

# 第一次大戦前におけるPhoenixの企業金融

## —W. Feldenkirchen批判再論—

岩見 昭三

### 目 次

#### 問題の所在

#### I. Phoenix

- 1) 外部資金充用経過
- 2) 自己金融の再現と変貌

#### II. Hörde

- 1) 外部資金充用経過
- 2) 外部金融から自己金融へ

#### III. 結 論

### 問題の所在

筆者は、前稿<sup>(1)</sup>で、独占成立期(1878/79—1913/14年)のルール地方鉄鋼企業に関するW. Feldenkirchenの自己金融論を以下の二点において批判した。すなわち、第一に、減価償却費の更新部分、非更新部分の区別がなされないまま、留保利潤とともに内部資金として純設備投資増に対置された結果、Feldenkirchenでは自己金融率が過大算定された。第二に、資金調達額全体での各資金の構成比では、各企業は圧倒的な外部資金依存を示しており、この意味でも自己金融は確認できない、と。

しかし、このような批判は不十分である。第一の批判は、Feldenkirchenにおける純設備投資増に対する自己金融率の過大算定を指摘するにとどまり、設備投資の自己金融論の当否については積極的に論及していない。対比対象を純設備投資増から資金調達額全体に移して外部資金の圧倒的割合を指摘した第二の批判も、Feldenkirchenの設備投資の自己金融論に対しては間接的な批判にとどまる。

つまり、設備投資に対する内部資金、外部資金の寄与度が解明されないかぎりFeldenkirchen

(1) 「独占成立期ルール地方鉄鋼業の『自己金融』—W. Feldenkirchen説の検討—」、『産業と経済』第2巻1号, 1987年6月。

批判は完結しないのである。このためには、さしあたり、多額の外部資金が設備投資、あるいはそれ以外の用途に、具体的にどのように充用されたかが確認されねばならない。この外部資金の充用用途の確認を通して、設備投資に対する内部資金、外部資金の寄与度を Phoenix 鉱山・製鉄株式会社 (Aktiengesellschaft für Bergbau und Hüttenbetrieb Phoenix, 以下 Phoenix と略称) を対象として解明することが本稿の課題となる。

Phoenix を対象とする理由は、第一に、Krupp, Hoesch 等と異なり、株式を上場、公開している本格的株式会社であること<sup>(2)</sup>、第二に、1907年5月現在、A, B 製品割当高合計で製鋼連合内の最大企業であること<sup>(3)</sup>、第三に、1906年に、同じく本格的株式会社である Hörde 鉱山・製鉄連合 (Hörder Bergwerks-und Hüttenverein, 以下 Hörde と略称) を合同し、「大フェニックス」を形成したため、Phoenix の企業金融史の解明は Hörde の企業金融史との対比的考察を伴うこと、の三点である。

## I Phoenix

### 1) 外部資金充用経過

Phoenix は、1852年11月、個人企業 “Firma Th. Michiel & Cie” が株式会社に転換されて、設立された。当時の鉄道建設が、鉄道資材への需要増大、原料、完製品の輸送促進、という両面で有利に作用したことがこの設立の背景にあり、石炭、鉄鉱石の採掘、鉄鉱石の製練、さらに消費、商業用の金属製品の加工に至るまで、鉄に関する総合的な業務を設立目的として、第1表のような生産の発展を示した。

株式資本は、設立当時ケルンの個人銀行オッペンハイムによって仲介されたフランス資本が主要部分をなしていたが、以後、以下のような増資、減資、整理がくりかえされ、第一次大戦直前の 1913/14 年には、106 百万 M に達する。<sup>(1)</sup>

- 1) 設立と1850年代 (4,500千M→13,722千M)、
- 2) 1860-61年 (13,722千M→9,300千M)、
- 3) 1872-74年 (9,300千M→16,200千M)、
- 4) 1895/96年 (16,200千M→20,250千M)、
- 5) 1897/98年 (20,250千M→30,000千M)、
- 6) 1903/04年 (30,000千M→35,000千M)、
- 7) 1906/07年 (35,000千M→100,000千M)、
- 8) 1910/11年 (100,000千M→106,000千M)

(2) 藤瀬浩司「19世紀末『大不況』下におけるドイツ製鉄資本の蓄積条件と政策—『鉄工業アンケート』Eisen-Enquête の分析を中心として—」, 名古屋大学経済学部『調査と資料』No.56, 1975年, 13ページ。

(3) 内藤三郎「製鋼聯合をめぐって(二)—第一次大戦前、ドイツ石炭・鉄鋼業に於ける独占の形成と展開—」, 福島大学『商学論集』第25巻4号, 1956年, 表II。

(1) 以下、本節での叙述は、とくに断らないかぎり、Geschichtliche Entwicklung und gegenwärtiger Stand des Phoenix Aktien-Gesellschaft für Bergbau und Hüttenbetrieb in Hoerde. (Denkschrift zum 60jährigen Bestehen des Unternehmens im Jahre 1912), 1912, にもとづく。本書の貸与を許された東京経済大学図書館に感謝の意を表したい。

第1表 Phoenixの生産量

(単位 1000 t)

年度	品目	石炭	鉄鉱石	銑鉄	粗鋼	圧延製品	半製品
1854 / 55		151	—	32	—	20	—
55 / 56		178	108	45	—	37	—
56 / 57		195	104	45	—	46	—
57 / 58		186	95	30	—	42	—
58 / 59		187	49	21	—	37	—
59 / 60		173	—	20	—	22	—
1860 / 61		179	58	21	—	20	—
61 / 62		162	107	27	44	32	—
62 / 63		175	111	42	50	29	—
63 / 64		191	75	45	57	36	—
64 / 65		79	101	53	66	37	—
65 / 66		83	142	55	67	41	—
66 / 67		84	107	49	57	37	—
67 / 68		124	135	56	64	44	—
68 / 69		136	159	65	74	53	—
69 / 70		148	150	75	76	53	—
1870 / 71		150	103	59	64	44	—
71 / 72		154	156	56	72	49	—
72 / 73		140	164	61	73	51	—
73 / 74		184	114	73	71	51	—
74 / 75		181	57	75	74	56	—
75 / 76		143	76	74	68	48	—
76 / 77		152	84	87	74	55	—
77 / 78		146	85	98	76	64	—
78 / 79		157	78	97	73	58	—
79 / 80		171	73	85	85	65	—
1880 / 81		250	95	102	89	72	3
81 / 82		293	76	113	98	84	7
82 / 83		280	67	114	104	90	—
83 / 84		133	56	124	104	88	—
84 / 85		—	38	119	100	87	—
85 / 86		—	26	134	115	97	—
86 / 87		—	21	133	131	93	26
87 / 88		—	37	157	148	102	36
88 / 89		—	38	159	166	104	68
89 / 90		—	42	163	208	125	57
1890 / 91		—	30	145	201	109	52
91 / 92		—	20	182	239	116	67
92 / 93		—	26	190	218	116	64
93 / 94		—	31	195	236	118	106
94 / 95		—	37	198	252	121	111
95 / 96		—	28	202	265	143	107
96 / 97		381	133	231	291	145	125
97 / 98		299	92	232	342	286	122
98 / 99		329	117	226	370	303	128
99 / 00		340	158	210	379	322	119
1900 / 01		390	169	219	322	291	81
01 / 02		433	175	280	340	321	104
02 / 03		480	212	308	363	339	116
03 / 04		544	240	338	378	363	121
04 / 05		540	252	366	401	374	127
05 / 06		680	200	397	469	424	141
06 / 07		2,477	433	882	1,011	1,001	248
07 / 08		4,177	453	933	992	956	245
08 / 09		4,388	454	907	956	924	303
09 / 10		4,637	505	926	1,032	993	329
1910 / 11		4,807	636	1,007	1,255	1,208	366
11 / 12		5,009	721	1,096	1,367	1,332	415
12 / 13		5,208	757	1,238	1,438	1,537	×
13 / 14		5,168	971	1,238	1,502	1,549	×

(資料)石炭、鉄鉱石、銑鉄、圧延製品の1854/55—'77/78と粗鋼の'54/78—'11/12、半製品は、Denkschrift Taf. 2, その他は、W. Feldenkirchen, a. a. Q, 6) Tab. 34, 38, 45, 52, 56より作成。ただし、'12/13, '13/14の粗鋼は錬鉄塊を含まない。—は0, ×は確認不能を表わす。

第2表 Phoenixの外部資金と銀行残高

(単位 1,000 M)

