

アメリカ独占確立期の資本水増と プロモーター利得

加 藤 盛 弘

目 次

I はじめに

II 企業のプロモーションと資本水増の方法

III 資本水増とプロモーター利得

- 1) 7つの巨大トラストの資本水増とプロモーター利得
- 2) その他のトラストの資本水増とプロモーター利得

IV おわりに

I はじめに

アメリカにおけるトラスト運動は1879年にはじまり1903年に終わるといわれる。1879年は Standard Oil Trust が最初に組織された年であり、1903年は Northern Securities Co. 事件の判決があった年である。そのトラスト運動は通常2つの時期にわけられ、第2期は1898～1903年とされている。そして持株会社を中心とする近代的トラスト運動はこの時期に展開された。Moody によれば、1904年1月1日までに組織（あるいは組織変更）され、活動している産業トラストは、巨大トラスト7、中小トラスト (lesser trust) 298、組織がえの過程にある重要トラスト13、合計318であり、そのうち、1898年1月1日以降に組織されたものが236 (74.2%) といわれる。しかも、発行証券額（株式、社債）についてみれば、合計\$7,246,342,533のうち、1898年以降に組織されたものが\$6,049,618,233 (83.5%) である。¹

このことは、第2期トラスト運動の時代に圧倒的に多数のトラストが組織されたかあるいは組織変更されたことを示している。そして、この時代のトラスト運動の1つの特徴は、それ以前のトラスト形成が産業資本家のリーダーシップのもとにおこなわれた（典型的には Standard Oil）のに対して、投資銀行家や職業的プロモーターに

1. John Moody, *The Truth about the Trust*, 1904 (Moody Publishing Company), pp. 485-486.

よって、おしすすめられたことである。職業的プロモーターの多くは巨額の水割株式を発行し、たんにプロモーター利得の獲得を目的として、企業結合、トラストの形成をおしすすめたことと思われる。しかし、大投資銀行家モルガンの場合にはそうではなかった。巨額なプロモーター利得をうることも1つの重要な目的であつたろうが、それだけではない。そこでの主要な目的は消極的な意味での競争排除ではなく、なによりも生産と資本の集中による独占の形成であり、金融資本モルガン帝国 (Morgani-²zation) の形成であつた。企業結合、トラスト運動はまさに独占形成の運動だったのである。そして、そのトラスト運動のなかであつた1つの注目すべき現象は巨額の水割株式の発行による過大資本化現象である。この過大資本化現象はその後の企業の財務政策のうえに、さらには、それに規定される諸制度や理論 (たとえば会計制度や会計理論にも) のうえにも、数々の影響を与えていることと思われる。

そこで、以下、過大資本化現象と、それを促進した1つの要素であるプロモーター利得の実態について、検討してみよう。³

II 企業のプロモーションと資本水増の方法

それでは、水割株式の発行はどのようにしておこなわれたのであろうか。Meade は通常の企業のプロモーションの過程を鉱山業を例にとつて説明している。その仮設例はプロモーターが50人の農民が所有する5000エーカーの炭田を購入し、鉱山会社をおこす、というものである。

プロモーターはまず個々の農民を別々に説得して、6ヶ月以内にいつでも1エーカー20ドルで、炭田を購入する権利 (option of purchase) を取得する。つぎに、その事業を遂行するのに必要な資金を調達するために株式会社を設立する。その会社の

2. Morgani-²zation の最終的表現である会社の結合はつぎのことを含んでいたといふ。

1. 価格を統制 (支配) し、利潤を保証するための競争の制限。
 2. 高度の生産能率を保証するための産業の結合。
 3. 過大資本化と巨額なプロモーター利得。
 4. 金融上の利害関係 Financial interests による支配の保証 (Lewis Corey, *The House of Morgan*, 1930, p. 285)
 3. このような問題については、わが国においてもすでに、多くのすぐれた研究が出されている。たとえば、鎌田正三教授の『アメリカの独占企業』、呉天降教授の「アメリカの証券発行・引受機構の研究」(1)(2)(3) (『証券研究』16, 17, 20巻)をはじめ、同教授の一連の研究など。
- ここでは具体的な数字をできるだけ多く出すようにつとめてみた。

資本金は、その財産のもつ収益力にもとづいて決定され、1エーカーの収益力が100ドルだとして、資本金は50万ドルとされる。そしてさらに、その株式の発行による資金調達を容易にするために、株式は1ドルにつき50セントで売られ、額面50万ドルの株式によって25万ドルが調達される。そのようにして調達された25万ドルのうち、10万ドルは炭田の購入にあてられ、7万5千ドルは運転資本にあてられる。そして、残りの7万5千ドルがプロモーターの利得となる（あるいは彼を助けた金融業者の間で分割される¹）。

これが典型的なプロモーションであるという。もちろん、個々の場合には細部において差異がある。しかし、以下の基本的な点においては同じである、という。

- (1) 金儲けの機会を購入する権利の取得。
- (2) その機会の購入と開発とに必要な資金の合計額よりも高い金額での資本化。
- (3) 機会の購入と開発とに要する金額以上の価額で資本証券を売却すること。その差額がプロモーター利得である²。

このように、通常の企業プロモーションにおいてさえ(トラストの組織化でなく)、取得される資産の現実価額をはるかにこえる金額で資本化される。その資本化は「収益力の資本化」という名目によってなされる。しかし、その資本化が収益力の資本化ではなく、現実にはたんなる資本の水増にすぎないがゆえに、株式は額面をはるかに下回る価額で発行されざるをえない。「収益力の資本化」は資本の水増=水割株式発行の口実にしかならない。ここに過大資本化現象が必然化されるとともに、プロモーター利得への道がひらかれるのである。

この「収益力の資本化」による資本水増=過大資本化はトラストの形成において、一層鮮明になる。

トラスト・プロモーターは競争する諸企業を結合させることによってトラストを組織する。その組織化の過程は、まず、プロモーターが競争する諸企業をそれぞれの過去の収益力を基準にして、購入する権利を獲得することからはじまる。そのそれぞれの競争企業の過去の収益力は、たかひの競争によって減じられている。一方、新しく組織される結合会社(トラスト)は増大する収益力にもとづいて資本化される。なぜなら、競争企業が新会社のもとに結合され、競争が排除されるがゆえに、新会社の収益力は競争諸会社の収益力の和よりも大きくなるからであるという。そして、相互の

1. E. S. Meade, *Trust Finance*, 1907, (D. Appleton and Company), pp. 53-55.

2. *Op. cit.*, p. 56.

