引受シンデケートである。即ち外部銀行業者の一團が株主によつて購入せられぬところの株式を凡て引受けることを承諾し以て販賣の成效を保證するのである。此の業務の爲めに、否寧ろ此の危険を負擔する爲めにシンデケートは販賣せられる株式の總數に對し手数料を徵する。株主が株式總數を引受けた場合にはシンデケートは何等株式を引受ける必要は無いが、幾らかでも購入せられずに残るときはシンデケートは株主の支拂ふべき價格で會社から買取ることとするのである。