年度	品目	株式資本	社債と抵当債務	債 務	銀行債務	債 権	銀行残高	純銀行残高
1852/53		2,508	—	—	—	—	—	—
53/54		4,500	—	—	—	—	—	—
54/55		10,220	—	3,831	—	2,441	—	—
55/56		13,135	3,000	5,665	—	1,934	—	—
56/57		13,238	2,961	6,567	3,600	2,514	—	—
57/58		13,238	2,769	7,800	—	2,385	—	—
58/59		13,722	2,376	7,432	3,326	3,396	—	-3,326
59/60		13,722	1,979	6,051	4,363	2,088	—	-4,363
1860/61		8,834	148	844	400	1,518	—	-400
61/62		9,300	—	1,512	792	2,547	—	-792
62/63		9,300	—	2,565	1,964	1,995	—	-1,964
63/64		9,300	—	1,275	702	2,655	—	-702
64/65		9,300	—	800	90	2,450	35	-55
65/66		9,300	—	2,212	1,156	2,567	6	-1,150
66/67		9,300	—	1,682	547	2,602	59	-488
67/68		9,300	—	765	—	2,221	127	127
68/69		9,300	—	1,112	—	3,441	172	172
69/70		9,300	—	1,258	—	3,408	237	237
1870/71		9,300	—	1,549	—	3,148	621	621
71/72		9,300	—	2,892	13	3,063	158	145
72/73		10,800	—	7,760	5,523	3,768	9	-5,514
73/74		16,200	—	6,790	4,846	4,890	66	-4,780
74/75		16,200	—	5,361	3,561	4,295	14	-3,547
75/76		16,200	—	4,859	3,688	3,785	10	-3,678
76/77		16,200	—	4,703	3,471	3,659	15	-3,456
77/78		16,200	—	4,877	3,183	4,754	13	-3,170
78/79		16,200	—	3,753	2,381	3,419	12	-2,369
79/80		16,200	—	2,191	2,138	4,666	6	-2,132
1880/81		16,200	—	2,483	2,392	3,899	13	-2,379
81/82		16,200	—	2,171	1,520	4,253	25	-1,495
82/83		16,200	—	2,128	403	3,726	23	-380
83/84		16,200	—	1,813	1,538	3,624	—	-1,538
84/85		16,200	—	2,022	966	3,172	33	-933
85/86		16,200	—	2,076	257	2,841	8	-249
86/87		16,200	—	2,413	306	3,665	171	-135
87/88		16,200	—	2,152	625	3,396	—	-625
88/89		16,200	—	2,501	1,518	3,910	10	-1,508
89/90		16,200	—	3,435	560	5,947	124	-436
1890/91		16,200	—	3,133	—	6,403	1,545	1,545
91/92		16,200	—	3,539	—	5,849	1,604	1,604
92/93		16,200	—	3,463	—	5,057	826	826
93/94		16,200	—	3,810	—	4,725	382	382
94/95		16,200	—	4,316	—	6,001	845	845
95/96		20,250	—	6,181	—	7,290	2,428	2,428
96/97		20,250	—	5,437	—	7,817	1,667	1,667
97/98		30,000	—	8,853	—	17,490	7,700	7,700
98/99		30,000	—	9,424	—	17,393	6,543	6,543
99/1900		30,000	—	11,789	—	17,362	4,610	4,610
1900/01		30,000	—	14,934	241	10,807	—	-241
01/02		30,000	—	10,534	2,144	9,795	—	-2,144
02/03		30,000	—	11,137	—	11,927	2,667	2,667
03/04		35,000	—	11,660	—	16,051	6,370	6,370
04/05		35,000	—	10,575	—	14,494	5,845	5,845
05/06		35,000	—	11,820	—	16,489	7,415	7,415
06/07		100,000	36,112	22,501	—	39,807	20,001	20,001
07/08		100,000	35,588	22,700	—	32,762	15,487	15,487
08/09		100,000	35,132	20,036	—	33,026	16,339	16,339
09/10		100,000	34,457	22,782	—	43,807	26,028	26,028
1910/11		106,000	33,835	28,650	—	49,308	27,152	27,152
11/12		106,000	32,804	30,331	—	54,519	27,446	27,446
12/13		106,000	31,556	×	×	×	×	25,760
13/14		106,000	30,289	×	×	×	×	23,725

(資料) 株式資本、社債と抵当債務、純銀行残高の'12/13-'13/14は、W. Feldenkirchen, a, a, O., Tab. 79, 109, 130, その他はDenkschrift, Taf. I. より作成。

第3表 Phoenix の固定資産、純設備投資増、内部資金、在庫高

(単位 1000M,%)

年度	品目	固定資産	固定資産増減④	純設備投資増	内部資金	減価償却	純留保利潤⑤	B/A	在庫高
1852/53		—	—	×	×	—	×	×	—
53/54		—	—	×	×	—	×	×	—
54/55		13,261	13,261	×	×	—	×	×	4,935
55/56		15,435	2,174	×	×	—	×	×	5,873
56/57		15,886	451	×	×	—	×	×	6,181
57/58		16,014	128	×	×	—	×	×	5,782
58/59		16,668	654	×	×	—	×	×	3,622
59/60		16,848	180	×	×	—	×	×	2,577
1860/61		8,106	-8,742	×	×	8,742	×	×	2,048
61/62		8,437	331	×	×	472	×	×	1,903
62/63		8,620	183	×	×	653	×	×	3,104
63/64		8,091	-529	×	×	1,511	×	×	2,007
64/65		8,312	221	×	×	688	×	×	1,761
65/66		8,844	532	×	×	770	×	×	2,110
66/67		8,754	-90	×	×	778	×	×	2,318
67/68		8,686	-68	×	×	784	×	×	2,335
68/69		8,539	-147	×	×	1,041	×	×	2,133
69/70		8,650	111	×	×	765	×	×	2,105
1870/71		8,515	-135	×	×	857	×	×	2,013
71/72		9,087	572	×	×	1,125	×	×	3,493
72/73		10,289	1,202	×	×	1,473	×	×	8,036
73/74		11,656	1,367	×	×	687	×	×	8,982
74/75		12,264	608	×	×	812	×	×	6,456
75/76		12,620	356	×	×	977	×	×	4,850
76/77		12,672	52	×	×	73	×	×	4,650
77/78		12,686	14	×	×	390	×	×	4,031
78/79		12,636	-50	×	189	189	—	—	4,168
79/80		12,746	110	422	348	255	93	84.5	4,237
1880/81		13,056	310	185	418	370	48	15.5	4,813
81/82		12,766	-290	361	751	651	101	—	4,485
82/83		12,394	-372	351	848	723	126	—	4,195
83/84		12,724	330	906	577	538	39	11.8	4,308
84/85		12,938	214	522	313	271	42	19.6	4,059
85/86		13,164	226	640	448	414	34	15.0	3,537
86/87		13,349	185	474	333	288	44	23.8	3,003
87/88		13,559	210	849	732	639	92	43.8	3,719
88/89		13,874	315	1,030	939	823	116	36.8	4,390
89/90		12,595	-1,279	785	1,260	1,043	217	—	5,197
1890/91		12,575	-21	854	1,332	953	379	—	4,238
91/92		12,586	11	770	931	797	135	1227.3	4,244
92/93		12,597	11	1,148	1,160	1,160	—	—	4,096
93/94		12,507	-90	474	946	604	342	—	5,338
94/95		13,173	665	1,036	741	741	—	—	4,358
95/96		19,066	5,893	940	840	840	—	—	4,693
96/97		19,499	433	1,840	1,518	1,518	—	—	5,403
97/98		24,938	5,438	2,121	2,121	2,121	—	—	6,741
98/99		25,618	680	2,900	2,077	2,077	—	—	7,173
99/00		27,881	2,263	5,385	3,199	3,098	101	4.5	9,016
1900/01		31,136	3,255	5,791	2,525	2,525	—	—	11,687
01/02		31,385	249	2,791	3,055	2,545	510	204.8	9,496
02/03		31,176	-209	2,357	2,873	2,528	346	—	8,788
03/04		32,660	1,485	4,301	2,865	2,865	—	—	5,500
04/05		33,291	631	3,295	2,994	2,669	325	51.5	9,463
05/06		34,572	1,282	4,178	3,148	2,804	344	26.8	9,625
06/07		134,665	100,093	10,121	11,043	9,102	1,941	1.9	15,998
07/08		136,802	2,136	14,129	14,963	12,092	2,871	133.4	17,922
08/09		133,902	-2,900	7,384	13,449	11,207	2,242	—	17,573
09/10		134,287	385	11,612	14,986	12,267	2,719	706.2	16,686
1910/11		139,754	5,467	11,682	13,177	10,240	2,937	53.7	21,751
11/12		140,410	656	12,804	12,978	11,361	1,617	246.5	21,852
12/13		140,121	-289	14,190	17,585	13,496	4,089	—	21,128
13/14		143,683	3,562	15,538	22,948	11,353	11,595	325.5	24,971

(資料) 固定資産、減価償却、在庫高の1852/53—77/78は、Denkschrift, Taf. 1, その他は、W. Feldenkirchen, a. a. O., Tab. 83, 93, 97, 117, 87より作成。

第4表 Phoenixの純利潤、配当、自己資本利益率

(単位 1000M, %)

年度	品目	純 利 潤	配 当 額	配 当 率	自己資本利益率
1852 / 53		—	—	—	×
53 / 54		—	630	14	×
54 / 55		1,330	1,020	10	×
55 / 56		1,316	1,051	8	×
56 / 57		1,471	519	3.9	×
57 / 58		600	539	4.1	×
58 / 59		211	117	0.8	×
59 / 60		— 395	0	0	×
1860 / 61		258	242	3.1	×
61 / 62		596	572	6.1	×
62 / 63		675	637	6.8	×
63 / 64		814	762	8.2	×
64 / 65		1,021	950	10.2	×
65 / 66		1,098	1,012	10.8	×
66 / 67		1,169	1,075	11.5	×
67 / 68		1,642	1,575	16.9	×
68 / 69		1,911	1,825	19.6	×
69 / 70		1,771	1,700	19	×
1870 / 71		1,257	1,200	13	×
71 / 72		1,654	1,575	17	×
72 / 73		1,970	1,890	18	×
73 / 74		1,086	1,050	7.8	×
74 / 75		—	—	—	×
75 / 76		— 372	—	—	×
76 / 77		— 117	—	—	×
77 / 78		—	—	—	×
78 / 79		—	—	—	—
79 / 80		912	810	5	5.4
1880 / 81		457	405	2.5	2.7
81 / 82		936	810	5	5.5
82 / 83		1,170	1,013	5	7.0
83 / 84		520	473	2.92	3.1
84 / 85		390	337	2.08	2.3
85 / 86		390	337	2.08	2.3
86 / 87		400	337	2.08	2.4
87 / 88		943	810	5	5.5
88 / 89		1,108	945	5.83	6.4
89 / 90		1,940	1,620	10	10.8
1890 / 91		2,133	1,620	10	11.7
91 / 92		1,873	1,620	10	10.1
92 / 93		1,373	1,296	8	7.3
93 / 94		2,088	1,620	10	11.1
94 / 95		1,727	1,620	10	9.2
95 / 96		1,712	1,620	10	6.9
96 / 97		2,806	2,632	13	11.4
97 / 98		3,289	3,110	11 (5.5)	8.8
98 / 99		3,495	3,300	11	9.9
99 / 1900		5,062	4,500	15	13.6
1900 / 01		1,201	1,200	4	3.2
01 / 02		533	—	—	1.4
02 / 03		2,959	2,400	8	7.8
03 / 04		2,895	2,800	8	6.7
04 / 05		4,121	3,500	10	9.5
05 / 06		6,053	5,250	15	14.0
06 / 07		18,308	14,620	17	15.5
07 / 08		15,263	11,000	11	12.9
08 / 09		12,144	9,000	9	10.1
09 / 10		19,258	15,000	15	15.9
1910 / 11		20,816	15,900	15	16.0
11 / 12		22,831	19,080	18	17.2
12 / 13		25,481	19,080	18	19.1
13 / 14		23,229	10,600	10	16.9