競争によって減少している過去の収益力にもとづく資本化額と、競争を排除することによって増大するであろう新会社の予想収益力の資本化額との差額がプロモーター利得の源泉になるのである。³ここに、結合会社（トラスト）が被結合会社より引きつぐ資産の現実価額をこえての資本化が必然化されるのである。

このことについても、Meade は1つの仮設例を用いて説明している。

いま、プロモーターが結合しようとする30の競争企業の1社の平均価値が50万ドルであるとす。この数字は相互の競争によって減少している年々の利益5万ドルを資本化したものである。ところが、これらの競争企業が全部結合されることによって競争が排除され、企業の平均価値は50万ドルから75万ドルに増大するとす。この場合には新会社は2250万ドル（30社×75万ドル）で資本化されう。そして、この株式は購入権に対する支払をなし、運転資本を用意したうえで、プロモーターに巨額の利得を残しうる金額で売られる。「結合による経済性の増大を資本化し、その資本証券を売却し、売上金の一部を利益として受け取ること、これがトラスト・プロモーターが得ようと求めていた利得である」。⁴

このようにトラスト・プロモーターは競争の排除によって増大する「収益力を資本化」するという論理によって、構成諸会社より引きつがれる資産の価額をはるかに超過する金額で資本化するのである。そして、その資本証券は通常、優先株と普通株とにわけられ、優先株は「競争状態のもとでの企業の価値をあらわし」、普通株は競争企業の結合によって増大した収益力あるいは将来の収益力をあらわす、⁵とされる。したがって、普通株はいわば現実の資産によってうらづけられない、のれん価値の資本化されたものである、ということになる。このような論理によって「合理化」される普通株⁶を優先株と抱合せ発行し、その普通株をボーナス株として利用することによ

3. *Op. cit.*, p. 63.

4. *Op. cit.*, p. 64.

5. *Op. cit.*, p. 100.

6. 「水増部分」としての普通株に対する批判をやわらげるためか、Meade はつきのようにいっている。

トラストの過大資本化についてよく聞くが、優先株は非常に有利な状態におかれている。なぜなら、どのように過大資本化されていても（たとえば2500万ドルの財産に対して額面5000万ドルの株式が発行されていても）、優先株に対する配当は、つねに普通株にさきだって保証されており、普通株のゆえに優先株の権利がおかされることはない。したがって、普通株の水割株式は優先株には関係がない、と。

(*Op. cit.*, p. 101.)

て、トラスト形成が促進されたのである。

トラスト・プロモーターはより多くの利得を得るために、購入権に対する支払（被結合会社に対する支払）を有利におこなわなければならない。それは、現金にて支払わずに、できるだけ新設会社（トラスト）の株式によって支払うことである、という。その理由は第1に、巨額の現金を調達することがなによりも困難である、ということであり、第2に、調達する現金が巨額になればなるほど、引受業者の引受にともなう危険が増大し、したがって、その要求するボーナスも大となるため、プロモーターの手に残る株式が減少するということであり、第3に、プロモーターが巨額の株式をただちに売却して現金化することは、トラストの将来性について一般大衆に警戒心をい⁷たかせることになる、ということである。そこで、プロモーターは被結合会社の株主が新会社の株式を持つ気になるように働きかけるのである。具体的には被結合会社の資産価額または株式価額に等しい優先株をあたえ⁸たうえに、さらに普通株をボーナスとして与えることによって、現金を受取るよりも有利と思われるようにするのである。もちろん、ボーナスとして与えられる普通株の量は結合される企業の力によってことなる。トラスト・プロモーターがどうしても、そのトラストに入れようとする企業に対しては巨額のボーナスを出すであろうし（U. S. Steel における Carnegie の⁸ごとし）、逆にトラスト形成上、それほど大きな意味をもたない企業（あるいはどのような条件でもトラストに買って⁹もらいたいと望んでいる企業）に対しては、買いたたきをおこな⁹うであろう。一般に、かなり有利な条件で新設会社の株式が与えられた（新旧株式の交換がなされた）ようである。たとえば、いわゆる“Moore Companies”といわれた National Steel, American Tin Plate, American Sheet Steel, American Steel Hoop の場合には、現金を受取るか、現金価額と同額の優先株と同額の普通株を受取るかの¹⁰選択権があたえられたという。このような場合には株主は現

7. *Op. cit.*, p. 98.

