

ウィリアム H. ラフの企業財務論 (I)

正 木 久 司

I 開 題

- II ウィリアム H. ラフの『会社財務論』(1909年)
 - 1 『会社財務論』の概要
 - 2 『会社財務論』の背景とその意義 (以上本号)
- III ウィリアム H. ラフの『企業財務論』(1917年)
- IV 結

I 開 題

アメリカの企業財務学説史上において、ウィリアム H. ラフ (William H. Lough) の企業財務論はどのような位置とその意義を有しているのだろうか。これまでわが国のほとんどの財務論学者は、ラフの企業財務論を管理的視点から企業財務を取り扱った嚆矢的な存在とみている。たとえば、細井卓教授によれば、アメリカ企業財務研究の系譜をたどると、「1910年のミード (E. S. Meade) の『会社財務論』 (*Corporation Finance*) を伝統型財務論の嚆矢として、デューイング (A. S. Dewing), ガステンバーク (C. W. Gerstenberg), ホーグランド (H. E. Hoagland)……と続くが、管理的視点から経営財務を取り扱った最初のひとはラフであり、マッキンゼー (J. O. McKinsey), ミーチ (S. P. Meech), スチーブンス (W. M. Stevens)……と続く¹」、といわれている。ラフをいわゆる管理論型財務論者の最初のひととみる見解は、わが国の財務管理論学者によって

1 細井 卓『現代企業財務』金原出版株式会社, 1960年, 66ページ, 69ページ。

もっぱら提唱され、おおよそ以上ごとき系譜で定着しているようにおもわれる。² その場合、かれら²が取り上げるラフの主要な論述というのは、ラフが1917年に上梓した『企業財務論』(Business Finance)の第4部内部財務管理(Internal Financial Management)で7つの章からなり、同書の約3分の1の頁数を占めている部分である。その内容としては、「資金の投下、所要運転資本の算定、純益の決定および処分、予算、財務標準など³」であるが、古川栄一教授がいわれるように、ラフが以下のごとく指摘して内部財務管理の重要性を強調した点は、たしかに注目されねばならない。すなわち、「企業を成功的に発展させるのには、一般には『さらにより多くの資本』(more capital)が必要であると考えられがちである。しかし、企業にとって真に必要なことは、むしろ『資本のより有効な使用』(better use of the capital)ということである。そのためには、企業においてすでに用いられている調達資本の使用方法にかんして、適切な管理を行なうことを考慮しなければならない⁴」⁴、と。現に、ラフは同書の副題を「私企業における財務管理の実際的研究」(A Practical Study of Financial Management in Private Business Concerns)としていることは示唆的である。

われわれは、ラフの『企業財務論』(1917年)がアメリカ財務研究の系譜において以上のごとき位置づけを有すると評価される点に、とくに異議をさしはさむつもりはない。ただ、ラフが『企業財務論』を上梓した当時はニューヨーク市の Business Training Corporation の理事長の職にあったが、それ以前に出版した『会社財務論』(Corporation Finance, 1909)

2 野瀬新蔵『財務管理と経営分析』森山書店、1952年、24ページ。細井 卓、前掲書、同ページ。古川栄一『財務管理』経林書房、1963年、25ページ。なお戦前において、室谷賢治郎教授が『経営金融論』東洋出版社、1935年、でラフのことに少しふれられているが、それは上述のごとき意味においてではない。

3 野瀬新蔵、前掲書、同ページ。

4 古川栄一、前掲書、23ページ。

をどのように評価し、8年後の上述の書との関連をどう理解したらよいかを考えてみたいのである。というのは、ラフの1909年における『会社財務論』は、かれがニューヨーク大学の商業、会計および財務専攻課程の財務科の教授職にあるときにまとめたもので、その内容はいわゆる伝統型財務論の典型的なものであり、しかもミードの『会社財務論』(1910年)よりも1年早く出版されているのである。つまり、ラフは当初は長期資本調達のための諸制度を論述するという伝統型財務論者であり、480頁におよぶ大著『会社財務論』を世に問うているのである。そうすると、わが国の財務管理論学者によって伝統的財務論の嚆矢的労作と評価されてきたミードの『会社財務論』と、ラフのそれとのかね合いがまず問題となってくるであろう(もっとも、『会社財務論』(*Corporation Finance*)の名を最初に冠した書物は、1897年の T. L. グリーン⁵のものと考えられているが――)。しかしながら、われわれにとって、この問題の検討もさることながら、ラフの財務論における変容に最大の関心があるのである。すなわち、世紀転換期から第1次大戦後にいたるアメリカ経済界の激動期において、企業財務の変遷とその態様がどのようなものであり、それがラフの財務論の形成、そしてその変容にいかにか反映したかということである。

そこで本稿は、以上の観点でもって、ラフの二大著書、つまり1909年の『会社財務論』と1917年の『企業財務論』とをそれぞれ検討し、アメリカ財務学説史上におけるラフ財務論の意義と妥当な位置づけを明確にする作業を試みてみることにする。

II ウィリアム H. ラフの『会社財務論』(1909年)

5 Thomas L. Greene, *Corporation Finance: A Study of the Principles and Methods of the Management of the Finances of Corporations in the United States; with Special Reference to the Valuation of Corporation Securities*, New York, 1897.

