

經濟論叢

第115卷 第4・5号

スタンダード石油会社における 過小資本化とその修正……………	高 寺 貞 男	1
日本の經濟計画と国民所得勘定(1)……………	吉 田 忠	21
1925年イギリス金本位制復歸と アメリカ連邦準備政策……………	奥 田 宏 司	43
資本測定と標準商品……………	岡 本 義 行	68
財政・通貨危機と公債政策……………	鶴 田 廣 巳	90

昭和50年4・5月

京 都 大 學 經 濟 學 會

スタンダード石油会社における 過小資本化とその修正

高 寺 貞 男

「スタンダード石油会社……には、過大というよりはむしろ過小資本化 (*under rather than over-capitalization*) が存在する。」

—John Moody, *The Truth about the Trust, A Description and Analysis of the American Trust Movement*, New York, 1904, p. xx.

I 顕著な例外としてのスタンダード石油会社の過小資本化

「近代的トラスト (more recent trusts) はその株式に多量の空気や水 (wind and water) を注入していた」¹⁾といわれているように、「持株会社〔の形態をとった近代的トラスト〕の発起には一般に過大資本化 (overcapitalization) が伴っていた。」²⁾ 事実、「一般的にいうと、〔近代的〕トラストの資本化は手に入れた資産や事業の競争条件のもとにおける価値の2倍の大きさであった。」³⁾ しながら、近代的トラストのすべてが「かかる『上向きの』資本化 (“skyward” capitalization)」⁴⁾を指向したわけではなかった。

世紀の転換期の「10年間を特徴づけた向う見ずの過大資本化 (the reckless

- 1) John K. Winkler, *John D., A Portrait in Oils*, New York, 1929, p. 164.
- 2) Lewis H. Haney, *Business Organization and Combination, An Analysis of the Evolution and Nature of Business Organization in the United States and a Tentative Solution of the Corporation and Trust Problems*, New York, 1914, p. 237.
- 3) Elliot Jones, *The Trust Problem in the United States*, New York, 1922, p. 269.
- 4) Francis Cooper, *Financing An Enterprise, A Manual of Information and Suggestion for Promoters, Investors and Business Men Generally*, 2nd ed., Vol. I, New York, 1907, p. 221.

over-capitalization)』⁵⁾ または「多数の過大資本化 (the larger capitalization) の一般的状況」⁶⁾ のなかで、「いくつかのトラストはモダレイトな基準で資本化していた。〔しかも〕そのなかで、もっとも顕著な事例はスタンダード石油会社である。」⁷⁾ と断定して間違いないであろう。なぜなら、「スタンダード石油会社は、その歴史を通じて、一様に過小資本化されていた」⁸⁾ からである。いや、そればかりではない。「ジョン・D・[ロックフェラー] は彼の〔支配下にあったスタンダード石油系列〕諸会社を過小資本化することにほとんど狂信的であった」⁹⁾ とさえいわれているように、「水脹れした他のもろもろの会社とは違って、スタンダード〔石油系列〕諸会社はことごとくその真実価値 (true value) よりもはるかに低目に資本化されていた。」¹⁰⁾ たとえば、1889年にスタンダード石油「トラストによって用立てられた500,000ドルの資本金をもって……設立された」¹¹⁾ インディアナ・スタンダード石油会社 (Standard Oil Company of Indiana) の場合には、「1900年までに15,154,408.16ドルの資産と5,004,831.05ドルの負債を保有するようになり、純資産は10,109,577.11ドルに達していたのに、当社の資本金は〔1892年に倍額増資して¹²⁾以来〕1,000,000ドルにすぎなかった」¹³⁾ から、約半に過小資本化されていたといえよう。

そこで、本稿の前半部分では、過小資本化または「保守的資本化 (a conservative capitalization) を代表しているスタンダード石油株」¹⁴⁾ がどのようにして

5) *Ibid.*, p. 220.

6) *Ibid.*, p. 220.

7) Jones, *op. cit.*, pp. 272-273.

8) H. A. Marquand, *The Dynamics of Industrial Combination*, London, 1931, p. 111.

9) Winkler, *op. cit.*, p. 160.

10) John T. Flynn, *God's Gold, The Story of Rockefeller and his Times*, New York, 1932, p. 447.

11) Paul H. Giddens, *Standard Oil Company (Indiana), Oil Pioneer of the Middle West*, New York, 1955, p. 18.

12) *Ibid.*, p. 44.

13) *Ibid.*, p. 58.

14) Edward Sherwood Meade, *Trust Finance, A Study of the Genesis, Organization, and Management of Industrial Combinations*, New York, 1903, pp. 301-302.

ミードは「保守的資本化」という用語を低資本化の意味で使っていたが、その当時、ターバー

形成されてきたかについて、スタンダード石油会社の生成史にそい、1) 1879年に試用しだした「個人トラスティー方式 (the system of individual trustees)」¹⁵⁾を1882年に中央機関として再編した(第2次)スタンダード石油トラスト(Standard Oil Trust)、2) 1892年に名目的に解体されたスタンダード石油トラストのあとを引継いだスタンダード石油利益共同体(Standard Oil Interests)、3) 1899年にスタンダード石油系列会社の中核をなす「製造持株会社 (a manufacturing and holding company)」¹⁶⁾として再編されたニュージャージー・スタンダード石油会社(Standard Oil Company)¹⁷⁾の順で、追跡し、再編「当初においてすでにニュージャージー・スタンダード石油会社は過小資本化されていた」¹⁸⁾ばかりではなく、その後、当社の「取締役達が剰余利益の大部分を彼等の成長企業によって必要とされる設備や流動資本に再投資する政策をとっていたにもかかわらず、[1911年の]……当社の分割の後まで株式配当が宣言されなかった」¹⁹⁾ので、少なくとも1911年のニュージャージー・スタンダード石油会社の分割が「親会社の株主への、彼等が所有している親会社株式の手放しをとらなわらない、子会社支配株式の親会社による分配」²⁰⁾すなわち子会社の「分

もまた「保守的」という形容詞に「低い」という意味をもたせて、「大結合企業 (large combinations)」とは違つて、「普通の企業の資本化は、一般に、はるかに保守的 (much more conservative) である」(Cooper, *op. cit.*, p. 221) とのべていた。

15) Allan Nevins, *John D. Rockefeller, The Heroic Age of American Enterprise*, Vol. 1, New York, 1941, p. 607; *Study in Power, John D. Rockefeller, Industrialist and Philanthropist*, Vol. 1, New York, 1953, p. 384.

