

經濟論叢

第101卷 第6号

企業的マーケティング論の成立	橋 本 勲	1
第一次大戦開始期における アメリカ産業動員体制の諸特徴	池 上 惇	20
ロスとダンロップの賃金論 (2)	赤 岡 功	37
後進国開発のための投資配分	本 山 美 彦	55
アメリカ独占確立期における「水割り」 財務方策と公表会計実務	西 田 博	77
宇野理論における価値論の 内在的矛盾とその根拠について	西 野 勉	100

昭和43年6月

京都大學經濟學會

アメリカ独占確立期における「水割り」 財務方策と公表会計実務

西 田 博

はじめに

さきに拙稿で分析したように、アメリカ独占確立期に横行し問題化した「水割り」財務方策は、モルガンをはじめとする金融寡頭が資本の集中・支配権の確立過程を促進・加速化する役割を果たしたものであった¹⁾。本稿では「水割り」財務遂行後のトラストの公表会計操作・実務＝「水抜き」会計実務に焦点をあて、この会計実務がいかにして再びトラストの財務過程＝資本の蓄積を促進したかを明らかにしたい。そのためにまず、前稿では分析の若干不十分であったところの、「暖簾と好機とを代表する」と一般にいわれた普通株の役割を解明するとともに、「水割り」財務の実質をあらためて明確にしておきたい。また普通株の問題には「水割り」を「防止」したものと一般には考えられ評価されている²⁾無額面株式制度とそれによって創出された新たな形態の「水割り」財務方策を解明するてがかりもあると考えた。

I 「公表資産2倍化表示」の実務

(A) 「水割り」財務における普通株 前稿でみたように「水割り」財務を株式発行方式からみるならば、それは株式組合せ発行方式でありトラストに買取・集中される各会社の実在有形資産売却総額ないしは暖簾をも含む会社資産

- 1) 拙稿、アメリカ独占確立期におけるトラスト形式と「株式水割り」財務方策、「経済論叢」第100巻第4号、昭和42年10月号。
- 2) たとえば G. L. Leffler は次のようにいう。「この実務（水割り株発行）は後年はるかに少なくなったが、それは一つにはより健全な財務のためであり、一つには政府の規制のためであり、一つには無額面株式の使用がそのような実務を不必要としたからである。」G. L. Leffler, *The Stock Market*, 1950, pp. 16-17. また cf. D. L. Dodd, *Stock Watering*, 1930, vi.

全体の實質評価額にひとしい額面額の優先株を発行するとともに、同額または同額以上の額面額の普通株を付加的に発行するというものであった。この場合、トラストに買収される各会社は発起業者との「交渉」ですでに決定している資産売却額の代価として、現金か同額の額面の優先株および（通例）同額の額面の普通株かのいずれをとるかを選択できた³⁾。ムーア兄弟商会の発起したトラストの多くの場合には被買収会社は資産売却額 \$ 100 に対して現金 \$ 100 か優先株 \$ 100 (1株) および普通株 \$ 100 (1株) かを選択できた。また E. R. Chapman (John G. Moore & Grant B. Schely 商会のパートナー) の発起した American Smelting and Refining Co. の場合には、資産売却額 \$ 1000 に対して現金 \$ 1000 か優先株 \$ 1000 (10株) および普通株 \$ 700 (7株) かで支払われた⁴⁾。このように発起業者は各会社との「交渉」で一定金額の購入権 (options of purchase at fixed sums) を確保し、新会社設立により購入権金額の2倍(以上)の額面額の株式を発行し、各会社に現金か株式かによる選択権を与えた、というのが一般的であった⁵⁾。

したがって個別的事例において多少の差異はあるとはいえ、一般的にみれば優先株が出資額に見合って発行されたのに対して、普通株は出資の裏付けがほとんどあるいは全くないにもかかわらず発行され出資と株式とが分離していた。しかし出資の裏付けなく発行された株式といえども普通株は利益分配権、議決権などの株主権を表章していることに変わりはなく、現実的に株式として機能する。また普通株は現存する實質的資産の裏付けはないがトラスト化=独占

3) 前掲拙稿の脚注 18) 参照、また cf. Eliot Jones, *The Trust Problem in the United States*, 1922, p. 284.

4) *Report of the Industrial Commission*, Vol. 13, 1901, Testimony of Mr. E. R. Chapman, pp. 93-97. また被買収会社に株式で代価が支払れる場合の優先株と普通株の比率の相違は発起業者の株式発行方式と「報酬」の取得のしかたによって異なった。「ムーア方式」とよばれるムーア兄弟商会の場合には通例普通株が優先株を超える額で発行されその超過差額の普通株をムーア兄弟商会が取得した。また上例のチャップマンの設立した Am. Smelting & Refining Co. のように、優先株・普通株が同額で発行されると普通株の一定割合(上例の場合3割)が発起業者の「報酬」となった。

5) 例外の一つとしてあげうるのは C. R. Flint の設立した Rubber Goods Manufacturing Co. であろう。cf. *Report of the Industrial Commission*, Vol. 13, 1901, Testimony of Mr. C. R. Flint, pp. 37-38, p. 47.

化による将来の独占的超過利潤を見込んでおり潜在的価値を有している。ところで常識的には出資にもとづいて株式が発行され出資額が発行株数とその配分とを規定するのであり、いわば「出資の原理」が存在するが、「水割り」財務における普通株の場合にはなにが発行株数とその配分を規定することになるのか。結論からいうならば普通株発行を規定していたのはいわば「独占の原理」であったといえよう。まず普通株の発行量にかんしては、前稿でも明らかにしたように発起業者の財務方策に従って柔軟・適宜に決定されてよいというのが一般の見解であり、M. H. Robinson は世紀の転換期のトラストの株式発行方式としてかなり明確に摘出できるものの一つとして「ムーア方式」をあげ、その説明の中で「発起業者が普通株を大量に (in liberal quantities) 発行するのが通例であった。そして優先株を超える総額が彼の報酬として留保された。」(傍点——引用者) また Robinson は当時実際に実施されていたというよりも金融界から理想的であるとされていた株式発行方式を紹介して「(この場合にも) 普通株は適宜の額まで発行されてよい。トラストの経営権が普通株所有者の手に入るように優先株を若干超過する方がむしろ好ましい。……」(傍点——引用者) と述べていた⁶⁾。普通株の配分にかんしては投資銀行が発行普通株をひとり占めしたわけではなくトラスト形成促進と多額の資金調達に伴う危険負担をさけるために、さきに引例したごとく優先株との一定比率でもって配分された。とはいえ配分された普通株と発起業者が「報酬」として取得した普通株との比率に注目すべきである。表Ⅰは1898年から1900年にかけて設立された鉄鋼諸トラストの発起業者の利得を示すものである。発起業者の利得である普通株数の全発行株数に対する割合は平均15.7%であり、発行普通株数に対する割合は実に26.3%と四分の一を超えるものであった。かくして普通株発行は資本集中の促進と金融寡頭による利得と支配の獲得に役立つように積極的に利用されたのであり、そこには一率に規定される方式はないがいわば「独占の原理」が支配

