

いわゆる「のれん代」からみた 産業資本の産業株式資本への転化

板 木 雅 彦

目 次

はじめに

第1節 いわゆる「のれん代」について

(1) 資本の集積・集中とのれん代

(2) 会計学におけるのれん代

(3) のれん代の計算

第2節 のれん代の本質 産業資本の産業株式資本への転化

第3節 のれん代をめぐる国際的な会計基準の動向

参考文献

はじめに

よく知られているように、多国籍企業が行なう対外直接投資には、新規に工場等の供給施設を立ち上げるグリーンフィールド（greenfield）型直接投資と、既存企業・工場等を合併買収するM&A型直接投資の二つに大きく分けられる。従来は、この二つの区別は、個別資本にとって資本規模の拡大という点で同じであり、社会的な資本蓄積の面でのみ区別されると考えられてきた。しかし、両者の間には重大な理論的かつ歴史段階的な差異が存在する、というのが本稿の主張である。

すなわち、M&A型直接投資には買収の際に「のれん代」が発生するのに対して、Greenfield型直接投資にはそれが発生しない。のれん代とは、いわば「マイナスの創業者利得」であって、この発生によって産業資本としての多国籍企業が、擬制資本（株式資本）としての多国籍企業に転態する。より正確には、両者の統一物としての産業株式資本とし

ての多国籍企業が成立する。このことによって、利潤が利子・配当化し、それを超える収益を得ようとする不連続にキャピタル・ゲインを追求せざるを得ない行動特性が多国籍企業の内部に埋め込まれる。このことを、まず国内企業に限定した形で論証しようとするのが、本稿の課題である¹⁾。

第1節 いわゆる「のれん代」について

(1) 資本の集積・集中とのれん代

「のれん代」を論ずる前提として、資本の集積と集中を概念上正確に区別しておく必要がある。資本規模の拡大 すなわち、資本増殖は、この二つの方法のいずれか、あるいはその両方によって達成される。Greenfield直接投資は資本の集積、産業的M&Aは資本の集中に相当する。

資本の集積とは、一つ一つの企業 これを個別資本と呼ぶ が、剰余価値を生産し利潤を獲得した後に、その利潤の一部、あるいは全部を費やして資本規模を拡大する行為をいう。したがって、資本集積は、社会全体としての資本蓄積総額を増大させる効果をもつ。獲得した利潤総額を越える額を、たとえば銀行借入れによって投資する場合も、社会的には次の資本集中の一種といえることができるが、個別資本の立場からすれば資本集積の亜種であるにとらえることできる²⁾。

資本の集中とは、企業間の合併や買収によって資本が相互に結合されることを通じて、資本規模の拡大を実現する方法である。したがって、資本集積の場合とは反対に、社会全体としての資本蓄積総額は、他の条件が変わらないとすると、一定にとどまる。実際のケースでは対等合併はまれで、事実上、資本家による資本家の収奪、少数の大資本への多数の小資本の吸収を結果する³⁾。同一産業部門内部でのトラスト(企業結合)の形成を基礎に、トラスト間のカルテル(企業連合)の結成によって事実上の(広義の)独占資本が形成される。このような産業部門別の資本集中が多く部門で進行し、最後に、巨大化した銀行独占資本、証券独占資本、商業独占資本と産業独占資本が融合癒着することで、コンツェルンが形成される。これがレーニン[1917]のいう「金融資本」の実体であり、この総体が金融寡頭制を構成する。

しかし、この両形態は、たんに企業規模拡大の二つの方法というにとどまらず、概念上の対立関係にある資本増殖形態である。なぜなら、Greenfield直接投資を含む資本集積が産業資本の単純な延長として実現されるのに対して、M&Aによる資本集中は、いったん擬制資本に転化した後に再び産業資本に再転化するという過程を踏まなければならないからである。買収と、それにとまなうのれん代の発生と償却という過程がそれである。

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

いま、産業資本による産業資本の買収を考えてみよう。通常、企業買収は、株式市場を介して行われる。この事情は、現金を伴わない株式交換の場合も同様である。相手企業との株式交換に用いられる自己株式は、やはり、株式市場においてそのときの流通価格で購入しなければならないからである。したがって、産業資本の買収用貨幣資本　自己資本によるものであろうと、借り入れによって調達されたものであろうと、どちらでもかまわない　は、いったん被買収企業の株式資本に転換し、これが買収完了と同時に、あるいはその後数十年をかけて償却され、帳簿上、再び元の産業資本に再転換することになる。しかし、ここで問題が発生する。通常、買収総額は、被買収企業の簿価純資産額を多かれ少なかれ越えた額になり、この差額が買収に伴う一種の特別損失となって会計上償却の必要に迫られるという問題である。この差額が、いわゆる「のれん代goodwill⁴⁾」と呼ばれる特殊な資産形態を構成することになる。

しかし逆に、買収に伴って特別利得が発生する場合がある。買収対象となっている企業が極端な経営不振に陥っている場合や、経済全般が長引く不況の底に沈んでいる場合に、簿価純資産額さえ下回る、設備等のスクラップ代金程度の金額で買収が成立することがある。設備を他の用途へ転用することがむづかしく、産業としても過剰設備を持て余し、当面需要の回復も見込めないといった状況がその背景にある。このような場合、資金的な持久力のある買収企業は、適当な設備廃棄や解雇　いわゆるリストラ　を施し、市場集中度を高め、景気の回復を待つ。もしこれに成功すれば、株価は再び簿価純資産額を回復する。この差額分が買収特別利得となり、会計的には特別利益の計上、自己資本の増加として反映されることになる。

不況からの回復過程を真に確かなものにするのは、激しい生き残り競争の果てに登場する新技術・新製品が生み出す特別利潤である。この登場を待って、資本主義経済は新しい局面に到達したといえることができる。しかし、その前段階として、旧技術・旧製品をとまなう旧局面そのものの中で不況からの脱出の糸口が現れ出てくる。それがこの買収特別利得の獲得　ないしは、獲得の展望である。通常リストラという言葉で表現される過剰資本（生産・商品・貨幣）の処理と並んで、この買収特別利得の獲得が、企業の利潤率の回復を助けることで、不況脱出のもう一つの重要な鍵となる。最後に、買収特別損失も特別利得も発生せず、簿価純資産額を基準にした金額で買収が行われる場合もある。このようなケースは、たとえば、中南米諸国の国有企業の民営化や、現在、「社会主義市場経済」を標榜する中国の国有・国営企業の買収などに見ることができる。この場合には、産業資本が擬制資本に転換することなく、直接外国企業所有の産業資本に横滑りするため、買収特別損失も特別利得も発生しないわけである。

これが成立するためには、証券市場・金融市場が十分発達しておらず、国家が実質

的に100%の株式を所有していることが条件である。このような条件のもとでは、国家が国有企業の売却にあたって参照すべき株式流通価格を知ることができず、事実上、企業の簿価純資産額をもし、これが「正確に」算定できると仮定して簿価純資産額を基準として外国企業に私募形式で売却せざるを得ない。民営化される企業の将来の発展に対する希望的観測が売却価格の中に織り込まれたり、現地への進出のための足掛かりを得たい外国企業の思惑が反映されたりして、多少とも「色をつけて」価格が上乗せされたとしても、その基準は、あくまで簿価純資産額に置かれている。

ただし、国有・国営企業の民営化は、過剰な設備や労働者を抱えて経営に行き詰まった結果として、やむを得ず行われることが多い。したがって、もし売却が「火事場の叩き売り価格 fire-sale price」で行われるならば、上で見たような買収特別利得が得られるかもしれないし、逆にもし、買収時点で秘匿されていた不良資産が明るみに出たり、思わぬリストラ費用の計上を迫られたりした場合には、買収特別損失を被ることになる。

(2) 会計学におけるのれん代

標準的な会計学のテキストによれば、「のれん」は次のように定義されている。

「他企業の買収・合併や営業譲受けに際し、受け入れた純財産を超える金額の支払を行なうことがある。これは買収された他企業が、通常よりも収益性が高いことを評価したものであり、その超過額は高収益の事業を営む権利を獲得するのに要した額として、資産に計上される。これが営業権であり、のれん (goodwill) ともよばれる。なお営業権は、他企業の合併等に際して有償で取得した場合にのみ、資産に計上することが認められている。したがって自社の収益性が高くても、その資産価値を客観的に測定することは不可能であるから、自社で開発された高収益性を営業権として資産計上することはできない。」(桜井, 2003, 168ページ, 傍点引用者)

資産計上できるものが**買入れのれん**、計上できないものが**自己創設のれん**と呼ばれるものである。この定義は、白石(2003)、清水(2003)、梅原(2000)においても通説的理解とみなされている。

また、のれん代は、「買収や合併の対価から、継承した純資産を控除した金額」(桜井, 2003, 197ページ)であるとする。より具体的には、次のように表わすことができる。まず、買収や合併の対価である企業の株式資本価値 K_t は、次の式で表わされる⁵⁾。

$$K_t = K_t + G$$

ただし、 K_t は有形資産額(会計学で言うところの「識別可能純資産額」)、 G はのれん代とする。ここで、上の定義でいう t 期の「超過利潤」を π_t とおき、利子率を i とおく。単純

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

化のために、企業の平均配当利回り（株価に対する配当利回り）は利率に等しく、各期で一定と仮定しよう。

さてここで、合併・買収に際して有形資産額を上回る企業価値の評価を株式市場で受けるわけだから、その超過分 G は、各期の超過利潤 G_t を利率で割り引いて現在価値に還元した値の合計額に等しくなければならない。