16) Charles R. Van Hise, *Concentration and Control, A Solution of the Trust Problem in the United States*, New York, 1912, p. 71.

17) 1892年に、「社名は“Standard Oil Company of New Jersey”からそのものずばりの“Standard Oil Company”へ変更された」(Ralph W. Hidy and Muriel E. Hidy, *Pioneering in Big Business 1882-1911*, New York, 1955, p. 224.) が、その後、他のスタンダード石油系列会社と区別するため、「ニュージャージー・スタンダード石油会社」(“Standard Oil Company (New Jersey)”)と表記されねばならなかった。

18) Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, 3rd ed., New York, 1934, p. 646n; *Corporation Finance*, 2nd ed., New York, 1931, p. 166.

19) *Ibid.*, p. 646n; p. 166.

20) Joseph A. Mauriello, *The Irwin Federal Income Tax Course, A Comprehensive Text*, Homewood, Ill., 1971, p. 564.

離 (spin-off)』²¹⁾として実施されるまでは、過小資本化がますます進行したことを検出することにする。

ところで、ニュージャージー・スタンダード石油会社が実施した子会社支配株式の分配は、株式配当と同じように、過小資本化の修正効果を発揮した²²⁾が、かかる子会社支配「株式の分離(the segregation of the stocks)」²³⁾によってニュージャージー・スタンダード石油会社から分離『独立』した子会社が過小資本化されている状態にはなんらの変化も生じなかったため、分離『独立』した子会社はただちに、過小資本化の修正のために、株式配当を実施しなければならなかった²⁴⁾。

そこで、本稿の後半部分では、「1911年に資本金が1,000,000ドルにすぎないのに、28,146,422.26ドルの〔純〕資産をもって、……明らかに過小資本化されていた」²⁵⁾「インディアナ・スタンダード石油会社が〔1912年に〕2,900%の株式配当を宣言した」²⁶⁾のを手はじめとして、ニュージャージー・スタンダード石油会社から分離『独立』した子会社の多くが、かなり大規模な株式配当を連続的に実施して、過小資本化の修正をしていった過程を考察することに

21) *Ibid.*, p. 564.

22) 1911年のニュージャージー・スタンダード石油会社の分割の場合のように、「持株会社が株主へ……子会社〔支配株式〕証券を分配する若干の事例が過去にあり、それは通常『株式配当』と呼ばれている」(Floyd F. Burtchett, *Corporation Finance*, New York, 1934, p. 640 n.)

が、自社の株式の分配である本来的な株式配当と区別して、子会社株式配当と呼ぶべきである。ただし、子会社株式の分配は利益剰余金の減少=子会社株式の減少を通じて、株式配当は利益剰余金の減少=資本金の増加を通じて、ともに過小資本化を修正するので、この点に関するかぎり、両者は同じ効果をもつものと認識すべきである。

23) Allan Nevins, *John D. Rockefeller, The Heroic Age of American Enterprise*, Vol. 2, New York, 1941, p. 604; *Study in Power, John D. Rockefeller, Industrialist and Philanthropist*, Vol. 2, New York, 1953, p. 380.

24) ここで、その必然性を説いている過小資本化修正のための株式配当は、将来における利益留保を見込んで、過大資本化という形で、利益留保に先立って事前の見込株式配当をした場合に、過大資本化に対応するのれん(架空資産)の償却を通じた利益留保(架空資産の現実資産化)によって過大資本化を修正してゆかなければならなかった(もしも見込違いで過大資本化に相当する利益留保ができなかったならば、その分だけ、減資という形で、事前の見込株式配当の取消しとそれに対応するのれんの臨時償却によって過大資本化を修正しなければならなかった)のと、まさに逆順的な関係にあることに注意されたい。

25) Giddens, *op. cit.*, p. 137.

26) Robert H. Montgomery, *Auditing Theory and Practice*, New York, 1912 p. 306.

したい。

II スタンダード石油トラスト＝利益共同体における過小資本化の進行

1879年に採用した個人トラスティー方式を発展的に解消し、(第2次)スタンダード「石油トラストが1882年に〔それまで同盟関係にあった14社の株式の全部とあらたに加盟した26社の株式のほとんど過半数の預託をうけ、中央機関として〕再編されたとき、〔その代償として、額面100ドルの〕700,000株のトラスト証券が発行された。』²⁷⁾したがって、その時にトラストに参加した「41人の投資家によってトラストへ委託された資産は、トラスト証券〔の額面総額〕からみると、70,000,000ドルと評価されていた」²⁸⁾わけである。

ところが、「1882年1月1日に実際にスタンダード石油トラストの帳簿に示された純資産は55,221,738ドルにすぎなかった。したがって、……〔純資産の簿価を基準とする〕かぎり、70,000,000ドルの〔トラスト〕証券の発行は一般に水増し株(watered stock)と呼ばれているものが15,000,000ドル近くあったことをあらわしている。』²⁹⁾

もちろん、モンタギュー、ムーディー³⁰⁾、オーインズ³¹⁾のように、「1882年にト

27) Richard N. Owens, *Business Organization and Combination*, 2nd ed., 1938, New York, p. 369.

28) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 46.

29) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 46.