6) M. H. Robinson, "The Distribution of Securities in the Formation of the United States Steel Corporation", *Political Science Quarterly*, Vol. 30, 1915, p. 279, p. 280.

〔表I〕 鉄鋼諸トラストにおける発起利得¹⁾

会社名	設立年月	株式資本金 (単位千ドル)		発起利得 となった 普通株(A) (単位千 ドル)	(A)の全発 行株式に 対する比 率	(A)の発行 普通株に 対する比 率
		優先株	普通株			
National Tube Co.	1899.6	40,000	40,000	20,000	25.0%	50.0%
Am. Steel & Wire Co.	1899.1	40,000	50,000	11,600	12.9	23.2
Am. Tin Plate Co.	1898.12	18,325	28,000	10,000	21.7	35.7
Am. Bridge Co.	1900.4	30,527	30,527	7,250	11.9	23.7
National Steel Co.	1899.2	27,000	32,000	5,000	8.6	15.6
Am. Steel Hoop Co.	1899.4	14,000	19,000	5,000	15.1	26.3
Federal Steel Co.	1898.9	53,260	46,484	4,457 ²⁾	4.5	9.4
Total		223,112	246,011	63,307	15.7%	26.3%

(注) 1) Eliot Jones, *The Trust Problem in the United States*, 1922, p. 287 の表 ;
および *Final Report of the Industrial Commission*, Vol. 19, 1902, Appendix V
(1900年センサス)より作成。

2) 優先株857,192ドルを含む。

していたといえよう。そして普通株発行のこの「独占の原理」——金融寡頭による旧所有主・旧株主の「持分」の横取りとその稀薄化——に「水割り」財務の実質があった。

(B) 「公表資産2倍化表示」 それでは「\$100=\$100+\$100」方式は公表会計実務にいかなる結果をもたらすことになるか。株式額面制度、「最低抛出額の原則」、「水割り株」の禁止、株式割引発行禁止の諸制度により、公表貸借対照表上には株式資本金は発行済株式の額面総額によって表示される。したがって、実質評価額\$100の資産に対して額面200ドルの株式が発行されれば、公表資産は2倍に評価・表示されなければ貸借は均衡しない。そこでこのことから種々の形態でのなんらかの「公表資産2倍化表示」の実務が一般に行なわれるにいたった。しかし、それはいいかえれば架空「資産」の計上による「過大評価」の実務にほかならない。しかもこのような実務が個々のトラスト企業の恣意にもとづくものとしてではなく、金融寡頭の主導した「水割り」財務方策の一般化の必然的結果として遂行されたのである。

いまこのような「公表資産2倍化表示」の実務がいかに行なわれたかを H.

R. Hatfield の叙述を中心にしてみると、まず彼は二つの計上法(彼は subterfuges という)をあげている⁷⁾。すなわちある会社が諸権利など全て含めて5万ドルの価値ある工場 (a plant worth, all things included, \$ 50,000) を取得し額面10万ドルの株式を発行したとすると、普通には彼の主張する次の計上法(A)と違って(B), (C)の計上法がとられたという。

Hatfield は会計の真实性原則を守るために、発行株式の額面額と実質評価額との差額は株式割引発行差金として明示すべきであるとするともに、株式割引差金が追徴可能であるか全くの割引分で追徴不可能であるかは会計上の問題ではなく法律の問題であると、全くの割引分である場合には note (短期証券) または手形の割引と同様に損益決定に賦課すべきものとしている。だが株式割引発行禁止制度のもとでは(A)法は一般的実務になるはずはなかった。彼は(B)法について次のように述

(A)

Dr.	B/S	Cr.
プラント \$ 50,000		株式資本金
株式割引発行差金 (Discount on Stock)		\$ 100,000
	\$ 50,000	
	<u>\$ 100,000</u>	<u>\$ 100,000</u>

(B)

Dr.	B/S	Cr.
プラント		株式資本金
\$ 100,000		\$ 100,000

(C)

Dr.	B/S	Cr.
プラント \$ 50,000		株式資本金
のれん \$ 50,000		\$ 100,000
	\$ 100,000	<u>\$ 100,000</u>

べている。「会計学にかんする若干の著述家がこの記載法 (an entry) を正当としていることは事実である。たとえば少なからず世間にうけた “Corporation Accounting”, 1905 の著者 D. A. Keister は (その内容からいえばいま上に示し

7) 以下ハットフィールドからの引用はとくに指摘する以外は, H. R. Hatfield, *Modern Accounting*, 1909, p. 109, pp. 168-170 からのものである。

たのと——引用者)同様の取引を論じていう。『上掲の記載法(B法のこと——同上)には異論は全くない。機械の原価は\$ 30,000 だがそれは名目的価額\$ 60,000 で計上される。それは投機的財 (a speculative resource) でないがゆえにいかなる価額が付されようとも関係ない』(71頁)。