(資料) 純利潤の1852 / 53—'77 / 78と配当額は, Denkschrift. Taf. 1, その他は, W. Feldenkirchen, a, a, O., Tab 113, 114, 125より作成。

以下、この経過に則して外部資金の充用状況を考察していこう。

1) 設立と1850年代

第3表の固定資産の増大経過に示されるように、<sup>(2)</sup> Phoenix は設立の翌年（'53年）からただちにルール地方の Laar と Kupferdreh で高炉建設にとりかかり'54—'56年に完成させ、その他設備拡張を押し進めた。この拡張資金調達のために増資が小刻みになされ'55年には公称資本金は18百万Mに達したが、応募額が追いつかず、'55/56年には4,865千Mもの払込不足額が残った。この対策としてまず'55年に社債発行を計画したが、フランス資本に依存してかろうじて3000千Mの引受けを成功させたにすぎず、銀行からの借入れを増加させて不足分を補わざるをえなかった（第2表）。この間、'59/60年に欠損を出すまで純利潤は'56/57年を頂点として増大した（第4表）。したがって、設立後'50年代の以上の外部資金は主として設備拡張に充用されたと判断できる。

2) 1860 — 61年

Phoenix の特殊事情——Lahn 川の水不足による鉄鉱石供給の頻繁な中断、各生産地の分散による運賃コストの負担——と、一般的要因——労働者不足、レール価格の下落——によってすでに'57/58年から純利潤は減少し、'59年中葉の全般的恐慌の激化でPhoenixは'59/60年にははじめて欠損395千Mを出し配当支払いを停止するに至った。払込不足額を出し限界に達していた増資はこの危機対策として問題にならず、社債発行も政府の許可が得られず、引受信用、ロンバード信用といった銀行信用への依存が増大した。<sup>(3)</sup>しかし、この銀行信用も高利子のため限界に達し、ここで採られた方法が、減資と優先株の発行である。すなわち、公称18百万M、実質約13.7百万Mの資本金を1.8百万Mに整理して16.2百万Mの帳簿利潤を獲得する一方で、7.5百万Mの優先株を新たに発行した。この結果、株式資本は計9.3百万Mに整理された。恐慌期の欠損補てん、銀行信用の軽減、がこの減資、優先株発行の目的だったことは、第2表からも明らかである。

3) 1872 — 74年

'60—61年に財務状態とともに経営組織も改善され、この新体制の下で、'60年代は、生産量、純利潤、配当支払いの各々は順調な発展を示した（第1、4表）。しかし、生産設備の拡張は、パドル炉が中心であり、'50年代や'70年代初頭のような大規模な増大を示さなかった（第3表）。この結果、内部資金による拡張が主体となり、株式資本額は一定であり、銀行借入れも一時的に増大（'62/63、'65/66年）したものの減少し、'67/68年—'70/71年にはゼロとなった（第2表）。

(2) 前掲(1)の社史の付表からとった1852/53—'77/78年の固定資産には、Bergwerksbeteiligungen（鉱山参加権）とDienstmaterial（補助材料）が含まれている。しかし、'78/79年以降では、Feldenkirchenの著書の付表の数値と社史での数値がほぼ一致している。したがって、この鉱山参加権と補助材料はわずかであり、'52/53—'77/78年の社史の数値も実際の固定資産額にきわめて近いと考えられる。

(3) O. Stille, Eisen-und Stahl-Industrie, Berlin 1904, S. 143.

だが、'70年代に入ると設立ブームに刺激されて、Phoenix は、ベッセマー法製鋼所、圧延工場を新設し、高炉設備の改善に着手した。'72年の増資によって得た1.5百万Mは、この製鋼所の建設資金に充てられた<sup>(4)</sup>。他方、この設立ブームの背後にすでに過剰生産が進行し、在庫高は、'70/71年の2,013千Mから'72/73年の8,036千Mへ急増していた(第3表)。この在庫増と設備拡張資金の補完のため、'72/73年には銀行借入れが大幅に増大した(第2表)。このような状況下で'73年末恐慌が勃発したため、影響は絶大であった。すなわち、純利潤は、'74/75年に0となり、'75/76、'76/77年には欠損を出すに至り、配当支払いも、'74/75-'78/79年には停止された。当面の問題は、大規模に達した銀行借入れの利子負担と返済だった。この対策として、'73年10月の株主総会は4.5百万Mの株式A(優先株)と0.9百万Mの株式Bの増資を決定し、株式資本総額を16.2百万Mとした。この5.4百万Mの増資は、直接的には債務負担の軽減を目的としていたが、この債務の増大自体が在庫増に対しての流動資金の形成、設備拡張資金の補完的調達という二つの原因を有していたため、増資額のこの両者それぞれへの寄与度は必ずしも明らかでない。いずれにせよ、'70年代初頭の株式資本、銀行借入れの外部資金は、在庫増に対しての流動資金形成と、設備拡張に充用されたと考えられる。

#### 4) 1895/96年

純利潤、生産量、配当率の推移に見られるように、Phoenix は'79年秋にようやく不況から脱し、'80年代はゆるやかな回復をたどった。この回復とともに生産設備の新設、改善が着手され、まず'81年にトーマス製鋼法特許を0.3百万Mで購入後、'82-83年に新たに5つの高炉を建設し、さらに圧延設備にも改善をほどこした。だが、これらの費用は増資によっては調達されなかった。'70年代初頭のベッセマー工場新設、増資後の恐慌の記憶が生々しく、収益力が不確かな新設備に対しては外部から大規模な資金を受け入れることは危険とみなされたからである。したがって、「新たな建設のための費用は、主として経営剰余金から、一部は銀行貨幣からも支払われた<sup>(5)</sup>」。'83/84、'88/89年の銀行借入れの増大と固定資産の顕著な増大との対応からも、銀行借入れが設備拡張資金調達の補完として利用されたことがうかがえる。このような「経営剰余金」を主体とする設備拡張資金調達を可能としたのは、純利潤の順調な回復であるが、'70年代初頭、'90年代中葉以降の固定資産の増大と比較すればこの'80年代のそれが小規模であったことも見逃せない。

この製鋼、圧延部門での新設備導入と景気回復は、原料部門の変革を要請した。元来、Phoenixは3つの炭鉱を所有していたが、そのうちの2つ(Rhein-Elbe, Graf Beust)は採算悪化のためすでに手離し、残る一つ(Carolus Magnus)も1883年の賃貸契約の終了とともに返還し、これ以降自らの炭鉱を所有しなかった(第1表)。しかし、'89年のヴェストファーレンの炭

(4) Ebenda, S. 153.

(5) Denkschrift ………, S. 26.

鉍ストライキ、<sup>(6)</sup> '93年のライン・ヴェストファーレン石炭シンジケート成立による石炭価格上昇の結果、炭鉍の獲得が焦眉の課題となり、'96年にMeidericher Steinkohlenbergwerk（マイデリヒ炭鉍）を合併した。購入費用に5.9百万M要したので、Phoenixはこの調達のために株式資本を4.05百万M増大させ、計20.25百万Mとした。この株式が銀行コンソルティウムによって151%の価格で引受けられた結果Phoenixにプレミアムが流入したことは、'95/96年における銀行残高の急増によってうかがえる（第2表）。

5) 1897/98年

他方、製鋼設備の拡大は、Phoenixにとって、半製品販売確保の要求を生じさせた。景気上昇期には半製品価格が上昇し利潤が増大したが、不況期には逆に価格低下によって利潤が減少し、この減少幅の拡大が予想されたからである。単純圧延企業の側では、個々の圧延部門のカルテルの崩壊の一方で半製品カルテルの発生が進行したため、半製品の安定的確保を要求した。Phoenixと単純圧延企業Westfälische Union（ヴェストファーレン連合）との合同は、このような両者の要求の所産である。'98年2月のこの合同によって、Westfälische Unionの全資産——株式資本6,305,400 M、積立金、準備金約2,8百万M——がPhoenixに移行した。Phoenixは、この合同のために株式資本を9,750千M増大させ、このうち、8,499,600 Mを買収資金として用い、残りの1,250,400 MをWestfälische Unionの旧株主に154%の価格（当時の相場価格=178%<sup>(7)</sup>）で提供した。この結果、株式資本は計30百万Mに、積立金、準備金は8.2百万Mとなった。したがって、'97/98年の銀行残高の急増は、この積立金、準備金の吸収と株式プレミアムの獲得を反映するものと考えられる。

6) 1903/04年

'90年代に固定資産は2倍以上に増大したが、このほとんどが二度の合同時に集中している（第3表）。つまり、'90年代は、合同による設備拡大が内的な設備拡大を大幅に上回った。このため、'80年代のような設備拡張資金調達の補完としての銀行借入れの必要性はなくなり、事実、'90/91—'99/1900年では銀行借入れは消滅する。これ以降銀行借入れが発生するのは、1900/01、'01/02年だけである。これは、同時期の純利潤の減少、在庫の急増と対応しており、恐慌期における流動資金形成を目的としていたことは明らかである。

この恐慌によって中断されながらも、'99年以降再び高炉、SM製鋼工場、圧延工場を中心として内的な設備拡大が続いた。したがって、設備拡張資金調達のために1903年10月5百万Mの増資が決定された。<sup>(8)</sup>

(6) Wilfried Feldenkirchen, Die Eisen- und Stahlindustrie des Ruhrgebiets 1879—1914. Wachstum, Finanzierung und Struktur ihrer Grossunternehmen, Franz Steiner Verlag, 1982, S.160.