ここでくれぐれも注意を要する点は、いま求めようとしているものが株式資本価値であることから、割引率としては利率（＝配当利回り）をとらなければならないという点である。もしこれが同一部門に属する平均的な産業資本の資本価値へ還元するのであれば、部門平均利潤率（「正常利潤率」）をとるべきであろう。しかし、のれん代は、あくまで株式資本への還元において発生する現象である。したがって、のれん代は、各期の超過利潤 G_t を利率 i で割り引いて合計した次の式で与えられることになる。

$$G = \frac{G_1}{1+i} + \frac{G_2}{(1+i)^2} + \frac{G_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{G_n}{(1+i)^n}$$

ここでさらに議論を単純化するために、各期の超過利潤を一定額 G とした上で無限の流列を考えると、上の式は簡単に次のように書き換えることができる。

$$G = \frac{G}{i}$$

したがって、企業の株式資本価値 K_r は、次のように書き換えることができる。

$$K_r = K_r + \frac{G}{i}$$

ところで、超過利潤 G を含めてこの企業が獲得する各期の総利潤を P とおくと、当該企業の株式資本価値 K_r は、次のようにも表わすことができる。ただし、ここでは単純化のために各期の利潤額は一定で無限の流列を仮定している。

$$K_r = \frac{P}{i}$$

株式資本価値 K_r に関する上の二つの式が同時に成り立つためには、

$$\frac{G}{i} = K_r + \frac{G}{i}$$

したがって、

$$= -iK_r$$

以上から、のれん代の定義にいう「通常よりも高い収益」「超過収益」というのは、じつは総利潤の中の利子（あるいは配当）を越える部分であるということがわかる。つまり、これはかならずしも超過利潤である必要はなく、利子や配当の支払を越える通常の利潤であれば事足りることになる。ところが会計学の通説的理解では、これを本来の意味での同業他社に対する超過利潤（特別利潤あるいは独占利潤）とみなして、のれん代の源泉を、たとえば「優秀な経営チーム」「優秀な販売管理者や組織」「効果的な広告」「秘密の製造法」等（梅原，2000，17ページ参照）に求めるわけである。

このような誤りが生じた原因は、梅原（2000）第2章で行なわれているように、株式資本価値 K_r を求める割引率に「正常利潤率」（同，11ページ）を用いたことにある⁶⁾。これでは企業の買収価格を求めることができない。しかし、より根本的な原因は、この会計学の通説的理解を支えるミクロ企業理論にあると考えられる。つまり、完全競争条件のもとでは企業利潤ゼロと考えられており、資本に対する報酬は利子（あるいは配当）だけなのである。したがって、利子を越える「利潤」は、すべて何らかの市場の不完全性の産物であり⁷⁾、「超過収益」とみなされることになる。ところが、現代の巨大寡占企業の事情に精通する会計学者は、自分が使った「超過収益」という言葉に幻惑されて、のれん代そのものの源泉を何らかの独占的優位性に結び付けて理解してしまったわけである。もちろん超過利潤が存在する場合にものれん代は発生する。しかし、自由競争段階の平均利潤の場合にものれん代が発生することを忘れてはならない。繰り返せば、のれん代とは、M&Aにともなう擬制資本としていったん水増しされ膨らまされた産業資本が、帳簿上再び産業資本に収縮するための、いわば「資本形態還元費用」ともいうべきコストなのである⁸⁾。

（3）のれん代の計算

では、「のれん代」の理論値を計算してみよう。擬制資本の価値額 この場合には、株価は、言うまでもなく、さまざまな要因によって影響を受ける。しかしここでは、年々の流列としての収益を一定の割引率で割り引いた値の合計として資本の現在時点での価値額を計算する**現在価値**（present value）の考え方を用いることにする。

この場合、「一定の割引率」とは、資本収益を考える上で一種のbenchmarkの役割を果たすものである。一定額の資本を投資するにあたって、これだけの収益率は最低限確保されていなければならないという基準率がこれである。したがって、たとえば、一般利子率を割引率に設定すると、貨幣資本換算された現在価値 つまり、その資本投資額が、貨幣

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

資本として現在どれだけの価値額に相当するか が算出される⁹⁾。もし、基準率として一般的平均利潤率を用いれば、その資本投資額が、非独占的な一般的産業資本として現在どれだけの価値があるかが算定されることになる。このように、現在価値の考え方は、「資本形態転換」に伴ってどのように資本価値額が変化するかを算定できる、まことに便利な尺度を提供するものといえる。

以下の計算では、単純化のために利潤率、利率を一定とし、収益の無限流列を想定しよう。買収先企業の株式流通総額に対する配当総額の比率を配当利回りとおくと、買収企業が買収後に獲得する株式配当金の総額は、(買収額×配当利回り)と表わすことができる。これを買収先企業の買収前利潤率 買収前後で変化なしと想定して で資本還元してやると、買収によって獲得した擬制資本（株式）を産業資本に還元することができる。したがって、買収資産額（産業資本）は、次のように表わすことができる。

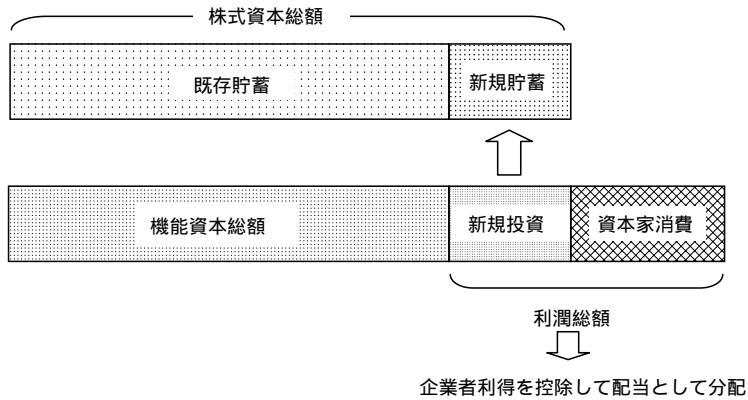
$$\text{買収資産額（産業資本）} = \frac{\text{買収額} \times \text{配当利回り}}{\text{買収前利潤率}}$$

この式の中の配当利回りに関しては、議論の単純化のために、産業的M&Aの受入国利率に等しいと想定しよう。

株式市場と銀行預金のあいだを貨幣資本がリスクなしに自由に移動できると前提すると、株式に対する配当利回りの最低水準は、銀行預金利率に一致する。いま単純化のために、銀行預金利率 = 銀行貸付利率 = 一般利率、を想定すると、一般利率がこの最低水準となる。

次に、配当利回りの最高水準は、産業資本の一般利潤率を越えない。なぜなら、第一に、利潤総額から企業者利得が控除され、残額が子や配当として分配される。第二にミクロ的には、たんなる株式投資と違って、実際には産業資本の経営に固有のリスクが伴うから、少なくともこのリスク・プレミアム分だけ利率よりも嵩上げされていなければならない。第三にマクロ的には、今期までに形成されてきた既存の貯蓄総額に加えて、今期の新規投資の結果新たに形成された貯蓄が、今期までに形成された機能資本の生み出した利潤の分配を求めて金融資産（いまの場合、すべて株式を想定）に買い向かうから、たとえ企業者利得ゼロと想定しても、次の不等式が成立する。以上から、株式の配当利回りは、産業資本の一般利潤率を越えない¹⁰⁾。

$$\frac{\text{利潤総額} - \text{企業者利得}}{\text{株式資本総額}} < \frac{\text{利潤総額}}{\text{機能資本総額}}$$



ただし、独占段階の産業資本には、一般的利潤率が実体としては成立せず、産業諸部門間で格差をもった独占利潤率が成立すると同時に、独占資本一般と非独占資本一般とのあいだに質的に隔絶した利潤率格差が生ずる。したがって、独占段階において「産業資本の一般利潤率」という場合、それは、これら諸利潤率の過重平均値あるいは、総利潤に対する総資本の比率を意味するものとしよう。

以上から、次の不等式が成立すると考えることができる。

$$\text{一般利子率} + \text{リスク・プレミアム} < \text{配当利回り} < \text{産業資本の一般利潤率}$$

M&A型直接投資を議論する場合には、左辺の受入国固有のリスク・プレミアムが問題となる。しかし、まずは単純化のためにこれをゼロとおき、さらに一般利子率と株式の配当利回りがほぼ一致しているとして、以下の議論を進めていこう。こうして、次の式が導き出される。

$$\text{買収資産額（産業資本）} = \frac{\text{買収額} \times \text{一般利子率}}{\text{買収前利潤率}}$$

この式で「買収額」とは、株価で表わした買収資産額、すなわち「買収資産額（擬制資本）」のことだから、擬制資本が（一般利子率 / 買収前利潤率）だけ縮小されて産業資本に還元されていることがわかる。

以上から、買収特別損失は次のように表わすことができる。

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

$$\begin{aligned}\text{買収特別損失} &= \text{買収資産額（擬制資本）} - \text{買収資産額（産業資本）} \\ &= \text{買収額} - \frac{\text{買収額} \times \text{一般利子率}}{\text{買収前利潤率}} \\ &= \text{買収額} - \left(1 - \frac{\text{一般利子率}}{\text{買収前利潤率}} \right)\end{aligned}$$