同じく Keister が正当とする(C)法はプラントの価額と株式額面額との差額を埋め合わせるために「純粹の架空資産」(a purely fictitious asset) を計上するものである。この場合にはプラントは正確に5万ドルと計上されているが、別に新資産——“Goodwill”, Keister の用語では“Franchise”——が登場する。Hatfield はいう。「会社が組合企業の営業または他の株式会社の営業を購入するときには、購入は現金でなく株式でなされるのがもっとも通例である。ただ一般にはそうであるが、交付される株式の額面額が有形資産価額を超えるときには、この差額が買入暖簾、単なる株式割引差額のいずれを現わすのかを決めることが困難であることがしばしばである。通常のアメリカの実務では購入有形資産が株式額面額よりも少額であるときには会計士たちは暖簾の存在を想定してきた。……一般にいわゆるトラストの最近の設立は、ほぼ発行済普通株の価額に相当する過大評価した暖簾 (a high valuation for Goodwill) を伴った。大体的場合にはきわめて過大評価されていたし、不当であったことは明々白々であった。……」⁹⁾ Hatfield が指摘した上記の計上法のほか、さらに有形資産、無形資産を区別せずに一括した「資産勘定」(Property Account) なるものも採用された⁹⁾。後述の U. S. スチールの場合がその一例としてあげられるものである。

トラストの貸借対照表においては以上のような資産計上実務が一般に行なわれたが、Hatfield によると、このような実務にもとづく発行株式額面総額＝株式資本金＝公表資産評価額なる等式は当時の最高権威の会計士 (たとえば A. Lowes Dickinson) さえも正当視したという¹⁰⁾。

8) H. R. Hatfield, *op. cit.*, pp. 109-110.

9) R. H. Montgomery & A. S. Welton, *Auditing Procedure: A Textbook*, 1924, p. 209.

10) H. R. Hatfield, *op. cit.*, p. 79, p. 171 f. n.

(C) 「無形資産」の1ドル化傾向 「水割り」財務方策は公表会計上、「公表資産2倍化表示」実務をもたらしたが、それは独占的高利潤の隠蔽・強制的内部蓄積(=独占利潤の確保)のための公表会計操作の出発点をなすものであった。「水割り」論議を契機にこれを逆用した「水抜き」の論理・スローガンが独占利潤の確保のための公表会計操作を「合理化」した。「水抜き」の論理は独占利潤の隠蔽と蓄積の論理であった。「水割り」財務を単純に「過大資本化=過小収益力」の財務現象と同一視するところからは、その是正・解消をスローガンとする配当停止・抑制=利益積立金の設定と再投資が「水抜き」ということであった(後述=Ⅱ(A))。また「水割り」財務を単純に「過大資産評価」実務、「ブルー・スカイ」と同一視するところからは、その是正=現実的資産の裏付け)をしてゆくことが「水抜き」ということになった。さらに「貸借対照表的水割り」概念ともいうべきもので、貸借対照表上剰余金を超える無形資産が存在する状態を「水割り」といい、剰余金が無形資産を超えると「水が抜かれた」とする考えもあった¹¹⁾。そこで「公表資産2倍化表示」実務を行なったトラストが前述のような「水抜き」のスローガンのもとで独占利潤の確保のために最大の効果をあげる方法は、さまざまのかたちで計上した架空資産を費用として処理する費用償却の方法であったと容易に推定できる。しかし資料の不足などで公表会計実務としては「無形資産」の費用償却ならびにこれとともに行なわれたいわゆる利益償却の傾向しかとらえられない。

公表会計上の「水抜き」操作のための端的なスローガンは「無形資産または暖簾勘定の1ドル化」として現われたが、前述の Hatfield の指摘にみるごとく架空資産がアメリカの実務では通例「無形資産(または暖簾)」勘定として処理された事実からすれば、このスローガンは重要であったといえよう。「公表資産2倍化表示」実務による架空資産の「無形資産」としての計上とその1ドルまでの償却傾向はたとえば Conyngton などによってつぎのように指摘されている。

11) Harry G. Guthman, *The Analysis of Financial Statements*, 1930, pp. 108-109.

「……（「過大資本化」の結果）暖簾が疑いの眼でみられているので現代の企業ではこれを漸次償却し一掃する傾向がある。General Electric Co. と Victor Talking Machine Co. は暖簾を償却してしまい、前者は1ドル、後者は2ドルのままで現在でも帳簿に残している。多くの他の有名な企業も同じ政策を遂行してきた。……（第一次大戦中は超過利得税のためにこの傾向は中断したが）たとえ暖簾が現金で購入された場合でも損益勘定または剰余金に賦課することによって償却する過去の実務が復活することだろう。……」¹²⁾（傍点——引用者）

「事実、無形資産はたとえ現実の価値が低落していなくとも、とくに早く償却されるべきだということは一般に認められている。多くの銀行家およびその他の金融家連は a “clean” balance sheet とよばれるもの、すなわち保守的価額で有形資産のみを計上しかつ予想される全ての損失を填補するに十分な積立金を有する貸借対照表に非常な好感を抱いている。」¹³⁾ また W. Z. Ripley もつぎのようにいっている。「いわゆるトラスト時代にはほとんど全てのトラストが大量の……水の注入（巨額の暖簾勘定計上の意——引用者）という特徴をもっていた。……しかし苦い経験の結果、このような証券過剰発行が改良・拡張のための資金調達に障害であることが度々判明してくるや比較的優良な会社ではこの水を排除する傾向が現われてきた。1912年の Woolworth Co. (株主数5900余名) には、普通株に対しては5,000万ドルの暖簾以外にはなにも存在しなかった。現在では健全経営によりこの項目は最低額1ドルにまで償却されている。1904年の新聞公告の見出し『氷から水を抜く』“Squeeze Water Out of Ice” はアメリカ製氷会社経営者の宣言である。同社は50%減資を提案した。……」¹⁴⁾

ところで、架空資産としての「無形資産」の償却にかぎらず一般に「公表資産2倍化表示」実務のもたらした「過大評価資産」部分の費用償却・利益償却はどういう効果をねらったものか。結論からいうならば、(1)普通株資本金に見合った秘密積立金の設定＝普通株資本金の公示秘密積立金化（費用償却の場合）

12) Conyngton, Bennet & Pinkerton, *Corporation Procedure*, 1922, p. 1168, § 146.

13) Conyngton, Bennet & Pinkerton, *op. cit.*, pp. 876-1877, § 317.

14) W. Z. Ripley, *Main Street & Wall Street*, 1927, pp. 192-193.

