

經濟論叢

第100卷 第4号

- 経営の理論と政策 ……………山本安次郎 1
- 沖縄におけるドル切替えを
めぐる論争について(2)……………小野一一郎 23
- 部門連関バランスと社会的生産物 ……………野澤正徳 44
- アメリカ独占確立期における
トラスト形成と「株式水割り」財務方策……西田博 64
-

昭和42年10月

京都大學經濟學會

アメリカ独占確立期におけるトラスト 形成と「株式水割り」財務方策

西 田 博

I. はじめに

独占確立期のアメリカに横行した工業トラストのいわゆる「水割り」財務現象および「水割り弊害」論議の特徴・役割を分析・摘出することが本稿の目的である。この場合、前提として重要な問題は、分析の対象たる「水割り」財務現象をどのようなものとして把握するか、さらにきわめてアメリカの特徴を有する「水割り」財務現象・方策のアメリカ資本主義発展との関連をどのようにみるかということである。主題にはいる前に、これらの問題を多少とも解明しておきたいと思う。

アメリカでいう「株式水割り」(stock watering)・「水割り株」(watered stock)というのは俗称的に用いられてきたことばであり¹⁾、ブルジョア法律論・企業財務論・会計論その他の各領域でそれぞれ異なる概念内容と役割が賦与されてきた。会社法上の代表的概念規定は、株式会社制度維持(「債権者保護」理念・「株主平等出資」原則維持)の立場から、たとえば次のごとくなされた。「株式水割りとは株式払込対価である資産の価値 (the value of the assets) を超える額の、名目上の全額払込済株(nominally full-paid stock)を発行することである」²⁾「水割り株または虚偽の全額払込済株(fictitiously paid-up stock)とは、株式額面金額が事実上払込まれなかったのに全額払込済株として発行された株である。」³⁾この法律的「株式水割り」概念規定においては、株式払込対価としての「資産」

1) 「水割り株」についての法律および実務界の種々の定義については、D. L. Dodd, *Stock Watering*, 1930, p. 3, Note 5 参照。

2) D. L. Dodd, *op. cit.*, p. 3.

3) W. W. Cook, *The Principles of Corporation Law*, 1925, p. 145.

の範囲、「資産価値」評価、取締役の資産評価権限などの諸問題をめぐって論議が際限もなく展開されてきた。そもそも法律上の「水割り」概念設定の目的・機能は株式払込制度としての「現物出資・労務出資」制度容認の対極として「債権者保護」, 「株主最低出資額の原則」を維持・強化し⁴⁾、もって全体としての株式会社制度を維持するということにある。ゆえに法律的「水割り」概念をもってしては、現物・労務出資制度が容認されるや否や（ニューヨーク州では1853年）、また極端に言えば株式会社制度成立だけを前提すれば、可能性として考えられる違法行為、法律上の詐欺行為一般しかとらえられず、しかもいずれの時代、いずれの国にでも存在する偶然的事象としてしかつかまえることができない。さらにそれは上述の「資産」, 「資産価値評価」, 取締役の評価権限にかんする諸論議いかんによって内容と範囲を変化せしめられる法律的概念なのである。したがって法律的「水割り」概念をもってしては、アメリカ資本主義発展と必然的に連関していた「水割り」財務現象・方策は到底とらえることができない。ブルジョア的企業財務論をみると、たとえば E. S. Mead は株式水割りまたは証券水割り（“watering” securities）の実務をもって、資産の「原始原価」「再調達原価」による評価額にたいする証券発行ではなく、企業全体としての「収益力還元価値」にたいする証券発行だとし、その企業財務上の積極的効果を称揚している。そしてこの場合、問題は水割り実務ではなく「過大資本化」（overcapitalization）現象（＝過度の水割り、株価が額面を割っている状態）にあるとし、当時の工業トラスト株は大体このような状態にあるから財務上の積極的効果の期待される“proper capitalization”の状態へ、すなわち「投機株」から「投資株」へ改善すべきだと説いている（トラスト財務の「合理化」内部留保政策の提唱）。ミードが当時問題となっていた「水割り」財務現象を「過大資本化」と規定したことは、彼の「合理化」政策の提言にたいして密接不可分の役割をもっていただ⁵⁾。会計論上の規定を H. R. Hatfield によってみると、彼は

4) 「英米会社法研究」（京都大学商法研究会）、昭和25年、17頁参照。

5) E. S. Mead, *Trust Finance*, 1903, Chapt. XVI, XVIII, XIX.

「株式水割り」を「株式過剰発行」(issue of excessive stock)と公表会計上の「資産過大評価」(overvaluation, conscious misstatement, "prevarication")とが結びついた企業財務と把らえているが、前者の「株式過剰発行」実務は比較的重要でないもの、極小の罪 (the merest peccadillo) であるとし、問題は「資産過大評価・表示」実務にあるとして公表「会計における真実性の基本原則」(the fundamental principle of truthness in accounting)を強調している⁶⁾。だがこの場合、公表会計上の資産評価の正当性の最後のよりどころは「合法性」であるから、結局前記の法律的「水割り」概念に帰せられる。

上述のような概念規定にたいし、われわれが「株式水割り」問題を科学的にみるには、まずこの問題を財務問題として把らえなければならないと考える。すなわち資本調達—資本集中・支配の方式ないしは形態として把握する必要がある。かくすることによってはじめて、アメリカ資本主義発展の特徴・資本市場の特殊性との関連で「水割り」問題をとらえることができるだろう。かかる視角のもとに分析した結果によれば、いわゆる「水割り」財務なるものは、その証券発行方式からみると株式種別化による株式組合せ発行財務（ないしは社債・株式組合せ発行財務）であった。

II 「水割り」財務の歴史的背景

周知のごとくアメリカ産業資本主義は南北戦争以後、早激な資本蓄積を遂げた。その集中的表現の一つはたとえば鉄鋼生産の伸びであろう⁷⁾。アメリカ資本主義のこの早激な発展の現実的基盤は根底的にはアメリカの労働者階級・農民層・勤労人民からの激烈な搾取と収奪にあったが、さらに南北戦争以後の国家権力をてことする資本蓄積助成政策、早激かつ巨大な規模での資本の集中と

6) H. R. Hatfield, *Modern Accounting: Its Principles and Some of its Problems*, 1909, pp. 171-72, 167-68.