1. 『会社財務論』の概要

ラフの『会社財務論』は、480頁におよぶ大著（ただし本論は443頁）であり、序文 (introduction) と30章 (chapter), 249項 (section) で構成されている。そのあらましを知るために、まずその序文がよき手掛かりとなる。かれは序文で、ほぼつぎのようなことをいっている。すなわち、「いまから20年前には会社財務にかんする知識は、ふつうのビジネス・マンにとってそれほど重要視されなかった。かれらの関心事は、おおまかにいって、会社形態の組織にかんするものであった。株式会社形態はまだ十分に普及していないが、事業計画の遂行にあたってパートナーシップや個人企業にくらべて、その有利性から概して好評である。したがって、企業における株式会社化の進展はいわば必然の方向であるから、株式会社法やその経営にかんする多くの問題点の究明がビジネス・マンにとって不可欠な課題となる。本書は、こうした要請に応えるために書かれたが、とりわけ1) 証券会社 (stock and bond brokers), 2) 法律家, 3) 銀行家, そして4) 会計士にたいして有効な知識を提供できるであろう。さて、本書の内容であるが、採択した事実あるいは例示は巨大産業と鉄道合同 (big industrial and railroad combination) にかんするものが多い。それというのも、会社形態の組織化や財務問題の管理の方法は、この分野におけるものが格好のモデルとなり、他はそれを模倣しているにすぎないからである。たとえば、U. S. スティール会社、ユニオン・パシフィック鉄道会社、そしてペンシルバニア鉄道会社などの大会社における事例が多く引用されることになる⁶」と。

そして、かれは本書の構成を以下の7つのグループに便宜的に分類してわれわれの理解の手助けにしようとする。すなわち、

- 1) 株式会社法の構成要素にかんするもので、法律家は省略してもよい

6 W. H. Lough, *Corporation Finance*, New York, 1909, Introduction.

が、他のひとつひとつにとっては基本的なところ (第1章—第6章)。

- 2) 株式会社が資本調達を行なう方法や手段の記述 (第7章—第11章)。
- 3) 株式会社がどのようにして設立されるか、U. S. スティール社の場合の事例を簡単に記述 (第12章—第15章)。
- 4) 会社証券の売却にかんする4つの方法の記述 (第16章—第19章)。
- 5) 株式会社における妥当な財務管理の問題の記述 (第20章—第24章)。
- 6) 不当な相場操縦者のもくろみとトリックにかんする記述 (第25章—第27章)。
- 7) 会社の破産の理由と組織変更の問題にかんする記述 (第28章—第30章⁷)。

以上の7つの章別区分を行なったのち、かれが最後に強調している点はこれらが株主や新たな投資家の立場からではなく、会社経営者 (corporation officials) の立場、観点から取り扱っている⁸、といっていることである。この序文の最後の数行における指摘は、当時のアメリカで金融、証券、そして企業のそれぞれの分野での論説が多くみられたなかで、独自の分野、

7 なお念のため本書の章名を列記すると、つぎのようになる。すなわち、第1章 会社形態、第2章 株式会社の法的地位、第3章 内部組織、第4章 法人化の場所と方法、第5章 会社株式、第6章 株式会社企業の種類、第7章 会社資金の源泉、第8章 短期借入金、第9章 会社担保、第10章 社債の種類、第11章 社債の種類(続き)、第12章 会社設立—新しい企業、第13章 会社設立者と株式会社、第14章 会社設立—企業合同、第15章 U. S. スティール会社、第16章 証券の売却—趣意書と銀行業者、第17章 証券の売却—ウォール・ストリート市場、第18章 証券の売却—引受シンジケート、第19章 引受シンジケートの管理、第20章 追加資金の投下、第21章 総収益の処分、第22章 資産拡充費、第23章 剰余金の検出とその運用、第24章 剰余金の配分、第25章 会社役員による相場操縦、第26章 取締役による相場操縦、第27章 株主により、株主のための相場操縦、第28章 破産と管財人管理、第29章 組織変更の原則、第30章 組織変更の3つの典型、である。

8 権藤正俊教授は、管理論型財務論の台頭という趣旨でもってこの部分にふれ、つぎのようにいわれる。すなわち、「1909年、ラフはすでにいち早く企業財務の問題を株主ではなく経営者の観点から取り扱うことを強調し、固定資本と運転資本の問題を論じ、財務の能率的な管理の方法として予算の利用を指摘している」(「経営財務の本質と経営管理」『熊本商大論集』第19号、1964年8月)、と。だが、1909年のラフの『会社財務論』からは、われわれは「管理論型財務論の台頭」を導き出すことは適当でないとおもわれる。

つまり今日でいう企業財務論 (Business Finance) をかれが構築、提起しようとする心意気をわれわれに感じさせる (現に、かれは株主や新規投資家向きの証券論として、自己の著書 *Investment and Speculation* を挙げている)。たしかに、ラフの『会社財務論』における章別構成は、その後のいわゆる伝統型財務論者の財務論の書物において、その主要な部分は大きな変更をみずに受け継がれているのである。たとえば、1年後に世に出た E. S. ミードの『会社財務論』はいうまでもなく (もっとも、ミードは1903年に『トラスト金融』(*Trust Finance*) を出版しており、企業財務論体系化の構想がそれなりに熟していたとも考えられるが、ラフの影響は決して少なくないであろう)、また伝統型財務論の集大成者ともみなされる A. S. デューイングの著 *The Financial Policy of Corporations*, 1919 においても、ラフの本書の構成はおおむね踏襲されているとおもわれる⁹。このようにみえてくると、わが国の財務論者によってこれまで問題視されなかった伝統型財務論者としてのラフの存在が、あらためて確認される必要があるといえよう。

さて、章別構成の順序にしたがって本論の概要をみていくことにしよう。まず最初に、株式会社とはいかなる形態と内容をもち、他の企業形態とちがってどのような有利性や不利性をもつか、という点を扱った部分 (第1章—第6章) からみていこう。かれは、この部分が会社財務を理解するうえで基礎的なところであるという認識のもとに、本論 443 頁のうち上述の7つの区分では最も多い90頁 (全体の20.3%) もさいて説明にあたっている。この点は、ラフ以前の会社財務にかんする書物、たとえば、T. L. グリーンの『会社財務論』(1897年)、E. S. ミードの『トラスト金融』(1903年)、および H. R. コニグトンの『企業財務論』(Hugh R. Conyngton, *Fin-*