(2)利益積立金の削減＝利益積立金の普通株資本金への転化(利益償却の場合)、換言すればこの項の冒頭で述べたごとき独占利潤の隠蔽と強制的内部蓄積がその目的であった。(3)加えて、ことに「無形資産」の1ドル化の場合には、「保守的」会計実務・「健全資産内容」の象徴としての公表効果をもった。そこで以下これらの点について多少具体的に説明してみよう。

まず架空資産の費用償却＝費用化は利益の過小表示、したがって秘密積立金の設定という効果をもたらすが、この場合普通株資本金に見合う架空資産の償却は、償却分に相当する利益額の株式資本金への転換が行なわれることを意味する。すなわち普通株資本金部分は「利益の隠し場所」として事前に貸方に確保されていたものと看做すことができ、したがって架空資産の費用償却は普通株資本金をいわば公示秘密積立金化するということができる。この普通株資本金の公示秘密積立金化の過程は、次の二組(1)と(2)の貸借対照表・損益計算書を比較してみるならば容易に判明しよう。

(1)は実質的評価額\$100の資産に対して普通株\$100が発行された場合であり、(2)は同じ資産に対して優先株と普通株を組合せ発行し貸方に資本金\$200、借方に架空資産\$100が計上された場合である。

また「無形資産」の償却の場合に往々みられた償却分を利益積立金へ賦課する一種の利益償却の場合には、削減される利益積立金部分が普通株資本金に転化する。この利益償却の場合、計上利益の圧縮という点からすれば一見、架空資産償却手続は全くどうでもよいことである。帳簿上の手続によって秘密積立金が設定されたわけでもないし、架空資産が実質的資産化したわけでもない。しかしこれは配当可能剰余金の削減であり、内部留保政策による蓄積強化を最終的に仕上げるような効果をもつ。なぜならかくして処分または配当可能剰余金が容易には企業外に流出されることのない普通株資本金の中に閉じ込められたからである。

さらに「水抜き」標榜の会計操作は典型的には「無形資産または暖簾勘定の1ドル化」となって現象したが、この傾向は暖簾勘定を公表会計上つぎのよう

(1)

		B/S	
	諸資産	\$ 100	株式資本金 (普通株) \$ 100
第1年度末	{ 諸資産	\$ 110	{ 株利 資産 \$ 100 10
第2年度末	{ 諸資産	\$ 120	{ 株利 資産 \$ 100 20
	∴		∴
第10年度末	{ 諸資産	\$ 200	{ 株利 資産 \$ 100 100
		P/L	
第1年度	{ 減価償却費 純益	\$ 10 10	減価償却前利益 \$ 20
第2年度	{ 減価償却費 純益	\$ 10 10	減価償却前利益 \$ 20
	∴		∴
第10年度	{ 減価償却費 純益	\$ 10 10	減価償却前利益 \$ 20

(2)

		B/S	
	{ 諸資産 架空資産	\$ 100 \$ 100	株式資本金 { 優先株 \$ 100 普通株 \$ 100
第1年度末	{ 諸資産 架空資産	\$ 110 90	{ 優先株 \$ 100 普通株 100 株利 0
第2年度末	{ 諸資産 架空資産	\$ 120 80	{ 優先株 \$ 100 普通株 100 株利 0
	∴		∴
第10年度末	{ 諸資産 架空資産	\$ 200 0	{ 優先株 \$ 100 普通株 100 株利 0
		P/L	
第1年度	{ 減価償却費 純益	\$ 20 0	減価償却前利益 \$ 20
第2年度	{ 減価償却費 純益	\$ 20 0	減価償却前利益 \$ 20
	∴		∴
第10年度	{ 減価償却費 純益	\$ 20 0	減価償却前利益 \$ 20

- (注) (i) B/S上の当初の諸資産は償却資産, 利益で増加した諸資産・償却で留保された諸資産は非償却資産とする。耐用年数10年, 定額償却。
(ii) P/Lでは減価償却費控除前損益計算は省略, 各年度の減価償却前利益は同額と仮定した。

な一つの象徴とした。すなわち W. Z. Ripley は前掲の引用文に続いていう。「……貸借対照表上のこの項目（暖簾勘定——引用者）を保守的会計実務の前ぶれ (a preliminary indication) として使ったり、その逆として使ったりする……」¹⁵⁾ つまり巨額の暖簾勘定表示は「水割り」財務＝「不健全な資産内容」の、1ドル暖簾勘定は「水抜き」の完了＝「健全な資産内容」の象徴となった。かくして無形資産1ドル勘定の象徴化は「水抜き」会計操作による効果とは別の公表効果をも持つものとなった。

Ⅱ 無額面株式制度と「水割り」財務現象の変化

19世紀末以降からのアメリカ独占確立期には株式会社制度は独占体制の確立・強化の手段として変容をうけ、いわゆる会社法の「自由化」が行なわれたが、1912年のニューヨーク州法を先駆として1920年代に一般化した無額面株式制度の採用は会社法「自由化」の一環であった。当時この無額面株式制度は「水割り弊害」論議——ことに「過大資本化」・「過大資産評価」現象、額面制度による「投資家の幻惑」などの問題化——を契機とし「水割り防止」, 「投資家保護」の標榜のもとに採用されたが、それは実は「水割り」財務の表面的・付随的現象を変化させることにより、「水割り」財務が行なわれてないかのごとき印象を与えながらも、実質的には従来通りの「水割り」財務を可能にしたものである。

それまでの「水割り」財務方策は既述のように優先株・普通株（ともに通例は\$100額面株）の組合せ発行によるもので、とくに出資を伴わない普通株の発行・分配は資本集中と発起業者による利得の獲得と支配強化に役立てられた。しかしこの株式発行方式の場合、無額面株式の制度化により額面普通株の代りに無額面普通株（真正または極く低額の表示価額無額面株）が採用され、そしてたとえば額面優先株と無額面普通株とが組合せて発行されるとすると「\$100=\$100+\$100」ではなく「\$100=\$100+\$0（または¢10, \$1）」とすることができ

15) W. Z. Ripley, *op. cit.*, p. 193.