7) 英米の鉄鋼生産の伸び (単位:千トン)

	1857年	1890年
英 国	3,718(100)	8,031(216)
米 国	724(100)	9,351(1,292)

(E. ヴァルガ, 「世界経済恐慌史」岩崎書店版, 1950, pp. 41-42 より。)

支配—信用の利用を見落すことはできない。南北戦争以降の主要なる資本集中機構ないし源泉には、(i) 種々の信用機関(個人・貯蓄・州法・国法諸銀行、保険会社)による集中、(ii) 州債・連邦債発行—国家による集中、(iii) 外資導入(主としてイギリスの証券市場からの)、(iv) 証券販売による国内での直接的集中を挙げることができる⁸⁾。わずか30年ないし40年の間に「後進」アメリカが「先進」イギリスに追いつき追い越すほどの急速な資本蓄積を強行するためには、既存の信用機関—諸々の銀行への貨幣資本の集中にのみ依存することはできなかったことは当然であり、(iii)(iv)による直接的資本集中をはからねばならなかった。しかし他方では、とくに南北戦争後の工業・農業の発展などによる国内の中産階層、小所有者層の創出、南部農業諸州の綿花栽培業者の蓄積資本の存在によって証券販売による直接的資本集中の可能性があった。このように国内における資本蓄積の相対的不十分さと早激な発展—外資を含む早期・巨額の資本集中の必然性との矛盾(資本集中をめぐる激烈な競争の存在)が、アメリカにおける投資銀行業者とくに国際的投資銀行業者(J. P. Morgan & Co., Kuhn Loeb & Co., など)の発展および金融界でのその支配的地位の確保、ならびに証券の発行・引受・分売さらにその流通機構やもろもろの「金融的術策」、たとえば本稿の主題としている「水割り」財務のきわだった発展の現実的基盤を提供した。さらにアメリカ資本主義はその自由競争段階をきわめて短期間に終えて急速に独占段階へ移行せざるをえなかったため、この移行過程を加速化するための種々の「技術」「制度」をも創出せざるをえなかった。

E. S. Mead は「水割り」財務方策に関して、多少弁護的にはあるが、以上の点をつぎのように示唆している⁹⁾。「問題は産業発展の諸方策間の決定ということに帰着する。国民的資源は利潤の確定をえてのみ引き出せる投資家の資

8) 松井和夫稿、米国証券市場の発展史、「証券経済」第84号参照。

9) E. S. Mead, *op. cit.*, pp. 352, 354. ただし引用文の括弧内は引用者による。彼によると合衆国の最重要の投資家は金融機関—銀行、信託会社と保険会社であり、その他の投資家として財産管理人(executors of estates), 信託基金管理人(managers of trusts funds)だといひ、投資家とは中産階層のもので金融の知識のないものだ、といっている点は注意すべきである。(Op. cit., pp. 123, 127.)

金によって、緩慢に、試験的に、着実に開発されるべきか、それとも異常な報酬の見込に立って飛躍的に、一連の金融的発作 (financial spasms) を伴って前進がなされるべきか。最初の方策は緩慢、漸次的、保守的であり、後者は急速、即時的、冒険的である。前者は投資家の方策であり、後者は投機家のそれである。|「しかし合衆国ではつねにこの運動 (合同運動) はこのように (緩慢かつ保守的に) は遂行されないで急激かつ大規模に行なわれる。この国の主要製造産業の四年間での再編成は資金を提供した投機家にきびしい損失をもたらすことなくしては完遂されえなかったことだろう。」

以上のごとく「後進」アメリカの早激な資本蓄積・独占段階への移行と相対的資本不足との矛盾の解決が、ブルジョア革命の完遂による資本主義の「自由な発展」が約束されたという客観的条件のもとで、政府援助をてことしながらも内外の広範な「投資家層」から投機的な財務方策による直接的資本集中に現象した。このことを前提として以下、「水割り」財務の歴史的背景を具体的にみるために、アメリカ鉄道業の資本蓄積および財務方策の諸特徴を明らかにする。

W. Z. Ripley によると「合衆国の最初の鉄道は株式募集によって建設された。ボストンを出発点とする比較的小規模の鉄道のすべてはこのように資金調達された」。ところが「(1860年代後半の)数年間に急激な変化が起った。これは一つには社債形態で与えられた政府援助によるが、とくに1865年以後は顕著であった。だがそれはまた運輸業の資金調達の一般的諸条件によって必然的にもたらされた変化であった。」¹⁰⁾ すなわち1860年代前半に連邦議会は大陸横断諸鉄道建設案を承認しこれの建設に積極的援助を与えることになった (ユニオン太平洋鉄道 [1862年]、北太平洋鉄道 [1864年]、カンサス・サンフランシスコ鉄道 [1866年])¹¹⁾。東部諸州と西部諸州とを連結するこれら一連の大鉄道建設の資本調達に決定的役割を果たしたのは州・連邦政府援助と外資導入であった。外資導入は証券投資の形で行なわれたが、米国証券の外人保有額は1854年の2億2200

10) W. Z. Ripley, *Railroads: Finance & Organization*, 1915, pp. 10-11. 【以下鉄道金融についてはこの書によった。