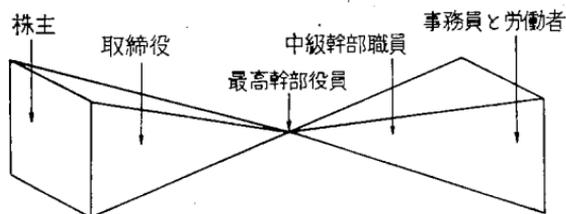
9 今日、アメリカの大学で『会社財務論』の教科書として用いられている G. ハロルドの *Corporation Finance* は、1939年の初版以来いくどか版を重ねながら、内容の質の評価はともかく章別構成のパターンはラフのそれを大きく変更するものではない。

ancing an Enterprise, 1906) において看取できない本書の特色といえる。ラフは、まず株式会社が自然人にたいして法律でもって人為的に人格を付与された“実体”(entity)、“法的擬制による人格”として定義する。そして、株式会社は「1) その所有者の生活とは分離された存在であるので、かれらの死亡や引退で解散させられない、また2) 売買の権利を有し、自己の名義あるいは自力で債務を負う主体である。さらに3) 所有者とはかかわり合いなしに、裁判所へ告訴できるし、逆に告訴されることがある。そして最後に4) 個人(自然人)と同様に、あらゆる種類の法的契約を締結できる¹⁰」性質のものであるという。ついで、株式会社が当時急テンポで普及したのは、時代的要請としての多額の資金を調達できる最も適当な企業形態であることを最大な理由とし、以下のごときパートナーシップや個人企業にまさる有利性を指摘する。すなわち、「1) 融通性—会社の所有者は数のうえでの制約はなく、したがって多くのひとびとから少額の資金を集めて結果的には多額の資金量とすることができる、2) 永続性—会社の生命が特定の個人の生命やその気まぐれに依存していないこと、3) 支配の集中化—権限の範囲を明確にした会社役員が完全な支配体制をとることができる、4) 所有権の譲渡性—会社株式は大量にしる、あるいは部分的にしるすみやかに売却することができる。つまり、広範な市場性を有している、5) 有限責任制—会社はわずかに自己の債務に責任がある¹¹だけであり、株主は最初の投資以上のものを失なうことはない」と。

なお以上の有利性にたいして、株式会社の不利な点が、1) 費用の増大化、2) 権限上の制約、3) 信用上の制約、そして4) 政府の規制強化と4つ挙げられるが、ラフはいまやこれらは大した制約要件ではないとしている。以下、株式会社の法的地位、設立書、定款、株主や取締役や会社役員の権利・義務、そして特典にふれ、その内部組織をつぎのように図示する。

10 W. H. Lough, *op. cit.*, P. 3.

11 *Ibid.*, P. 13.



さらに続いて、普通株と優先株の性格、そして累積的議決権や議決権信託の使用法、未公開株式会社、通常の株式会社、親子会社、および持株会社の性質が開陳される。しかし、ラフは「これらの問題のすべてはたしかに重要なものであるが、以下に述べることの序論的役割を果たすにすぎない。われわれがまさに問題とするのは株式会社の法的側面ではなく財務面である。ただ、会社財務研究のあらゆる段階において法的・制度的原則と財務方策との関連につねに配慮する必要がある¹²」、として論述はつぎの核心部分へと進んでゆく。

さて、会社財務研究の第一歩として、資本調達の方法と手段の記述に入り、まず第7章の会社資金の源泉がたしかめられる。ラフは、それには1) 営業利益、2) 純利益、3) 買掛金、4) 銀行、5) 投資大衆、そして6) 投機大衆を挙げ、そのうち前二者については詳細に検討する必要がなく（このあたりかれの内部財務管理にたいする関心が明らかに低い）、後四者がもっぱら研究対象になるとする。ここで注目されるのは、投資大衆と投機大衆との区別であり、前者は担保付債券や優先株の購入者を意味し、貯蓄機関や保険会社などの機関投資家が含まれ、後者はもっぱら普通株購入者ということで、1) 「証拠金取引」(“on margin”) をする投機家、2) 投機的性格の証券にかんする事情によく通じた専門家、3) 証券界の事情に精通していないが賭博性に富むひと、が挙げられている。この場合、「投資」と「投機」がどちらがうかについて、ラフ自身、必ずしも明確な概念規定を行なっているわけではなく、結局のところ元金の保証、確定した収益という安定性重

12 Ibid., P. 91.

視の観点のもとで債券と高次 (high-grade) の優先株への購入までを「投資」、それ以外を「投機」としている。なお、借入金 (borrowing fund) と自己資金 (owned fund) とのかね合い、つまり資本構成については、今日でいう “trading on the equity” (借入金の有効利用) の考え方が数社の貸借対照表を例示して、健全財務の模範をまず提示する。財務の健全性について、ラフは第8章短期借入金のところで、さらに突込んでふれる。つまり、設備投資のためのいわゆる長期的資金を必要とした企業が、社債発行による調達が困難なために、一時的便法として1年から5年以内の約束手形 (notes) の乱発があった事例を取り上げる。その典型例に、American Locomotive Co., (1906年), Bethlehem Steel Co., (1907年), および Erie Railroad (1907,8年) が挙げられる。そして、かれは、「会社の流動負債は少くとも流動資産と同額かそれ以下に抑制すべきであり、その相殺において流動資産部分に相当の余剰ができないかぎり、固定資産購入のために notes を大量に発行することは不健全かつ危険な財務政策という批判はまぬがれない¹³」と結論づける。

つぎに、当時の長期資本調達の主要な手段となる社債の発行にかんする記述に、かなりの紙数がさかれる (第9, 10, 11章—35頁)。まず、物上担保付社債 (mortgage bond) 発行の基礎となる会社の固定資産の価値をどのように評価するか、の問題が提起される (what determines the value of fixed assets?)。ところで、T. L. グリーンの『会社財務論』(1897年) においては会社資産価値の評価が主題であるが、かれの段階における評価の問題は、上述の点もさることながら、当時盛行をきわめた企業合同に照応するためであった。つまり、会社を買占めあるいは吸収する側にしろ、逆に買占めあるいは吸収される側にしろ、当該会社の正当な資産価値の評価が最大の関心事であったのである。ところが、いわゆる“トラスト運動”