8. Carnegie は Moore が合同を計画したときには \$ 157,000,000 で売るといい、Rockefeller が計画したときには \$ 250,000,000 に値上げした。さらに Morgan に対しては現金、社債、U. S. Steel の株式で \$ 447,000,000 を要求し、Morgan はそれを承諾した。Carnegie Steel は鉄鋼トラストにはかくことのできない存在だったからである。そして、その売買の数ヶ月後、Carnegie が Morgan に会ったとき、さらに1億ドル多く要求すべきであったと言ったとき、Morgan はそれでも承諾したであろうと答えたという。（Lewis Corey, *The House of Morgan*, 1930, pp. 263-269）

9. Meade, *ibid.*, pp. 95-96.

10. W. Z. Ripley (ed), *Trusts, Pools and Corporations*, 1916 (Ginn and Co), p. 187.

金よりも株式による支払をうける方が有利であることは明らかである。なぜなら、優先株は額面の90%くらいで、普通株は額面の40~35%くらいで売られることが多かったからである。

増大せる「収益力の資本化」なる名目のもとになされる資本の水増=水割株式の発行と普通株・優先株の抱合せ発行なる方策によって、トラスト形成は利益あるものとして促進されたのである。さらに、「増大せる収益力の資本化」ということが、水増合理化の論理にすぎないことを再度指摘しておこう。

「産業トラストにおいては累積優先株はほとんど例外なく、普通株と同額で発行された¹¹」という。このことは、普通株がトラスト形成によって獲得される収益力の資本化部分であるという前記の論理と関連させると、奇妙な論理的帰結をもたらす。それは、産業トラストにおいては、トラスト形成によって収益力はほとんど例外なく、結合前の収益力の2倍になる、ということである。これはいかにも奇妙なことである。トラスト形成において収益力が増大する割合は、それぞれの場合において異なるはずである。にもかかわらず、増大する収益力の資本化部分といわれる普通株が、通常、優先株と同額発行されるということは何を意味するのか。それは「収益力の資本化」ということが、資本水増のためのたんなる論理になっている、ということである。普通株はトラスト形成によって獲得される増大せる収益力を資本化したものではなく、トラストの形成によって獲得されるであろうなほどかの超過収益力を口実として、取得される資産の現実価額を超過して発行された資本水増分である。当時の資本集中方式のもとにおいては、取得資産以上の金額で資本化すること、いわゆる水割株式の発行（優先株と普通株の抱合せという方法で）によって、トラストの形成が容易にされ（独占の確立が促進され）、トラスト・プロモーター（投資銀行家・金融資本）のトラスト形成にともなう利潤の獲得が援助されたのである。したがって、「収益力の資本化」は「資本水増」、「水割株式」発行を合理化するための論理にすぎない。そのことによって、過大資本化が「合理化」され、プロモーター利得の獲得が援助されたのである。

Ⅲ 資本水増とプロモーター利得

1) 7つの巨大トラストの資本水増とプロモーター利得

トラストの形成において、現実にとどの程度の資本水増がなされ、プロモーターはそ

11. Meade, *ibid.*, p. 102.

のなかから、どの程度を自己のポケットに入れたのであろうか。

A. S. Dewing は14の産業トラストについて分析したうえで、平均すれば、発行証券の40%が有形資産をあらわし、60%が超過分であり、プロモーターの利得は全体の10%にあたる、としている。そして、かりに1千万ドルの証券を発行する典型的な産業合同を考えてみると、それぞれの割合は以下のようになる、としている¹。

工場の現実価値	\$ 4,000,000
工場に対する支払超過額	2,000,000
プロモーターに対する補償	1,000,000
銀行家に対する補償	1,000,000
投資大衆に発行される証券のボーナス	1,500,000
設立費	500,000
	\$ 10,000,000

このように、資本の水増分は全発行資本の60%にもおよび、プロモーター利得は10%の巨額になる、という。以下、いくつかの巨大トラストについて検討してみよう

A) U. S. Steel Corporation

U. S. Steel の資本水増とプロモーター利得は、その規模の大きさのゆえにあまりにも有名である。

The Shelby Steel Tube Company 取得後 (1901年8月) の U. S. Steel の資本・負債はつきのごとくであった。

Steel Corporation bonds	\$ 303,450,000
Underlying bonds	59,091,657
Purchase money obligations, etc.	21,872,023
Preferred stock	510,205,743
Common stock	508,227,394
合計	\$ 1,402,846,817

会社局 (Bureau of Corporations) はこの U. S. Steel の資本化が過大であるか否かを決定するために、1901年における財産価値を3つの方法によって詳細に検討した。第1法は U. S. Steel に結合された諸会社の投資額にもとづいて資産額を計算

1. Arthur S. Dewing, *Corporate Promotions and Reorganization*, Harvard University Press, 1930, pp. 540-542.

する方法である。第2法は被結合諸会社の設立時から1900年12月31日までのそれぞれの会社の株式の平均週間価格を用いて証券の市場価格を計算し、それによって資産額を計算する方法である。したがって、これにはのれん価値も反映されることになる。第3法は有形資産 physical properties の評価による方法であり、この方法がもっとも正確であるとしている。

それぞれの方法による資産評価額はつぎのとおり²。

	資産評価額	資本・負債との差額 (水増)
第1法	\$ 676,000,000	\$ 726,846,817
第2法	793,000,000	609,846,817
第3法	682,000,000	720,846,817

「したがって、会社局の結論は、普通株の全部が水増であるということ、すなわち、その株式の背後には何らの財産もないということ、そして、優先株についても約10%という巨額の水増がある、ということであった。無形資産を含めてさえも、普通株は期待独占利潤 (hope of monopoly gains) をあらかず以外の何物でもなかった。したがって、いかなる合理的基準によろうとも、U. S. Steel は非常に大きく過大資本化されていた。」³

設立時における U. S. Steel の資産はその現実価値の2倍以上の金額で表示されていたのである。

つぎに、プロモーター・モルガン商会は、この会社の設立によってどれほどの利得をえたのであろうか。

Morgan 商会をマネージャーとして、最初の8社の株式を取得するために、2億ドルの引受シンジケートが結成された。しかし、この2億ドルは、シンジケート加盟者がマネージャーに対して負う義務であり、U. S. Steel に対する義務ではなかった。それのみならず、2億ドルは名目的義務であり、実際には現金で2500万ドル以上調達することはないのであろう、ということが一般に了解されていた。実際に、設立費用の300万ドルを加えて、2800万ドルが調達されたにすぎなかった。この2800万ドルと引受サ

2. Eliot Jones, *The Trust Problem in the United States*, Macmillan Co, 1929, pp. 207-208.

3. *Op. cit.*, p. 280.