「1882年のトラストの資本化は70,000,000ドルであった」(Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 633.)から、そこから「55,000,000ドルを超える資産の評価額」(Van Hise, *op. cit.*, p. 105.)を差引くと、15,000,000ドル近くの過大資本化がなされていたことになる。したがって、「70,000,000ドルのトラスト証券は少なくとも100%だけ現実価値(actual value)を超過していた」(Ernst von Halle, *Trusts on Industrial Combinations and Coalitions in the United States*, New York, 1899, p. 80.)というのは、いいすぎである。

ただし、判断基準を変えて、トラストに加入した「企業[全体]の実際の〔高〕収益〔力〕からみれば、70,000,000ドルの資本化は保守的(conservative)であったことがわかる」(Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 46.)であろう。

30) John Moody, *The Truth about the Trust, A Description and Analysis of the American Trust Movement*, New York, 1904, p. 123.

31) Owens, *op. cit.*, p. 371.

ラストに加入した多数の会社の〔純〕資産は75,000,000ドルであった³²⁾とみれば、「その時のトラストの資本化……70,000,000ドル³³⁾は過大どころか、むしろ過小であったといえよう。しかし、ここでは、その当時「単独の事業所 (separate units) や全体の貸借対照表を作成するために、世界でもっとも精巧かつ有効な簿記組織の1つをもっていた³⁴⁾スタンダード石油トラストの帳簿価格を信頼

第1表 スタンダード石油トラスト=利益共同体における過小資本化の進行

(単位・ドル)

年度	資本化	純資産	純益	配当
1882	71,116(000)	65,3(00.000)	12,288(000)	3,695(000)
1883	71,730	72,869,596.46	11,231,790.56	4,268,086.50
1884	71,230	75,858,960.19	7,778,205.73	4,288,842.00
1885	71,230	76,762,672.19	8,382,935.50	7,479,223.50
1886	73,355	87,012,107.37	15,350,787.68	7,226,452.50
1887	90,187	94,377,970.83	14,026,590.96	8,463,327.50
1888	90,293	97,005,621.27	16,226,955.94	13,705,505.50
1889	90,344	101,281,192.66	14,845,201.39	10,620,630.00
1890	96,941	115,810,074.50	19,131,470.84	11,200,089.00
1891	97,219	120,771,074.79	16,331,826.29	11,648,826.00
1892	99,8(00.000)	128,102,428.18	19,174,878.30	11,874,225.00
1893	99,8	131,886,700.68	15,457,354.05	11,670,000.00
1894	99,8	135,755,449.44	15,544,325.54	11,670,000.00
1895	98,5	143,295,602.88	24,078,076.60	16,532,500.00
1896	98,5	147,220,399.90	34,077,519.10	30,147,500.00
1897	98,5	152,8(00,000)	—	32,092(000)
1898	98,5	164,2	—	29,175

下5ケタ省略した数値[00,000] R. W. Hidy and M. E. Hidy, *Pioneering in Big Business 1882-1911*, New York, 1955, p. 636. 下3ケタ省略した数値[000] E. Jones, *The Trust Problem in the United States*, New York, 1922, p. 88. それ以外の数値 A. Nevins, *John D. Rockefeller*, Vol. 2, New York, 1941, p. 719; *Study in Power*, Vol. 2, New York, 1953, p. 478.

32) Gilbert Holland Montague, *The Rise and Progress of the Standard Oil Company*, New York, 1903, p. 109.

33) Van Hise, *op. cit.*, pp. 104-105.

34) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1; p. 396.

し、それに依拠して資本化の状態変化を追ってゆくと、「1882年〔はじめ〕の〔純〕資産評価額 55,710,698ドル」³⁵⁾からみて、明らかに過大資本化されていたスタンダード石油トラストでは、その後「純益の大部分を改良と拡張に再投下してゆく……法式 (rule) にしたがった」³⁶⁾ので、当初の過大資本化が加速的に修正され、第1表上段にみられるように、「1883年〔のおわり〕にはじめて……保守的資本化 (the conservative nature of capitalization) を示す」³⁷⁾にいたった。

なお、その後、トラストが名目的に解体された「1892年までの期間に……〔純資産の帳簿上の〕評価額は……約 121,000,000ドルにふえた」³⁸⁾のに、トラスト「証券は 972,500株〔にしかふえず、額面総額にして97,250,000ドル〕であった」³⁹⁾から、過小資本化はその間にさらに進行したわけである。

以上みてきたように、スタンダード石油「トラストがはじめ 70,000,000ドルに〔過大に〕資本化された」⁴⁰⁾が、1884年以後にはその「資本に一滴の水 (a drop of water) も含まれていなかったという事実は、はなはだしい株式水増し (stock-watering) の時代における〔顕著な「例外として」⁴¹⁾ ロックフェラーの1つの大きな功績であった」⁴²⁾とさえいわれている。しかしながら、より正確には、このように「財務構造……においてスタンダード石油が他の多くのアメリカの結合企業とするどい対照をみせた」⁴³⁾基礎にまで立入って、「その所有権の大部分が〔ロックフェラーと彼の仲間からなる〕経営者の手中にあったという事実が、〔「ロックフェラーや彼の仲間の政策」として「負債を少なくし、銀行からの完全独立をたもつこと」⁴⁴⁾を可能にして、投資銀行家が主導する〕株式

35) Jones, *op. cit.*, p. 89.

36) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1; p. 397.

37) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1, p. 618; p. 397.

38) Moody, *op. cit.*, p. 123.

39) Owens, *op. cit.*, p. 369.

40) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1, p. 617; p. 396.

41) Thomas R. Navin and Marian V. Sears, "The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902," *The Business History Review*, June 1955, p. 114n.

42) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1, p. 618.

43) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1; p. 397.

44) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1; p. 397.