13 Ibid., P. 118.

が一段落をみたラフの段階における資産価値の評価は、「会社担保」(corporate mortgage) という観点で問題にされ、しかも妥当な社債発行を促進するうえで重視された。ところで、社債の種類は、社債の 1) 元本の保証、2) 発行目的、3) 利子の支払いの方法、および 4) 償還の条件¹⁴、によって多様なものとなる。今日われわれが知っている多くの社債は、むしろ当時の巨大会社において頻繁に利用されたようであり、ラフはその特徴ある利用例を羅列している。たとえば、当時の巨大会社はほとんど第一次抵当付社債 (first mortgage bond) を発行したわけだが、それは投資家が会社の収益力にもとづくというより会社財産を基礎に社債を購入する傾向にあり、したがって第二次、第三次抵当付といった低次の社債 (junior bonds) が事実上発行できなかったわけである。鉄道会社も第一次抵当付の divisional and terminal bonds をしばしば発行しているが、ラフはこれをひとつの擬制 (fiction) だと論難する。というのは、鉄道会社は支線 (branch line) や停車場 (terminal real estate) などを、社債権者が鉄道会社の財産を獲得する以前に簡単に放棄することができるからだという。また、産業会社の場合に多い例として、子会社と持株会社が第一次抵当付社債を発行している点を指摘する。この場合、持株会社の社債は事実上子会社の証券の保有に基礎がおかれているため、子会社の社債よりも下位のものとなる。それにもかかわらず、持株会社の社債が“第一次抵当付”の名のもとに横行しているから、結局のところこれも“擬制”であるとラフはいう。なお、減債基金付社債 (sinking fund bond) が当時の産業会社に多く利用されたこと、さらに証券見返担保付社債 (collateral trust bond) や設備信託社債 (equipment trust bond) が、もっぱら鉄道会社によって発行された指摘がある。ただ、これらはあまり市場性を有せず、ほとんどが銀

14 G. Harold による社債の分類基準は、社債の 1) 発行の目的、2) 元金の保証、3) 利子の決定、4) 利子支払いの方法、そして、5) 元金の支払いの方法である (G. Harold, *Corporation Finance*, 3rd ed., New York, 1968. P. 49.)

行や保険会社などの金融機関の保有となったようである。このほか、収益社債 (income bond) や転換社債 (convertible bond) が、20世紀初期にやはり鉄道会社によって多く利用されており、われわれはかれらが当時の証券金融の主役であったことが容易に理解できる。

さて、こんどは伝統的財務論においては欠かせられない会社設立 (corporate promotion) とそれにかかわる財務問題が展開される (第12章—第15章)。ラフは、まず偉大なプロモーターとして、H. H. Rogers, J. W. Gates, D. J. Reid, J. W. H. Moore, それに当初から financier であった J. P. Morgan, E. H. Harriman, G. F. Baker, および J. Stillman を挙げて、かれらの役割を高く評価する。そして、事業 (a proposition) の発見、組織 (assembling)、金融の段階を経て会社が設立される過程を述べる。そのさい、設立財務 (金融) にあたって、プロモーターが配慮しておくべきこととして、以下の4点を指摘する。すなわち、まず1) 事業発起にあたって、プロモーターは局外者に接触する以前に、自己自身ならびに側近者で一定の財産を保有していなければならない。ついで2) どのような条件が提示されようとも、資金をすぐさま調達せねばならない極限の事態に企業を追い込まないように留意すること。3) プロモーターは、証券を少数の大量購入者よりも多数の少量購入者へ売却した方が、かれ自身および会社のためにもよい。つまり、追加資金の調達ならびに会社支配上の観点から株式所有はできるだけ広範に分散した方がよい。最後に、4) プロモーターは、会社を設立する地域のひとびとの資金づくりなどの協力を得る態勢づくりを欠いてはならない、というものである。

ところで、ラフはプロモーターには職業的プロモーター、法律家や銀行、それに技術商会 (engineering firms) があるが、かれらの報酬ないしは利得はどこまでが適法でかつ妥当なものかと問うている。というのも、会社設立をめぐるプロモーターが本来の報酬とみなされるもの以上に膨大な利得を獲得し、しかもそれが秘密裡に不当な行為をともなった事例によ

るというものが多かったからである。かれは、「プロモーターは過度の報酬を受けているか (Is the promoter overpaid?)」と問いかけながら、しかしその究明は十分に行っていない。たとえば、プロモーターとしての投資銀行は、証券の買入価額と売出価額の差額、いわゆる、スプレッド (spread) の巨額の獲得と、そのほか本来の手数料とは別個に秘密手数料を得ていたのである。当時の会社設立 (promotion) は、新規の場合にしろ合併による場合にしろ、プロモーターのこうした巨額の利得を背景に盛行をきわめたことは疑い得ないのである。ラフは、当時の合併による設立財務の基本的パターンを述べ、とくに大型合併における問題点を U. S. ステイール会社設立の事例でもって説明している (第14, 15章)。

つぎに、会社設立の場合ないしは既存会社が証券発行により資本調達する場合、その証券の売却の方法について記述がある。ラフは、それには以下の4つの方法があるという。すなわち、まず1) 会社設立に関連あるひとびとによる持ち合い、つまり内部分売 (inside distribution) の形をとる場合、2) ウォール・ストリート、つまり証券市場を通じて売却する場合、3) 特定の債券あるいは株式仲買業者を通して一般に分売する場合、そして4) 会社が新聞・雑誌による広告、個人向けの回状送付、それにセールスマンの利用などで、一般に直接に売却を訴える場合の4つである。巨大会社は、ふつうの場合は銀行ないし証券仲買業者を通じて売却するが、それにしても売却にあたって適切な趣意書 (prospectus) の作成が必要となる。当時、たとえ有力なウォール・ストリートの銀行ないし証券業者にしても、巨大会社の大量に発行される証券の売却はきわめて困難な仕事であり、会社 (=証券) を一般に PR (売り込む) するための第一段階として趣意書は重視されてきた。ところで、ラフは証券売却の中心となるウォール・ストリート市場 (=証券市場) についてわざわざ1章をもうけて詳細にふれ (第17章)、とくに株式における投機的取引の必要性を強調するのである。かれのウォール・ストリート市場にかんする概括は、おおよそつぎの