4. 8社とは Carnegie, Federal Steel, National Steel, American Tin Plate, American Steel and Wire, National Tube, American Steel Hoop, American Sheet Steel である。(*Op. cit.*, p. 202)

ービスに対する報酬として、シンジケートはなんと額面で \$ 129,997,500 の U. S. Steel の株式をえた (優先株 649,987 株、普通株 649,988 株)。そして、1901 年の平均価格が普通株 44 ドル、優先株 94 ドルであったので、それを乗ずると \$ 89,700,000 となる。しかし、実際に実現された金額はほぼ \$ 90,500,000 であったと思われる。それから現金支出 2800 万ドルを控除して、シンジケートは \$ 62,500,000 という巨額の利益をえたことは明らかである。この金額からモルガン商會が manager の報酬として 20% を受取り、残りの \$ 50,000,000 がモルガンを含む引受シンジケートのメンバーの間で分配された。⁵

さらに、U. S. Steel を構成する諸会社が設立に際してプロモーターに支払った株式との交換に渡された U. S. Steel の株式までも考慮に入れると、この金額はさらにふくれ上がる。リプレーによると、引受シンジケートのプロモーターに対する報酬として 7 つの構成諸会社⁶によって発行された株式は額面で \$ 63,306,811 をくだらない。そしてこの株式との交換に発行された U. S. Steel の株式は、優先株 \$ 4,846,904、普通株 \$ 72,122,090。これに U. S. Steel のプロモーターに対する報酬 \$ 73,997,500 を加えると、\$ 150,966,494 となる。なんと 1 億 5000 万ドル以上 (U. S. Steel の全発行株式の約 15%) の巨額の株式が直接あるいは間接にプロモーションあるいは引受サービスのために発行されたのである。⁸

B) American Sugar Refining Company

American Sugar Refining Company はその前身であるトラスティー方式にもとづく Sugar Refineries Company (1887 年に組織) が 1890 年に違法である、と宣言されるにおよんで、1891 年に旧トラストを引きついで組織された。この会社は 1907 年に社長 H. O. Havemeyer が死ぬまでは、ほとんど企業に関する情報を公開しない政策をとってきた。⁹したがって、どのくらいの水増があったかは正確にはわからない

5. *Op. cit.*, p. 288. Ripley, *ibid.*, pp. 204-206.

6. 7 社とは Federal Steel, American Steel and Wire, American Tin Plate, National Steel, American Steel Hoop, National Tube, American Bridge である。

7. U. S. Steel のプロモーターに対する報酬は優先株、普通株各 452,898 株。額面で合計 \$ 90,579,680 と思われる (株式数を x とすると、 $x \times 44 + x \times 94 = 62,500,000$
 $138x - 62,500,000 \quad x = 452,898.4$)。

8. Ripley, *ibid.*, pp. 212-213.

9. David. F. Hawkins, The Development of Modern Financial Reporting Practices among American Manufacturing Corporations, *Business History Review*, Autumn 1963, p. 135.

が、旧会社がトラスティー方式によって組織されたとき、トラスト証券についての巨額の水割があり、それが新トラスト (American Sugar Refining) 形成に際して引きつがれたことは間違いないようである。E. Jones はこのことについて、つぎのようにいっている。

「1887年にトラストに結合された諸会社の資本 capitalization は \$6,590,000 であった。1887年に発行されたトラスト証券の金額と1891年に発行された株式の金額は \$50,000,000から15%の金庫株をマイナスしたものであった。したがって、トラストの資本は構成諸会社の資本の6倍以上であった。……

Industrial Commission は証拠を検討したうえで、つぎのように言っている。American Sugar Refining はうたがひもなく、1899~1900年にその工場を建設するならば必要とするであろう原価のすくなくとも2倍の金額で資本化されていた。しかもその原価 (1899~1900年の原価—加藤) は初期の頃 (1887年のことと思われる—加藤) の建設原価よりもはるかに高かった、と。…トラストの株式資本がどの程度実際の財産にうらづけられているか、どの程度期待独占利潤をあらわしているかを正確に見積ることはできないが、水増額がかなりの額であることは疑いない。¹⁰」

たとえば、Oxnard 氏は、1887年にかれの会社がトラストに結合されたとき、\$100,000 で資本化されているが、\$200,000の価値がある財産に対して\$750,000のトラスト証券を受取ったという。

また、American Sugar Refining のトラストとしての地位を維持し、強化するために、その有力株主が1900年に持株会社 National Sugar Refining Company of New Jersey (資本金 \$20,000,000 うち優先株 \$10,000,000) を組織し競争会社の株式を買いあつめた。同社の普通株は全額 (\$10,000,000) が H. O. Havemeyer (American Sugar Refining の社長) に、プロモーターの利潤としてあたえられた。¹¹

このように、いわば内部の人達によるプロモーションにおいてさえ、プロモーター利得が存在したのである。しかもその金額が資本金の半分という巨額なものであり、そのことだけでも、資本が2倍にも水増されたということは驚異である。

C) American Tobacco Company

1890年に New Jersey で設立されたタバコトラスト American Tobacco Com-

10. E. Jones, *ibid.*, pp. 120-121.

11. *Op. cit.*, p. 98.