水増しや株式操作への誘惑を取去ったのだ⁴⁵⁾というべきであろう。

1892年にオハイオ州最高裁がトラスト協定無効の決定を下したとき、「84社の株式がスタンダード石油トラスティーによって保有されていた⁴⁶⁾ので、まず、「彼等は〔これら84〕社のうちの64社の株式を残りの20社〔のうちのいずれか⁴⁷⁾へ移すことによって、彼等がその株式を保有していた会社の数を84社から20社にへらした。こうして、彼等の手に20社の株式が〔トラスト〕証券保有者へ分配するために残された⁴⁸⁾が、「そのときに〔額面総額にして〕97,250,000ドルのトラスト証券〔972,500株〕が発行されていた。〔そこで〕清算トラスティーとなったトラスティーは、この20社の株式をそれぞれ972,500分し、20社の株式の1/972,500を〔トラスト〕証券1株と交換にトラスト証券保有者へ交付することを申出た。」⁴⁹⁾

しかるに、この申出を受入れたのはトラスティー（自身大口証券保有者）と彼等の家族と直接の仲間であった。〔約1,600人の〕小口証券保有者〔のほとんど⁵⁰⁾は20社の端数株 (fractional shares) を受取ることになるので、清算を思いとどまった。……それゆえ、9人のトラスティーは20社の株式の過半数の保有者となり、また清算トラスティーとしてトラスト証券と交換されなかった〔20社の〕株式〔の半数近く〕を保有した。⁵¹⁾こうして、「9人のトラスティーは彼等の〔保有していたトラスト〕証券を引渡し〔た後、20社のそれぞれの大株主とし〕

45) Nevins, *op. cit.*, Vol. 1; p. 397.

46) Jones, *op. cit.*, p. 25.

47) たとえば、それまでスタンダード石油「トラスティーによって保有されていた多くの重要な会社の株式が直接=ニュージャージー・スタンダード石油会社へ移された」(William S. Stevens (ed.), *Industrial Combinations and Trusts*, New York, 1913, p. 73.) ので、その対価として株式を交付するために「1882年に3,000,000ドルの資本金をもって設立された」(John Ise, *The United States Oil Policy*, New Haven, 1926, p. 231.) ニュージャージー・スタンダード石油会社の「資本化が3,000,000ドルから10,000,000ドルへ引上げられ、新株が発行された。」(Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 223.)

48) Owens, *op. cit.*, p. 380.

49) Jones, *op. cit.*, p. 25.

50) Nevins, *op. cit.*, Vol. 2, pp. 154-155; p. 235.

51) Jones, *op. cit.*, pp. 25-26.

て、彼等自身の間で利益共同体 (a community of interest) を形成し、また引渡されなかった〔トラスト〕証券〔477,881株〕⁵²⁾の小口保有者のためのトラスティーとして活動しつづけた⁵³⁾から、スタンダード石油トラストの「解体は明らかに名目的であった」⁵⁴⁾といわれるのである。

ところで、この「名目的解体」⁵⁵⁾によってスタンダード石油利益共同体の構成会社となった「20社の資本金総計は〔第2表第3・2欄にみられるように〕102,233,700ドル、〔純資産の帳簿上の〕評価額は121,631,312.63ドル⁵⁶⁾であった。すなわち、このときの「資本化を超える〔純資産〕超過額は19,397,612.63ドルである」⁵⁷⁾から、それだけ過小資本化されていたといえよう。

なお、「1892年から1898年までの間にスタンダード石油利益共同体の発行株式は〔第1表下段に示したように〕ほとんど変わらず、〔むしろ減小傾向を示したが〕平均して99,014,996ドルであった」⁵⁸⁾のに、いぜんとして「利益の再投資による自己金融」⁵⁹⁾がおこなわれたので、過小資本化はさらに加速的に進行し、1892年(利益共同体形成時)の過小分19,397,612.63ドルから、1896年12月31日には、第2表第4・5欄に示した、純資産総計147,216,264.65ドルから資本金総計98,452,966.66ドルを差引いて容易に算出できるように、48,763,297.99ドルへ拡張している。

52) Ida M. Tarbell, *The History of the Standard Oil Company*, Vol. 2, New York, 1925, p. 257.

「トラスト解体後第1年目のおわりに、〔トラスト証券〕447,811株が〔20社の株式との交換を拒否されたため〕無効にされずに残った。第2年目のおわりにも同じであった。第3年目、第4年目のおわりにも、この数字は寸分変わらず477,811株であった。」(*Ibid.*, p. 154.)

53) Owens, *op. cit.*, p. 381.

54) Jones, *op. cit.*, p. 26.

55) Haney, *op. cit.*, p. 206.

56) Tarbell, *op. cit.*, p. 265.

57) Montague, *op. cit.*, p. 80n.

58) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 633.

59) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 607.

第2表 スタンダード石油利益共同体20社

構 成 会 社	1892年(形成)
	純 資 産
Anglo-American Oil Co., Ltd.	6,913,639.49
Atlantic Refining Co.	8,631,376.67
Buckeye Pipe Line Co.	7,941,038.15
Eureka Pipe Line Co.	1,547,055.16
Forest Oil Co.	3,528,813.11
Indiana Pipe Line Co.	2,014,053.91
National Transit Co.	25,796,712.97
New York Transit Co.	4,999,300.00
Northern Pipe Line Co.	707,067.00
Northwestern Ohio Natural Gas Co.	1,396,760.00
Ohio Oil Co.	8,260,378.04
Solar Refining Co.	711,793.87
Southern Pipe Line Co.	3,279,918.28
South Penn Oil Co.	3,021,654.87
Standard Oil Co. (Indiana)	1,038,518.61
Standard Oil Co. (Kentucky)	3,604,800.78
Standard Oil Co. (New Jersey)	14,983,943.30
Standard Oil Co. of New York	16,772,186.29
Standard Oil Co. (Ohio)	3,426,014.72
Union Tank Line Co.	3,057,187.41
総 計	121,631,312.63