ようにいえる。つまり、「比較的少数の大会社がいずれかの証券取引所に上場されており、その上場によって会社自身とその証券が一般によく宣伝されたし、証券の流動性は投資家や投機家の取引対象となることから以前にくらべて倍加した。とりわけ株式にかんしては、投機の対象として不可欠のものとなった。投機のは半は、「証拠金取引」(“on margin”)で行なわれ、その主要な担い手は市場の大手相場師 (Wall Street operators), 事業家 (business man), そして「小相場師」(“lambs”) の三者であった¹⁵」, と。ついで、以上の証券の流通市場側面にたいして、こんどは発行市場側面、つまり証券のアンダライティングとそのシンジケートの態様、そしてシンジケートの管理の望ましい姿を示唆するのである。証券売却が、銀行ないしは証券業者が中核となるといっても、大会社の証券引受業務 (underwriting) を集中的に担当するのは銀行、とりわけ投資銀行である。それも、一銀行でまかないきれないほどの大量の証券引受が必要とされるとき、ある銀行が中心となって引受集団 (underwriting syndicate) が形成されることになる。ラフは、こうした強力な証券引受業者 (underwriter) やその一連の集団の存在が証券発行者 (会社) や証券購入者 (投資・投機家) にとって貴重な仲介者的役割をもち、発行された証券が購入希望者の手に取得されるまでのよき潤滑剤となるべき使命を力説する (第18, 19章)。

さて、第20章に入ると従来のもとの趣を異にし、以下第24章までは会社内部の財務管理の問題を取り扱うことになる。プロモーターや会社経営者が設立後に早速当面する問題は、その後の会社運営上の所要資金をいかに調達し、そしてそれをいかに効率的に運用するかのそれである。たとえば、ただ漫然と資金を集められるときにできるだけ集めようとすれば、手許に余剰資金ができて資本金利益率を低下させるし、一方、所定の資金量が調達できなければ、会社の運営とその発展が阻害されることになる。そのた

15 *Ibid.*, P. 251.

め、さしあたり、賦払方法の利用で所要資金を調達できる未払込株 (part-paid stock) の活用などが考慮される。しかし、それは会社幹部の株価操縦 (milking the market) の材料にされる点で、投資家に不信感を与える欠点がある。そのほか、経営者は具体的にいつも固定資産投下をどれほどにするか、また運転資金をどれほどもつか、という問題と対峙しており、とりわけ後者の問題は会社の浮沈に直接に関連するものとして重視する。すなわち、「資金運用上、運転資金の適切な額の維持、確保に最大の関心が払われる必要がある。一会社の固定資産にたとえかなりの価値があるにしても、当面の営業上の取引、あるいは流動負債に照応する資金手当がでなければ、結局は破産する¹⁶」。そして、ラフは「本書の最後で取り扱う破産 (insolvency) の原因を考慮するとき、この運転資金のあり方の問題が前面に出てくるであろう¹⁷」、とする。なお、これに続いて「総収益の処分」(第21章)、「資産拡充費」(第22章)、「剰余金の捻出とその利用」(第23章)、そして「剰余金の配分」(第24章)が展開される。まず「総収益の処分」の章から簡単にみても、要するに、会社幹部は会社の永続性と繁栄を願い、その処分には慎重さと適切な展望による果敢さのかね合せが要求される。そのさい、賢明な経営者の採る財務政策にみられるごとく、各年の総収益はできるだけ過大表示をせず、一方、事業支出は過小表示をしないことである。そして、修繕費や減価償却費を多く見積って、会社内部に蓄積される準備金を豊富にする。他方、利益の社外流出を抑制するため、たとえば、累積的優先株主などへの配当支出は実現可能な限度で行ない、他の株主への配当支出は、会社の持続的成長による長期安定配当を唱導して配当性向が高まらないところで留めるべきである、と。ついで「資産拡充費」のところでは、それに充当する資金がどのような性格のものであることが

16 *Ibid.*, P. 296.

17 *Ibid.*, P. 296.

望ましいか、という点に論述が集中している。そのさい、利益 (earnings) 借入金 (borrowing funds) からの充当が一応考慮されるが、結局のところ証券発行、とりわけ株式の発行による調達資金からの充当が望ましい、とする。ラフは、その理由について必ずしも絶対的なものではなく、消去法的に考慮していった結果、株式資本の持分資本性から妥当としたにすぎない、という。また「剰余金の捻出とその運用」の章では、まず剰余金が 1) どのようにして得られ、2) それがどのように取り扱われ、最後に 3) その運用と管理がどのようであるか、が説かれる。剰余金は、まず a) 旧会社からの承継 (inheritance), b) 資本利得 (capital gain), c) 固定資産 (fixed or semi-fixed assets) の売却, d) 資産再評価 (a revaluation of the fixed assets) 益の計上、および 5) 利益の留保 (saving from income) によって形成される。ラフは、これらのうち、利益の社外流出を節約して社内に留保された、いわゆる利益剰余金をもっとも多かったといっている。その点、株式金融依存度が高く、したがって、株主対策が重視される当時としては、配当支出をどれほどにするかが経営者の財務政策の適否を判断する最大の焦点とされたようである。¹⁸ つぎは、剰余金がどのような形で処理されるかの問題である。ラフは、その問題は剰余金がいかなる目的で運用されるかによって決まってくる、という。つまり、それが流動性ある形をとるかそうでない形をとるか、のどちらかである。そして、会社が「緊急時の資金」(“rainy day fund”)として現金あるいは市場性ある証券の形で保有するか、または、利潤を生む資産に剰余金を投下する