る¹⁶⁾。しかしこの場合でも無額面普通株が出資の裏付けなく発行された株式であり、かつ株主にとってはその所有株数に応じた利益分配・議決権などの株主権を表章するという機能には、以前の\$100額面普通株と変わらない。他方従来「水割り」財務の表面的・付随的現象＝「過大資本化」（株価が額面を割っている状態）、「過大資産評価」（「公表資産2倍化表示」実務）は\$100額面制度の場合のようには現われない。そこで当時の無額面株式制度の推進論者はこの表面的・付随的現象の変化を強調して「水割り」の防止・絶無化を標榜していた。

しかし額面株のほかに無額面株が採用されたにもかかわらず「水割り」財務は実質的にはなんら変化を伴うことなく遂行された。むしろ無額面株式制度が1911—12年頃から始まった無議決権優先株制度の採用、1920年代にとくに盛行した普通株のA級・B級への種別化と無議決権普通株の創出、金融寡頭の掌握するいわゆる“Bankers' Shares”または“Management Stock”にのみ議決権を集中させる実務などと結合することによって、「水割り」財務の実質は形態を変ぼうさせながら一層巧妙に遂行された¹⁷⁾。また公表会計上においても極く低額の表示価額無額面株を利用することによって株式資本金額を少額にする可能性や、それに対応して借方側における「資産過小評価」の可能性さえ生まれた¹⁸⁾。さらに極端な場合には「健全な資産内容」と秘密積立金の象徴となって1ドル暖簾勘定を設ける実務が現われ、そしてこの勘定の表示に

16) Conyngton, Bennet & Pinkerton, *op. cit.*, p. 1141, § 115 Bonuses Paid in Stock. cf. Carl B. Robbins, *No-Par Stock; Legal, Financial, Economic and Accounting Aspects*, 1927, p. 40 ff., p. 65 ff.

17) A. S. Dewing, *A Study of Corporation Securities*, 1934, pp. 192-198; Carl B. Robbins, *op. cit.*, p. 38 ff.; Adolf A. Berle, Jr., *Studies in the Law of Corporation Finance*, 1928, pp. 51-52. とくに A. A. Berle は無額面株と普通株種別化の意義について重要な示唆をしている。(i)無額面制による実質的無出資株発行の合法化, (ii)A・B級への種別化が同種株式の差別的対面に対する発行を合法化すること, (iii)銀行の掌握するB級普通株は通例無出資・議決権専有株式であることを述べている。

18) 無額面株式を使った場合には、「\$100=\$100+\$100」方式のような「公表資産2倍化表示」＝「過大資産評価」による貸借均衡化の必要性が排除されてくる——とくに法人税法が費用償却を認めなかった暖簾の排除——ことについては cf. H. A. Finney, *Principles of Accounting*, Vol. I, Ch. 9, p. 2; P. F. Brundage, “Treatment of No-par-value Stock in New York, New Jersey, and Massachusetts”, *The Journal of Accountancy*, Vol. 41, Apr. 1926, p. 241 ff.

よって「健全な資産内容」を誇示・強調するという実務上の変化がもたらされた。

前述のような新しい諸制度と新しい貸借対照表作成「技術」による「水割り」財務を W. Z. Ripley の例示に若干の資料を補足して説明してみよう¹⁹⁾。

1925年3月31日、Dillon, Read & Co. をはじめとするニューヨークの諸銀行のシンジケートがデトロイトの自動車会社 Dodge Brothers を全額現金取引で買収したと公表された。非公式報告によると価格は14,600万ドルだった。また同シンジケートは新会社 Dodge Brothers, Inc. を設立し Dodge Brothers からの買収資産（純資産額は Ripley によると約8,500万ドルであった）を新会社に引渡して次のごとき有価証券を手に入れた。

{	1940年5月1日満期6%償還基金	
	条項付 Gold debentures (転換特権付)	\$ 75,000,000
	優先株 (無額面, 7%累積条項付)	850,000 shs.
	A 級普通株 (無額面)	1,500,000 shs.
	B 級普通株 (//)	500,000 shs.

* A 級普通株と B 級普通株は、A 級は無議決権株、B 級は議決権株である点以外は全く同格である。

ところが1925年4月に同シンジケートは社債を(100につき)99で、優先株を各1株にA級普通株1株をボーナスとして付与して100ドルで売り出したところ35倍以上の応募があったといわれる。B級普通株は全く売り出されず Dillon, Read & Co. をはじめとする諸銀行集団が掌握した。同シンジケートの有価証券売却総額は次のようであった。

{	社 債	7,425万ドル
	優先株85万株とA級普通株85万株	8,500万ドル
	A 級普通株65万株*	2,275万ドル
	<u>計</u>	<u>18,200万ドル</u>

* 1925年11月30日末までの最低値 21¼ドルと最高値 48¼ドルの中間値で推算した。しかがって控え目である。

これらの諸取引によって、シンジケートは旧会社 Dodge Brothers の純資産

19) W. Z. Ripley, *op. cit.*, pp. 194-196; *Commercial & Financial Chronicle*, Vol. 120, Apr. 1925, p. 753, p. 1885, etc.

を14,600万ドルで購入し、これを投資大衆に18,200万ドル以上で売却しその差額3,600万ドル以上およびB級普通株を手中にしたことになる。しかるに新会社 Dodge Brothers, Inc. の貸借対照表上では社債、発行株式総額および若干の資本剰余金を加えても8,065万ドルが表示されているにすぎず、旧会社の純資産額 (Ripley によると前記のごとく約8,500万ドル) とほぼひとしい金額のままである。なぜなら新会社 Dodge Brothers, Inc. は優先株1株を1ドルで、A級・B級普通株は1株10セントで資本金に計上しているからである。貸方側におけるこのような圧縮・僅小化に対応して借方側には暖簾1ドルが計上されており、純資産買収額14,600万ドルからみても「過小資産評価」が行なわれたといえる²⁰⁾。

W. Z. Ripley はこの例示にかんしていう²¹⁾。「……今日では額面廃止実務の一般化——大体の州では全く不特定の価格での株式発行を容認している——によって古風な貸借対照表実務は全く打ちくだかれた。」「Dodge Brothers, Inc. と General Electric Co. の二つの貸借対照表はいずれも暖簾を1ドルと表示している。この二つの貸借対照表はシャム双生児のごとくである。だが Dodge Brothers のは大洪水であり G. E. のは1ペニーの水さえ含んでいない。どうしてこんなことになったのか。驚嘆すべき奇術の巧みなわざ (an astounding feat of legerdemain) によってである。古風な方法は貸借対照表上の諸資産の虚偽のふくらましによってかかること(「水割り」財務のこと——引用者)を遂行する。現代の方法は負債側を収縮させることによって、諸資産をそのまま計上する。これが従来不可能だったのは、株式はその額で帳簿に記載される一定の額面を有したからである。しかし合衆国の二つの州を除く諸州の法律では無額面の株式資本金はなんら一定の基礎 (definable bottom) をもっていない。」

以上のごとく無額面株式制度は金融寡頭の利得と支配強化のための「水割り」

20) 同様な実際例は the Hersey Chocolate Co. (of Pennsylvania) の Hersey Chocolate Corp. (of Delaware) への改組の財務にみられる。cf. W. A. Hosmer, T. H. Sanders & A. W. Hanson, *Problems in Accounting*, 1934, pp. 356-362.