11) E. ヴァルガ, 前掲書, 125頁。

万ドル、1873年恐慌前の15億ドル、1895年の25億ドルへと増大した。また外国の証券投資は主として連邦債・州債・鉄道債などの担保付社債にたいしてなされた。州・連邦政府の援助は社債による外資導入を促進せしめるように土地贈与＝社債担保の提供(70年代の始めには連邦・州政府による、鉄道会社にたいする土地贈与は20億1500万エーカーといわれる)、州政府による社債買取、利子支払保証、鉄道債の州・地方債との交換などの社債金融促進の形ですすめられた。このように鉄道業の資本集中は社債発行・販売が支柱となったが、これにたいし株式発行・販売は株式廉価売却・ボーナス株化し社債販売を促進する従属的なものになるという財務方策が生まれた。「初期には……株式発行が重要な役割を演じた。しかし漸次多くの理由から巨額の借入が横行した。……遂には株式は従属的役割を演ずることになり、しばしば社債販売促進の単なるボーナスとして役立られた。」¹²⁾ Van Oss はつぎのようにいう(1892年)。「現在存在する46億5千万ドルの株式のうち、原初の投資家は4億6千5百万ドル、つまり額面の10%以上は払込んでいないことはたしかだ、恐らくはそれ以下だろう。」¹³⁾ 他方この「担保付社債とボーナス株」財務方策を補完したのは「コンストラクション会社」なる財務操作を目的とする会社(finance company)を、鉄道会社と投資大衆の間に媒介させるという方式であった。詳細な説明はさけるが、この方式によって、(イ) 法律上の「株主出資責任」を免れる(株式廉価販売、ボーナス株の「合法」化)、(ロ) 一団の金融家発起業者が「比較的少額ないしは無資金」で「巨額の資金」を集中し大鉄道会社を建設して利得をえ、なおかつ株式保有によって鉄道会社の支配権をも掌握できた¹⁴⁾。この方式の利用によって鉄道会社は「現実の投資額にも収益力にも全く無関係」な「紙切れ有価証券の大量発行」(a “vast issue of paper obligations”)¹⁵⁾を行なったのであった。以上にみたごとくアメリカ鉄道網の急速な発展(1860年の

12) W. Z. Ripley, *op. cit.*, p. 105, cf. pp. 106, 277.

13) F. Parsons, *The Railways, the Trusts, and the People*, 1906, p. 106. また同書, p. 109 の Newlands 上院議員の発言を参照。

14) construction company については W. Z. Ripley, *op. cit.*, p. 13 ff. 参照。

15) W. Z. Ripley, *op. cit.*, p. 40.

30,626マイル [100] から1890年の163,597マイル [534] へ) に対応した資本集中・支配は政府援助と外資導入に大きく依存しながらも、アメリカ鉄道会社特有の財務方策の利用によって証券販売による広範な投資家層から直接資金を吸収するというものであった¹⁶⁾。1890年代後半にはすでに確立しつつあった金融寡頭は工業トラスト形成において形態を変えた「水割り」財務方策を系統的に遂行することによって、早激な資本集中＝金融寡頭制支配の強化を促進した。

Ⅲ トラスト「水割り」財務方策

(A) 世紀の転換期のアメリカ資本主義は鉄道および重・軽工業の各分野にわたる大規模かつ急激な資本集中、いわゆるトラスト運動を経験し、生産と資本の高度の集積＝独占を生み出した。産業独占は銀行業における集中・独占と融合し金融寡頭支配を確立しつつあった。相対的に集積のすすんでいた鉄道業は1893年恐慌を契機としてモルガン商会、クーンローブ商会を頂点とする二つの金融集団の主導のもとに、1900年頃までには合衆国全土をほぼ二分するところまで独占化がすすめられ金融寡頭の支配が打ち立てられた¹⁷⁾。鉄道業に対して相対的に集積の遅れていた産業諸部門ではそれゆえに集中化＝金融寡頭支配の確立は早激性を一段と強めねばならなかった。このことを鉄鋼業の集中についてみると、1890年代の不況期にはカーネギー製鋼会社が国内の鉄道資材生産部門を完全に制圧し製鋼部門における支配的地位を確立していた。これにたいしモルガン金融集団は1898年にイリノイ製鋼を中核にフェデラル製鋼(5社の持株会社)、1899年ナショナル鋼管(13社合併)、1900年アメリカ橋梁(24社合併)を発起し、その鉄道業支配を基礎としてカーネギー製鋼の製品市場・鉄道輸送・

16) Dos Passos は米國鉄道金融の歴史から巨額のボーナス株利用による資金調達方式の必然性をつぎのように説明した。きわめて短期間に巨大規模の大陸横断鉄道を建設するためには、第1に英國の金融業者を媒介としてドイツその他からも外資導入をせざるをえなかったこと、第2に「貯蓄銀行は資金を貸そうとはしない。加えて当時は貯蓄銀行は金をもっていなかった」から、私募(private subscription)によって資金調達した。それゆえ1万ドルの社債を売るためには普通株100株のボーナスあるいはその他のボーナスを提供し、かつ社債を(100につき)50とか60とか40とか売れる価格で売ったのだ、と。 *Industrial Commission's Report*, Vol. I, 1900, Part 2, pp. 1149-50.