第1・2・3欄 J. Moody, *The Truth about the Trust*, New York, 1904, pp. 109-110; I.
 第4・5欄 *Ibid.*, p. 391. 第6欄 W. S. Stevens (ed.), *Industrial Combinations and*

における過小資本化の進行

(単位・ドル)

時)における	1896年12月31日における		ニュージャーシー ・スタンダード石油 株1株との交換比率
	資本金	純資産	
5,000,000	7,991,619.67	2,530,666.66	26,000/972,500
5,000,000	11,159,694.91	5,000,000	50,000/972,500
10,000,000	12,849,628.13	10,000,000	200,000/972,500
5,000,000	6,187,827.77	5,000,000	50,000/972,500
5,500,000	4,838,207.31	5,500,000	55,000/972,500
1,000,000	3,206,986.11	1,000,000	20,000/972,500
25,455,200	26,032,543.39	25,455,200	509,104/972,500
5,000,000	6,829,499.02	5,000,000	50,000/972,500
1,000,000	1,178,606.42	1,000,000	10,000/972,500
3,278,500	311,775.28	1,967,100	32,785/972,500
2,000,000	4,816,089.18	2,000,000	80,000/972,500
500,000	1,563,034.55	500,000	5,000/972,500
5,000,000	3,534,620.54	5,000,000	50,000/972,500
2,500,000	11,758,002.30	2,500,000	25,000/972,500
1,000,000	4,650,508.22	1,000,000	10,000/972,500
1,000,000	4,661,155.17	1,000,000	10,000/972,500
10,000,000	16,937,116.02	10,000,000	100,000/972,500
7,000,000	12,859,930.87	7,000,000	70,000/972,500
3,500,000	2,904,914.78	3,500,000	35,000/972,500
3,500,000	2,944,505.01	3,500,000	35,000/972,500
102,233,700	147,216,264.65	98,452,966.66	1,422,889/972,500

M. Tarbell, *The History of the Standard Oil Company*, Vol. 2, New York, 1925, p. 374.
Trusts, New York, 1913, p. 77.

III ニュージャージー・スタンダード 石油会社における過小資本化の進行

1899年に、当時スタンダード石油利益共同体の構成会社20社のなかでナショナル・トランシット会社 (National Transit Co.) に次ぐ地位にあったニュージャージー・スタンダード石油会社を他の19社の持株会社として再編するために、まず、ニュージャージー・スタンダード石油会社の「授權資本金が〔1892年以來の〕⁶⁰⁾ 10,000,000ドルから 110,000,000ドルへ引上げられ、ともに100ドル額面の1,000,000株の普通株と 100,000株の6%優先株とに分割された。」⁶¹⁾ その場合、「ニュージャージー・スタンダード石油会社の旧普通株は〔優先株として取扱われることになっていたので〕⁶²⁾ ただちに……100,000株の優先株へ転換された。それから、この優先株は、他の19社の株式とともに、ニュージャージー・スタンダード石油の新〔普通〕株と交換された。」⁶³⁾

すでにのべたように、1892年にトラストが名目的に解体されたときには、「各〔トラスト〕証券保有者は、彼が保有していた〔トラスト〕証券と引換えに、20社のおのおのにたいする彼の比例持分 (pro rata interest) を交付された」⁶⁴⁾ が、これら20社の株式とニュージャージー・スタンダード石油会社の新普通株との「交換は〔かつてのトラスト証券と20社の株式との交換を元に戻す形で、同じように〕按分比例基準 (pro rata basis) でおこなわれた。」⁶⁵⁾ より具体的にいうと、「この交換はニュージャージー・スタンダード石油会社の優先株なら

60) Jeremiah Wipple Jenks and Walter E. Clark, *The Trust Problem*, 4th ed., New York, 1919, p. 338.

61) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 310.

62) Stevens, *op. cit.*, p. 76.

63) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 311.

この「10,000,000ドル」の「優先株は消却された」(Jenks and Clark, *op. cit.*, p. 338.) ので、「1900年以後、持株会社〔ニュージャージー・スタンダード石油会社〕では、発行優先株は存在しなかった。また、社債も発行されなかった。」(Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 633.)

64) Owens, *op. cit.*, p. 380.

65) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 311.

びに他の19社のおのおのの株式の〔第2表第6欄にみられるような〕指定された端数株 (fractional share) にたいしニュージャージー・スタンダード石油会社の普通株1株の割合でおこなわれた。⁶⁶⁾

では、この場合、株式交換比率の分子を構成している、20社のおのおのの株数の総計が1,422,889株であったのに、分母を構成している、それと交換に「発行さるべきニュージャージー・スタンダード石油会社の普通株総数が1892年に発行されていたトラスト証券数と丁度同じ972,500株であった」⁶⁷⁾という事実はなにを意味しているのだろうか。

「1899年にニュージャージー・スタンダード石油会社が受入れた株式〔1,422,889株〕と交換に〔1892年のトラスト証券の発行数と丁度同じ〕972,500株の〔普通〕株を発行したという事実」⁶⁸⁾は、一方では、「1892年から1899年までの間の〔スタンダード石油〕利益共同体の〔中継組織としての〕有効性」⁶⁹⁾を示すと同時に、他方では、すでにのべたように、その間に「利益の大部分が株主へ分配されないで、事業へ再投資された」⁷⁰⁾ため、過小資本化が一層進んだのに、ニュージャージー・スタンダード石油会社の資本化をそこへ編入された19社ならびに旧ニュージャージー・スタンダード石油会社の資本金総計よりもはるかに小さい97,250,000ドルにおさえて、それまでの過小資本化を修正するどころか、逆に一挙に拡張してしまったことを物語っている。

もちろん、「1899年以後にも、スタンダード石油〔系列諸会社〕は1880年以來のそのほとんどすべての歴史を通じた注目すべき特徴である確固とした自己金融政策をとりつづけた。」⁷¹⁾しかし、「持株会社〔ニュージャージー・スタンダード石油会社〕の資本化は、再投資された利益ならびに〔それによる〕資

66) Nevins, *op. cit.*, Vol. 2, pp. 355-356; p. 241.