pany も、その設立に際して、巨額の資本水増がなされた。同社は設立時に優先株 \$ 10,000,000 と普通株 \$ 15,000,000 を発行した。ところが、会社局の調査によれば、トラスト形成のために結合された5社の有形資産は合計 \$ 3,545,108 であり、のれんは \$ 8,954,892 を超えることはなかった。設立者が振出した手形 \$ 1,825,354 を認めるとしても、資産は多目に見積って、\$ 14,325,000 にすぎない。この資産に対して \$ 25,000,000 の株式が発行されたのである。したがって、普通株の3分の2以上が水増であった、といわれる。¹²

一方、プロモーターの利得についてみると、この American Tobacco は産業資本家自身が組織者であったがゆえに、いわゆる promoters' profits はなかった。しかし、トラストの形成に際して、前記のように非常に過大に資本化され、ほとんど資産のうらづけのない普通株に対して年々12%の高率配当がなされた(1895, 96年は減配された)。このようなかたちで、巨額の利益がプロモーターとしてではなく、産業資本家(株主)として獲得されたのである。¹³

American Tobacco はその後1901年に、Consolidated Tobacco Company のもとに Continental Tobacco Company と結合された。Consolidated Tobacco は持株会社であり、その株式 \$ 30,000,000 は内部の人達によって現金で払込まれた。その後同社の4%社債 \$ 200 と American Tobacco の普通株 \$ 100 とが交換され、Continental Tobacco の普通株 \$ 100 と4%社債 \$ 100 とが交換された。この交換は普通株の株主にとって有利であった。なぜなら Continental の普通株は配当をうけたことがなかったし、かなりの長い間1株 \$ 30 以下で売られていたのであるから。また、American Tobacco の株主にとっても水増部分にすぎない普通株が2倍の社債になったのであり、そして8%収入(利子)が保証されたのであるから、有利であった。しかし、Consolidated の組織者であり、株主である人々にとってはこの交換はさらに利益の多いものであった。なぜなら、両者の結合によって増大した巨額の利益が(社債利子を控除して)株式を独占した少数の株主の手中に入ったからである。¹⁵

この Consolidated Tobacco の資産は社債との交換によって大きく水増されたことは事実である。しかし、プロモーター利得は存在しなかった、という。¹⁶

12. *Op. cit.*, pp. 162-163.

13. *Op. cit.*, pp. 289-290. John Moody, *The Truth about the Trust*, pp. 73-75.

14. Moody, *ibid.*, p. 86.

15. Jones, *ibid.*, pp. 133-134.

16. *Op. cit.*, p. 291.

なお、1904年には、上記の American Tobacco, Continental Tobacco, Consolidated Tobacco の3社は合併して、1つの結合体 American Tobacco Company となった。

前述のように、これらの組織変更のたびごとに資本は巨額に水増されていったのである。Van Hise はこれについて1つの例を示している。すなわち、1885年に資本 \$250,000であったある会社が、American Tobacco Company が組織されたとき、じつに \$7,500,000で結合された。その後1908年までに、その金額はさらに \$22,000,000 になった。そして、それに対する現金配当と利子は \$16,900,000であった。かくて、最初の \$250,000の投資は1908年には \$39,000,000の株式・社債・配当・利子となり、1885年の事業価値の156倍となつたのである。¹⁷

このように驚くべき巨額の資本水増・過大化現象が存在したのである。

D) Amalgamated Copper Company

1899年に設立された完全な持株会社であり、1つの鉱山も所有していない。Moodyによれば同社の資本はそのスタートから大きく水増されていた、ということである。すなわち、同社は Anaconda Copper Mining の株式 \$22,000,000と他の種々の株式約 \$12,000,000とを取得する過程で \$75,000,000の株式を発行した。「鉱山の合同においては、実際の価値と水増価値との間に正確な境界線を引くことは非常に困難であるが、しかし、収益力や配当支払能力によって、ある程度決めることができる。この場合においては、取得された株式の公正な価値は最大限 \$50,000,000をこえることはなく、したがって、\$25,000,000すなわち約50%が“水”である。¹⁸」

やはり巨額の水増がなされたのである。

E) International Mercantile Marine Company

大西洋航路を支配するために、1902年にモルガンによって組織された海運トラストであるが、法外な過大資本化と巨額の社債や優先株の発行も一つの要因となって、支払不能におちいった。同社は航路の買収に際して、その購入価格を1900年の利益を基準にして決定した。その1900年は非常に高利潤に恵まれた年であり、いわば例外的な年であった。主要25社の平均配当をとってみても、1896年6%、1898年7.7%であるのに比し、1900年は9.4%の高率であった。この1900年1年の利益を基準にして、法外

17. Charles R. Van Hise, *Concentration and Control*, 1912, Macmillan Company, pp. 142-143.

18. Moody, *ibid.*, p. 42.

な価格を支払うこと¹⁹によって、大きく過大資本化されたのである。たとえば White Star Line は \$53,497,180 で買収されたが、そのことによって White Star の株主は各 \$1,000 (額面) に対して \$50,000 以上の株式と現金を受取った。まさに50倍である。また Atlantic Transport Company の場合には \$100 の株式は優先株3株²⁰ (\$300) と普通株1株 (\$100)、現金 \$15 と交換された。4倍以上である。驚くべき巨額の水増であった。

また、プロモーター利得についてみると、シンジケートは \$50,000,000 の現金の調達と提供した用役に対して、社債 \$50,000,000、優先株 \$2,500,000、普通株 \$25,000,000 (普通株の発行総額 \$48,000,000) を受取った。さらに、モルガンはこの他に設立費として \$652,000 を受取ったのである²¹。