(7) Vierteljahrshefte zur Statistik des Deutschen Reichs 1899, S. II 22.

(8) O. Stille, a. a. O., S. 172.

7) 1906/07年

1900/01年の恐慌後、石炭、銑鉄、鋼の各部門で独占体の再編成が進行し、'03年にはライン・ヴェストファーレン石炭シンジケートと同銑鉄シンジケートが改組され、'04年には製鋼連合が成立した。この製鋼連合では、半製品を中心とするA製品と完製品たるB製品（棒鋼、線材厚・簿板、鋼管等）の規制方法が大きく異なった。A製品に関しては、製鋼連合は割当額に応じて引取り再販売する義務を負い、かつ販売価格、条件を決定した。他方B製品に関しては、生産制限、価格規制がなく、販売数量の割当のみが存在し、その販売も各加盟企業、あるいは他のシンジケートに任せられた。さらに、この割当額自体がA製品と異なりかなり水増しされたものであり、「評議会」の決議で増額が可能であった。<sup>(9)</sup>当初Phoenixは、割当額増加要求が入れられなかったため加盟を拒否していたが、有名なシャープハウゼン銀行による株式過半数獲得を契機として、理事会の反対にもかかわらず、'04年4月の臨時株主総会で加盟を決議した。<sup>(10)</sup>この下で、生産の重点をB製品におき最大の半製品購入者だったPhoenixにとって、前述の製鋼連合による厳格な半製品の販売規制は大きな障害となり、半製品生産企業の吸収が急務となった。この要請に応えたのが、半製品割当額第三位（1905年6月）<sup>(11)</sup>のHörde連合との合同（'06年）である。これにより、Phoenixは、'07年5月には、A製品の割当額はKruppに次いで二位となり、B製品の割当額一位とあいまって、A、B製品割当額合計で製鋼連合内の最大企業に成長した。<sup>(12)</sup>

Hörde連合の旧株主に同価値のPhoenix株を与えるというのが合同条件だったため、まず、26,940千Mを増資し、さらに設備拡張のために10,060千Mを増資し、株式資本は計72百万Mに達した。この後者の増資分は、銀行のコンゾルティウムによって125%の価格で引き受けられた後、<sup>(13)</sup>Phoenixの株主には1,211千Mが132.5%で、Hörde連合の株主には8,849千Mが167.5%で供与された。同時に、Phoenixは、Hörde連合の社債8,864千Mを引き受けた。

このような製鋼、圧延部門の大規模な拡大は、前述の石炭シンジケートの改組とともに、旧来の自己所有炭鉱からの供給不足を招き、'07年にNordstern炭鉱株式会社が合同された。

Nordsternの旧株主にPhoenix株20百万Mと現金40百万Mを与えるというのが合同条件だったため、Phoenixは28百万M増資し、 $4\frac{1}{2}$ %社債20百万Mを発行した。したがって、Phoenixの株式資本は計100百万Mに達し、社債は、Nordsternの7,738,840Mを引き受けた結果、36,602,840Mとなった。同時に、「Nordstern社は、かなりの国債と銀行残高を有しており、

(9) 内藤三郎，前掲論文，139ページ。

(10) これは「銀行のテロリズム」として有名な事件であるが、最近の研究では、この銀行の背後にある産業独占の主導性が強調されている。Willibald Gutsche “Die Deutsche Bank und die Entstehung der Stahlwerks-Verband AG1904”, Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte, 1979Ⅲ, SS. 271—283.

(11) 内藤三郎，前掲論文，表Ⅰ。

(12) 同，表Ⅱ。

(13) Vierteljahrshefte ……1907, S. I 284.

それら両者とも Phoenix に移った<sup>(14)</sup>。」

8) 1900 / 11年

'07年の恐慌後、製鋼連合内の混合企業は、'12年の連合更新時の割当額増大を目指して、大規模な拡張を開始した。とくに、単純圧延企業の系列化が激化し、'10年に鋼管シンジケートの崩壊後、Phoenix は、同年、Düsseldorfer Röhren=und Eisenwalzwerke, vorm. Poensgen を合併した。Phoenix は、この合同のために6百万Mを増資し、4,680千Mを“Düsseldorf…”の旧株主に供与し、残りの1,320千Mをコンゾルティウムによって220%で引き受けさせ、合併費用と経営資金の強化に充てた。

2) 自己金融の再現と変貌

以上のような Phoenix の外部資金充用経過は、Feldenkirchenの自己金融論と整合するだろうか。彼は、留保利潤、減価償却費の内部資金と純設備投資増を1878/79—1913/14年において対比して（第5表）、次のように自己金融論を主張する。「全期間を通して、ここで研究された全企業平均で、純設備投資増の87.6%が内部調達資金によって金融された。したがって、諸企業は自己資金によって、少なくとも内部成長を完全に金融できた<sup>(15)</sup>」、と。

減価償却費 + 留保利潤  
第5表  $\frac{\text{減価償却費} + \text{留保利潤}}{\text{設備投資勘定の増加}} \times 100$

企業	期間	1878/79—1894/95	1895/96—1913/14	1878/79—1913/14
GHH		128.14	75.93	79.81
Krupp		148.65	98.72	106.59
HV	a)	61.75	91.65	76.34
Phoenix		112.09	111.08	111.16
BV		177.04	66.03	82.32
Union	b)	168.16	88.90	106.11
R S W		89.08	66.78	68.00
Hoesch		167.03	94.93	99.30
Schalke	c)	124.06	101.68	103.91
Dt-Lux	d)			53.92
GDK	e)			75.87
合計		122.1	84.56f)	87.36

注) a) 1905/06までの数値 b) 1909/10までの数値 c) 1889/90—1903/04と1904, 1905, 1906の1/7—12/31の数値 d) 1901/02—1913/14の数値 e) 1892—1913の数値 f) GDKを除外した数値 (資料) W. Feldenkirchen, a. a. O., S. 287.

(14) Denkschrift ……S. 91.

(15) W. Feldenkirchen, a. a. O., S. 287.

まず注意されねばならないのは、この「純設備投資増」概念が、合同等による外部成長にもとづく設備の増加を含んでいない点である。<sup>(16)</sup>ところが、1852年の設立時から1913/14年までの固定資産増加額約130,422千Mのうち、'94/95年以前の合同を無視しても、116,892千M、つまり約89.6%が合同時の増加である。もちろん、この合同時の116,892千Mには、合同に伴なう内部的な設備拡張部分も含まれている。この部分を、'95/96、'97/98、'06/07、'10/11年の純設備投資増から減価償却費を差し引いて概算しても、約2,560千Mにすぎず、固定資産増加の約87.7%が外部成長にもとづくことになる。Feldenkirchen 自身、1878/79—1913/14年において固定資産増加の86.9%が外部成長にもとづく、と確認している。<sup>(17)</sup>

とすれば、固定資産増加の13.1%にあたる内部成長においてたとえFeldenkirchenの主張のように自己金融が確認されたとしても、固定資産の増加総額に対してはその意義はきわめて小さい。というのは、合同＝外部成長のさいには、第1節で見たように、株式交換、買収資金調達のための増資、社債発行がなされ、内部資金はほとんど問題にならなかったからである。したがって、1852/53—1913/14、1878/79—1913/14年のいずれにおいても、全期間を通してでは、固定資産増加総額に対する外部資金依存は明らかである。

しかし、固定資産の増加の合同期（'95/96—'06/07年）への集中は、逆に言えば、その他の期間における内部成長の割合の高位を示す。したがって、個々の期間の自己金融の当否は、全期間の考察とは別にあらためて検証されねばならない。

1852年から'50年代末までの設立期は、株式、社債発行、銀行借入れによって設備投資のための大量の外部資金が調達された。他方、内部資金は、減価償却費が計上されず、留保利潤だけであり、この留保利潤も、純利潤と配当額から推計すれば、外部資金と比較してきわめてわ

(16) 前稿（注1）では、筆者は、この純設備投資増（Nettoanlagezugänge）を固定資産価値の純増分と理解し、減価償却費の更新部分はこの額と対比されるべきでなく、減価償却費の非更新部分と留保利潤だけが純設備投資増と対比されるべきだ、とFeldenkirchenを批判した。しかし、純設備投資増は各年の固定資産価値の純増分を上回っており、前者は後者とイコールではない。純設備投資増は、Phoenixの社史のNeubauten（新設）の数値とはほぼ一致する（Denkschrift……, S. 53）ことから、新設された設備の全価値を示すと解釈される。したがって、この価値は廃棄された設備の価値額が引かれておらず、これを引いた固定資産価値の純増分のほうが純設備投資増より小さくなる。つまり、純設備投資増は、内部成長における更新投資と拡張投資の合計である。とすれば、減価償却費全額と留保利潤の合計と純設備投資増との比率は、更新設備を含む新たな設備の資金調達に内部資金がどの程度寄与したかを示す意義を有する。このかぎりでは、前稿での筆者の批判は撤回されねばならない。

しかし、この比率は、設備の純拡張部分＝固定資産価値の純増分に対する内部資金の寄与度を表わさない。むしろ、分母、分子双方ともに更新部分が含まれているため、既存固定資産が巨大化すればするほど更新部分に比して純拡張部分の割合が減少する結果、この純拡張部分に対する留保利潤の寄与度が低くても、（内部資金／純設備投資増）は上昇する。この意味で、Feldenkirchenに対する自己金融率の過大算定という批判は妥当する。

ただし、（内部資金／純設備投資増）は、更新投資が主体である時期には、上述の限度をふまえて利用すれば一定程度有効である。したがって、本稿でもこの限度内で（内部資金／純設備投資増）を用いる。

(17) W. Feldenkirchen, a. a. O., Tab.108C.