67) Giddens, *op. cit.*, p. 60.

68) Owens, *op. cit.*, p. 381.

69) Owens, *op. cit.*, p. 381.

70) Jones, *op. cit.*, p. 89.

71) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 615.

産の現実的増価に相応して引上げられなかった。』⁷²⁾事実、第3表上段に示したように、ニュージャージー・スタンダード石油会社の〔連結会計における〕純資産は1899年の196,713,318ドルから1910年の615,956,056ドルへ〔急激に〕増加した。〔そして〕この増大は……年々の利益の約半分の〔再〕投資をあらわしていた。』⁷³⁾しかるに、「ニュージャージー・スタンダード石油会社の発行株式は……1911年までの間にほとんど増加しなかった。』⁷⁴⁾

第3表 ニュージャージー・スタンダード石油会社における過小資本化の進行
(単位・ドル)

年度	資本化	純資産	純益	配当
1899	97,250,000	196,713,318	64,456,674	32,092,500
1900	97,448,700	205,480,449	55,501,775	46,691,474
1901	97,448,900	210,997,006	52,291,768	46,775,390
1902	97,448,900	231,758,406	64,613,365	43,851,966
1903	97,448,900	270,217,922	81,336,994	42,877,478
1904	98,338,300	297,489,225	61,570,111	35,188,266
1905	98,338,300	315,613,262	57,459,356	39,335,320
1906	98,338,300	359,400,193	83,122,251	39,335,320
1907	98,338,300	415,432,799	131,274,808	39,335,320
1908	98,338,300	526,538,701	116,445,910	39,335,320
1909	98,338,300	568,727,055	77,413,508	39,335,320
1910	98,338,300	615,956,056	87,705,976	39,335,320
1911	98,338,300	660,451,800	95,414,239	36,385,171
1912	98,338(000)	307,303(000)	35,320(000)	19,668(000)
1913	98,338	293,463	(35,108) 45,879 (45,692)	19,668,000 39,335,000

() 内は公表利益。ゴチックは「分割過程で分離された〔子〕会社によって親会社へ返却された資金から支払われた特別配当」

下3ケタ省略した数値〔000〕 G. S. Gibb and E. H. Knowlton, *The Resurgent Years 1911-1927*, New York, 1956, pp. 598, 666, 668. それ以外の数値 *Ibid.*, p. 40; R. W. Hidy and M. E. Hidy, *Pioneering in Big Business 1882-1911*, New York, 1955, p. 633.

72) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 634.

73) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 632.

74) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 633.

このように、「1899年から1911年までの13年間に……資本化にほとんど変更を加えることなく、利益の約50%が事業へ再投資された」⁷⁵⁾が、「もしもニュージャージー・スタンダード石油会社の経営者が投資の比較的正確な数値を反映することを資本金にのぞんだならば、当社の資本化は1911年に実際に形成されていた[98,338,300ドル]よりもはるかに高くなければならなかったはずである。」⁷⁶⁾「当社の役員が……所信を表明した」⁷⁷⁾ように、「たとえ資産の簿価が完全には『現実価値 (real value)』をあらわしていなかったとしても、純資産の簿価の著しい増加は、ニュージャージー・スタンダード石油会社の経営者をして年々資産の増価を見積って株式を発行してゆくこと (issuing stock in reappraisal) を正当化したであろう。」⁷⁸⁾

このようにみえてくると、「利益のかなりの部分が再投資された」⁷⁹⁾のに、そこから生ずる「純資産 [の増加] に見合って、ニュージャージー・スタンダード石油会社の資本化を修正する手続を当社の経営者がとらなかったことは大きな誤り (a major error) であったと思われる。」⁸⁰⁾この点を当社の経営者がどの程度まで認識していたかはともかくとして、「明らかに過小資本化されていた」⁸¹⁾

75) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 634.

76) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 638.

77) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 624.

「ロックフェラーは貸借対照表上純資産が過小に評価されていたとみなした」⁸²⁾が、「1906年にはじめて若干の会社の設備について臨時償却 (special depreciation) をし、他の会社では〔それよりもはるかに大規模に、過年度の過大な〕減価償却の戻入れ (restoring) をして、資産をより現実的に評価しようとする試みがなされた。」(Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 625.) 事実、「利益がかなり大きくなつた2つの年度、1907年と1908年は、それ以前に控除された減価償却の戻入れによって著しく影響された。」(Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 626.)

「この戻入れは……1907年には28,848,891ドルの高額に達した」⁸³⁾が、かかる減価償却の戻入れは、見方をかえれば、「1909年における連邦法人 [所得] 税の導入」にそなえて、未償却残高の拡大をねらって実施された「減価償却政策」(Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 624.) であったといえよう。

78) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 638.

79) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 638.

80) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 638.

81) Jones, *op. cit.*, p. 273n.