18 ラフは、ミードの『トラスト金融』からの引用で、1898年から1901年の4年間に26の大型合併による当該会社が支出した配当は1億5,020万ドルもあり、当時の産業トラストが相当大幅な配当支出を行ってきた、といっている。利益額のうち、62%が配当、残りの38%が内部留保となったようである (W. H. Lough, *op. cit.*, P. 329.)。しかし、スタンダード石油会社の場合は、1902年に配当性向が68%と高かったが、その後、利益額が大きくふえたにもかかわらず、配当額はむしろ1902年当時よりも減少し、したがって、配当性向も1908年などは49%にまで低下している。剰余金が、同社の場合は圧倒的に多いことになる (*Ibid.*, P. 328)。

(putting the surplus back into the property) か、の運用の仕方があるとする。その場合、どちらに重点がおかれるかは事業の性格などの諸条件により一律には規定できないが、ラフは当時の大会社群は構成比において後者の比重の方が高かったという。さて、「剰余金の配分」では、まず利益処分の方法をめぐって対株主向けの効果の度合いが考慮される。つまり、利益が社内に留保されて資産に投下された場合と、配当金の形で社外流出した場合において、会社が一方を重視した場合のそれぞれの株主に与える影響、効果を検討するのである。具体的には、たとえば、特別株式配当 (extra stock dividend) による事実上の「株式水割りを通じての配分」 (distribution through stock watering) や「株式引受特権を通じての配分」 (distribution through subscription privileges) を示唆する。とりわけ後者について、株主は市場独特の取引仕法により引受特権の現金化 (cashing the privilege) をはかり、社内に留保された利益の一部分に均てんでできる余地が開かれている点が紹介される。そして、ラフは結論づける。すなわち、「『株式水割り』や『過大資本化』 (overcapitalization) は、それが行き過ぎでないかぎり、会社の収益力に照応して資本を調達するにもっとも簡便かつ適法な手段であり、加えて株主にたいしても会社がかれらのために捻出した剰余金の一部を譲渡する適法な手段となる」¹⁹、と。

ところで、以上のごとく、ラフが本書で財務管理の問題として取り扱った部分、つまりこれら 5 章、65 頁 (本論全体の 14.6%) にわたる部分を概観してきたが、とくにこの部分はいかの『企業財務論』(1917年)における内部財務管理の論述の部分と、その内容においていかなる関連をもち、またどのように変容しているかをみる重要な手掛かりとなるところである。ただ、ここではその点を指摘するだけにとどめ、つぎの概括の作業を進めよう。

19 *Ibid.*, P. 348.

最後に、伝統的財務論の著作のなかで、あまり発見できない相場操縦 (manipulation) を取り扱った部分 (第25章—第27章) を簡単にみておこう (破産および組織変更を扱った部分—第28章—第30章—は省略)。ラフは、これまでは、会社経営の正当かつ合理的な側面について触れてきたが、以下では (破産や組織変更を扱った章も含めて)、まったく逆の不当かつ非合理的な側面、または経営破綻について述べる必要がある、という。それは、当時株式会社制度を利用して詐欺的行為が横行したため、ひとびとはそれから目をそらすことよりもむしろ防御上の観点で、これらの研究が不可欠であるとする理由によっている。ラフは、これまで株式発行による円滑な資本調達のために、株式市場において投機的要素が多分に介入することを容認してきた。といて、では株価操縦を中心とする相場操縦は必要悪であろうか (Is manipulation a necessary evil?), と問う。そして、会社は大株主とか直接に経営にタッチする利害関係者を除き、ほとんどは会社経営に通曉していない正直なひとびとの集合体であるから、それは必要悪というより、「悪」として規制されねばならないとする。したがって、横行する「悪」への対抗策は、絶対に必要であり、ラフによれば、会社内容の一般への周知 (disclosure) とひとびとの教育 (education) をおいてないとする。

ところで、ラフの指摘による相場操縦は、つぎの4つに区別される。すなわち、1) 会社役員による相場操縦、2) 取締役による相場操縦、3) 株主が一同として行なう相場操縦、および 4) 支配株主 (controlling stockholders) が行なう相場操縦、の4種である。もちろん、これらは必ずしもそれぞれが截然と識別されるものではなく、相互に重複している。まず最初の会社役員による相場操縦をみてみると、それには 1) 株価操縦により法外な資本利得 (capital gain) を得る、2) 会社にかわって役員が詐欺的な商品ならびに証券の売買契約をする、3) もうけの多い事業部門に新会社を設立して、自社の利益、資金を流用する、そして 4) 自己の職務にもとづき得られる内部の情報を悪用するという形で行なわれ、不当な利得が

搾取されるのである。また取締役の場合も、上述の2)と3)の類似的行為がやはり行なわれ、さらに1) 会計処理をごまかして株主群を欺くこと、2) 会社を無理矢理に破産させ、管財人の管轄下におく、などの方法で相場操縦がなされる。一方、一群の株主が行なう相場操縦は、もっぱら債権者、とりわけ社債権者を欺くことにあり、また支配的な大株主が従属的な小株主の犠牲において不当な利得を得るものもある。ラフは、以上の相場操縦にもとづく悪例を刻明に記述し、それにたいする当時の裁判所や会計士の態度も併述するが、最後に予防策を以下のごとく列挙する。すなわち、まず1) 証券所有者は会社経営上の問題にかんして、会社に完全な一般公開 (publicity) を要求する、2) 株主総会に出席して、会社内部の資金状況の検討をする、3) 累積投票制度のもとで、あらゆる株主が意見を表示できる機会が得られることを確認する、そして4) 会社役員の報酬、発生した負債額、留保された剰余金額などが、每期明らかにされるべき条項を会社定款に挿入する、ことである。とはいえ、最良の予防策は、なんといっても、証券所有者のひとりひとりが会社の役員と取締役の世評 (reputations) に最大の注意を払うことである、とラフは結論づける。