21) W. Z. Ripley, *op. cit.*, p. 194, p. 195.

財務方策の形態を変化させ巧妙化し、そして同時にまたこれを蔽い隠す役割を果たすものとして利用された。

Ⅲ U. S. スチールの「水抜き」会計実務

(A) 「配当抑制=積立金政策」の提唱　すでに I (C) で述べたように、投資銀行業者の間では「水割り」財務が「一般に認められた慎重な財務」とさえみられていたにもかかわらず、「水割り」論議とともに「過大資本化」現象などをとりあげて「収益力」の「充実」、「実現」、「投機株」の「投資株」の転換、そのための配当抑制や「積立金政策」が提唱されるに至った。これは「水割り」論議をテコとする蓄積強化を意味していた。以下では E. S. Mead の「積立金政策」提唱の「論理」をみてみよう²²⁾。

Mead は「トラスト財務」を批判する前に彼の「理想」とする財務政策を次のように展開する。株式が「投資株」であるためには「安定配当」(なお Mead のいうところは定率配当また定率・特別配当併用政策である)の継続が必要であり、そのために配当継続を可能にした「剰余収益力」を生み出す積立金を要する。ゆえに利益の50%を配当に、50%を積立金に振り向け、かつ50%の利益の分配で株価が額面を超えるほどよい価格であるように株式が発行されているのが理想的である。株価が高くなりすぎると株式配当、低価格での新株発行によって株価を下げかくして積立金を分配するようにする。しかしかかる「理想」からすると、彼によればトラスト財務は主として次の2点、すなわち (i) トラスト設立直後から行なわれる「早期高額配当政策」と「低額積立金」、(ii) 公表予想利益・公約普通株配当と現実の「収益力」との差異ならびに漸次の株価低落、から批判される。そこで彼は結論としていう。「これがトラスト運動の現在までのありのままの財務的結果であり、もっとも深刻に考慮するに値する。……要するにトラスト運動はその財務的側面からするならば失敗であっ

22) 以下は E. S. Mead, *Trust Finance*, 1903, Chapt. IX-XII, XVIII, XX の諸章の要約である。

た。]²³⁾ (傍点——引用者)

そして Mead は、(1)「配当抑制＝高積立金政策」、(2)株式会社の国家的規制という二つの政策を提唱する。(2)については省略するが、(1)の点については彼の著書の9, 10, 11, 12の諸章で展開されており、そしてたとえばつぎのようになっている²⁴⁾。「収益力の永続性に疑問のある会社は積立金政策の断乎たる堅持と配当継続能力の確立までの配当支払拒否以外に投資的地位 (investment position) の確保の道はない。」「配当停止・高額剰余積立金の蓄積により資本の水を抜く (squeeze out the water in the capitalization) ことは、鉄鋼諸トラストの取締役の明白な義務であった……」すなわちこのように Mead はトラスト財務の「失敗」「投機株」「過大資本化」をあげてその「改善策＝剰余収益力」の培養のための配当抑制または停止による積立金政策を提唱した。「水抜き」を標榜して積立金政策を提唱し、またトラストの内部蓄積政策を擁護したのである。そしてこのことは、優先株は通常累積条項を有していたから結局、普通株配当の停止または抑制による積立金政策を提唱したことを意味していたといえるだろう。

だが「水抜き」を標榜する「配当抑制＝積立金政策」をもっとも着実に実行したのは、独占利潤の獲得によって配当余力もあり資金調達力も有する巨大トラスト、典型的には U. S. スチールであった (表Ⅱ参照)。A. Cotter は U. S. スチールの「積立金政策」についてつぎのごとくいっている²⁵⁾。

「かつて U. S. スチールの資本に浸入していた水はすべて抜きとられた。取締役は年々巨額の利益を新工場の建設、旧工場の拡張に投入し、このようにして遂に約9億ドルが支出された。この投資額が普通株に十分な——十分すぎる——保護を与えスチール会社を今日過大資本化のゆえに非難をうけることのないものになっている。」「Gary 判事および彼の同僚はこの事実 (U. S. スチール普通株が設立当時その背後になんら現実的な投資の裏付けがなく純粋の水、^{スチール}・スカー

23) E. S. Mead. *op. cit.*, p. 340.

24) E. S. Mead, *op. cit.*, p. 172, p. 194.

25) A. Cotter, *United States Steel: A Corporation with a Soul*, 1921, p. 36, p. 236.

〔表Ⅱ〕 トラストの配当実績と積立金(a)

会社名	株式資本金(千ドル)		配 当 率										剰余積立金		
			1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	普通株資本金
U. S. Steel Corp.	普通株 7%優先株	508,302 360,281	3	4	2½	—	—	2	2	2	4	5	5	5	37%
Amer. Smelting & Ref.	普通株 7%優先株	50,000 50,000	—	—	—	2½	5	6½	7	7	4	4	4	4	35%
Americ. Sugar Ref.	普通株 7%優先株	45,000 45,000	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	44%
Intern. Harvester	普通株 7%優先株	80,000 60,000	—	—	—	—	—	—	—	—	4	5	5	20%	
Americ. Woolen	普通株 7%優先株	20,000 40,000	無 配 設立(1899年)以降7%配当										56%		
Sears Roebuck & Co.	普通株 7%優先株	40,000 8,000	—	—	—	—	—	—	—	—	4½	7	7	7	34%
American Can Co.	普通株 7%優先株	41,233 41,233	無 配 1903年9月から1912年10月まで年5%配当										16%		
Internat.Mercan- tile Marine Co.	普通株 6%優先株	49,931 51,730	設立(1902年)以降無配 1902年12月1回のみ配当										0.1%		
Am. Tobacco Co.	普通株 6%優先株	40,242 78,689	—	—	—	—	20	22½	25	32½	35	40	20	—	152%