ずかである。したがって、この時期は設備投資の外部資金依存が確認できる。

'60/61—'70/71 年は、固定資産の伸びが鈍化し、外部資金では、銀行借入れが '62/63, '65/66年に若干増加するだけであり、それも '67/68 年には返済されて '67/68—'70/71 年には若干の銀行以外への債務だけとなる。他方、純利潤が順調に拡大し、減価償却費も計上され、内部資金の順調な形成が読みとれる。したがって、'60年代は設備投資の自己金融化が進行したことは明らかである。

'70/71—'73/74 年は、固定資産が急増し、他方、株式発行、銀行借入れによる外部資金調達が活発化した。この外部資金には在庫増に対する流動資金形成を目的としたものが含まれるとはいえ、他方の純利潤が '60年代後半とほぼ同一水準を保ち、又、配当率の高位から留保利潤の急増は考えられない。したがって、この時期は、少なくとも設備拡張資金に関しては、自己金融化傾向の進展は認められない。

恐慌後の不況期である '73/74—'78/79年は、固定資産規模はほぼ一定であり、設備投資は更新投資が主流となった。外部資金は銀行借入れの返済で減少していることから、この更新投資は自己金融されたと考えられる。だが、純利潤が0かマイナスになったため、内部資金もわずかな減価償却費だけしか計上されていない。したがって、この時期の自己金融は、不況期の自己金融と規定できる。

'78/79—'94/95 年では、固定資産の増大幅はわずかながら拡大するものの、設備投資は依然として更新投資が主体である。他方、'83/84, '88/89 年に銀行借入れが若干増大した後、'90/91年に返済され、外部資金の目立った増大は見られない。これに対して、'79/80年の純利潤の再発生の後、内部資金は減価償却費、留保利潤とも順調な回復をたどった。この結果、この期間の固定資産の増加約 537 千 M に対し、純留保利潤は計 1,808 千 M となり、設備拡張資金の自己金融が確認できる。更新投資も含めた内部的な設備投資総額 (=純設備投資増) に対する内部資金の比率が 112.09 である (第 5 表) ことから設備投資全体の自己金融も確認でき、第 1 節で見た社史の叙述とも符合する。しかし、純利潤が 0 かマイナスという大不況を脱したとはいえ、'95/96—'13/14 年と比較すればこの時期は自己資本利益率、生産量増加率とも低い。したがって、この時期の自己金融は低成長期の自己金融である。

'95/96—'06/07 年は、前述したように典型的な合同=外部成長による固定資産増大期であり、この合同が大量の株式、社債発行を伴ったことから、固定資産増加総額に対する外部資金依存は明らかである。

ところが、'06/07—'13/14 年では、合同は '10/11 年の “Dusseldorf……” との合同だけであり、固定資産増加額における内部成長の割合は、'95/96—'06/07 年の 9.2% から 39.4% に回復する。他方、外部資金は、この合同時の増資額と債務増加額を引けば、銀行以外からの債務の若干の伸びが見られるにすぎない。このなかには買掛債務がかなり含まれているから、設備投資へ充用される外部資金はさらに低下する。これに対して、内部資金は、留保利潤、減価

償却費とも飛躍的に増大する。この結果、各年の固定資産増加額に対する純留保利潤の比率は、'06/07、'10/11年の合同時を除き、いずれも100%を大きく越え（第3表）、内部的な設備拡張資金の自己金融が確認できる。又、更新投資も含めた内部的な設備投資全体に対する内部資金の比率も100%を越え（内部資金/純設備投資増……'07/08-105.9、'08/09-182.1、'09/10-129.1、'10/11-112.8、'11/12-101.4、'12/13-123.9、'13/14-147.7）、内部成長の設備投資の自己金融は明らかである。そして、この内部成長の割合が39.4%に回復しているのだから、この内部成長内での自己金融は、固定資産増加総額に対する自己金融化傾向の復活をも意味する。

しかし、'73/74-'95/96年の不況期ないし低成長期の自己金融がそのまま再現したわけではない。第一に、'73/74-'94/95年、'06/07-'13/14年の両期間とも'95/96-'06/07年と比較すれば固定資産の増加が鈍化しているという共通点を有しながら、'78/79-'94/95年の低成長期では固定資産の増加が年平均33,522Mであるのに対し、'06/07-'13/14年では外部成長によるそれを差し引いても507,206Mであり、約15倍に達している。第二に、自己資本利益率は、'06/07-'13/14年では年平均15.5%であるのに対し、'78/79-'94/95年では6.4%にすぎない。その他、純利潤、配当率、生産量の推移を見ても両期間の景気状況の差は歴然としている。つまり、'78/79-'94/95年の自己金融は低成長期の自己金融であったのに対して、'06/07年以降復活したのは高成長期の自己金融である。'78/79-'94/95年では固定資産の増加が少なかったがために外部資金依存が低下したのに対して、'06/07-'13/14年では固定資産が一定程度増大したものの、高成長、高利潤による内部資金の増大のために外部資金依存が減少したのである。

だが、外部資金依存減少の徴候は、'06/07年以降に突然現れたわけではない。'95/96-'06/07年には、合同が活発化し、増資、社債発行等による外部資金流入が増大したのであるが、他方、銀行借入れは、'90/91年以降消滅し1900-'02年の一時的復活後再び0となる。逆に銀行預金が'90/91年以降増大し、1900-'02年を除いて、銀行借入れを差し引いた純銀行残高は常にプラスを示すばかりか急増している。'90/91年の銀行借入れの消滅と銀行預金の増加は、'89/90年以降の純利潤の急増に対応しているが、その他の銀行預金の急増期は他企業の合同期、あるいは増資期とほぼ対応している（'95/96、'97/98、'03/04、'06/07年）。このうち、'97/98年のWestfälische Unionの合同時に積立金、準備金が流入したことは、すでに第1節で見た。さらに、'06/07年のHörde、Nordsternの合同時にも多額の銀行預金が流入したことは明らかである。（第7表、第1節）しかし、それ以外の合同時（'95/96年）と増資時（'03/04年）にも銀行預金が急増していること、又、各合同時、増資時に株式が額面を超過する額で発行されていることから、発行時の株式プレミアムの流入も考えられる。この被合同企業からの積立金、準備金、銀行預金の流入額と株式プレミアムの流入額との正確な比率は明らかにしえないが、いずれにせよ、合同によって以上の二つの源泉からPhoenixの純銀行残高が強化された。

これら一連の合同による純銀行残高の急増と他方での純利益の急増（とくに'89/90, '02/03, '06/07, '09/10年）が、銀行借入れの消滅をもたらすとともに、'06/07年以降の外部資金依存減少の一つの基礎をなしたのである。

この基礎の上で、'06/07年以降の高成長期において自己金融が再現したのであるが、同じく高成長期といっても '95/96-'06/07年の前期と '06/07-'13/14年の後期はその内容が大きく異なる。すなわち、自己資本利益率、配当率、年平均生産増加額では後期が前期と匹敵するか凌駕するのに対して、固定資産増大額は前期が約121,492千Mであるのに後期は約9,018千Mにすぎない。つまり、固定資産が飛躍的に増大したのは高成長期の前半であり、後期では、この到達した固定資産規模の基礎上で高成長が達成された。この大規模に達した固定資産にもとづく高成長という条件の下で、'06/07年以降自己金融傾向が復活したのである。

以上、固定資産規模の推移に端的に表わされているように、Phoenixの企業拡大は外部成長によるところが大きい。とくに、'06/07年には、Hörde, Nordsternとの合同によって固定資産規模は一気に4倍近くに拡大する。この意味で、'06/07年以降の「大フェニックス」は、それ以前の旧フェニックスとHörde, Nordsternとの複合体といっても過言ではない。したがって、この「大フェニックス」の企業金融史は旧フェニックスから跡づけるだけでは不十分であり、被合同企業の企業金融史によって補足されねばならない。次章では、資料の制約上、これらの被合同企業のうちからHörde連合を選んで考察してみよう。

## II. Hörde

### 1) 外部資金充用経過

Hördeは、1847年に個人企業から合資会社への転換を経た後、'52年にさらに株式会社に転換されて、近代的製鉄、製鋼、圧延企業として設立された<sup>(1)</sup>。設立当初の資本金6百万Mは、以下のような増資、減資の後、'06年のPhoenixとの合同時には、27,028千Mに達する。