資金調達で差別し遂にこれを買収した¹⁷⁾。他方同じ時期に(1898年—1900年)ムーア兄弟商会は錫引鋼板生産部門を中核にアメリカ錫板(65社合併)、ナショナル製鋼(22社合併)、アメリカ帯鋼(15社合併)、アメリカ鋼板(29社合併)を發起し、J. W. ゲイツ—セリグマン商会はアメリカ製鋼線材(42社合併)を發起した。モルガン金融集団がこれらをも併合してU. S. スチールを設立しその経営権を掌握したのは1901年であった。この間わずか3年余に早激な集中・金融寡頭支配の確立がなされた。わずか数年間での投資銀行業者の主導のもとでの独占化・金融寡頭支配の確立(これはすなわち独立製造業者・独立製造会社の大株主層のレントナー化であることを意味する)に適應せしめられ利用された財務方策がすなわち以下に述べる「水割り」財務方策であった。

(B) いわゆるトラストの「水割り」財務方策の特徴を明らかにするために、産業合同運動を調査した合衆国産業委員会の報告からまず問題のところを引用しよう。「……発起業者は新会社の合同設立案を作成し関係諸会社が提案条件を受容するように誘導する。実務的過程は一般に産業会社の合同も鉄道の場合と同一である。……通例は発起業者が合同予定の各社から各事業所の一定金額での購入権(options of purchase)を確保する。つぎに新会社が購入権金額のおそらくは2倍の資本(capitalization)をもって設立される。各社は現金かまたは同額の額面額の新会社優先株およびボーナスとしての若干の普通株かで支払われる。残余の株式は合同を実現した発起業者の報酬となる。」「……大合同会社のたいていの発起業者は有形資産と同様に収益力も証券発行の正当な対価だという見解である。かれらがごく普通に行なう計画は優先株を有形資産と同額まで発行し少くとも同額の普通株を発行することであるが、後者は一般に暖簾と好機(opportunity)を代表するものであるといわれる。だがある場合には優先株が厳密な意味の有形資産の代りに、継続企業としての購入財産(企業全体の意——引用者)の売却金額を表わしていた。これにはもちろん本来の暖簾が含

17) 呉天降、アメリカの証券発行・引受機構の研究(1893—1932)(2)、「証券研究」Vol. 17, Dec. 1965 参照。

まれる(この場合も優先株と同額、あるいはこれ以上の普通株が発行される——引用者)。この基準で設立されたのがムーア鉄鋼諸会社である。』¹⁾ここでまず看取される特徴は優先株・普通株という株式種別化と普通株のボーナス株化による株式発行財務である。すなわち、

優先株——トラストを構成す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全体の実質評価額にたいして発行

普通株——優先株発行額と同額またはそれ以上の普通株をボーナスとして発行

という組合せ発行方式——たとえば実質評価額＝現金売却額 \$ 100 の資産に対して優先株 \$ 100 と普通株 \$ 100 を発行する方式——である。この「\$ 100 = \$ 100 + \$ 100」財務方式とも表現できる優先・普通株組合せ発行方式が当時、トラスト形成財務方式として一般化していたことの全体的指標はつぎにかかげる表に明らかである(第1・2表)。合衆国産業委員会報告書から資料の比較的整っているものを例示すると、(1) American Tin Plate Co. (ムーア兄弟商会発起) の場合には優先株1,800万ドル、普通株2,800万ドル発行し、普通株1,000万ドルは発起業者が入手、旧企業主または旧株主はその売却資産額 \$ 100 にたいして現金100ドルまたは優先株・普通株各100ドルをうけとった。しかも同社の取得有形

第1表 優先株発行トラストの一般化

	普通株のみ発行 トラスト	普通株・優先株発行 トラスト	計
1896年以前設立	31 (56.4%)	24 (43.6%)	55 (100%)
1897年以後設立	21 (16.4%)	107 (83.6%)	128 (100%)
計	52 (28.4%)	131 (71.6%)	183 (100%)

(注) *Industrial Commission's Report*, Vol. 19 (1902), Appendix VI (1900年センサス) より作成。1897年は大合同運動の始まった年であり、「水割り」財務方策の特徴である7%累積優先株の一般化しはじめた年である。

18) *Report of the Industrial Commission*, Vol. 19, 1902, pp. 415, 617. 同様の指摘をしているものを若干挙げると E. S. Mead, *op. cit.*, pp. 100, 106 f. n.; A. S. Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, Vol. 1, 1920, pp. 114-15; *Report of the Commissioner of Corporations*, p. 16 (Acc. Rev., Vol. 31, p. 606 f. n.); 「合衆国産業委員会報告書」第1巻, 第13巻, 第19巻の証言など。

第2表 トラストの資本構成と所有製造資産実際価額(単位:百万ドル)

	授 権 額	発 行 額	土 地	157
社 債	270	216	建 物	261
優 先 株	1,260	1,067	機 械・工 具 器 具	398
普 通 株	2,078	1,802	現 金・受 取 手 形 等	642
計	3,608	3,085	計	1,459

(注) トラスト183社2,147事業所についての1900年センサス。
Industrial Commission's Report, Vol. 19 (1902), p. 616 より作成。

資産評価額は約1,200万ドルと推定されていた (cf. *Industrial Commission's Report* [以下, 単に *Report* とする], Vol. I, 1900, Part 2, Testimony of Mr. Griffiths, p. 887, pp. 911-912, Testimony of Mr. W. H. Moore, p. 960, p. 962)。 (2) Rubber Goods Manufacturing Co. (C. R. Flint の発起) の設立目録見書には「I. 当社は7% 累積優先株2,500万ドル, 普通株2,500万ドルの株式資本発行が授權される。III. 優先株は有形資産にたいしてのみ発行される……。IV. 普通株は暖簾, 特許, 秘法 (secret processes), 商標, 契約およびその他の価値にたいする支払のため発行される。」と規定されており, C. R. Flint は普通株発行を会社設立前年の純益の $14\frac{2}{7}$ 倍 = 7% 還元額に制限したと述べている。設立当初の発行額は優先・普通各々600万ドル, 1,300万ドルであった。 (3) United States Rubber Corporation (C. R. Flint 発起) の設立覚書によると「……会社は8% [非累積] 優先株2,500万ドル, 普通株2,500万ドル発行の権利を有する。優先株は各製造資産にたいする支払のため発行される……普通株は就中, 取得持分の合併により増加する収益力を代表するものとして優先株と同額まで発行される。」当初の実際発行額は各々1,300万ドルであった ((2)(3)については cf. *Report*, Vol. XIII, 1901, Testimony of Mr. Charles R. Flint, p. 38, p. 48)。さらにモルガン商会の主導したトラストの発起財務にも同様の財務方策が採用されており, 当時かかる財務方策が「一般に認められた実務となり, 発起業者には慎重 (な実務) と考えられていた。」¹⁹⁾ 加わうるに普通株発行額にかんしては, 発起業者の財務政

19) A. S. Dewing, *op. cit.*, pp. 114-15.