「剰余利益の再投資をのぞいた事業への……〔元入〕投資を基準にして分析してみると」「1882年に〔スタンダード石油トラストが受入れた〕資産の評価額 (55,710,698ドル) に1882年以来、

資本金「98,338,300ドルにたいしばく大な利益……を示すことは一般の人心や政府の意向に誤った印象をもたらした」⁸²⁾から、ニュージャージー・スタンダード石油会社は累積された過小資本化の修正に早晩着手しなければならなかったが、その機会は1911年の合衆国最高裁の分割命令によって外生的に作りだされた。

IV 子会社株式の分配と株式配当による過小資本化の修正

「1911年に合衆国最高裁の命令によって、ニュージャージー・スタンダード石油会社によって所有されていた主要構成会社33社が親会社の財務的支配から分離 (separate) された」⁸³⁾ときに、ニュージャージー・スタンダード石油会社が子「会社の分離 (separation of companies)」⁸⁴⁾のために実施した子会社「株式の〔親会社株主への〕比例分配 (prorata stock distribution)」⁸⁵⁾は、「額面100ドルで983,383株を発行していたニュージャージー・スタンダード石油会社の資本化と各子会社の資本化とを基準にしていた。」⁸⁶⁾より具体的にいうと、子会社株式の親会社株主への比例分配にあたり「比例基準 (proportional basis)」⁸⁷⁾として用いられた分数の「分母はニュージャージー・スタンダード石油会社の発行株式数983,383株であり、分子はニュージャージー・スタンダード石油会

〔元入〕投資された額を加えて算定される〔元入〕投資は、1906年に69,024,480ドルである」から、
「1906年に98,338,382ドルの資本金をもっていた〔ニュージャージー〕スタンダード石油会社は、約30,000,000ドルだけ過大資本化されていた」(Jones, *op. cit.*, p. 89.) ことになるであろう。リーフマンはこの分析結果を無批判的に取入れて、「1億ドルの資本金はたしかに約30%の過大資本化であった」(Robert Liefmann, *Kartelle, Konzerne und Trusts*, 8 Aufl., Stuttgart, 1930, S. 355.) とのべている。しかし、「そのときの資産の現実価値 (the cost of reproducing the property) と比較してみると、それは明らかに過小資本化されていたのである。」(Jones, *op. cit.*, p. 273n.)

82) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 638.

83) George Ward Stocking, "The American Petroleum Industry," in H. T. Warshaw (ed.), *Representative Industries in the United States*, New York, 1928, pp. 547-548.

84) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 711.

85) George Sweet Gibb and Evelyn H. Knowlton, *The Resurgent Years 1911-1927*, New York, 1956, p. 6.

86) Giddens, *op. cit.*, p. 130.

87) Giddens, *op. cit.*, p. 130.

社が保有している各子会社の株式数であった。」⁸⁸⁾

こうして、「ニュージャージー・スタンダード石油会社の全株主は……〔1株当たり第4表第4欄に示した割合で、子〕会社〔33社〕のそれぞれの比例持分 (ratable proportion) を受取った。」⁸⁹⁾その「効果はニュージャージー・スタンダード石油会社の各株主を分離された子会社の間接的所有者から直接的所有者にしたにすぎなかった」⁹⁰⁾が、ニュージャージー・スタンダード石油会

第4表 ニュージャージー・スタンダード石油会社の子会社株式分配 (の事例)

子 会 社	資 本 金	保有率	ニュージャージー・スタンダード石油株 1株あたり分配割合
Anglo-American Oil Co., Ltd.	1,000,000 ^{ポンド}	99.9%	1 ^株
Atlantic Refining Co.	4,999,900 ^{ドル}	99.9	49,996/983,383
Borne, Scrymser Co.	200,000	99.8	1,995/983,383
Colonial Co.	250,000	99.7	2,493/983,383
Ohio Oil Co.	15,000,000	99.9	149,994/983,383
Standard Oil Co. (California)	25,000,000	99.9	249,995/983,383
Standard Oil Co. (Indiana)	1,000,000	99.9	9,990/983,383
Swan & Finch Co.	100,000	99.7	994/983,383
Washington Oil Co.	100,000	71.5	7,143/983,383
Waters-Pierce Oil Co.	400,000	68.6	2,747/983,383

第2・3欄 R. W. Hidy and M. E. Hidy, *Pioneering in Big Business 1882-1911*, New York, 1955, pp. 608-609. ただし, Standard Oil Co. (California) のみ J. Ise, *The United States Oil Policy*, New Haven, 1926, p. 229. 第4欄 J. W. Jenks and W. S. Clark, *The Trust Problem*, 4th ed., New York, 1919, p. 339n; J. K. Winkler, *John D.*, New York, 1929, p. 164-165; A. Nevins, *John D. Rockefeller*, Vol. 2, New York, 1941, p. 604; *Study in Power*, Vol. 2, New York, 1953, p. 380; P. H. Giddens, *Standard Oil Company (Indiana)*, New York, 1955, pp. 130-131; Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 710. ただし, The Ohio Oil Co. の場合の分子のみ訂正。

88) Nevins, *op. cit.*, Vol. 2, p. 604; p. 380.

89) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 711.

90) Gibb and Knowlton, *op. cit.*, p. 6.

「それは会社間所有 (inter-corporate ownership) を株主間所有 (inter-stockholder ownership) に代えたものであった。」(Burtchett, *op. cit.*, p. 812n.) 「その結果, ニュージャージー・スタンダード石油会社の株主は間接的支配の代りに直接的支配を入手した。」(Marquand, *op. cit.*, p. 182.) もちろん, その場合, 経営者として「ニュージャージー・スタンダード石油会社の株式の過半数を保有していた7人の個人〔株主〕は,〔分割後も〕同じく34社のそれぞれの株式の過

社にとっては、株式配当と同じように、それまでに進行した過小資本化を修正する役割をはたした。

この点を数字をあげて説明すると、「1911年12月31日にスタンダード石油
コンピニョーション系列諸会社の純資産総計は660,452,000ドルで、このうちニュー・ジャージー・スタンダード石油会社と「そこから分離されないで」残された子会社は285,532,000ドルを所有していた⁹¹⁾のにたいし、そこから「分離された子会社33社の純資産は合計して「ほぼ」375,000,000ドルで、分割前純資産総計の57%に相当していた⁹²⁾から、その分だけニュー・ジャージー・スタンダード石油会社における過小資本化は修正されたわけである。その結果、ニュー・ジャージー・スタンダード石油会社における資本化の過小分は子会社分離前の660,452,000-98,338,300=562,113,700ドルから分離後の285,532,000-98,338,300=187,193,700ドルへ削減されたのである。

以上みてきたように、ニュー・ジャージー・スタンダード石油会社では、子会社株式の親会社株主への分配を通じた子会社の分離によって、それまで進行しつづけた過小資本化が修正されたが、そこから分離『独立』した子会社も、すでにのべたように、過小資本化されていたので、その修正を株式配当を通じておこなうため、「あいついで、その資本金を増加した。』⁹³⁾

その場合、「特に劇的であったのはインディアナ・スタンダード石油会社によっておこなわれた出し物であった⁹⁴⁾」ので、まず、この会社が実施した「有名な2,900%の株式配当⁹⁵⁾」とその過小資本化修正効果について考察してみよう。

「半数を保有した。」(Giddens, *op. cit.*, p. 133.)