F) International Harvester Company

収穫機械の主要5社の合同によって1902年に設立されたトラストである。同社は設立に際して \$120,000,000 の株式 (全額普通株) を発行し、そのうち、半額の \$60,000,000 は5社の有形資産に対するものであった。その資産は、会社の評価によれば、\$67,076,229 であるが、会社局の評価は \$49,117,356 であった。しかしこの評価には営業権は考慮されていない。そこで、かなりの額の営業権が存在することを考えると、資本の水増があつたとしてもわずかである、といわれている²²。このように、トラスト形成の一般的実践とことなつて、過大資本化がほとんどなかつた理由は「一部は1902年の株式市場の状態によって、一部は構成諸会社の多くが人的会社であつた、ということによって多分説明しうる」と Jones はいっている²³。

また、このトラストの組織によってプロモーター・モルガンが取得した利得は、設立費 \$749,999 をのぞいて、\$2,957,143 であつた。これは同規模の他のトラストと比較して明らかに少額であつたという。その意味で、International Harvester Company のプロモーションにおいては、プロモーター利得と過大資本化はほとんどなかつたといわれている。

G) Standard Oil Company

19. Ripley, *ibid.*, pp. 368-369.

20. Moody, *ibid.*, p. 103.

21. Lewis Corey, *The House of Morgan*, p. 306.

22. Ripley, *ibid.*, pp. 334-335. Jones, *ibid.*, p. 236.

23. Jones, *ibid.*, p. 237.

24. *Op. cit.*, p. 293.

1882年に形成されたスタンダード・オイル・トラストは1892年に違法とされて、1899年に持株会社として再組織された。その組織変更は Standard Oil Trust を構成する20の主要会社の1つである Standard Oil Company of New Jersey を1億ドル増資して持株会社とし、この会社の株式とトラスティーによって所有されていた株式とを交換することによってなされた。

Standard Oil は周知のように鉄道やパイプラインの独占や差別的利用、差別価格などの方法によって競争者をうちやぶり、それを買収することによって、独占的地位をきずきあげてきた。したがって、そこには今まで検討してきたような、組織変更にとまなう顕著な過大資本化現象はみられない。1879年の持株会社組織への改組によるトラスト証券との交換に際しても、水増資本の発行はなかったという。しかし、1882年のトラスト証券の発行に際しては、トラスト証券のある程度の水増発行があったようである。なぜなら、1882年の財産評価額は\$55,710,698であるのに対して、資本金額は\$71,116,000であったからである。もちろん、その水増もその後の驚くべき高利潤によって簡単に水抜されたであろうことは、容易に推測しうることである。

以上のように、巨大トラストの組織化において (International Harvester と Standard Oil をのぞいて)、巨額の資本水増がなされ、プロモーターは驚くべき巨額の利得を得た。これらを第1表にまとめてみた。

この水増はいうまでもなく、独占価格を通じて大衆に転嫁されていったのである。

第1表 巨大トラストの資本水増とプロモーター利得

会社名	設立年	株式資本金	水増額	プロモーター利得
U. S. Steel	1901	優先株 \$ 510,205,743 普通株 508,227,394	\$ 720,846,817	\$ 62,500,000 (実現価額で)
American Sugar Refining	1891	優先株 25,000,000 普通株 25,000,000	正確にはわからないが巨額。\$ 2500万ドルから3550万ドルの間と思われる。	
National Sugar Refining	1900	優先株 10,000,000 普通株 10,000,000	\$ 10,000,000以上	普通株 \$ 10,000,000

25. *Op. cit.*, p. 89.

26. Standard Oil の1897年から1906年の資本利益率は48.8~84.5%, 平均61%であった。また配当率は1897年から1906年まで30~48%, 平均39.7%であった。

(*Op. cit.*, p. 89)

American Tobacco	1890	優先株 普通株	10,000,000 15,000,000	\$ 10,675,000	プロモーターとしてではなく、産業資本家または株主として巨額の利益をえた。
Consolidated Tobacco	1901	普通株	30,000,000	巨額	プロモーター利得はなし。
Amalgamated Copper	1899	普通株	75,000,000	\$ 25,000,000	
International Mercantile Marine	1902	優先株 普通株	54,600,000 48,000,000	きわめて巨額	5000万ドルの現金の調達によって、社債5000万ドル、優先株2500万ドル、普通株2500万ドルを取得。
International Harvester	1902	普通株	120,000,000	ほとんどなし	株式で \$ 2,957,143
Standard Oil	1897	優先株 普通株	10,000,000 100,000,000	1882年のトラスト形成に際して、1500万ドル程度の水増があったと思われる。	

2) その他のトラストの資本水増とプロモーター利得

前記の巨大トラストの分析においてみられた過大資本化現象とプロモーター利得は、その他のトラストのプロモーションにおいてもほぼ同様にみられる。そこで、さらに、いくつかのトラスト・プロモーションについて、その過大資本化とプロモーター利得について考察してみよう。

まずはじめに、U. S. Steel に結合された諸会社について分析してみよう。そのことによって、組織変更のたびに資本の水増とプロモーター利得が累積されてゆく様子が多少とも明らかになるとと思われる。

さきにもふれた U. S. Steel の資産についての会社局の評価方法の1つは、U. S. Steel の構成諸会社の設立時における取得資産額を基礎にして算出する方法である。その評価方法にしたがって、U. S. Steel 構成諸会社の資本水増額を算出してみよう。

まず、評価は主として、これらの構成会社が組織された方法にもとづいてなされる。すなわち、組織化の一般的方法は取得する資産に対する現金価額を決定し、つぎに、資産の所有者に現金で受取るかそれとも現金価額と同額の優先株と巨額（優先株

とほぼ同額)の普通株を受取るかの選択権を与えるというものであった。新しい現金資本もしばしばこれと同じ方法で調達された。したがって、設立の際の優先株がほぼ取得資産の価額を代表していたのである。この方法は、いわゆる“Moore Companies”といわれる National Steel, American Tin Plate, American Sheet Steel, American Steel Hoop の場合に用いられた。しかし、American Sheet Steel の場合には優先株のかなりの部分(約半分)までもが、プロモーターに対する報酬として渡された。