ここで、さらに単純化のために、買収先の借入金も含めて完全買収し、自己資本比率100%にすることを想定すると、買収額は、次の式で与えられる。

$$\text{買収額} = \frac{\text{簿価総資産額} \times \text{買収前利潤率}}{\text{一般利子率}}$$

すなわち、買収前に獲得されていた総利潤を受入国利子率で資本還元した額である。この式を上の方の買収特別損失の式に代入すると、次の式が得られる。

$$\text{買収特別損失} = \text{簿価総資産額} \times \left(\frac{\text{買収利潤率}}{\text{一般利子率}} - 1 \right)$$

M&A型直接投資を行って進出する企業は、これだけの額の特別損失を償却するまで産業資本としての活動を開始することができない。たしかに、投資先の株式を100%所有しているのだから、産業資本としての経営権はすでに掌握している。しかし、その投資から獲得される利益は、株式に対するたんなる配当金に過ぎず、期待される配当率は、受入国の一般利子率を多少上回る程度の水準であろう。直接投資がGreenfieldではなく買収というルートを通る限り、被買収企業の利潤率は「のれん代」となって雲散霧消してしまい、あとには利子率程度の配当利回りしか残されていないわけである。

ここから、たとえば不況や当該企業の経営不振で買収前利潤率が低いと、特別損失の減少という形でM&Aが促進され、また逆に、好況期に利潤率の高い企業を買収するには、多額の特別損失金を積まなければならないことがわかる。このような事情は、買収に際して株価が一時的に高騰する場合には、いっそう悪化する。将来にわたる産業投資の利潤が、株式投機家によって一瞬のうちに根こそぎにされることさえあろう。これでは、証券投資として株を買っておいたほうがまだまじだったという事態さえ起こりかねない。では、このような事態を回避し、M&Aから産業資本としての利潤を獲得するために必要とされる条件は、いったいどのようなものなのかという問題これが次の論点となろう。しかしその前に、この買収特別損失の本質をさらに探っておく必要がある。

ここで改めて、企業が新規に設立された場合や、新株発行で増資が行われた場合に発生する創業

者利得について考察しておくことにしよう(ヒルファーディング [1910](1955)第7章参照)。

ある額面価格をもった新株が発行されて、資金調達が行われたとする。調達された資金総額、すなわち株式発行総額は、次のようになる。

$$\text{株式発行総額} = \text{株式額面価格} \times \text{発行株式数}$$

ここで、将来期待される創業後利潤率があらかじめ与えられたとしよう。そして、議論の単純化のために、当該企業の生み出すすべての利潤が配当に充当されたとする。以上の仮定のもとに、さらに一般利子率の水準が与えられたとすると、この新株の流通総額は、次の式で示されることになる。ただし、これもまた議論の単純化のために、利潤率、利子率はつねに一定と仮定し、発行後永久的に一定額の配当金が株主に分配されるものと仮定する。

$$\text{株式流通総額} = \frac{\text{株式発行総額} \times \text{創業後利潤率}}{\text{一般利子率}}$$

したがって、この新株発行に伴って発行者のもとに発生する創業者利得の総額は、次の式で求められることになる。

$$\begin{aligned} \text{創業者利得} &= \text{株式流通総額} - \text{株式発行総額} \\ &= \text{株式発行総額} \times \left(\frac{\text{創業後利潤率}}{\text{一般利子率}} - 1 \right) \end{aligned}$$

このようにして求められた創業者利得の総額と買収特別損失とを比較してみよう。両者がまったく同じ構造を持っていることは、一目瞭然である。株式発行総額とは簿価総資産額のことであり、買収前利潤率には創業後利潤率が対応している。つまり、創業者利得と買収特別損失を比較すると、後者がいわば「マイナスの創業者利得」であることがわかる。

創業者利得とは、利潤を生み出す産業資本の資本価値を、利子や配当を生み出す擬制資本の資本価値に転換する際に生ずる価値の膨張部分であるということが出来る。たとえ産業資本が生み出したすべての利潤が擬制資本に対して分配されたとしても、それを受け取る水脹れした擬制資本にとっては利子や配当でしかない。いわば「未来永劫にわたる利潤」が、一瞬のうちに銀行や証券会社といった擬制資本発行者によって奪い取られていったことの結果である。

これに対して**買収特別損失**は、まさにマイナスの創業者利得とってよかろう。株式の

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

買収を通じて資本結合を果たした産業資本が、株式という擬制資本の姿から再び帳簿上、産業資本へ転態しようとするとき、それまでの資本価値の水脹れ部分を「のれん代」という形で吐き出させられるわけである。たしかにこれ以降、「のれん代」の償却によって収縮した産業資本価値に対しては利潤が発生する。しかし、将来獲得が期待されている一般利潤と独占利潤を償却という形で喪失してしまった産業資本にとって、実質的な利潤率の水準は、擬制資本にとっての利子率や配当利回りに等しいものでしかない。

ただし、「のれん代」に相当する資本価値額が、企業買収の時点で誰かによって収奪されるわけではけっしてない。買収の後に、買収企業の資本額の減少（「のれん代」の償却）が生じ、社会から一定の資本価値額が消滅するだけである。買収特別損失は、その株式が発行された時点ですでに、銀行や証券会社といった擬制資本発行者あるいは、時価発行の場合には発行企業自身によって創業者利得としての収奪¹¹⁾が完了しているのである。

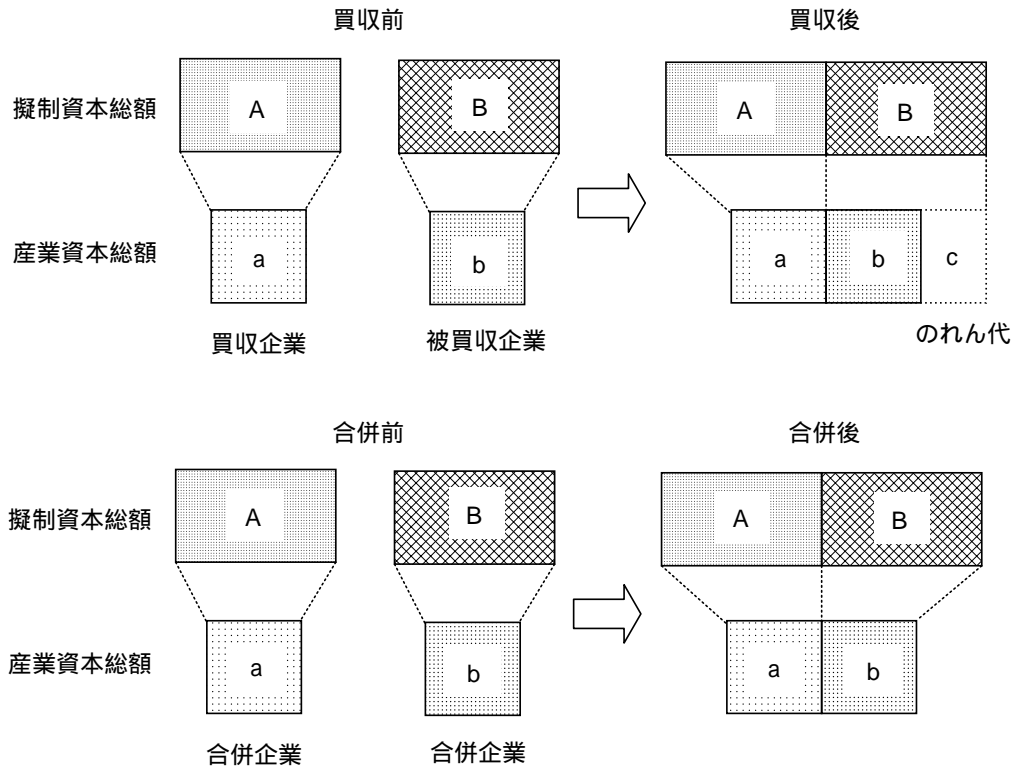
第2節 のれん代の本質 産業資本の産業株式資本への転化

合併と買収を対比しながら、買収特別損失（「のれん代」）の発生を図で示せば、次のようになる。合併の場合には、産業資本は産業資本として資本結合するため、「のれん代」が発生しない¹²⁾。言い換えれば、擬制資本は擬制資本と結合し、産業資本は産業資本と結合することで、合併後も互いに別の世界で運動を続けると表現してもよからう。これに対して買収の場合には、産業資本がいったん擬制資本に転化して、その後再び産業資本に転化するため、いわば産業資本が擬制資本化する。つまり、産業資本の世界が、擬制資本の運動の場と化してしまう。こうして産業資本は、株式資本を媒介として、両者の統一物である**産業株式資本**に形態転化するわけである。

産業資本の産業株式資本化という事態は、たとえ買収後に「のれん代」を償却しても元には戻らない点が特徴である。被買収企業から得られる利潤を擬制資本総額 B で割って求めた $\frac{c}{B}$ は一般利子率の水準にしかならないが、「のれん代」 c を償却した後の産業資本に再還元した b で割って求めた $\frac{c}{b}$ は、たしかに利潤率の水準を回復している。しかし、「のれん代」を償却するためには、利潤を充当しなければならない¹³⁾。償却後にはいっけん、 B から b へ減資するように見えるが、じつは c が失われたコストとしてどこまでも計算に入ってくる。したがって、帳簿上 b でしかない産業資本が、いつまでたっても失われたコスト c を含んだ擬制資本 B として経営判断の中に入り込んでくるわけである。

このことが端的に現れるのは、この被買収企業を再び売却しようとするときである。

そのときこの企業は、売却価格をできる限りすでに償却した「のれん代」 c を含



む B以上に設定しようとするだろう。つまり、かつて失った利潤をここで取り返そうとするからである。そして、それが可能になるときまでずっとこの被買収企業は「のれん代」cを償却したにもかかわらず 依然としてBの投資額に対しての利潤しか生まない資産、言い換えれば、得べかりし利潤を失ってしまった資産として経営上の自己評価を続けることになる。