(注) J. Singer, *Das Land der Monopole: Amerika oder Deutschland?*, 1913, S. 278 より。

剰余積立金は U. S. Steel Corp. ののぞき, *Commercial & Financial Chronicle*, 1911年より摘出し, Am. Smelting & Ref. は1910年10月末現在高, 他は全て1910年12月末現在高。U. S. Steel Corp. については, U. S. Steel T. N. E. C Papers, Vol. II, Chart, 1940 より。なお, U. S. Steel の普通株1株当りの公表利益と現金配当の比は, 1901年から1920年末までの平均で100:37であった。

〔表Ⅱ〕 トラストの配当実績と積立金(b)

会 社 名	株式資本金(千ドル)	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	剰余積立金 普通株資本金	
		/02	/03	/04	/05	/06	/07	/08	/09	/10	/11	/12		
National Biscuit	普通株	29,236	1899年10月から1907年										39% 1911.1.31	
	7%優先株	24,804	1月まで4%配当 設立(1899年)以降7%配当											
U. S. Rubber Co.	8%優先株 I	40,000	—	—	—	8	8	8	8	8	8	8	33% 1911.3.31	
	6%優先株 II	10,000	—	—	—	—	6	6	6	6	6			
	普通株	25,000	1911年10月以降年1%配当											
Republic Iron & Steel	普通株	27,191	—	7	1%	—	無配					7	7	3%
	7%優先株 後払配当分	25,000					7	7	5%	8	5%			
Am. Locomotive	普通株	25,000	—	—	—	—	1%	5	5	—	—	—	31% 1911.6.30	
	7%優先株	25,000	設立(1901年)以降7%											
Am. Car & Foundry	普通株	30,000	2	3	3	—	—	2	3%	2	2	2	83% 1911.4.30	
	7%優先株	30,000	設立(1899)以降7%配当											
Am. Agricult. Chem.	普通株	18,330	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2	36% 1911.6.30	
	6%優先株	27,087	設立(1899年)以降6%配当											
Virginia Carolina Chem.	普通株	27,984	3	4	—	—	—	—	—	3	5	3	33% 1911.5.31	
	8%優先株	20,000	設立(1895年)以降8%配当											

(注) 剰余積立金 欄の年月日は剰余積立金の測定日。
普通株資本金

資料は(a)表に同じ。

イムであったこと——引用者)を全く認めていた。……彼らは事態をそのままに放置しておくことに満足せず、株主に対する当座の配当を犠牲にして株式の背後の最後の一滴の水をもしぼり出すために、大衆の手中にあるいかなる証券の1ドルに対しても少くとも100セントの有形資産を投入するために全力をつくした。」

ところが U. S. スチールの場合は「収益力」に乏しいという意味での「過大資本化」では決してなかった。普通株1株当りの公表利益でさえも1901年～1920年の平均で14.76ドルであり、その独占的地位による独占的高利潤の獲得は疑う余地のないものであった。また普通株資本金に対応する実質的資産が欠如していたことは事実であったが、U. S. スチールの経営首脳がまさにその「是正」を目的として内部蓄積を強化したのではなく、蓄積衝動＝獲得した独占利潤の確保と再投資の欲求はもっと根源的なものであって「ブルー・スカイ」「過大資産評価」などとは本来無関係に存在した。したがって「水割り」「過大資本化」「ブルー・スカイ」、その「是正」ということが、独占利潤の内部蓄積による蓄積強化政策を抵抗なく遂行するために、株主に対する恰好の口実とされたのである。

(D) U. S. スチールの「無形資産」償却実務 U. S. スチール会社は1901年、カーネギー製鋼、フェデラル製鋼を中核とする鉄鋼関係の諸トラストの持株会社として設立された。すでに「水割り」財務によって巨額の架空資産を抱えこんでいたトラストとの寛大な比率での株式交換、カーネギー製鋼・Lake Superior Consolidated Iron Mine Co. などの会社に対する「水割り」財務による株式・社債の買収、モルガン商会を幹事とするシンジケートの巨額の利得の分取りによって、U. S. スチールは一層巨額の架空資産を抱えこんだ。ところで、既述のごとく「水割り」財務方策の遂行は「公表資産2倍化表示」実務となって貸借対照表に現われたが、U. S. スチールの連結貸借対照表上では Property Account なる総括勘定の膨張となって現われた。設立当初の資産内容についての U. S. スチール側の公表見解は、同社の実質資産価額が優先株お

〔表Ⅲ〕 U. S. スチールの取得有形資産評価額
1901年の会社局評価と1902年ホッジ訴訟に提出さ
れた U. S. スチールの推定との対比(単位:千ドル)

資産種類	1901年の会社局 評価	1901年の U. S. スチールの推定	差 額
鉄 鋳 石	100,000	700,000	600,000
熔鋳炉を含む製造諸設備	250,000	348,000	98,000
鉄道, 汽船, ドック	91,500	120,340	28,840
石炭, コークス	80,000	100,000	20,000
天 然 ガ ス	20,000	20,000	—
石 灰 石	4,000	4,000	—
小計(有形固定資産)	545,500	1,292,340	746,840
現金, 現金資産	136,000	164,660	28,160
計	682,000	1,457,000	775,000

- (注) 1) Charles R. Van Ilise, *Concentration and Control*, 1921, p. 116 による。
2) 会社局は、三つの評価法により評価したがここに掲げた評価額は実地評価 a physical valuation により U. S. スチールの各事業部門の物的資産の詳細な推定額であり鋳石資産評価がとくに綿密に実施されたといわれる。cf. Eliot Jones, *The Trust Problem in the United States*, 1922, p. 208.
3) この U. S. スチールの資産評価とほとんど同じの推定を設立当初に Schwab 社長が公表しているが、それにも特許権、のれんなどの無形資産は含めていない。cf. John Moody, *The Truth about the Trusts*, 1904, pp. 164-165.