策に従って柔軟・適宜に決定されてよいというのが一般的見解であった。M. H. Robinson は当時金融界から理想的だとされた株式発行財務方式（彼は「科学的」方式とよぶ）を紹介したのち「（この場合にも）普通株は適宜の額まで（to any convenient amount）発行されてよい。トラストの経営権が普通株所有者（those holding the contingent interests）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。……普通株に関する重要問題は（発行額よりも——引用者）その（合併する各社への）配分である」（傍点——引用者）と述べている^{20）}。以上で説明したごとくいわゆるトラストの「水割り」財務方策なるものは、その株式発行方式からみると、株式種別化の利用による「\$ 100 = \$ 100 + \$ 100」方式であったが、普通株ボーナスの賦与が独立諸会社買収条件の側面でのトラスト形成促要因として機能したのである。（次項(C)での W. H. Moore の証言を参照されたい。）

(C) 「水割り」財務方策はトラスト形成の促進＝資本集中の槓杆としての役割を第一に担っていたが、副次的には金融的利得獲得の手段であった。発起・引受業者は手数料・設立費・証券引受料などの名目で巨額の支配の利潤を手にする機会が大いにあった。一般には発起業者の利得は一定額の手数料の形態をとったのではなく、発起業者が発起過程（諸会社の買収・所有、新会社設立・株式発行・取締役選任、新会社への買収企業と必要資金の譲渡・株式受領、諸会社への支払）を自らの危険負担で遂行したのちに手許に残る株式が利得となった。トラストの形成促進、利潤、運転資金調達の可能性などを考慮すれば無制限に優先株も普通株も発行することはできず、それにはある程度の限度が当然考えられるが、その枠内で各会社との取引交渉、引受業者との交渉＝脅迫、妥協などの結果として利得が手に入った。つまりできるだけ「廉価に購入し資金調達し」ようにとした。E. S. Mead は発起業者の利得に業務遂行の報酬ではなく所有者、引受業者との抜け目ない取引の結果だ、という^{21）}。またトラスト発起にさいして

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

21) E. S. Mead, *op. cit.*, p. 113. 以下トラストの証券販売については同書、第6、7、8章を参照した。

は巨額の資金を必要としたが、これは引受業者の証券引受・分売によって調達され引受業者は発起業者から手数料またはボーナス株をうけとった。広範・強力な証券分売網を有する引受業者中の主力銀行がシンジケート幹事銀行となり証券引受保証と前貸資金収集のためのシンジケートを結成し他の銀行・仲介業者をもこれに参加させた。このシンジケートは誇大宣伝・株式市場での投機操作によって巨額の利得を手に入れた。操作された市場を通じて発起業者の保有株式も将来の値上り等を見込んで長期間保有されるというよりも同時に売出された。トラスト財務に一般的に採用された引受方式は「権利引受」(“privilege underwriting”)とよばれるが、ここに「権利」とはたとえば1万ドルと交換に優先株100株と普通株の一定額(通例100株)をうけとる権利である。この場合の引受シンジケートの利得は2株の結合売却額が「2株所有する権利」の引受価格を超える額である。ナショナル製鋼株は100ドルにたいして優先株、普通株各1株の購入権の売渡しという形で引受けられたが、1900年9月12日現在の2株の結合価格(combined prices of the two shares)は $111\frac{1}{2}$ であったから引受額100ドルにたいして11.50ドルの利得がえられることになる。

「水割り」財務方策としての前述の「\$100=\$100+\$100」方式=優先株・普通株組合せ発行方式は、現金調達におけるかかる「権利引受」においても明確な形をとって現われた。そして当時優先株が85、普通株が35で売買されるだろうというのが一般的な期待であったといわれる。「\$100+\$100」の結合価格が\$100を超過すれば、発起業者には一般に「健全な」財務とみられていた。たとえば1899年10月17日の合衆国産業委員会公聴会で既述の W. H. Moore は次のように答えた²²⁾。

Q. (質問者)「あなたが今日話された会社のいずれもが、その価値をはるかに超えて証券発行されているというのが世間一般の印象ですが」A. (ムーア氏)「それは間違いです。人々が普通株をうけるときには自分たちがなにをうけとっているか皆よく知っています。資産を代表するものをうけとっている

22) *Report of the Industrial Commission, Vol. 1, 1900, p. 963.*

第3表 主要鉄鋼トラスト株価

銘柄		1899年		1900年		1901年	1900年
		3月	9月	3月	9月	3月	配当率%
アメリカ製鋼線材	Pref.	101	95	91	73	111	7
	Comm.	67	50	57	32	42	5
アメリカ錫引板	Pref.	95	86	82	80	117	7
	Comm.	47	39	33	28	75	none
ナショナル製鋼	Pref.	94	96	95	83	117	7
	Comm.	53	51	45	25	55	none
フェデラル製鋼	Perf.	88	78	75	63	104	6
	Comm.	64	53	53	33	52	3 $\frac{3}{4}$