言うまでもなく、これは産業資本にとって由々しき事態である。利潤を求め、利潤率をもっとも重要な投資基準とする産業資本が、擬制資本化し、配当利回り（一般利子率）を投資基準にキャピタル・ゲインを求めて運動する。つまり、産業株式資本となって運動する。それまでは、究極的には株主利益の最大化を目指すとはいうものの、何よりも産業資本として利潤最大化を実現することでこの課題に応えればよかった。産業資本と株式資本とが、いわばfirewallで仕切られていたわけである。ところがこの関係が、M&Aを通じて突き崩されていく。M&Aの深みにはまればはまるほど、経営の判断基準が、株式資本と渾然一体となってくる。

歴史を振り返れば、まずイギリスで産業資本が発展期を迎えるのは18世紀後半であった。

ところが、1720年にイギリスで生じた南海泡沫（South Sea Bubble）事件による株式恐慌の後遺症から、18世紀を通じてヨーロッパ各国では株式会社の設立がほとんど禁止的な規制を受けていた。そのため、株式資本が本格的な発展期を迎えるのは、19世紀後半に至ってからであった。1873年以降、欧米諸国を巻き込みながら展開された「大不況」を経て、19世紀末から20世紀初頭（1897 - 1904年）にかけて第一次合併・買収ブームが生じた。その後、アメリカの合併・買収ブームは、1920年代後半を中心とする（1916 - 1929年）の第二次ブーム、1960年代後半（1965 - 1969年）の第三次ブーム、1980年代（1981 - 1989年）の第四次ブーム、1990年代（1992 - 2000年）の第五次ブームを経て今日に至っている¹⁴⁾。このように歴史的にみれば、資本は、産業資本 株式資本 産業株式資本、の順に系統発生を遂げてきたわけである。これに対して個々の産業資本（個別経営体）は、今日でもなお日々のM&A活動を通じて、いわばこの歴史的な系統発生を個体発生として繰り返しているということができよう。

この系統発生と個体発生を共通して流れる論理は、現実資本の架空資本化である。これを弁証法の論理を用いて説明すると、次のようになる。

一つ一つの個別産業資本が、この場合の個別的な存在形態である。この個別産業資本は、その設立時に、設備・機械・原料などの現実資本と並んで、擬制資本としての株式資本を成立させる。この擬制資本総額と現実資本総額との差額が創業者利得であることは、言うまでもない。ここで単純化のために、当該の産業資本が設立時に株式時価発行を行なって、すべての創業者利得を取得したものと仮定しよう。獲得された創業者利得は、設立時の銀行借入れ等の他人資本を減少させ、自己資本の充実に貢献することになる。

個別的な存在形態の特徴は、現実資本の架空資本化がまだ潜在的にしか進行していない点にある。第一に、それ自身が架空資本そのものである株式擬制資本は、現実資本としての産業資本から分離して存在し運動している。第二に わたしたちの仮定のもとでは、架空資本の中でももっとも架空性の強い創業者利得が産業資本自身によって取得され、むしろその自己資本の充実にあてられている。しかし、「脇役」に身をやつしているとはいえ、すでに株式資本も創業者利得も舞台上に登場していることを忘れてはならない。いずれ彼らは、主役を食う役どころを演じることになるのである。同一産業の内部で個別産業資本がさまざまに資本結合し、トラストを形成していく形態が、次の特殊的存在形態である。その目的は、生産統合によって生産効率を上げたり、市場占有率を高めることで独占力を強化したりすることにある。

じつは、産業資本の個別的な存在形態は、この特殊な形態を理論的に前提している。つまり、特殊な形態があってはじめて個別的な形態も存在するという関係にある。なぜなら、個別産業資本の株式資本が株式市場で成立するためには、当該個別産業資本の利潤額が確定、あるいは予想されていなければならないが、この利潤額

は、同一産業内部での競争条件に依存して決まってくるからである。競争による優勝劣敗、資本結合と資本分離の動的過程の中から、個別産業資本を時間的・空間的に切り取ってすなわち、理論的に抽象して分析の俎上に置いたものが、個別的存在形態であったわけである。

すでにわたしたちが詳しく見てきたように、産業資本の資本結合が買収の形態をとるとき、のれん代が発生する。被買収先企業を、その現実資本総額を上回る株式時価で買収しなければならないからである。こうして、買収企業本体は別としても、結合された被買収企業の資本部分に関しては、産業資本が産業株式資本に転化する。しかし、買収ブームの進行とともにかつての買収企業が今度は被買収企業となり、次々に資本規模を拡大していくにつれて、最後まで純粋に産業資本として残される資本部分は、ますます相対的に縮小していくことになる。すなわち、産業全体としての産業株式資本化の進行言い換えれば、現実資本の架空資本化の進行である。

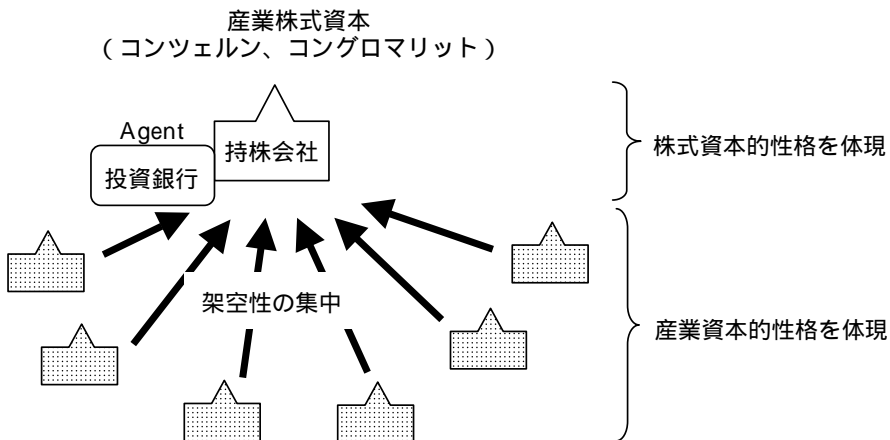
しかし、買収の終了と同時に、あるいはその後何年かをかけてのれん代を償却することによって、産業株式資本は、見掛け上再び産業資本に復帰することが可能である。この作業は、産業資本の財務諸表に大きな痛手を残す。自己資本で買収を行なう場合には自己資本が減少し、借入で買収を行なう場合には借入金が増大するからである¹⁵⁾。次に、のれん代の償却は、結局のところ年々の利潤から賄われなければならない。したがって、一応見掛け上は産業資本に復帰するものの、その実体は産業株式資本にとどまっている。しかしそうは言っても、この特殊的存在形態の場合には、まだ形式的にしる産業資本への「再転化」の可能性が残されていることを忘れてはならない。

同一産業内部におけるトラスト形成を前提として、今度はこのトラストを構成単位とする産業横断的な資本結合が進行する。これが架空資本化の最後の一般的存在形態である。これは通常、**コングロマリット**、あるいは**コンツェルン**と呼ばれる様式で存在している。過渡的形態では特定の産業に属するトラストが持株機能を兼務するが（事業持株会社 *operating holding company*）、完成形態においては、この持株機能に純化・特化した**持株会社**によって全体が統括される（純粋持株会社 *pure holding company*）¹⁶⁾。こうして、持株会社によって統括されたコングロマリットやコンツェルンは、合併・買収を繰り返して資本規模を、いわば空間的に拡大していくが、その場合の機能的代理物 *agent*¹⁷⁾ の役割を果たすものが**投資銀行**である。つまり、合併・買収案件を探し出し、法的準備を整え、必要資金を準備するなど、持株会社の「代理人」として産業横断的な資本結合を促していく。これに対して、最近にわかに注目を集めている**投資ファンド**とは、投資会社が機関投資家や個人富裕層から資金を調達し、自ら買収企業の議決権付き株式の過半数を握ることで事業再構築（リストラ）の当事者になるというものである。他人資本の導入によって自己資

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

本に対する収益率にレバレッジを効かせることで基本的な収益を確保した上で、リストラ後の売却でキャピタル・ゲインを獲得しようとする（和田，2002，112 - 122ページ）。投資会社は、同時にいくつかの買収企業を抱えているので、いっけん持株会社と同様の形態をとることになる。しかし、第一に、買収先企業の技術独占や市場独占を前提とせず、また買収とはいっても資本集中運動とかかわりがない、第二に、投資会社そのものの利潤源泉は、借入金と投資ファンドによってほとんどの資金を調達するためにキャピタル・ゲインのごく一部に限定される、という特徴をもっている。したがって、投資会社とそれが運用する投資ファンドは、産業株式資本というよりもむしろ、キャピタル・ゲインの獲得によって数年から10年以内に投資資金の回収と増殖を狙う証券投資資本の機能的代理物 agent ととらえることができる。

持株機能に純化・特化した持株会社は、一般的な産業活動に従事することなく、もっぱら企業の買収と売却の活動に専念する。したがって、買収にともなって発生するのれん代や、売却にともなって発生するキャピタル・ゲイン（ロス）は、すべて持株会社に集中することになる。つまり、産業株式資本のもつ架空的性格は、持株会社に体化して現れる。これに対して、持株会社を除くその他の一般企業は、産業株式資本の構成要素であるにもかかわらず架空的性格を剥ぎ取られ、産業資本・現実資本としての性格を体現する。このような二つの対立物の統一が、総体としての一般的産業株式資本 具体的には、コングロマリットやコンツェルンであるということになる¹⁸⁾。これを図示すると、次のようになろう。