2. 『会社財務論』の背景とその意義

さて、前節でラフの『会社財務論』を概観してきたが、その主たる内容は台頭めざましい株式会社の実体がどのようなものであり、その設立から破綻、そして再編の過程を語るとともに、当時金融・証券市場の中心であったウォール・ストリートから会社の設立、維持、そして発展のために、いかに円滑に資本を調達するかの諸方法や諸手段が網羅的に記述されていた。それは、あらためて指摘するまでもなく、いわゆる伝統的財務論が具有する長期資本調達のための諸制度の論述の典型的なものである。もっとも、そのようにいっても、ラフの『会社財務論』は、内容的に後に続く A. S. デューイングや C. W. ガステンバーグなどのそれにくらべて決して豊富

なものではない。つまり、制度論の網羅的展開といっても、内容的により深く突込み、かつ精緻なものかということ、必ずしもそうではないという意味である。それには、かれの構造的分析視角の欠如はいま問わないとして、いまだこの分野の研究が未成熟で嚆矢の作品であること、さらに時代的制約が多分に考慮されるのである。というのは、世紀転換期の企業合同の盛行を契機に、株式会社の量的増大と質的拡張が飛躍的なテンポで展開され、この新しい実体の把握とその将来性の展望に各界が混迷状態にあったからである。ラフも、T. L. グリーンにならって著書に“会社財務論”の名を付け、かれなりに株式会社という経済の新しい主役の内実を解明しようと努力した。しかも、株主あるいは新規の投資家の観点からではなく、経営者の観点で分析・接近しようとした。かれが序文で「経営者の観点から」と明記したことは、後に明らかにする（『企業財務論』において）public financing の理論にたいする business financing の理論の構築—独自性の確保への意欲が萌芽的に胚胎していたと推測されよう。このようないい方をするのも、当初のラフのその意図が、すでにみてきた『会社財務論』の本論においてどこまで貫徹されているかとなると、その評価は後述するとき点から勘案してややむづかしいとおもわれるからである。

ともあれ、ラフ『会社財務論』の財務研究における位置づけとその意義を理解するために、同書が上梓された当時のアメリカ経済の背景にふれることにしよう。

まず株式会社の全企業に占める比重からみていくと、つぎのようになる。アメリカでは、企業の全数を示す官庁統計は、歳入局（Bureau of Internal Revenue）の統計数字が重視されるが、同局は1909年に株式会社は262千社で企業全体1,486千社の17.6%にあたる。²⁰これを製造業にかぎってみてみると、第1表のごとく、1909年は69,501社で全体の25.9%にあたり、

20 国弘員人『企業形態の諸問題』正統社、1949年、177ページ。

第1表 20世紀初期のアメリカ製造業における株式会社の比重

年	会社数		資本金額 (百万 ドル)	生産価額 (百万ドル)		生産価額が100万ドルをこえる会社数とその生産価額	
		株式会社数			株式会社によるもの	会社数	生産価額 (百万ドル)
1899	207,514	37,123 (17.9%)	8,975	11,407	7,602 (66.6%)	—	—
1904	216,180	51,097 (23.6)	12,675	14,794	10,904 (73.7)	1,900 (0.9%)	5,628 (38.0%)
1909	268,491	69,501 (25.9)	18,428	20,672	16,341 (79.0)	3,060 (1.1)	9,053 (43.8)
1914	275,791	78,151 (28.3)	22,790	24,246	20,181 (83.2)	3,819 (1.4)	11,794 (48.6)
1919	290,105	91,516 (31.6)	44,465	62,418	54,740 (87.2)	10,413 (3.6)	42,290 (67.8)

注 以上の Lincoln による *Abstract of Census of Manufacture* の数字は、その後の商務省による *Historical Statistics of the United States 1789-1945, 1949.* の数字と若干異なる。前者を利用したのは株式会社数とその生産価額が明示されており、全体にたいする比重をみることができたからである。

資料 E. E. Lincoln, *Problems in Business Finance*, Chicago, 1921, P. 487.
ditto, *Applied Business Finance*, Chicago, 1927, P. 22.

企業合同が盛行をきわめた1899年ごろと比較してもほぼ倍増している。なお注目すべきは、株式会社が造り出す生産価額は、1899年の7,602百万ドル(全体の66.2%)から1909年には16,341百万ドル(同じく79.0%)とふえ、とくに生産価額が年間100ドルをこえる巨大会社の場合、1909年には会社数では全体の1.1%にすぎないが、生産価額では43.8%と圧倒的な比重を占めるようになってきていることである。このように工場生産の圧倒的部分が株式会社の経営下に入ったことはいうまでもないが、S.ニアリングもいうように、重要な鉱業、鉄道、公益事業会社、さらに銀行および保険会社にも以前から株式会社が浸透しており(1909年においても製造業以外の株式会社は約170千社ある)、この半世紀間に企業の組織および支配形態に完全な会社革命が遂行していたのである。²¹ ちなみに、この点にかんする若干の

21 S. ニアリング著、愛知謙三訳『アメリカ帝国主義』春陽堂、1931年、101ページ。

数字をひろってみると、つぎのようである。すなわち、1897年に5,000万ドル以上の資本金を擁した巨大会社（またはその結合）は、44も数えられた。しかし、この巨大会社の多くは鉄道会社であり、一般産業会社はわずかに8社であった（公益事業会社は11ないしは12社）。ところが、1900年末には、他の部門もさることながら、資本金5,000万ドル以上の巨大産業会社は29社、1903年末には41社に増加している。なお鉱業部門についてみると、1902年に企業数全体の28.6%を占めた株式会社の生産価額は86.3%もあり、それが1909年には、会社数で35.4%と比率を高めた株式会社が生産価額は実に91.4%を占めるにいたっている²²のである。企業合同と企業の株式会社化が相互補完的に、しかも急テンポで展開され、アメリカ経済が独占体制に突入したことは、たんにこれだけの数字の素描にても明白となろう。企業合同（トラスト）問題はここではとくにふれないが、この問題とともに²³巨大化した株式会社のビヘビアをめぐる論議が当時百出したことは、いわば当然の成行きであった。たとえば、そのひとつとして、G.W. パーキンス（George W. Perkins）は、イギリスにおける産業革命と同様に、この会社革命の意義を高く評価し、いまや不可避的な存在となった巨大会社の対社会的責任を重視するのである。すなわち、株式会社化（corporationism）は新しい企業体制を実現して古い破壊的な競争を回避し、経済的ならびに人的資源を旧体制にくらべてより効率的に運用するという意味で、偉大な進歩の担い手となろう。そして、巨大な株式会社は、生産工程の標準化により良い製品を大量に安く一般大衆に提供する一方、企業の存立基盤を確