- 1) '56/57年 (6,000千M→7,500千M), 2) '63/64 - '73/74年 (7,500千M→約14,740千M), 3) '77/78年 (14,740千M→7,369千M), 4) '86/87 - '88/89年 (7,369千M→22,369千M) 5) '93/94年 (22,369千M→17,508千M), 6) '95/96年 (17,508千M→22,528千M)
- 7) '96/97年 (22,528千M→25,528千M), 8) '98/99年 (25,528千M→27,028千M)

以下、この経過に則して外部資金の充用状況を考察していこう。

#### 1) '56/57年

第8表の固定資産の増大経過に示されるように、'52年の設立後設備拡張が続き資金需要が旺

(1) Festschrift zur Hundertjahrfeier der Dortmund-Hörder Hüttenunion A.-G. 1852-1952, SS.18-19, なお、本節での叙述も、とくに断らないかぎり、第I章注(1)のDenkschrift……にもとづく。

第6表 Hördeの生産量

(単位 1000t)

年度	品目	石炭	鉄鉱石	銑鉄	粗鋼	圧延製品	半製品
1853/54	—	—	20	20	24	17	—
54/55	—	—	30	21	26	18	—
55/56	—	—	46	23	29	23	—
56/57	—	—	40	28	31	25	—
57/58	—	—	50	28	32	26	—
58/59	—	—	49	26	28	24	—
59/60	—	—	48	22	22	18	—
1860/61	50	—	50	26	25	21	—
61/62	70	—	48	24	29	26	—
62/63	75	—	60	34	30	27	—
63/64	100	—	55	39	36	28	—
64/65	105	—	63	46	39	31	—
65/66	112	—	53	49	43	33	—
66/67	123	—	44	46	46	34	—
67/68	123	—	56	50	44	35	—
68/69	139	—	45	55	49	38	—
69/70	154	—	43	59	53	43	—
1870/71	144	—	34	51	49	38	—
71/72	162	—	39	45	59	49	—
72/73	187	—	37	46	55	48	—
73/74	192	—	41	56	53	46	1
74/75	205	—	33	55	47	39	1
75/76	196	—	32	48	42	33	1
76/77	198	—	22	45	37	32	3
77/78	199	—	20	55	48	37	5
78/79	225	—	18	67	50	58	6
79/80	229	—	23	62	47	65	7
1880/81	248	—	24	77	56	72	10
81/82	248	—	19	82	60	84	15
82/83	232	—	13	90	80	90	20
83/84	241	—	12	94	72	87	19
84/85	240	—	16	99	94	77	28
85/86	257	—	97	106	105	83	32
86/87	274	—	122	91	87	68	25
87/88	321	—	126	132	105	77	14
88/89	282	—	97	122	107	80	12
89/90	282	—	79	135	124	93	11
1890/91	273	—	47	123	111	82	7
91/92	245	—	64	148	143	105	49
92/93	259	—	94	147	154	113	61
93/94	297	—	79	179	223	157	78
94/95	314	—	51	181	269	190	101
95/96	359	—	25	216	319	245	144
96/97	375	—	15	219	360	305	149
97/98	388	—	6	240	384	323	138
98/99	406	—	—	251	434	364	160
99/1900	407	—	—	320	348	374	137
1900/01	403	—	—	314	374	302	88
01/02	399	—	—	256	365	295	97
02/03	452	—	5	335	432	349	109
03/04	485	—	135	406	487	384	141
04/05	457	—	169	392	438	359	118
05/06	497	—	210	447	523	410	122

(資料) 石炭、鉄鉱石、銑鉄、圧延製品の1853/54—77/78と粗鋼、半製品は、Denkschrift, Taf. 10, その他は、第1表と同じ。

第7表 Hörde の外部資金と純銀行残高

(単位1000M)

年度	品目	株式資本	優先株	社債と抵当債務	債務	債権	純銀行残高
1852 / 53		6,000	—	—	—	—	×
53 / 54		6,000	—	—	735	1,965	×
54 / 55		6,000	—	—	999	1,752	×
55 / 56		6,000	—	1,800	1,401	1,461	×
56 / 57		7,500	—	1,729	711	1,980	×
57 / 58		7,500	—	1,656	945	1,506	×
58 / 59		7,500	—	1,581	1,881	1,853	×
59 / 60		7,500	—	1,501	1,791	1,245	×
1860 / 61		7,500	—	1,430	1,662	1,392	×
61 / 62		7,500	—	1,392	1,671	965	×
62 / 63		7,500	—	1,312	1,512	2,330	×
63 / 64		7,740	—	1,230	1,578	1,906	×
64 / 65		8,700	—	1,142	1,187	2,112	×
65 / 66		8,700	—	1,046	657	1,752	×
66 / 67		9,093	—	949	618	2,073	×
67 / 68		9,279	—	850	747	1,860	×
68 / 69		9,507	—	747	918	2,580	×
69 / 70		9,900	—	628	530	2,130	×
1870 / 71		10,500	—	4	1,734	2,421	×
71 / 72		12,000	—	—	1,713	2,529	×
72 / 73		12,000	—	—	2,786	2,886	×
73 / 74		14,738	—	—	1,458	3,341	×
74 / 75		14,738	—	—	1,236	2,755	×
75 / 76		14,740	—	—	822	1,365	×
76 / 77		14,740	—	—	1,819	1,380	×
77 / 78		7,369	—	—	2,188	1,573	×
78 / 79		7,369	—	—	2,619	1,335	×
79 / 80		7,369	—	—	3,835	1,680	×
1880 / 81		7,369	—	3,083	1,892	2,336	×
81 / 82		7,369	—	4,053	3,178	2,126	×
82 / 83		7,369	—	3,971	4,893	2,301	×
83 / 84		7,369	—	3,878	5,088	2,190	×
84 / 85		7,369	—	3,780	5,309	1,675	×
85 / 86		7,369	—	3,685	7,762	1,278	×
86 / 87		11,869	4,500	3,568	4,945	1,408	×
87 / 88		14,869	7,500	3,500	4,536	1,834	×
88 / 89		22,369	15,000	3,707	873	2,524	×
89 / 90		22,369	15,000	3,562	4,995	2,322	×
1890 / 91		22,369	15,000	3,407	8,316	1,923	×
91 / 92		22,369	15,000	2,352	10,564	2,130	×
92 / 93		22,369	15,000	10,075	6,010	2,872	×
93 / 94		17,508	16,980	10,101	1,961	3,554	×
94 / 95		17,508	16,980	9,953	4,831	3,591	×
95 / 96		22,528	21,500	11,158	3,583	5,518	923
96 / 97		25,528	24,500	10,456	2,957	7,172	2,819
97 / 98		25,528	24,500	10,466	3,575	10,526	5,515
98 / 99		27,028	26,500	10,262	4,340	10,068	2,859
99 / 1900		27,028	26,500	10,246	6,877	7,718	×
1900 / 01		27,028	26,500	10,193	9,025	4,516	×
01 / 02		27,028	26,500	10,017	7,843	3,563	×
02 / 03		27,028	26,500	9,804	4,636	4,538	×
03 / 04		27,028	26,500	9,586	4,214	5,303	947
04 / 05		27,028	26,500	9,330	4,911	6,434	2,081
05 / 06		27,028	26,500	8,043	4,666	8,275	3,452

(資料) 純銀行残高は、W. Feldenkirchen, a, a, O., Tab. 130, その他は、Denkschrift, Taf. 9, S. 63より作成。

第8表 Hördeの固定資産、純設備投資増、内部資金、在庫高

(単位1000 M, %)

年度	品目	固定資産	固定資産増減①	純設備投資増	内部資金	減価償却	純留保利潤②	B/A	在庫高
1852/53		—	—	×	×	—	×	×	—
53/54		4,260	4,260	×	×	—	×	×	1,290
54/55		5,148	888	×	×	547	×	×	1,544
55/56		5,715	567	×	×	711	×	×	1,797
56/57		6,419	704	×	×	694	×	×	1,851
57/58		7,311	892	×	×	297	×	×	1,647
58/59		8,725	1,414	×	×	453	×	×	1,642
59/60		8,073	-652	×	×	285	×	×	1,701
1860/61		8,244	171	×	×	432	×	×	1,416
61/62		8,106	-138	×	×	531	×	×	1,320
62/63		8,082	-24	×	×	826	×	×	1,167
63/64		7,971	-111	×	×	447	×	×	1,485
64/65		8,196	225	×	×	268	×	×	2,142
65/66		8,340	144	×	×	480	×	×	2,112
66/67		8,211	-129	×	×	282	×	×	2,241
67/68		8,184	-27	×	×	177	×	×	3,042
68/69		8,565	381	×	×	447	×	×	2,859
69/70		8,793	228	×	×	502	×	×	3,051
1870/71		9,906	1,113	×	×	363	×	×	2,478
71/72		10,170	264	×	×	492	×	×	3,537
72/73		10,908	738	×	×	549	×	×	4,128
73/74		12,138	1,230	×	×	230	×	×	3,315
74/75		12,180	42	×	×	255	×	×	2,402
75/76		12,750	570	×	×	248	×	×	2,224
76/77		12,583	-167	×	×	627	×	×	2,263
77/78		8,041	-4,542	×	×	4,911	×	×	239
78/79		8,071	30	261	232	232	—	—	2,280
79/80		8,255	184	290	167	167	—	—	2,467
1880/81		8,910	655	1,493	956	898	58	8.9	3,237
81/82		11,753	2,843	2,713	196	196	—	—	2,690
82/83		13,313	1,560	2,026	415	415	—	—	2,673
83/84		14,397	1,084	1,110	456	456	—	—	2,180
84/85		14,903	506	1,016	369	369	—	—	1,742
85/86		16,969	2,066	2,352	282	282	—	—	2,212
86/87		19,082	2,113	2,717	603	603	—	—	1,882
87/88		20,876	1,794	2,480	686	686	—	—	3,422
88/89		23,383	2,507	3,158	651	651	—	—	3,900
89/90		26,711	3,328	3,828	1,402	500	902	27.1	5,347
1890/91		28,798	2,087	3,475	1,001	1,001	—	—	3,218
91/92		29,524	726	1,809	1,068	1,068	—	—	2,484
92/93		30,541	1,017	1,975	958	958	—	—	2,893
93/94		24,619	-5,922	1,110	1,050	800	250	—	2,776
94/95		26,902	2,283	3,094	928	823	105	4.6	3,567
95/96		27,684	782	1,870	1,163	1,066	96	12.3	3,807
96/97		27,784	100	2,180	1,928	1,709	220	220.0	5,507
97/98		28,318	534	2,837	2,979	2,229	749	140.3	3,889
98/99		31,810	3,492	4,855	3,491	2,885	606	17.4	4,682
99/1900		35,762	3,952	7,319	3,429	3,062	367	9.3	6,127
1900/01		38,489	2,727	4,986	2,827	2,708	118	4.3	8,682
01/02		38,079	-410	1,520	2,048	2,048	—	—	6,687
02/03		37,113	-966	1,545	3,008	2,600	408	—	4,324
03/04		36,019	-1,094	1,848	3,091	2,890	201	—	4,734
04/05		35,794	-225	2,654	3,195	3,030	165	—	5,104
05/06		34,454	-1,340	1,701	3,317	3,024	293	—	5,118