このようにして完成された現実資本の架空資本化は、産業株式資本に独特の行動様式をもたらす。個別的な存在形態における独立した産業資本の場合には、産業資本としての利潤最

大化を追求することで株式資本家の期待に応えればよかった。また、特殊的存在形態における産業トラストの場合には、のれん代の償却によって曲がりなりにも産業資本の行動様式に復帰する可能性が残されていた。しかし、この一般的存在形態における産業横断的株式資本の場合には、それを構成する個々の産業資本は、たんにポートフォリオ（資産選択・組合せ）の一つに過ぎない。構成産業資本は、依然として利潤を生み出しているにもかかわらず、それを統括する持株会社にとっては利子・配当として現象する。したがって、産業株式資本に独特の行動様式とは、のれん代を回収し、さらにはこれを増殖するためにひたすらキャピタル・ゲインを追求することにほかならない。すなわち、企業買収によってのれん代に相当するかつての創業者利得を吐き出し、その企業を将来売却することによって再び新たな創業者利得を獲得する。このような連続的プロセスがその内容である。そして、この結果がプラスにならない限り、産業株式資本は、利子生み資本並みの利子や配当しか獲得することができないのである。

このような行動特性から、持株会社の広範な成立が企業のM&A活動をどこまでも促進していくかということ、かならずしもそうはならない。たしかに、独立企業の買収と傘下企業の売却は、きわめて容易になろう。しかし逆に、傘下企業の買収と持株会社そのものに対する買収は、きわめて困難になる。したがって、持株会社によって所有・支配されるトラスト・コンツェルン・コングロマリットが巨大化していくにつれて、M&A活動がむしろ停滞する局面へと転換する可能性が生まれることになる。実際、フランスではこのような事態が観察されていて、持株会社同士が環状的に株式を持ち合うことによって、これらを核とする大きな星団（galaxy）を形成しているという。そこでは、フランス政府までも含めた複雑な資本結合・人的結合が支配し、安定株主工作が常態化してM&Aはほとんど例がないといわれている（下谷，1996，219 - 220ページ）。これが転換するためには、すでに日本が手痛い思いで経験したように、バブル崩壊といった大事件のもとで企業グループ（コンツェルン）が再編成の憂き目にあうような事態の到来が必要であろう。

このように、産業資本の産業株式資本化が進み、ますます多くの企業が持株会社のもとに集中されていくにしたがって、資本主義を突き動かす原動力の性格が大きく変化することになる。資本主義の本来的なスローガンは、「生産のための生産」「利潤のための利潤」の追求であった。言い換えれば、「生産の無制限的拡大」と「利潤率の最大化」こそが、その原動力であった。たしかに、より多くの利潤を追求する点に違いはない。ただ、その究極的な目的が、「利潤のための利潤」から「キャピタル・ゲインのための利潤」、「キャピタル・ゲインの最大化」へと変化する。

より正確には、利潤率という指標そのものが見えなくなってくるといってもいいかもしれ

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

ない。投下総資本に対する利潤率から、株主資本利益率、株式配当利回り、さらには配当に売買益を加えた株式投資収益率へと収益性の基本指標がシフトしていく。つまり、産業資本自身が株式投資家の視点で自らの収益性を計測し、その最大化に文字通り血眼になるという事態への転換がそれである。その背景として、のれん代の回収の要求があることは、すでにみたとおりである。しかし、問題は、この「キャピタル・ゲインの最大化」が株式市場でどのようにして実現できるかにある。

この問題を考える古典的な材料として、ケインズ『一般理論』第12章「長期期待の状態」を取り上げてみることにしよう。

「今日広く行きわたっている所有と経営の分離にともない、また組織された投資市場の発達につれて、時には投資を促進し、時には経済体系の不安定性を著しく高める、きわめて重要な新しい要因が導入された。証券市場がない場合には、われわれがすでに契約してしまった投資物件の再評価を頻繁に試みてみてもなんの役にも立たない。しかし、株式取引所は多くの投資物件を毎日のように再評価し、その再評価は個人に対して（社会全体に対してではないが）彼の契約を変更する機会を頻繁に与えている。それはあたかも農夫が朝食後、晴雨計に打診して10時から11時までの間に農業から彼の資本を引き揚げようと決意することができ、またその週の終わりに再び農業に戻るかどうかを考え直すことができるようなものである。しかし、株式取引所の日々の再評価は、主として旧投資物件を一個人から他の個人へ移転することを容易にするために行なわれるものであるが、不可避免的に今期の投資額に決定的な影響を及ぼす。なぜなら、現存の同種企業を買い取ることができるのに、それよりも多額の費用を払って新企業を起こすことは無意味であるし、他方、もし株式取引所において新計画の株式を売却し、即時的利益を得ることができるなら、その計画に莫大と思われるような金額を支出する誘引も存在するからである。このようにして、ある種の投資物件は、専門的企業者の真正の期待によるよりもむしろ、株式取引所で取引する人たちの、株式価格に現われる平均的な期待によって支配されるのである。」（ケインズ [1936] p.151, 148 - 9ページ）

しかし、このような投資の「流動性」の実現は、他方で次のような不可避的結果を引き起こすことになる。

「普通の素人投資家よりもすぐれた判断と知識をもつ専門的な玄人筋の間の競争は、孤立した無知な個人の気まぐれを修正すると考えられてきたかもしれない。しかし、じつは、玄人筋の投資家や投機家の精力と熟練は主として、それとは別のことに向けられているのである。なぜなら、実際には、これらの人々の大多数の主たる関心は、投資物件からその全存続期間にわたって得られる蓋然的な収益に関してすぐれた長期予測をすることではなく、一般大衆にわずかに先んじて評価の慣行的な基礎の変化を予測することにあるからである。彼らの関心は、投資物件を『いつまでも』保有するために買う人にとってそれが本当にどれだけの価値をもつかということではなく、3ヵ月後とか1年後とかに、市場が群集心理の影響のもとで、それをどれだけに評価するかということである。」（同上, pp.154 -

5, 152 - 3ページ)

このような状況は、あたかもケインズの言う「美人コンテスト」の比喻のようなものであった。

「玄人筋の行なう投資は、投票者が100枚の写真の中から最も容貌の美しい6人を選び、その選択が投票者全体の平均的な好みに最も近かった者に賞金が与えられるという新聞投票に見立てることができよう。この場合、各投票者は彼自身が最も美しいと思う容貌を選ぶのではなく、他の投票者の好みにもっともよく合うと思う容貌を選択しなければならず、しかも投票者のすべてが問題を同じ観点から眺めているのである。ここで問題なのは、自分の最善の判断に照らして真に最も美しい容貌を選ぶことでもなければ、いわんや平均的な意見が最も美しいと本当に考える容貌を選ぶことでもないのである。われわれが、平均的な意見はなにが平均的な意見になると期待しているかを予想することに知恵をしぼる場合、われわれは三次元の領域に達している。されに四次元、五次元、それ以上の高次元を実践する人もあると私は信じている。」(同上, p.156, 154ページ)

このようなケインズの描く株式投資の投機化現象は、今日ではさらに2段階の進展をみせている。ケインズの時代には個人投資家が中心であったが、まずこれが機関投資家に比重を移し、さらに今日では売買される産業資本自身が産業株式資本に転じ、投機の主体となって市場に参加している。したがって、株式投資が「美人コンテスト」化するだけではない。産業資本の設備投資そのものが、本来の長期的な収益性によって決定されるのではなく、株式投資家の平均的意見におもねて「美人コンテスト」化するわけである。

このような設備投資そのものの投機化現象の根源には、産業資本としての収益性基準が、のれん代を組み込んだ産業株式資本としての収益原則に取って代わられたという事実がある。ここから、総投下資本利潤率よりも株主資本利益率を重視する傾向が現れ、自己資本比率をむしろ低下させることによって後者を引き上げることが求められる。これは当然、予期せぬ売上高の減少に対する産業資本の抵抗力を弱め、収益基盤を不安定化することにつながる。また、株価を上昇させるためにはキャッシュ・フローを最大化させなければならないから、設備投資と違って即効的な利潤を生まない研究開発活動(R&D)への投資¹⁹⁾や、設備投資の中でも長期大規模な投資案件が忌避される傾向を生む。言うまでもなくこのような事態は、産業資本としての長期的な成長力の低下に直結する。

しかしまた他方では、「根拠なき熱狂 irrational exuberance」²⁰⁾によって、途方もない大規模投資が次から次へと敢行されていく誘引を作り出すのも、この設備投資の投機化現象である。1990年代後半のアメリカに、ある意味で「忽然と」登場したIT(情報通信)バブルは、この典型であろう。不正会計で経営破たんした巨大通信会社ワールドコムなどによる、いまとなっては明らかに過大な光ファイバー網設置投資を「情報通信革命」の名のもとに囃し立てたのも、当時の投機的株式市場であった(日本経済新聞社, 2002)。M&A

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）を通じた産業株式資本そのものの投機資本化は、ケインズの個人投資家の時代とは比べ物にならない規模で、資本調達市場を不安定化²¹⁾させる。それはあたかも、競泳用プールの中で鯨が共食い競争を繰り広げているような有り様である²²⁾。

第3節 のれん代をめぐる国際的な会計基準の動向

企業の合併・買収とのれん代の会計的な処理方法をめぐっては、近年大きな変化が見られる。ここではこれを**米国会計基準**、**国際会計基準**、**日本会計基準**に絞ってその動向を整理しておく²³⁾。