したがって、その「直接的効果は所有の変動ではなく、管理の分権化 (decentralization in control) であった。」(Stocking, *op. cit.*, p. 553.) といえよう。

91) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 713.

92) Gibb and Knowlton, *op. cit.*, p. 6.

このように、分割前の「純資産の57%を失ったニュー・ジャージー・スタンダード石油会社は、[1911年の]年間収益力 [95,414,239ドル] の91% (86,774,000ドル) の削減をこうむった。」

(Gibb and Knowlton, *op. cit.*, p. 7.)

93) Winkler, *op. cit.*, p. 166.

94) Nevins, *op. cit.*, Vol. 2, p. 608; p. 383.

95) Winkler, *op. cit.*, p. 160.

インディアナ・スタンダード石油「会社は、1911年に資本金が1,000,000ドルにすぎないのに、28,146,422.26ドルの〔純〕資産をもっていたから、明らかに過小資本化されていた。したがって、〔ニュー・ジャージー・スタンダード石油会社から分離『独立』したさいに〕取締役が最初におこなった活動の1つは資産と資本を均等化することであった。1912年2月6日に突然なんら予告もなしに、取締役は当社の資本金を1,000,000ドルから〔一挙に30倍の〕30,000,000ドルに引上げることを決め、この2,900%の増〔資〕は3月7日の年次総会で株主の承認を求めるむね通知して、センセーションをまきおこした。この宣言は当社の〔株式〕証券に巨額の秘密の価値 (the great hidden values) がかくされている最初の証拠の1つであった。』⁹⁶⁾しかし、「だれもこの通知から新たに発行される29,000,000ドルの株式が株主へ〔無償で〕交付されるのか、それとも1株当たり100ドルで株主によって払込まれるのか、わからなかった。……〔2月9日から〕7日過ぎてから、経営者は新株が〔旧〕株〔1株〕にたいし29株の割合で株主へ〔無償〕交付されることを通知した。』⁹⁷⁾「その後、〔当社の〕株式はそれぞれ29株の株式配当を受取った。』⁹⁸⁾

こうして、インディアナ・スタンダード石油会社の過小資本化は完全に止揚されたばかりか、分離後株式配当までに累積した利益剰余金が30,000,000—28,

96) Giddens, *op. cit.*, p. 137.

ムーディーが1904年に「スタンダード石油会社の経営者によって損益計算書が公開されたことはかつてなかった」(Moody, *op. cit.*, p. 111.) といっていたように、1906年にはじまり、1911年におわたつた「分割訴訟以前には、スタンダード石油会社はいかなる財務諸表も公表しなかった。しかしながら、当裁判の間に、系列諸会社の資産と利益がはじめて公開された。しかし、この情報は株主へはゆっくりと浸透していった〔ので〕、財務上将来起りうべきことを予知した人々は、大株主の手への株式のより一層の集中をもたらしだ端数株 (splinters) を〔寄せ集めて〕わしづかみにした。』(Giddens, *op. cit.*, p. 131.) その結果、たとえば、インディアナ・スタンダード石油会社の場合には、1911年9月1日に、整数株 (whole shares) と端数株を保有している857人の株主ならびに端数株のみを保有している5,224人の株主 (総計10,000株を保有している6,081人の株主) から構成されていたのが、数カ月後の1912年4月1日には、整数株のみを保有している108人の株主、整数株と端数株を保有している773人の株主ならびに端数株のみを保有している4,193人の株主 (総計10,000株を保有している5,074人の株主) から構成されるにいたつた (Giddens, *op. cit.*, p. 131.)

97) Giddens, *op. cit.*, p. 137.

98) Nevins, *op. cit.*, Vol. 2, p. 608; p. 383.

146,422.26=1,853,577.74ドルよりも少なかった場合には、逆にそれだけ過大資本化となったが、このような過小資本化修正のための「株式配当はその後〔1年〕数ヶ月の間にゆるやかにスタンダード石油系列諸会社で相次いでフォローされた。」⁹⁹⁾たとえば、「ニューヨーク・スタンダード石油会社は〔1911年に〕60,024,000ドル〔の純資産〕をもっていて、〔子会社分離後のニュージャージー・スタンダード石油会社に次いで〕第2位に立っていた」¹⁰⁰⁾が、その時の資本金は「15,000,000ドル」¹⁰¹⁾で、45,024,000ドルだけ過小資本化されていたので、「1913年6月に15,000,000ドルから〔400%株式〕配当によって〕75,000,000ドルへ引上げられた。」¹⁰²⁾こうして、60,000,000ドルにのぼる過小資本化の修正をおこなったので、分離後株式配当までに累積した利益剰余金が75,000,000-60,024,000=14,976,000ドルよりも少なかった場合には、それだけ過大資本化となった。

99) Giddens, *op. cit.*, p. 137.

100) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 713.

101) Hidy and Hidy, *op. cit.*, p. 609.

102) Harry W. Laidler, *Concentration of Control in American Industry*, New York, 1931, p. 26n.