(資料) 固定資産、減価償却、在庫高の1852/53—77/78は、Denkschrift, Taf. 9, その他は、第3表と同じ。

第9表 Hördeの純利潤、配当、自己資本利益率

(単位1000M,%)

年度	品目	純 利 潤	配 当 額	配 当 率	自己資本利益率
1852 / 53		573	300	5	×
53 / 54		604	480	8	×
54 / 55		838	660	11	×
55 / 56		1,021	780	13	×
56 / 57		1,257	975	13	×
57 / 58		998	675	9	×
58 / 59		621	375	5	×
59 / 60		254	225	3	×
1860 / 61		338	300	4	×
61 / 62		537	487	6.5	×
62 / 63		676	600	8	×
63 / 64		847	619	8	×
64 / 65		1,059	783	9	×
65 / 66		1,175	870	10	×
66 / 67		1,114	818	9	×
67 / 68		646	464	5	×
68 / 69		937	666	7	×
69 / 70		1,078	792	8	×
1870 / 71		830	630	6	×
71 / 72		1,232	936	8	×
72 / 73		1,268	960	8	×
73 / 74		624	480	4	×
74 / 75		—	—	—	×
75 / 76		—	—	—	×
76 / 77		— 881	—	—	×
77 / 78		— 989	—	—	×
78 / 79		—	—	—	—
79 / 80		— 493	—	—	—
1880 / 81		382	295	4	4.2
81 / 82		—	—	—	—
82 / 83		—	—	—	—
83 / 84		—	—	—	—
84 / 85		—	—	—	—
85 / 86		—	—	—	—
86 / 87		474	344	4.01	3.6
87 / 88		698	524	4.42	4.3
88 / 89		699	524	4.42	2.9
89 / 90		902	750	—	3.7
1890 / 91		1,549	—	—	—
91 / 92		— 2,404	—	—	—
92 / 93		— 2,404	—	—	—
93 / 94		250	—	—	—
94 / 95		648	509	2.91	3.4
95 / 96		1,289	1,100	4.88	5.5
96 / 97		2,404	2,000	8	8.9
97 / 98		3,775	2,760	10.81	13.9
98 / 99		4,751	3,757	13.9	16.3
99 / 1900		4,549	3,757	13.90	15.3
1900 / 01		3,074	2,676	9.90	10.1
01 / 02		—	—	—	—
02 / 03		1,508	1,060	3.92	5.0
03 / 04		2,479	2,120	7.84	8.2
04 / 05		3,051	2,660	9.84	10.0
05 / 06		4,737	4,028	14.9	15.4

(資料) 純利潤の1852/53—77/78と配当額、欠損値は、Denkschrift, Taf. 9. その他は表4と同じ。

盛であった。'56年5月になされた1.5百万Mの増資もこれに應えるものであり、'54年に完成された高炉4基の建設資金に充てられた。増資が完成より遅れたのは、当時の増資は政府の許可を必要とし、'52年の株主総会で決定されていた増資が'56年まで延期されたからである。この間 '55/56年までは銀行借入れが利用され、増資によって徐々に返済された。<sup>(2)</sup>'56/57年には、さらに6つの高炉を建設し、これも払込株式資本から支払われた。

2) '63/64—'73/74年

その後 '58/59年恐慌時に債務が増大するが、恐慌を比較的容易に乗り切り、'63/64—'73/74年は小刻みな増資を重ね、これによって得た資金は、'64年から稼動されたベッセマー鋼生産設備と '72年の4基の大型高炉の建設資金に充用された。増資とほぼ同時に債務が減少していることから、この時期の増資額も先行する銀行借入れ金の返済に充てられたと考えられる。<sup>(3)</sup>

3) '77/78年

しかし、このような設備拡大の直後の '73年に大恐慌に見舞われ、'74/75年から'85/86年まで純利潤を生み出さなかったばかりか、'76/77、'77/78年には欠損を出すに至って（第9表）、'78年に減資に踏み切った。すなわち、約14.7百万Mの株式資本の額面を半に切り下げて約7.37百万Mとし、同時に約7.37百万Mの帳簿利潤を発生させ、欠損の補てんと積立金の補強に充てた。'73年恐慌後 '70年代に債務が高水準を示すが、固定資産規模が停滞していることから、これも主として欠損の補てんと流動資金の形成に充てられたことは明らかである。

4) '86/87—'88/89年

この不況期間中の '79年にトーマス製鋼法の特許を獲得後、'81年にトーマス製鋼工場を新設した。これに関連して、圧延工場を拡大するとともに、トーマス鋼用銑鉄生産のための大型高炉4基も建設し、'80年代には固定資産規模は3倍近くに増大した。この費用は、'77/78年の減資による帳簿利潤、'80年の4百万Mの社債発行、銀行借入れに求められたが、不足する額を、<sup>(4)</sup>'87—'89年の増資によって補わねばならなかった。この15百万Mの優先株の発行によって、株式資本は、優先株15百万M、普通株7,368,900Mの計22,368,900Mに達した。

5) '93/94年

'86/87年によく '73年以降の不況からの回復のきざしが見られたが、'91/92、'92/93年には再び多額の欠損が生じた。<sup>(5)</sup>'80年代に新設した設備の過剰と製品販売価格の低下がこの基本的な原因である。この欠損は、さしあたり、銀行借入れと、'93年の5%社債7百万Mの発行によって補てんされたが、それでも不十分であり、'93/94年に再び資本整理が実行された。すなわち、旧来の優先株は、25%の追加払い、もしくは3:1の比率で、優先株Aへ転換され、旧来

(2) O. Stillich, a. a. O., S. 4.

(3) 戸原四郎『ドイツ金融資本の成立過程』, 東大出版会, 1963年, 94ページ。

(4) O. Stillich, a. a. O., S. 46.

(5) W. Feldenkirchen, a. a. O., S. 98.

の普通株は、50%の追加払い、もしくは8：1の価格比率で、優先株Aへ転換された。この追加払いによって株式が計4,885千M増大し、これが減資の一部を相殺し、株式資本は、優先株A16,980千M、普通株528千Mの計17,508千Mになった。この整理によって得た9,622,565 Mのうち、2.4百万Mは欠損の補てんに、6.2百万Mは臨時減価償却に、残りは「種々の資金の形成」に充てられた。<sup>(6)</sup>

6) '95/96年

この資本整理後、生産量、純利潤とも順調に回復し、設備拡大が再び開始された（第6, 8, 9表）。この資金は最初銀行借入れによって調達されたが、'95年に優先株約5百万Mが発行されこの債務の一部は返済される。さらに、同年の4%社債10百万Mの起債とともに、以前の社債はすべて償還された。

7) '96/97年

Hördeは、'96年には他企業の合同による設備拡大に着手し、ミネット鉱山“Reichsland”をHoesch, Spaeter と共同で吸収した。<sup>(7)</sup> この買収のためにHördeはまず300千Mを支払い、続く7年間にこの拡張のために約2,700千Mを投資した。したがって、'97年に発行された優先株A3百万Mは、主としてこの買収資金と設備拡張に充てられたとみられる。

8) '98/99年

'98年には、製鉄部門を強化するため、ボルン製鉄所（Hüttengesellschaft vorm. Karl von Born）を合併した。ボルン製鉄所の1.8百万Mの株式とHördeの株式1.2百万Mの交換というのが合同条件だったため、Hördeは優先株Aを2百万M増資した。この結果、株式資本は、優先株A26,500千M、普通株528千Mの計27,028千Mに達した。

## 2) 外部金融から自己金融へ

Phoenixと合同までのHördeの固定資産の増減状況は、第8表によって示される。'60年代の2, 3の鉱山の獲得以外は、'96年までHördeは内部成長によって固定資産を増大させてきた。Feldenkirchenの考察期間の1878/79—'05/06年でも、外部成長は固定資産増加総額の21.7%にすぎない。<sup>(8)</sup> つまり、Phoenixと対照的に、Hördeの固定資産増加の大部分は合同によらない内部成長によってもたらされた。

では、このような内部的な設備投資資金は如何なる方法で調達されたのであろうか。'52年の設立から'73/74年までは、株式、社債発行、銀行借入れのいずれも大きく増大し、これらが主として設備資金に充てられたことから、設備投資の外部資金依存は明白であるかのように見える。しかし、同時に、純利潤の順調な増大から留保利潤の増大も予想でき、必ずしも設備

(6) O. Stillich, a. a. O., S. 47.