このうち**国際会計基準**は、米国会計基準と並ぶ世界の二大会計基準であり、先進国の公認会計士を中心として国際会計基準理事会（International Accounting Standards Board: IASB, 本部ロンドン）が作成している。2005年4月末には、米財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）との間で2009年までに相互承認を目指すことで一致した（日本経済新聞, 2005.7.21.）。また欧州連合（EU）では、2005年1月から欧州域内の全上場企業約8000社に対して国際会計基準の適応を開始した。日本企業も、欧州市場で株式を発行する場合には、この適用を受けることになる²⁴⁾。

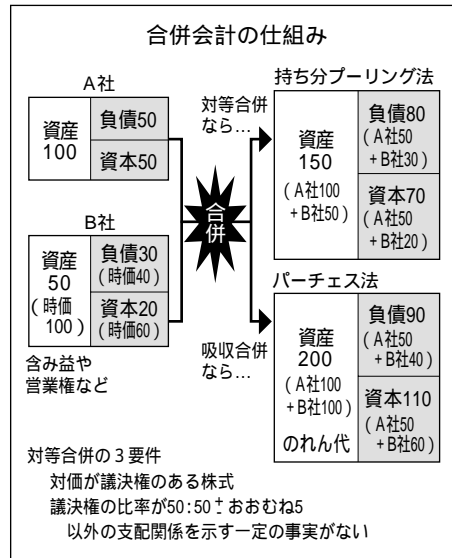
企業合併・買収に関する会計基準は、2000年代に入って大きな変化の時代を迎えた。まず、2001年に米国会計基準が変更され（財務会計基準書第141, 142号）、持分プーリング法が禁止されてパーチェス法に一元化されることになった。また、国際会計基準でも、2004年にパーチェス法に一本化され、のれん代の処理が減損会計に一本化された。

企業結合にあたって、結合する企業のすべての資産と負債の内訳を帳簿価格どおりに結合し引き継ぐ方式が**持分プーリング法**（pooling of interests method）である。これに対して、被買収企業の資産と負債をそれぞれ時価で再評価した上で結合する方式が**パーチェス法**（purchase method）である（桜井, 2003, 257ページ）。パーチェス法では、買収企業と被買収企業を明確に区別することが求められる。いわゆる「対等合併」は現実にはほとんど存在せず、買収企業と被買収企業は区別しうるし、また区別しなければならないという会計原則の一大転換である。このような転換が促された背景には、持分プーリング法の濫用によって、合併前の簿価に含まれていた含み損と含み益があいまいな形で相殺されたり、時価よりも大幅に低い簿価で引き継いだ資産を合併後に切り売りして膨大な売却益を捻出したりする問題があったといわれている（日本経済新聞, 2003.11.01.）。

ところが、日本の会計基準では長らく持分プーリング法の適用が広く認められてきたし、また実際にも、買収企業と被買収企業の区別すなわち、実質的な支配従属関係を明示することを嫌う企業によって、「対等合併」方式が広く用いられてきた。しかし、2006年4月から

適用になる新たな企業結合会計基準によれば、次の三つの条件をすべて満たした場合に限って、持分プーリング法の適用が認められることになる²⁵⁾。

第一に、合併に際して支払われた対価が、すべて議決権のある株式であること。もし、対価が現金や負債の引き受けなどの場合には、相手先企業の株主は議決権を失ってしまうから、対等合併とみなすことができないためである。第二に、合併比率が50対50の上下おおむね5%の幅に収まっていること。つまり、45対55以上の開きがある場合には、対等とはみなしえない。第三に、議決権比率以外に、たとえば一方の企業の役員等が他方の企業



出所：日本経済新聞2003.11.01.

の取締役会の過半数を占めているといった、実質的な支配従属関係が存在しないこと。

以上の3条件がハードルになることで、今後多くの合併は買収とみなされてパーチェス法が適用され、持分プーリング法の適用は大幅に減少すると見られている。しかし、第二の条件にある「おおむね5%」が、今後争点になる可能性がある。日本経営者団体連合会の2003年調査によると、この10年間の上場企業の企業結合145件のうち、議決権比率が上下5%の幅に収まっているのは、わずか11件に過ぎないという(日本経済新聞, 2004.06.15.)。次に述べるように、のれん代を生ずるパーチェス法への移行によって、買収企業は、その償却負担のために長期にわたる利潤の圧迫を受けることになる。

持株プーリング法からパーチェス法への移行は、買収にともなって被買収企業の時価と簿価に乖離を生むことで、のれん代を発生させることになる。従来は、各国の会計基準とも、20年から40年にわたって定額償却することを買収企業側に求めていた。

このように長期間にわたる償却を認めてきた理由は、年々ののれん代の償却負担をできるだけ軽いものにするだけで、合併・買収に対する阻害的な影響をできるだけ少なくすることにあった。とはいえ、買収による資本集中で企業規模を拡大してきた企業にのれん代の償却をまったく求めないとすれば、内部的な資本集積によって企業規模を拡大してきた企業との間で、資産・負債の計測上、不均衡が生ずることになる。したがって、パーチェス法のもとでのれん代の償却は、本来はずすことのできない条件であった。

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

具体的にいうと、従来は、米国会計基準で最長40年の毎年償却が求められていた。国際会計基準では、一応20年が基準とされていたが、もし20年を超えて償却する場合には、毎決算日ごとにのれん代の見積もりが求められていた。なお、日本会計基準では、現在でもなお最長20年で毎年償却が求められているが、重要性の乏しいのれんに関しては、一括償却することができるかと規定されている²⁶⁾。

ところが、企業結合に関するパーチェス法の原則採用によって、のれん代の会計処理に関しても、根本的な変化が生ずることになった。すなわち、償却を禁止して減損によって処理するという方式への転換がそれである。

のれん代の**償却**（amortization）とは、会計学上、超過収益の源泉と認識されるのれんが時間を経るにしたがって徐々にその経済効果を減じ、ついには資産価値を喪失していくことである。これに対して**減損**（impairment）とは、市場環境の変化や技術革新の結果、のれんの収益性が急激に低下して、もはや超過収益の獲得が見込めなくなった状態をいう。これが、のれんを固定資本になぞらえた場合の償却と減損の定義である。しかし、理論的にのれんは、「架空の資産」であって超過収益の源ではない。たんに、企業の株式資本価値と現実資産価値の格差でしかない。つまり、のれんという「無形資産」は、資本の物神性が生み出した転倒した仮象であるということが出来る。そこから派生した会計上の二つの処理方式が、償却と減損である。したがって、現実には每期ごとの「償却」という事態はありえない。また、減損という事態は、何らかの理由から被買収先企業の時価総額が下落する場合に発生する。つまり、減損はあくまで株式市場における株式資本の運動によって生ずるのであって、のれんという「無形資産」の価値変動によって生ずるのではない。

具体的には、米国会計基準と国際会計基準では、のれんを償却せずに、每期時価評価を行なって必要ならば減損（＝減損テスト）するという方式である。これに対して日本では、2006年4月から適用になる新たな企業結合会計基準において、原則としてのれん代の一括処理を認めず、20年以内の複数年数で定額処理する方針である。

このことの意義を一言で述べれば、企業価値の市場時価評価を徹底するということに尽きる。つまり、これまで企業価値の評価原則は、原価基準（acquisition cost basis）にもとづいた産業資本としての資産評価であった。これが全面的に転換し、企業価値の評価基準が株式資本としての資産評価となった。このような価値評価基準の全面転換を確定的にしたものが、2001年の米国財務会計基準協会（FASB）による財務会計基準書第141号、142号であった²⁷⁾。この新基準の採用にあたっては、ハイテク業界による最初の公開草案に対する反対キャンペーン、連邦議会議員による法案提出、のれん償却方式に関する当初方針の全面転換などさまざまな経緯を経たという（清水，2003，1ページ）。まさに、「会計基準は政治的産物にほかならない」

(梅原, 2000, ii ページ)。これに引き続く2004年の国際会計基準の改訂, 2006年に予定されている新たな日本会計基準の適応と, 将来的な米国会計基準・国際会計基準の統合は, さらにこの方向を打ち固めることになる。そして早晩, 日本の会計基準も, のれん代の償却方式を廃止する方向へ再改訂されざるを得ないだろう。

このことは, 産業資本でもなく, たんなる擬制資本でもなく, まさに産業株式資本が個別資本(企業)の現代的な存在形態になったことを示すものである。もはやのれん代を償却する必要がなく, 価値的に株式資本にとどまりながら, 時価の収縮と膨張にあわせて減損と再評価を繰り返しつつ, 収益をすべてキャピタル・ゲインに換算しながら資本増殖を行なっていく資本形態がそれである。