(注) *Report of the Industrial Commission, Vol. 13, (1901), p. 918* 以下の charts から作成。各月末の最高・最低の平均値を示す。

のではないことを知っているのです。これらの会社の場合、2株を一緒にすること、これまでつねに——不況や恐慌あるいはその他それに類似するものがおこるかもしれませんが——多額のプレミアムつきで (at a very large premium) 売買されてきました。それだからこそこれらの株式は銀行家、信託会社、保険会社、個人にきわめて評判がよいのです。彼らはきわめて急速にこれらの会社の優先株を吸収しています。」(傍点——引用者) また当時の主要鉄鋼トラストの株価推移をみると (第3表), 「水割り」財務がきわめて「慎重な実務」であったことがうかがわれる。実質評価額 \$ 100 の対価たる「優先株 \$ 100 + 普通株 \$ 100」が \$ 100 以上の価格を成立させたことは、トラストの独占的地位 = 独占的高利潤獲得、強力な証券分売網による資本集中力を有する投資銀行の指導する早期・高額配当政策、株式市場操作によるものであったが、この「プレミアム」の創出こそがトラストに身売りの旧企業主、旧株主に対価として株式を受けとらせ、また引受業者による証券販売を促進させ、発起業者の資金調達にともなう危険性を軽減したものであった。

IV 「水割り」財務方策と株式種別化

(A) 既述のごとく「水割り」財務方策における株式制度の特徴は優先株規定の変化をともなった株式種別化の利用であった。株式種別化そのものは株式会社制度の歴史と同じぐらい古いものであるといわれているが、アメリカで優先株制度が登場するのは1830年代後半であり、さらに比較的一般化するの、① 1890年前後(1889年—1893年)からの合同運動の胎動、② 1893年恐慌のさいに広範に行なわれた鉄道会社の「更生」=再編成を契機としている。優先株制度の本格的な一般化は1897年以降の早激なトラスト運動の開始と時期を同じくしている。しかもそのさい1897年とくに1893年以前の工業発起時代初期の優先株とそれ以後の優先株とでは重要な規定上の変化をともなっていた。すなわち、1893年以前の工業優先株配当は通例、比較的高率(8%)・非累積的であったのにたいして1897年以降のそれは通例、比較的低率(7%)、累積的であった²³⁾。また後者の優先株規定には非参加条項の明記されていたのが一般的で、「優先株保護」の名のもとに残余財産優先権、社債発行制限規定が通例付加されていたといわれる²⁴⁾。上述のように優先株制度の一般化は1897年以降の早激なトラスト運動と密接に関連しながら、制度的には7%累積条項をともなって現われた。

7%累積優先株の役割は普通株の投機性にたいして「安全・確実な投資株」の創出であった。もともと優先株制度は普通株にたいして「一定率の配当優先権」の保証によって「投資利益保護」を制度的たてまえとしているが、トラスト運動期にはトラストに結集される企業所有者・株主にたいしては、優先株の「投資利益保護」を標榜することがとくに強調された。つまり「一種株式発行のさいの過大発行は旧企業所有者の財産喪失の危険」が存在したので、トラストの株主は「より大なる確実性を要求した」(E.S.Mead, *op. cit.*, pp. 103-04)。これ

23) A. S. Dewing, *op. cit.*, p. 124; 津守常弘述, 「経営財務論講義案」(上), pp. 101-02.

24) E. S. Mead, *op. cit.*, p. 100 ff.

にたいして「一定率の配当優先」を制度的に保証した株式を一定の制限のもとに——企業資産の売却価額または有形資産価額に制限——発行することによって、同額（以上）の普通株発行からの「利益保護」を標榜することに役立った。Mead はいう。「しかしこの（普通株の）過大資本化（*excessive capitalization*）は優先株主にとっては無関係である。……優先株主の地位は累積条項によって一層強化される」（同上，p. 101）。だが株式種別化のねらいは「投資株」としての優先株のこの側面だけにあるのではない。

(B) Thomas R. Navin & Marian V. Sears によると優先株と普通株への株式種別化と組合せ発行財務方式における優先株の役割は、(i) 工業資本家が支配権を確保しながら投下資金を流動化すること、(ii) 新資金調達の手段で安全な手段とすることであるとしている。そして従来からの工業資本家はとくに(i)のことを欲していたので、合同にすすんで応じたし、優先株上場によりその望みが達せられた、優先株は工業証券市場発展の先兵の役割をも果たしたという²⁵⁾。しかし実際に起ったことは、資本集中と集中資本の少数者による支配 = 金融寡頭の支配の強化、裏返せば独立個人企業所有主、大・中株主の小株主への転落、ことに一大トラストの支配のもとにおかれた広範な大衆投資家層への転落に外ならなかった。「投下資金を流動化する」という点では Navin と Sears の分析したとおり、実際に優先株は「投資株」として広範な流通市場を見出した。1890—93年の工業発起時代初期においてかれらの調査している23社の優先株発行会社の半数以上が、優先株発行後数ヶ月にしてニューヨーク株式取引所に（往々普通株も同時に）上場された。後期のトラスト運動の場合にも、大多数のトラストの兩種株式は設立後間もなく上場された。ニューヨーク株式取引所で売買されていた工業株は社数でみると1880年の1社が1890年10社、1893年30社、1897年200社と優先株発行会社の増加とともにふえている²⁶⁾。いいかえれば資本集中の進行とともに増加している。優先株と同様

25) T. R. Navin & M. V. Sears, "The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902", *The Business History Review*, Vol. 29, 1955, pp. 116, 127, 130.

26) T. R. Navin & M. V. Sears, *op. cit.*, pp. 117, 127.