(7) この鉱山からの鉄鉱石の本格的供給は、1903年以降である。（Denkschrift……, S. 69）

(8) W. Feldenkirchen, a. a. O., Tab. 108C

投資の外部資金依存は断定できない。

これに対して、'74/75 - '79/80 年では事態は明白となる。この期間は、純利潤は0かマイナスで、内部資金は減価償却費だけである。したがって、拡張投資の自己金融は問題にならない。この期間はむしろ更新投資が主体となる。減価償却費が若干計上されているが、この計上自体が、多額の欠損のため、銀行借入れ、減資にもとづくことが予想され、更新投資においても少なくとも間接的な外部資金依存が考えられる。

続く'80/81 - '92/93年には、固定資産は3倍以上に増加する。他方、純利潤が'86/87年に再発生するとはいえ、純留保利潤は'80/81, '89/90年しか計上されていない。したがって、この期間での大幅な外部資金の増大を考慮すれば、欠損補てんに充用された部分を差し引いても、拡張投資における自己金融はここでも問題にならない。又、拡張投資の割合が増大しているため、設備投資全体に対する内部資金の比率を内部資金 / 純設備投資増で算出してもかなり低くなり、設備投資の外部資金依存は明らかである。事実、時期が少しずれるが、Feldenkirchen 自身も '78/79 - '94/95 年における設備投資の外部資金依存を確認している（第5表）。

だが、'93/94 年以降、景気回復を反映して純留保利潤が連続的に発生し、内部資金も高水準に達する。この結果、各年の純留保利潤の固定資産増加額に対する比率は、'94/95 年 - 4.6%、'95/96 年 - 12.3%、'96/97 年 - 220.0%、'97/98 年 - 140.3% と上昇し、'94/95 - '97/98 年において拡張投資に対する自己金融化傾向が進行する。又、設備投資全体に対する内部資金の比率も同様の傾向を示す（'94/95 年 - 30.0%、'95/96 年 - 62.2%、'96/97 年 - 88.4%、'97/98 年 - 105.0%）。

ところが、'98/99 - 1900/01 年では、固定資産が飛躍的に増大したため、固定資産の増大が内部資金の増大を上回り、純留保利潤 / 固定資産増加額は、'98/99 年 - 17.4%、'99/1900 年 - 9.3%、1900/01 年 - 4.3% と低下し、内部資金 / 純設備投資増も、'98/99 年 - 71.9%、'99/1900 年 - 46.9%、1900/01 年 - 56.7% とほぼ同様の傾向を示す。事実、'98/99 - 1900/01 年では銀行借入れによる外部資金調達が増大しており、拡張投資、設備投資全体のいずれにおいても外部資金依存が確認できる。

'01/02 年に恐慌によって純利潤が0になるが、これ以降再び純利潤、各生産量とも急激に回復していく。しかし、'01/02 - '05/06 年ではもはや固定資産価値の純増は見られず、設備投資は、更新投資、合理化投資が主体となる。この期間、株式資本は一定であり、他人資本は若干減少し、外部資金にほとんど変化は見られないが、他方、内部資金は、とくに減価償却費を中心として高水準を示す。この結果、内部資金 / 純設備投資増は、'01/02 年 - 134.7%、'02/03 年 - 194.7%、'03/04 年 - 167.3%、'04/05 年 - 120.4%、'05/06 年 - 195.0% となり、設備投資における自己金融が確認できる。

この '01/02 - '05/06 年の設備投資の自己金融の直接的な原因は、内部資金の着実な増大と設備投資鈍化による外部資金調達の減少であるが、前述のように、内部資金はすでに、'90年代

初頭から増大していた。当時固定資産も大規模な増加を示したので、とりわけ'98/99-1900/01年では自己金融は後退した。だが、'01/02年以降、固定資産価値が減少し、設備投資が鈍化したため、内部資金の増大が自己金融として顕在化したのである。つまり、内部資金の増大という側面にかぎれば、'01/02-'05/06年の自己金融は'90年代の延長線上にある。この内部資金増大の基礎は、'93/94年からの純利潤の回復と大幅な増大である。この内部資金と'96/97、'98/99年の合同、増資時の株式プレミアムによって、'95/96年から純銀行残高が発生し'05/06年には約3,452千Mに達し（第7表）、これが第I章で見た、'06/07年のPhoenixの純銀行残高増加分の一部となる。

だが、'01/02-'05/06年に固定資産価値が減少し、設備投資が鈍化したといっても、この時期が低成長期だったわけではない。自己資本利益率では、'94/95-1900/01年が年平均10.5%であるのに対し、'02/03-'05/06年が9.7%、配当率では、'94/95-1900/01年が平均9.2%であるのに対し、'02/03-'05/06年が9.1%であり、その他純利潤、各生産量の推移を見ても'02/03-'05/06年の好況は'94/95-1900/01年の好況と比較して遜色はない。したがって、'01/02-'05/06年に顕在化した設備投資の自己金融は、一定水準に到達した固定資産規模にもとづく高成長期における自己金融と規定できる。この意味で、これはPhoenixの'06/07-'13/14年における自己金融傾向と共通性を有する。

### Ⅲ. 結 論

本稿で確認したのは、以下の8点である。第1に、Phoenixにおいては外部成長（合同）による固定資産増大が圧倒的割合を占めるため、内部成長に限定したFeldenkirchenの自己金融論は、きわめて意義が少ない。第2に、外部成長はほとんど株式交換、増資を伴うため、外部成長も含めた固定資産増加総額に対しては、外部資金の寄与度は高い。この意味で、'52/53-'13/14、'78/79-'13/14年のいずれにおいても、固定資産増加総額に対する外部資金依存が確認できる。第3に、しかし、外部資金の増大がほとんど外部成長と関連しているため、内部成長の割合の高い時期——たとえば、'78/79-'94/95年——に限定すると、自己金融率は高くなる。ただし、この時期の自己金融は、低成長期の自己金融である。第4に、高成長期の前期の'95/96-'06/07年では、外部成長による固定資産増大が最も活発化し、自己金融傾向は後退する。第5に、'06/07-'13/14年の高成長期の後期では、高成長の結果増大した内部資金と、合同時に獲得した株式プレミアム、被合同企業の銀行預金、積立金が累積する一方で固定資産規模の伸びが鈍化したため、自己金融傾向が復活する。今回のこれは、高成長期の自己金融である。第6に、Hördeは主として内部成長によって固定資産を増大させたが、'74/75-'92/93年では、拡張投資、設備投資全体のいずれにおいても外部資金依存が確認できる。第7に、'93/94年以降内部資金が増大したため一時的に自己金融傾向が現れる（'93/94-'97/98

年)が、固定資産がそれ以上に増大することともに後退する('98/99—1900/01年)。第8に、'01/02—'05/06年では、内部資金の増大が90年代以来継続する一方で、設備投資が鈍化し、固定資産価値が低下させたので、設備投資の自己金融が顕在化する。これも高成長期の自己金融である。

以上から、PhoenixとHördeの3つの共通点が確認できる。第1に、固定資産の大幅な増大期では、Phoenixのように外部成長を主体とする増大であれ、Hördeのように内部成長を主体とする増大であれ、設備拡張資金は主として外部資金に依存して調達された。第2に、固定資産が一定規模に達した後(Phoenix…'06/07年以降、Hörde…'01/02年以降)は、両者とも自己金融傾向が顕在化した。第3に、高成長自体が固定資産の大幅な増大を必ずしも伴わない蓄積様式に変化したことが、このような高成長期における自己金融の原因をなした。

本稿のこの結論から、Feldenkirchenの自己金融論への以下の2点の批判が帰結される。第1に、Phoenixに関しては、外部成長の無視という基本的問題点の他に、'78/79—'94/95年(低成長期の自己金融)、'95/96—'06/07年(高成長、合同期の外部資金依存)、'06/07—'13/14年(高成長期における自己金融)の蓄積様式の差異が把握されなかったために、'78/79—'13/14年の全期間を平板に自己金融と規定する誤りをおかした。第2に、Hördeに関しても、'93/94—'97/98年、'98/99—1900/01年、'01/02—'05/06年の蓄積様式の差異が無視されたため、'95/96—'05/06年における自己金融の一方的な進展を説くという不十分性を残した(第5表)。つまり、具体的な蓄積様式に則して自己金融を可能にした条件を解明する、という視角の欠落がFeldenkirchenの自己金融論の最大の問題点である。

本稿ではさしあたりPhoenixに関しては'06/07—'13/14年、Hördeに関しては'01/02—'05/06年における、一定の固定資産規模の下での高成長、に着目したが、残された課題は多い。まず第1に、ルール地方鉄鋼業の他の企業でもこのような蓄積様式の変化が見られるかどうかを確認されねばならない。第2に、他の企業でもPhoenixやHördeと同様の特色が見られるとしたらその共通の原因が、差異が見られるとしたらその差異をもたらす原因が、解明されねばならない。第3に、このような個々の企業の蓄積様式の変化が、ドイツ資本主義、さしあたりドイツ金融市場、資本市場にどのような影響をもたらしたか、を具体的に検証しなければならない。