注

- 1) 本稿に引き続き, 多国籍企業理論の発達史の中で「のれん代」の問題 あるいは, 多国籍企業の株式資本としての性格 がどのように扱われてきたのかという点を論じたものとして, 板木(2005b)を参照のこと。
- 2) この解釈は, エンゲルスの解釈であって, 彼の編集したドイツ語版『資本論』第3, 4版に反映され, これがローゼンベルグの『資本論注解』引き継がれた。しかし, マルクスのフランス語版資本論では異なる理解が行われている。この論点に関しては, 中川(1989-90)参照。また, 鶴田(1985)を参照。しかし, ここでは, 「旧来の解釈」を発展させて, 集積・集中・蓄積を資本増殖の3つの存在形態と考えている。
- 3) 「これは, もはや, 生産手段や労働指揮の単純な, 蓄積と同じ意味の集積ではない。それは, すでに形成されている諸資本の集積であり, それらの個別的独立の解消であり, 資本家による資本家からの収奪であり, 少数のより大きな資本への多数のより小さい資本の転化である。この過程を第一の過程から区別するものは, この過程はただすでに存在し機能している資本の配分の変化を前提するだけであり, したがってそれが行なわれる範囲は社会的富の絶対的な増加または蓄積の絶対的な限界によって制限されてはいないということである。一方で資本が一つの手のなかで大きなかたまりにふくれ上がるのは, 他方で多くの手のなかから資本がなくなるからである。これは蓄積および集積とは区別される本来の集中である。」(マルクス[1867](1968) s.654, 816ページ)
- 4) 英語の'goodwill'あるいは'good will'は, 日常用語としては「親切」「好意」という意味で用いられる。また, 商業用語として用いる場合にも, この日常用法から「顧客による特別の愛顧」といったニュアンスを込めて用いられている。日本語の「のれん(暖簾)」も同様で, 「のれんを守る」といった表現にそのことがよく現われているし, その具体的な有り様は, たとえば山崎豊子氏の小説『花のれん』等によく描かれている。しかし, このことが逆に災いしたのか, 「のれん代」の経済的本質に関する議論は, 少なくとも会計学の主流の間ではほとんど深まっていないのが現状である。この問題に関して, 15世紀以来の意味の変遷をたどり, 1880年代半ばの独占形成期以降, 「現在価値換算された超過利潤」としての意味を固めていく過程を簡潔に扱ったものとして, Hughes (1996)を参照。また, 1882年から1981年にかけて100年間に及び91個もの'goodwill'の定義を網羅したものとして, Courtis (1983)を参照。

- 5) 以下、株式資本価値 K_t の最初の式の導出に関しては、梅原（2000）第2章参照。
- 6) 梅原（2000）自身は、通説の見解である超過収益説ではなく、差額説をとっている。すなわち、 $G = K_t - K_{t-1}$ によって、識別可能純資産額を上回る企業価値の残額としてののれん代を定義する考え方である。これは、梅原自身が認めるように、のれん代の積極的な本質規定を回避した間接的な「定義」であるといえる（同、16ページ）。この説を採用する根拠として、超過収益を計測する際に必要となる「企業価値」が、評価方式の違い（同、10ページ参照）によってまちまちになることがあげられている。しかし、割引率に「正常利潤率」を採用する限り、超過収益説と差額説に本質的な違いは存在しない。
- 7) Falk and Gordon (1977)、とくにp.449参照。
- 8) のれん代を正しく擬制資本の運動形態の一つとしてとらえた先駆的研究者として、川合一郎と馬場克三を挙げることができる。川合（1960）は、「のれん一般としては歴史的には株式会社どころか資本制生産以前に存在しながら、株式会社の普及ののちには、合併する独占資本の収益の差として顕在化するところの高度に独占資本的範疇となっている」（同、61ページ）と述べて、のれんの歴史的展開を明確に意識していた。すなわち、ギルドの加入権や相撲協会の年寄り株の場合に成立する前資本主義的なのれんの場合には、一体化した所有と経営をギルド仲間や年寄り仲間間で、ほぼ相対の形で取引が行なわれていた。また、取得後の再譲渡も困難で、著しく流動性を欠いていた（同、57 - 59ページ参照、また高山、1998、32ページも参照）。このような性格から、のれん代を計算する際に分子にくる「超過収益」も分母の割引率も、きわめて慣習的なものとならざるを得なかった。ただ、「超過収益」は前資本主義的な独占を反映した独占利潤、割引率は社会的に妥当とみなされる平均的な利潤率が採用されると考えることができる。これが自由競争段階の資本主義になると、いまだ企業経営・所有の譲渡そのものは今日ほど頻繁でないとはいえ、徐々に流動性を増し、ほとんどの場合には産業資本家同士が取引の当事者となる。したがって、「超過収益」とはこの場合、利子を超える平均利潤額であり、割引率は平均利潤率が採用される。ところが、独占段階となって株式会社が発達してくると、所有と経営の分離が進んで企業の経営権・所有権の移転が株式市場において行なわれ、その当事者も貨幣資本家（無機能資本家）としての立場で行なわれるから、「超過収益」として利子を超える平均利潤額、割引率として平均利率（実質平均配当利回り）が採用されることになる。ただし、独占的大企業が相対でのれんの譲渡を行なうような場合には、割引率は独占的利潤率（要求独占利潤率）が採用される。したがって、「のれん購入後それを貸して賃貸料をとろうという者が買おうとする場合は、利子以上に出る収益分を利率で還元した価格で買ってよいであろうし、自分で経営しようという者が買う場合は、還元すべき対象は平均利潤をこえる部分を平均利潤率で還元するであろうし、独占資本が買う場合には、還元対象はもっと少なく評価され還元率は高くされ、要するにもっと安く買うことになるであろう。」（同、60ページ）このように見れば、今日の会計学におけるのれんの規定は、いまだに前資本主義的段階と自由競争段階の混交物であることがわかる。
- これに対して馬場（1971、ただしのれんに関する部分は1956年の増補改訂版以降に収録、1ページ参照）では、「会計学上の暖簾の本質が資本再評価差額であることに今まで会計学者が気付かなかったことは迂闊というほかはない」（同、48ページ）と正しく認識し、これを創業者利得と関係付けて認識する端緒を示しながらも（同）、高瀬壮太郎の先駆的研究（1933）を批判しつつ、「暖簾価値の基準としての超過収益は平均利潤率を超える超過利潤を意味するものでなければならぬ」（同、41ページ）と誤って理解している点は、まことに残念である。

- 9) 現在価値の考え方は、資本還元によって擬制資本額や創業者利得額を求めるためにヒルファーディングが用いたものと同じである。詳しくは、ヒルファーディング [1910] (1955) 第7章「株式会社」とくに岩波文庫(上) 186ページ参照。なお、投下された資本が、この最低収益率たる市場利子率を越えて獲得する収益率が、ケインズのいう「資本の限界効率」である。詳しくは、ケインズ [1936] (1995) 第11章参照。
- 10) 詳しくは、板木 (1996 - 7) 参照。
- 11) 「収奪」とは、この場合、生産による新たな価値創造を伴わない無償の価値移転を意味するものとする。株式発行価格を上回る株式流通価格が成立することで利益を得るということは、一つの社会集団が他の社会集団からこのような無償の価値移転を受けること以外の何もでもない。こうした社会現象は、「収奪」という社会科学的概念によってしか表現できないものである。これに対して「搾取」とは、生産によって新たに生み出された価値の一部を直接的生産者の手から奪い取る社会的行為である。
- 12) 正確には、持株プーリング法 (pooling of interests method) にもとづく合併の場合である。詳しくは、次節を参照のこと。
- 13) 2006年4月から日本で適用になる企業結合会計基準では、のれん代は、「販売費及び一般管理費」から複数年にわたって償却されることになる。
- 14) Gaughan (2002) pp.23-56を参照。なお、M&Aにかかわる統計上の問題点、第四次ブームまでのデータソースと関連文献、ならびにM&Aの歴史的な重要性の推計に関しては、Golbe and White (1988a) pp.25-36, (1988b) pp.265-280を参照のこと。
- 15) 買収と同時に即時償却する場合には、買入れのれん代総額を株主持分の一部である準備金(多くの場合、留保利益)から減額する。したがって、これは貸借対照表上の処理であって、損益計算書に費用として計上されるわけではない。つまり、当該年度の買収企業の経営成績には影響を与えない。しかし、買収にともなって株主資本が一気に減額され、しかも買収のたびごとに純資産が減少することになる。このために、企業の財務状態を測定するいくつかの指標に不利な影響を及ぼすことになる。ただし、この点は、長期間にわたってのれん代を償却する場合にもあてはまる事態であって、その全期間にわたって純利益を減少させ、経営成績を悪化させる。したがって、のれん代の償却は、いずれの方式をとるにしても、株主、企業経営者の双方にとって魅力のないものである(白石, 2003, 8 - 16ページ)。
- 16) 日本では、1947年の独占禁止法によって持株会社が全面的に禁止されていたが、はやくも1949年の第1次改正で事業持株会社の設立が解禁された(下谷, 1996, 24 - 26ページ)。その後50年間にわたって、純粋持株会社に関しては依然として禁止されてきた。しかし、1997年に至ってついに、純粋持株会社に関しても、三つの禁止類型を除いて解禁されることとなった。
- 17) 事物の空間的運動形態における「代理物」に関しては、板木 (2003) 参照。
- 18) 今日の日本の巨大企業は、例外なく事業持株会社の性格をもっている。すなわち、その傘下に多くの子会社(株式所有比率50%超)、関連会社(同20%から50%、ただし、国際収支上の直接投資の規定では10%から50%)を抱える巨大トラストを形成している。ただ、この子会社・関連会社の設立の沿革は、多くの場合、既存外部企業の買収ではなく、本体企業の事業の一部をスピン・オフして分社化したものである(下谷, 1996, 119 - 135ページ)。このようにして設立された分社を株式市場で新規公開すれば、創業者利得が取得される。しかし、子会社・関連会社となった時点では、のれん代は生じていない点に注意が必要である。のれん代は、あくまで既存外部