よび社債の額面額をも下廻るという非難を否定する目的で裁判所に提出されたという、1902年の「資産評価」に示されている。この「資産評価」では暖簾、特許権、商標権などの無形資産項目は除外されていたが、フェデラル製鋼(モルガン系)の場合と同様に、石炭・鉄鋳石などの埋蔵鉱物資源(これは厳密には採掘権=鉱業権なる無形資産であるが当時「有形固定資産」と分類されていた)を高く評価していた。この U. S. スチールの公表資産評価と会社局の評価とを比較すると表Ⅲのごとくであった。

ところが1917年の戦時超過利得税法による「投下資本」の計算規定、さらに1934年連邦証券取引法による無形資産分離計上規定においては、U. S. スチールは会社局の評価を全面的に採り入れて、1938年までには「無形資産」勘定1ドルを残して総額 768,671,021.53 ドルを有形資産勘定と分離して償却してしま

った。1938年度年次報告書はつぎのように述べている。

「戦時超過利得税法が実施された1917年、内国歳入局は有形資産にたいする投下資本を確定・証明する計算において、1901年4月1日当社設立時の投資価額確定のための案を承認した。この案は、1917年の数年前に行なわれた合衆国商業・労働省会社局による評価額に基礎をおいていた。1934年の連邦証券取引法施行とそれにより発布された規則とともに無形資産価値の勘定分離の必要性が生まれた。よって上記の内国歳入局の承認した案が、無形資産価値の分離のための第一の基礎として利用された。」²⁶⁾

U. S. スチールが会社局の評価額を基礎として、「無形資産」価額を768百万ドルと計算したことは、Wendell P. Trumbull の計算によって確認できる²⁷⁾。彼は会社局の「有形固定資産」評価額にもとづいてU. S. スチールの公表貸借対照表の資産勘定に含まれる有形固定資産以外の資産、すなわち「無形資産」を次のように計算した。

1901年初頭の資産勘定残高	\$ 1,304,000,000
会社局の有形固定資産評価額	545,000,000
会社局の評価による1901年の「無形資産」価額	<u>\$ 759,000,000</u>
その後取得した「無形資産」価額	9,000,000
償却された「無形資産」総額	<u><u>\$ 768,000,000</u></u>

1938年までに償却されてしまったこの768百万ドルの「無形資産」はそのほとんどが「水割り」財務の結果として現われた「公表資産2倍化表示」実務による架空資産であったが、この架空資産は以下のように償却されてきた。

1929年度年次報告書によるとU.S. スチールは設立後から1929年末までに768百万ドルの「無形資産」のうち508百万ドルをつぎのごとく漸次償却してきた。

収益賦課によりスチール社償償還のために利益留保した償還基金に資産投資勘定引下げを特別に賦課した額（費用償却）	\$ 182,092,834.00
新設、改良、改善のための資本支出に充当された利益剩	

26) United States Steel Corporation, *37th Annual Report—For the Fiscal Year ended Dec. 31, 1938* (Comm. & Fin. Chron., Vol. 148, Mar. 1939, p. 1666).

27) W. P. Trumbull, "Case Study in Writing Off Intangibles", *Accounting Review*, Vol. 31, 1956, p. 599 ff.

余金に資産投資勘定引下げを賦課した額 (利益償却)		207,708,569.68
特別に充当した利益剰余金 (利益償却) 1928年	\$ 30,205,076.23	
1929年	88,296,020.09	118,501,096.32
		<u>\$ 508,302,500.00</u>

なお同報告書には「この総額は当社設立時およびその直後に発行された普通株の額面額にひとしい」と書き加えられている²⁸⁾。ちなみに U. S. スチールの普通株資本金は1902年末から1926年末までは不変で \$ 508,302,500 であった。

残額260百万ドルの「無形資産」は資本金の切り捨て=減資によって相殺された。1938年に U. S. スチールはその普通株を100ドル額面株から75ドル表示価額無額面株に転換することにより減資し、生じた減資差額で「無形資産」を1ドルにまで切り下げた。かくして、これらの結果から次のようにいうことができる。U. S. スチール設立当初の普通株全額と優先株の半分は「出資」にもとづかず利益の分配権、議決権を取得するために発行されたことを意味しており、前記の768百万ドルという金額は単に貸借対照表を均衡させるための全くの架空資産であった。減資で相殺された分を除くと、この架空資産に該当する部分は費用償却と利益償却を通じて、架空のものであった普通株資本金などの中に、(i) 実質的には利益である182百万ドルが振り替えられた公示秘密積立金が設定され、(ii) 326百万ドルの利益積立金が資本金の中にとじこめられることになった。

だがそれだけではない。この場合他面では独占価格の押し付けとインフレによる価格騰貴によって鉱物資源などの保有原料、不動産が次第に価格騰貴しているにもかかわらず²⁹⁾、逆にこれらの価格を1901年当時の価格にまで切り下げたことを意味してもいる。従って「無形資産」1ドルへの切り下げは膨大な含

28) W. P. Trumbull, *op. cit.*, p. 603; U. S. Steel Corp., *28th Ann. Report—For the Fiscal Year ended Dec. 31, 1929 (Comm. & Fin. Chron., Vol. 130, Mar. 1930, p. 2051)*.

29) たとえば鉄鉱石評価額については会社局評価は投資原価にもとづいて1910年末で134.14百万ドルであったが、推定時価ではロイヤルティを考慮しても285百万ドルと評価されていた。その他森林資源、土地、その他の原料資源の価格も騰貴している。cf. C. R. Van Hise, *Concentration and Control*, 1921, p. 117, pp. 131-32; J. Singer, *Das Land der Monopole: Amerika oder Deutschland?*, 1913, SS. 32-34.

み資産の形成をも同時に意味している。また無形資産項目が1953年まで1ドルで計上されつづけたことは、1938年末の1ドル化が新たな秘密積立金設定の出発点であったことを意味していた。

お・わ・り・に

本稿で「水割り」財務現象の変容に無額面株式制度の現実的役割の一つをみようとした。無額面株式問題への従来の研究が会計現象・実務に重点がおかれ、「無額面」なる法的擬制³⁰⁾を利用しての財務過程、金融寡頭の支配のてことしていかに作用したか(たとえば参与制度構築の術策として)の側面が看過されていたように思う。この両側面全体の観察により独占段階での同制度の現実的役割を解明しなければならない。

30) 津守常弘稿, 財務—資本調達, 「経営経済学」1967年, 大月書店, p. 171.