に普通株も上場とともに配当政策の投機化によって「投機株」としてある程度分散されたであろう。そしてこういった株式所有の分散化という事実こそ、まさに金融寡頭のねらいであったはずである。

そこでつぎのようにいえよう。工業発起時代初期1890—93年における「トラスト」の株式会社への転換、合同、再資本化のさい従来の「全普通株資本型」から「優先株・普通株資本型」への転換を指導したのも、1897年以後のトラスト形成を指導したのも、いずれも有力な投資銀行＝金融寡頭であったが、その株式種別化の利用による組合せ発行財務方式のねらいは、(i) 7%累積規定を有する優先株という「安全・確実な投資株」を創出することによって、その広範な流通と分散化・沈澱、大衆投資家層＝資金調達を「育成」とするとともに、(ii) 普通株には「投機株」の役割を負せて投機的利得の源泉とする

とともに、金融寡頭の支配権確保のてこととしての役割を果たせることであった。(この点で注意すべきことは優先株の議決権規定である。Navin と Sears は1890—93年期の優先株がすでに通例無議決権株、累積的であったとしているが²⁷⁾、W. Z. Ripley [*Main Street and Wall Street*, 1926, p. 85] と E. S. Mead [*op. cit.*, p. 106] によると後期のトラスト優先株でも議決権株であるのが通例だったとしており、いずれが事実なのか確認できない。ただし Ripley は例外的に優先株議決権を若干制限しているものとして International Silver Co. [1898年11月設立]、Federal Mining & Smeleing Co. [不明]、Royal Baking Powder Co. [1899年3月設立] を挙げている。R. B. Powder Co. の優先株規定の内容については *Report*, Vol. 13, Review of Evidence XI & Testimony, p. 398 参照。またレーニンの「帝国主義論ノート」によると〔全集、第39巻、p. 347〕、ロベルト・リーフマンは「参加会社と融資会社」〔イエナ、1909〕、の中でアメリカには無議決権株があると述べている。無議決権優先株の増加傾向がはっきり確認できるのは、1911—12年頃から横行した組織変更会社——旧所有者が議決権普通株を留保し7%累積優先株〔大体条件付議決権株＝実質的無議決権株〕を大衆

27) T. R. Navin & M. V. Sears, *op. cit.*, p. 119.

に売り出した——の場合である [K. Simpson, *Capitalization of Goodwill*, 1921]) すなわち優先・普通株ともに議決権を有する場合でも、「投資株」としての優先株の分散化・普通株の低価格・優先株を超える普通株の多量発行²⁸⁾によって金融寡頭は支配権を安価に確保できるし、優先株の議決権はく奪は一層支配権確保を容易にすることはいうまでもない。しかも発起業者たる投資銀行はその「報酬」を普通株でえていたのである。かくして大部分の旧独立企業主、大株主がたとえその普通株を保持していたとしても数十社の合同による一大トラストの中ではしょせん小株主にすぎないのであり、レントナー化するより外になかった。資本の集中は裏返せば一層の資本所有の分散であるから、従って支配権の集中も自ら生ずるといえる。しかしこの過程の進行は株式制度・財務方策によって幾倍にも加速化される。株式種別化の利用と組合せ発行財務方式なる内容をもったトラスト形成財務＝「水割り」財務方策は資本集中→大衆投資家層の創出→少数者への支配権の集中という過程を加速化するという役割を果したのだと行ってまちがいないだろう。

V 「水割り弊害」論議

(A) 金融寡頭のトラスト形成・支配権確保を促進するための「水割り」財務方策は金融寡頭の支配網を通じてトラスト形成ないしは会社設立財務方策として一般化するに至った。かかる一般化の意味するところは、「水割り」財務方策を実施するのでもなければ投資銀行に依存した広範な資本市場からの資金調達ができないという、いわば社会的強制になったということに外ならない。既述の1900年センサスが示すごとく巨大トラストから中小トラスト(二・三流独占企業)に至るまでかかる財務が行なわれた。さらに独占的投資銀行の「水割り」財務による金融的利得獲得を目前にすることによって、かかる利得獲得を主たる目的とした中小規模の株式会社設立財務に極めて投機的な「水割り」財務現象が登場してきた。合衆国産業委員会報告書にはつぎのような証言がみられる。

28) (注)21を参照。またムーア兄弟商会発起の鉄鋼諸会社の場合は普通株が優先株を超えていた。

「……私は多くの株式会社設立事務の引受を断りました。これらの会社名はいいませんが、ある会社が私の注意をひきました……。慎重な資産調査の結果、(私たちの法律)事務所の結論は50万ドルが最大限の適正評価額であろうということでした。私たちはこの会社の800万ドルでの設立と証券売出しを拒否しました。しかしこの会社は今日公衆に800万ドルとして宣伝されています」|巨額に過大資本化されている株式会社はいずれも第一には公衆に株式を売出すことを目的としている。」(Report, Vol. I, Part 2, p. 1080, Testimony of James B. Dill)

「……安価な生産、生産の経済性の要求が現在行なわれていることの原動力ではない。原動力、主要動機は経済的生産の要求ではなく、過大資本化された証券を手に入れたいという要求である……。彼らは現実価値1ドルを投下して2ドルの株を手に入れるために合同し会社を設立する。それが動機である。」(同上, p. 1133, Testimony of James J. Myers)

このような事態が金融寡頭による株式市場操作=投機に加えて一層投機をはびこらせ、全体としての投機の激化をもたらした。

ところで、自由競争の資本主義から独占の資本主義へ移行することは資本主義の諸矛盾が一層激化することであり、そしてそのさい、独占的企業と中小企業との矛盾、独占的企業の中での階層分化の矛盾、主導的産業と衰退的産業間の矛盾などが激しい形で現われる。また独占的地位の獲得と確保のための浪費(老朽・旧式設備の高価買入、「企業閉鎖」による生産設備の遊休化と廃棄)、企業規模の巨大化にともなう浪費(非生産的労働者の増大)などの矛盾も形成されたトラストに加わる負担である。中小企業、二・三流独占企業の利潤獲得のための矛盾「解決」の道は一層ぎびしく、資金調達を確保するためには(投機的)「水割り」財務による膨大化した株式資本を維持する必要があり(株価維持=信用維持)、そのためには「粉飾決算」をしてでも「高配当=低積立金政策」を強行せざるをえない。しかし遂には「破綻」せざるをえなくなる場合も生ずる。この場合、「水割り」財務→「高配当-低積立金政策」は、破綻の主要原因で