また American Steel and Wire, National Tube, American Bridge の3社についても、優先株が資産の価額をあらわしていた、という。

Federal Steel の場合には、普通株はなにほどかの財産にうらづけられていた。

Carnegie Company の財産の評価は非常にむづかしいが、有形資産は社債に相当する \$160,000,000 をこえることはない。したがって、株式資本金に相当する \$160,000,000 は無形資産をあらわすものである、という。また、Lake Superior Consolidated Iron Mines の資産は、その発行済株式の額面とほぼ同額の \$29,400,000 である、と会社局は評価している。¹

そこで、以上の分析にもとづいて、U. S. Steel の構成諸会社の水増額を算出し1表にまとめると、第2表のようになる。

このように巨額に水増された構成諸会社の株式が(3社をのぞいて)、高い比率で(第3表のように)U. S. Steel の株式と交換された。そのことによって、資本の水増・過大化がさらに累積されたのである。

つぎに、これらの構成諸会社の設立によるプロモーターの利得は、第4表に示すように、かなり巨額である。しかも、それらのプロモーターが取得した株式が、U. S. Steel の形成によってスティール・トラストの株式と交換されることによってさらに増大した。そのことを考慮に入れると、プロモーターが得た利益はきわめて莫大であったといえる。

最後に、さらにいくつかのトラストについて、その過大資本化とプロモーター利得とを1表にまとめてみよう。

1. Ripley, *Trusts, Pools and Corporations*, pp. 187-188 and p. 191.

第2表

U. S. Steel 構成諸会社の水増額

会 社 名	設立年	設立時発行株式		水 増 額
Carnegie	1900	普通株 \$ 160,000,000 (社債 \$ 160,000,000)		\$ 160,000,000
Federal Steel	1898	優先株 53,260,900 普通株 46,484,300		Moore Companies の ように巨額ではない。
National Steel	1899	優先株 27,000,000 普通株 32,000,000		32,000,000
American Tin Plate	1898	優先株 18,325,000 普通株 28,000,000		28,000,000
American Steel and Wire	1899	優先株 40,000,000 普通株 50,000,000		50,000,000
National Tube	1899	優先株 40,000,000 普通株 40,000,000		40,000,000
American Steel Hoop	1899	優先株 14,000,000 普通株 19,000,000		19,000,000
American Sheet Steel	1900	優先株 24,500,000 普通株 24,500,000		37,000,000
American Bridge	1900	優先株 31,373,800 普通株 30,950,800		30,950,000
Shelby Steel Tube	1900	優先株 5,000,000 普通株 8,151,500		
Lake Superior	1893	普通株 29,887,448		なし

第3表 U. S. Steel 構成諸会社と U. S. Steel の株式との交換比率

会 社 名	株 式 種 類	U. S. Steel 株との交換比率	
		優 先 株	普 通 株
Carnegie	\$ 64,000,000の株式に対して \$ 96,000,000の株式に対しては U. S. Steel の社債 \$ 144,000,000が 渡された。	\$ 153.55	\$ 141.06

Federal Steel	優 先 株 普 通 株	110.00 4.00	— 107.50
National Steel	優 先 株 普 通 株	125.00 —	— 125.00
American Tin Plate	優 先 株 普 通 株	125.00 20.00	— 125.00
American Steel and Wire	優 先 株 普 通 株	117.50 —	— 102.50
National Tube	優 先 株 普 通 株	125.00 8.80	— 125.00
American Steel Hoop	優 先 株 普 通 株	100.00 —	— 100.00
American Sheet Steel	優 先 株 普 通 株	100.00 —	— 100.00
American Bridge	優 先 株 普 通 株	110.00 —	— 105.00
Shelby Steel Tube	優 先 株 普 通 株	37.50 —	— 25.00
Lake Superior	普 通 株	135.00	135.00

(Moody, *The Truth about the Trust*, p. 135)

第4表 U. S. Steel 構成諸会社のプロモーターが取得した株式と、
その株式との交換に発行された U. S. Steel の株式

会 社 名	構成諸会社設立によるプロモーター利得	U. S. S 株との交換比率		交換に発行された U. S. S 株式	
		優先株	普通株	優 先 株	普 通 株
Federal Steel	(4.5%)				
優先株	\$ 857,192	110.00	—	\$ 942,911	—
普通株	3,599,619	4.00	107.50	143,985	\$ 3,869,590
American Steel and Wire	(12.9%)				
普通株	11,600,000	—	102.50	—	11,890,000
American Tin Plate	(21.7%)				
普通株	10,000,000	20.00	125.00	2,000,000	12,500,000

National Steel 普通株	(8.6%) 5,000,000	—	125.00	—	6,250,000
American Steel Hoop 普通株	(15.1%) 5,000,000	—	100.00	—	5,000,000
National Tube 普通株	(25%) 20,000,000	8.80	125.00	1,760,000	25,000,000
American Bridge 普通株	(11.9%) 7,250,000	—	105.00	—	7,612,500
American Sheet Steel	不明, しかし 巨額				
Shelby Steel Tube	不明, しかし 少ない				
Carnegie	なし				
合 計	(13.5%) 63,306,811			4,846,904	72,122,090

カッコ内の数字はプロモーターに対する報酬として発行された株式の全発行株式に対する割合。

(Ripley, *ibid.*, p. 213. Jones, *ibid.*, p. 287)