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

企業を買収して子会社・関連会社化する場合、あるいはスピン・オフして公開した子会社・関連会社を再び本体が買収する場合に発生する。

- 19) 研究開発費は企業会計上、貸借対照表の資産に計上されるのではなく、損益計算書の中の「販売費及び一般管理費」から支出されるので、直接キャッシュ・フローを減少させることになる。
- 20) 1996年12月に連邦準備制度理事会（FRB）議長アラン・グリーンズパンが、当時の株価高騰を評して用いた表現（ウッドワード [2000] 305ページ、参照）
- 21) 同じくケインズの議論にもとづきながら、現代資本主義に特徴的な金融そのものの不安定性（ヘッジ金融、投機的金融、ポンツィ金融）を論じたものとして、ミンスキー [1986] を参照。また、このミンスキーの金融不安定性理論を拡張して、現代のアメリカを中心とする国際金融システムの不安定性へと議論を展開したものとして、萩原（2005）第4章を参照。なお、後者に関しては、板木（2005a）による書評も参照のこと。
- 22) 今日、このような「美人コンテスト」化現象は、とどまるところを知らず社会の隅々にまで浸透しつつある。産業界の「美人コンテスト」化に誘導されて、芸術・芸能分野はいうまでもなく、高等教育機関における学問と教育までが「美人コンテスト」化しつつあると感じるのはわたしたちだけであろうか。何を正しいと信ずるかではなく、移ろいやすい世間がいま何を正しいと感じているかを当てようと汲々としているように思われる。いま改めて「曲学阿世の徒」という言葉が思い出される。このことは、かつてM. ヴェーバーが「精神のない専門人、心情のない享楽人」（ヴェーバー [1920]、366ページ）と表現した近代資本主義社会の精神状況を、今日の一億総投機家時代にまで延長したものであることができるかもしれない。
- 23) この三つ以外の有力な会計基準として、イギリス基準がある。2000年の時点でこれら四つの国際比較を試みた著作として、梅原（2000）を参照。とくに206 - 215ページの比較一覧表は有益である。さらにイギリスに関しては、白石（2003）、1920年代までのアメリカの状況に関しては、清水（2003）を参照のこと。
- 24) 最近の報道によれば、日本企業に対する国際会計基準の適応開始は、当初予定されていた2005年から2007年へ2年延期される見通しであるという。なお、EUでは、米国会計基準による開示に関してはすでに有効と認めている（日本経済新聞、2004.06.17.）。なお、イギリスの上場企業に關しても、2005年1月から国際会計基準の適用が義務付けられることになり、ストックオプション（株式購入権）の費用計上やのれん代の処理の厳格化が求められることによって、収益の圧迫要因になることが懸念されているという（同、2004.07.26.）。また、日本を除くアジア諸国では、中国、タイなど国際会計基準を導入する国が多みられ（同、2004.07.28.）、2005年1月現在、世界で92ヶ国にまで広がっている（同、2005.01.10.）
- 25) 「企業結合に係わる会計基準」三・1、桜井（2003）257 - 258ページ参照。
- 26) 「企業結合に係わる会計基準」三・2・（3）（4）（5）、桜井（2003）259ページ参照。なお、さらに詳しくは、梅原（2000）第7 - 10章を参照のこと。
- 27) 「財務会計基準書第141号、企業結合」（SFAS 141: Statement of Financial Accounting Standards 141, Business Combinations）、「財務会計基準書第142号、のれんおよびその他の無形資産」（SFAS 142: Statement of Financial Accounting Standards 142, Goodwill and Other Intangible Assets）。各国会計基準の変遷に関する年表については、梅原（2000）188 - 195ページが有益である。

参考文献

- 板木雅彦 (1996 - 7) 「利率の決定 (上)(下)」『立命館国際研究』第9巻3号, 48 - 63ページ, 4号, 185 - 208ページ
- (2003) 「社会科学方法論としての弁証法の定式化 空間的運動形態と機能・制限」『立命館国際研究』第15巻3号, 2003年3月, 249 - 268ページ
- (2005a) 「書評: 萩原伸次郎著『世界経済と企業行動 現代アメリカ経済分析序説』」『季刊理論経済』第42巻3号
- (2005b) 「いわゆる『のれん代』からみた多国籍企業の独占的産業株式資本への転化」日本国際経済学会編『国際経済』第10号
- ヴェーバー, マックス (Weber, Max) [1920] (1989) 『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』大塚久雄訳, 岩波書店 (岩波文庫) (Max Weber, "Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus", *Gesammelte Aufsätze zur Religionssoziologie*, Bd.1, 1920, ss.17-206.)
- ウッドワード, ボブ [2000] (2004) 『グリーンズパン』山岡洋一, 高遠裕子訳, 日本経済新聞社 (日経ビジネス文庫) (Bob Woodward, *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*)
- 梅原秀継 (2000) 『のれん会計の理論と制度 無形資産および企業結合会計基準の国際比較』白桃書房
- 川合一郎 (1960) 『株式価格形成の理論 擬制資本の研究』日本評論新社 (『川合一郎著作集第3巻 株式価格形成の理論』1981年, 有斐閣に収録)
- ケインズ, J. M. (Keynes, John Maynard) [1936] (1995), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan & Co., Ltd. 塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』(普及版), 東洋経済新報社
- 桜井久勝 (2003) 『財務会計講義』第5版, 中央経済社
- 清水泰洋 (2003) 『アメリカの暖簾会計 理論・制度・実務』中央経済社
- 下谷政弘 (1996) 『持株会社解禁 独禁法第9条と日本経済』中央公論社 (中公新書)
- 白石和孝 (2003) 『イギリスの暖簾と無形資産の会計』税務経理協会
- 高瀬荘太郎 (1933) 『グッドウィルの研究』森山書店
- 高山朋子 (1998) 「グッドウィルをめぐる諸問題と擬制資本」『会計』第154巻6号, 26 - 39ページ
- 鶴田満彦 (1985) 「<資本の集積・集中>概念の検討」富塚良三他編『資本論体系3』有斐閣
- 中川スミ (1989 - 90) 「蓄積・集積・集中の論理構造 I, II」『高田短期大学紀要』第7号, 1989年, 第8号, 1990年
- 日本経済新聞社 (2002) 『米国成長神話の崩壊』日本経済新聞社
- 萩原伸次郎 (2005) 『世界経済と企業行動 現代アメリカ経済分析序説』大月書店
- 馬場克三 (1971) 『減価償却論 (改訂増補版)』第9版, 千倉書房
- ヒルファーディング [1910] (1955) 『金融資本論』岡崎次郎訳, 岩波文庫 (上, 中, 下) Hilferding, Rudolf, *Das Finanzkapital: Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, 1910.
- マルクス, K. (Marx, Karl) [1867] (1968), *Karl Marx-Friedrich Engels Werke, Band 23, Das Kapital, Kritik der politischen Ökonomie, Erster Band, Buch I: Der Produktionsprozeß des Kapitals*, Institut für Marxismus-Leninismus beim ZK der SED, Dietz Verlag, Berlin, 1962. マルクス=エンゲルス全集刊行委員会訳『資本論』第1巻, 大月書店
- ミンスキー, ハイマン [1986] (1989) 『金融不安定性の経済学 歴史・理論・政策』吉野紀, 浅田

いわゆる「のれん代」からみた産業資本の産業株式資本への転化（板木）

- 統一郎，内田和男訳，多賀出版，1989年（Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press, 1986.）
- レーニン [1917] (1956) 『資本主義の最高の段階としての帝国主義』宇高基輔訳，岩波書店（岩波文庫）
- 和田勉（2002）『買収ファンド　ハゲタカか，経営革命か』光文社（光文社新書）
- Courtis, J. K. (1983), 'Business goodwill : conceptual clarification via accounting, legal and etymological perspectives', *The Accounting Historians Journal*, vol.10 no.2, pp.1-38.
- Falk, Haim. and L. A. Gordon (1977), 'Imperfect markets and the nature of goodwill', *Journal of Business Finance & Accounting*, vol.4 no.4, pp.443-462.
- Gaughan, Patrick A. (2002), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, third edition, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Golbe, Devra L. and Lawrence J. White (1988a), 'Mergers and acquisitions in the U.S. economy: an aggregate and historical overview', Alan. J. Auerbach ed., *Mergers and Acquisitions*, Chicago: University of Chicago Press, pp.25-47.
- (1988b), 'A time-series analysis of mergers and acquisitions in the U.S. economy', Alan. J. Auerbach ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press, pp.265-302.
- Hughes, H. P. (1996), 'Goodwill', M. Chatfield and R. Vangermeersch eds., *The History of Accounting: An International Encyclopedia*, New York: Garland, 1996, pp.281-284.
- （板木雅彦，立命館大学国際関係学部教授）

A study of the Transformation of Industrial Capital into Industry-equity Capital from the Viewpoint of 'Goodwill'

The greenfield-type of foreign direct investment (FDI) is different from the merger and acquisition (M&A) type FDI, since the latter incurs so-called 'goodwill' to the investor. Most researchers in accounting have understood 'goodwill' to be supernormal profit capitalized by the normal profit rate in the industry due to certain advantageous assets held by a specific company. It actually represents negative 'founder's gains': i.e., normal profit in the industry capitalized by the general interest rate. When a company is purchased in an M&A, its asset value as industrial capital is evaluated as equity capital; the discrepancy between them stands for 'goodwill'. After the M&A, its value as equity capital depreciates, if required by the accounting standards, in the procedure of amortization or impairment, in other words, the process of transforming equity capital into industry-equity capital. As companies expand their scale in M&As, they are inevitably compelled to maximize capital gains in order to compensate 'goodwill' which accumulates as fictitious intangible assets.

(ITAKI, Masahiko, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)