ないにしてもその一促進要因であったといえる。現象的には破綻の主要原因は「水割り」財務とその結果たる高配当であったかにみえる。たとえば J. Moody は世紀の転換期の「更生または再調整過程にある重要産業トラスト」8社を分析して、次のごとく総括している²⁹⁾。

「考察したほとんどすべての場合に主要欠陥は巨額の過大資本化であったことは明白である。ある場合にはこの過大資本化は、確実に生ずるといわれた素晴らしい可能性と利潤についての発起業者たちのバラ色の予測と出発点から結びついていた。だがいずれの場合にもこれらの公約は実現されなかった。かくしてまさに出発点からこれらのトラストの大部分は誤っていた。財務の基準全体が誤っていた。そしてこの過誤が、利益がかかる配当を保証していなかったにもかかわらず、以後の配当支払にまで続けられたのだから、破綻は時間の問題にすぎなかった。損害を最大にしたのは後者の政策(高配当政策)の遂行であった。おそらく大多数の産業トラストは水膨れ資本(an inflated capitalization)で形成されたが、多くの経営者は目録見書のバラ色の配当予測を——とりわけ利潤減少に直面して——実行しない賢明さをもっていた。」(傍点——引用者)

独占段階・金融寡頭支配は「水割り」財務遂行のいかんにかかわらず、中小企業とトラストの矛盾、巨大独占と二・三流独占の矛盾、産業間の不均等発展、投機操作を激化させ、その結果破綻する企業は続出し、大衆投資家は収奪される。「水割り」財務の一般化はかかる矛盾の進行をあるいは促進し、あるいは企業破綻の直接的原因となった。つまり「水割り」財務の一般化が独占段階での諸矛盾の激化を促進するものとなった——そしてこれらのことが「水割り財務弊害」論の基礎だった。

(B) 「水割り」財務の一般化とともに「水割り弊害」論議が活発化した。たとえば1899年—1900年に開かれた合衆国産業委員会公聴会では「水割り弊害」として会社内容の虚偽の報告・誇大宣伝・投機・倒産による株主=投資家に与える損害、物価騰貴、賃金切下げなどが主張された³⁰⁾。David L. Dodd は債権

29) John Moody, *The Truth About the Trusts* (Popular Edition), 1904, p. 368.

30) cf. *Industrial Commission's Report*, Vol. 1, Part 1, p. 12 ff.

者・株主に与える損害、コスト高・物価騰貴による消費者に与える損害、国家の資源の浪費を「水割り」の「弊害」という³¹⁾。Frank Parsons は鉄道独占、工業独占の「水割り」を分析して、これを Capital Fraud と称し独占利潤率を隠蔽し投機操作と結合して株主から取奪するものだと非難した³²⁾。これにたいして「無害論」ももちろん主張された³²⁾。

しかしこの「水割り弊害」論議は金融寡頭の新しい制度づくり、財務政策遂行のために利用された。金融寡頭の支配する政治は「水割り弊害」論議をテコとして「水割り防止」「投資家保護」を標榜しながら中小株式会社の設立・証券販売規制(＝中小企業の資本調達市場のはく奪ないしは狭隘化)を主たる狙いとす各州の「青空法」、株式会社法の「自由化」をさらに促進した「無額面株式制度」の導入を行なうに至った³³⁾。たとえば「無額面株式制度」についていえば、モルガン商会の法律顧問でフェデラル製鋼、U. S. スチールなどの発起事務に関係した F. L. Stetson³⁴⁾ は合衆国産業委員会での証言(1899年10月)で、「現在非常に非難されている問題、つまり株式水割り」の「私たち(ニューヨーク法曹協会)がもっとものぞましいと考えた解決策」としてこの制度を提唱した³⁵⁾。あるいは無額面株式制度は「株式水割り防止」の難問題を解決し、他の特別法制定の必要性は絶対的に消滅することができるとまで当時主張された(鉄道証券委員会での1911年 Lovett 判事の証言)。また巨大トラストは「水割り弊害」論を逆に利用し、「水割り」財務「不健全」論、すなわち「過大資本化＝収益力不足・資産不充実」論のもとに「水抜き＝資産充実・収益力増強・健全化」を標榜して独占的高利潤の積立金化＝「安定配当・配当抑制＝高積立金」政策への転換を行なった。さらに公表会計実務においては「水抜き」の標榜によって「無形

31) D. L. Dodd, *Stock Watering*, 1930, p. 14 ff.

32) Frank Parsons, *op. cit.*, Chapt. VI & VII.

33) 「水割り株防止制度」については W. W. Cook, *op. cit.*, p. 153 ff. 参照。無額面株式制度が会社法自由化の一環だと主張するものに Emanuel Stein, *Government & the Investor*, 1941, p. 8. がある。

34) 井上忠勝, ジョン・ピアモント・モルガン, 1837—1913年, 「企業経営研究年報」VI, 1956, p. 102.

35) *Industrial Commission's Report*, Vol. 1, Part 2, p. 976.

資産」=「のれん」償却実務を行ない、積立金政策による巨額積立金の株式資本金への転換あるいは秘密積立金の設定を行なったのである。(これらの点についてはつぎの機会にとり扱いたい。)