第5表 有形資産と発行証券の割合

会社名	設立年	社 債	株 式	合 計	有形資産	有形資産を超過する発行証券額	その割合
United States Leather	1893	\$ 6,000,000	\$ 125,000,000	\$ 131,000,000	\$ 60,000,000	\$ 71,000,000	54%
National Starch Manufacturing	1890	3,837,000	8,516,900	12,353,900	3,750,000	8,603,900	70
Glucose Sugar Refining	1897	0	37,166,500	37,166,500	7,500,000	29,666,500	80
National Cordage	1890	0	15,000,000	15,000,000	4,000,000	11,000,000	73
Westinghouse Electric and Manufacturing	1891	0	8,843,700	8,843,700	9,000,000	-156,300	-2
National Salt	1899	0	5,900,000	5,900,000	2,000,000	3,900,000	67
United States Realty and Construction	1902	0	61,000,000	61,000,000	22,000,000	39,000,000	64
American Bicycle	1899	9,650,000	26,995,000	36,645,000	14,000,000	22,645,000	61
American Malting	1897	0	26,250,000	26,250,000	7,000,000	19,250,000	73
New England Cotton Yarn	1899	5,700,000	10,000,000	15,700,000	9,250,000	6,450,000	42
Mt. Vernon-Woodberry Cotton Duck	1899	13,000,000	9,500,000	22,500,000	8,000,000	14,500,000	65
Asphalt Company of America	1899	30,000,000	30,000,000	60,000,000	12,000,000	48,000,000	80
United States Shipbuilding	1902	26,000,000	45,000,000	71,000,000	14,000,000	57,000,000	80

(Arthur S. Dewing, *Corporate Promotions and Reorganizations*, 1930, p. 532 より作成)

第6表 プロモーター利得

会社名	組織者	発行証券	プロモーター利得
United States Leather	産業家	社債 \$ 6,000,000 優先株 62,282,300 普通株 62,282,300	プロモーターとしてはない。 \$ 6,000,000の社債発行の手 数料として、額面 \$ 600,000 の普通株が引受シンジケート にあたえられた。
National Starch Manufacturing	プロモーター	社債 3,837,000 優先株 4,066,200 普通株 4,450,700	普通株で \$ 1,545,750
United Starch Manufacturing	プロモーター	優先株 1,526,300 普通株 3,500,000	普通株で \$ 500,000
Glucose Sugar Refining	プロモーター	優先株 13,639,300 普通株 24,027,200	普通株で \$ 500,000の他に、 間接的なプロモーター利得が \$ 4,500,000くらい。
National Cordage	産業家	優先株 5,000,000 普通株 10,000,000	1890年に普通株で \$ 1,500, 000の資本金が左欄の金額に 増大した。その株式は普通株 については同社を構成する最 初の4社に分配され、\$ 500, 000の優先株は売りに出され たが、その売上金の一部も4 社に分配された。
New England Cotton Yarn	地方銀行	社債 5,700,000 優先株 5,000,000 普通株 5,000,000	普通株で \$ 5,000,000。しか し、この会社は失敗したの で、利益としては実現しな かった。
National Salt	プロモーター としての産業 家	優先株 \$ 2,400,000 普通株 3,500,000	直接的なプロモーター利得は ない。\$ 1,150,000の現金調 達に対して、シンジケートは 優先株と普通株をそれぞれ \$ 1,150,000受取った。最初の 2年間、同社の株価は普通株 1株と優先株1株とで、 \$ 100をこしていた。
United States Realty and Construction	産業家	優先株 27,500,000 普通株 33,500,000	普通株で \$ 6,000,000。また、 1100万ドルの資金調達に対 して、シンジケートは優先株 と普通株とをそれぞれ1100万 ドル受取った。これによって、 約100万ドルの利益を得た。
American Bicycle	プロモーター としての産業 家	社債 9,650,000 優先株 9,300,000 普通株 17,700,000	社債 \$ 2,000,000、優先株 \$ 2,600,000、普通株 \$ 6,700, 000をのこしたが、銀行家へ の手数料その他を支払うと利 益は少なくなかった。

American Malting	プロモーター	優先株 12,500,000 普通株 13,750,000	設立費を含めて、普通株 \$ 7,750,000と優先株 \$ 500,000をプロモーターと銀行家とで受取った。これは株価が最高のときで \$ 3,400,000であった。しかし、株価はその後急落した。
Mt. Vernon-Woodberry Cotton Duck	プロモーター	社 債 13,000,000 普通株 9,500,000	普通株で \$ 6,250,000。株価は \$ 25であったので、実現価額は約 \$ 1,500,000。
Asphalt Company of America	産業家	社 債 30,000,000 普通株 30,000,000	社債で \$ 3,000,000
United States Shipbuilding	プロモーター	社 債 26,000,000 優先株 20,000,000 普通株 25,000,000	\$ 5,000,000 (5分の4は株式)
American Can	プロモーター	優先株 41,233,300 普通株 41,233,300	株式で \$ 1,700,000(優先株、普通株半額ずつ)。実現価格は約 \$ 8,000,000

(A. S. Dewing, *Corporate Promotions and Reorganizations* を中心にして作成)

Ⅳ お わ り に

以上の考察によって明らかなように、独占確立期におけるアメリカの巨大企業は莫大な水増資本をかかえていた。その水増額は組織変更のたびに雪だるまのように増大していったようである。この過大資本化が企業の負担を大きくしたのは当然である。超一流の独占は巨額の独占利潤をもってその水増部分を水抜していったが、予想した高利潤をあげることができず、失敗におわったトラストの例も多い。成功・失敗いずれにしても、過大資本化がトラスト形成後の財務政策に多くの影響を与えたことは明らかである。その影響のあらわれ方は、それぞれの分野で異なることと思う。しかし、企業の財務政策に関連をもつ問題については、この過大資本化現象をなんらかのかたちで考慮に入れなければならないであろう。