22 国弘員人、前掲書、184—185ページ。

23 当時の「トラスト問題」に関する文献はきわめて多く、わが国においても、この問題をそれぞれの専攻分野から検討されている。「株式会社論」の研究を志すものにとって、これを避けて通るわけにはいかない。われわれも、アメリカの南北戦争以降の企業合同の問題、鉄道金融の実態などの検討をつぎの機会に行なわねばならない。なお、ここでは「トラスト問題」の理解に大いに役立つ論文として、小原敬士教授の「アメリカにおける独占資本論争史」『季刊経済思潮』1949年10月号、第12集を挙げるにとどめておく。

固たるものにして当該地域ならびに会社を取り巻くひとびとの生活を安定させた。とはいえ、会社の管理、運営は、組織の巨大化とともにきわめて困難なものとなり、その盛衰・伸縮はたんに一会社のそのの問題に終らないだけに、経営者はその社会的責任を自覚して適切な管理を行なうべきです、とする。さらに、かれは、経営者の自覚に全幅の信頼が寄せられないので、連邦政府が立法、行政措置でもって巨大会社の監督、規制を強化する方針でのぞみ、裁判所にも会社法の適切かつ厳格な運用を要求するのである。²⁴

以上のごとき経済的背景のもとで、ラフが株式会社の実態把握に懸命になるのも、いわば、時代的要請にそったということになる。現にかれは『会社財務論』の副題を、「近代株式会社の設立、組織、および管理に適用される原理や方法にかんする叙述」(*An Exposition of the Principles and Methods Governning the Promotion, Organization and Management of Modern Corporations*)としているのである。かくして、冒頭に会社法に基礎をおく株式会社の制度的叙述が7つの章にわたって展開されることになる。ところで、ラフはつぎに株式会社の資本調達の方法・手段について記述するが、その記述に入るまえに自分がなぜ“会社財務”(corporation finance)の研究をやるのか、といった点について明確にしていない。すでに前節でみたごとく、「第7章までは株式会社の基本的な問題であるが、これらは本論のいわば導入部分に相当するにすぎない。われわれの真

24 G. W. Perkins, *The Modern Corporation, The Currency Problem and the Present Financial Situation*, ed. by Columbia University, New York, 1908. なお、ジョージ・W・パーキンスは、J・P・モルガンのよきパートナーで、International Harvester Company の事実上の設立者である。同社は、穀物刈取機製造会社の大合同によるものであり、アメリカはもとよりヨーロッパの大工場をも含んでいる。その資本化は巨額であるが、設立時から事業状態は安定的でかつ好調であった。この新しい合同にたいする一般の評判はよく、またパーキンスにたいする評価も抜群によかった (John Moody, *The Masters of Capital*, New York, 1919, P. 112)。

の課題は、株式会社経営における制度的側面ではなくて財務的側面²⁵である
 といつて、すぐさま会社資金の源泉の検討に入ったのである。もちろん
 「会社財務論」の研究領域 (scope) の設定やその定義 (definition) は、後
 の『企業財務論』やW. H. ウォーカー (William H. Walker) の『会社財
 務論』 (Corporation Finance, 1918)²⁶にみられるような明確な形では行な
 われていない。そうした点の不明確さは、端的に自己資本 (owned capi-

第2表 アメリカの株式会社 (非金融会社) の資金源泉

年 別 総 額 (10億ドル)	1901~1912	1913~1922	1923~1929
		3.3	7.6
資金源泉 合計	100.0 (%)	100.0 (%)	100.0 (%)
内部資金	<u>55.3</u>	<u>60.4</u>	<u>54.7</u>
留保利益	21.8	26.8	17.4
減価償却 ¹	33.5	33.6	37.3
外部資金	<u>44.7</u>	<u>39.6</u>	<u>45.3</u>
長期	<u>41.0</u>	<u>21.8</u>	<u>33.9</u>
普通株 ²	11.5	8.0	13.9
優先株	2.5	3.2	5.5
社債	25.0	7.2	7.1
担保貸付	2.0	3.4	7.4
短期 ³	<u>3.5</u>	<u>17.9</u>	<u>11.4</u>
支払手形・買掛金 ⁴	7.5	14.6	3.3
その他手形 ⁵	-4.5	1.3	7.1
未払い税	0.5	2.0	1.0

注(1) 減耗 (depletion) を含む。

(2) 証券市場に資金を求めることのない同族会社の資金調達を含むが、金額はきわめて小さい。

(3) 若干長期も含まれている。

(4) 短期および長期銀行貸出を含む。

(5) 短期および長期商業手形を含む。

資料 I. Friend, *Investment Banking and the New Issues Market: Summary Volume*, New York, 1965, PP. 98-99.

25 W. H. Lough, *op. cit.*, P. 91.

26 W・H・ウォーカーは、会社財務論は金融論の一科としてではなく独自の領域をもち、株式会社が資本を調達し、その後の資金の運用にかんする方法や政策にかん

tal) としての株式資本 (capital stock) をめぐる財務上の問題にかんする叙述が軽視されるなどの問題点を露呈するにいたっている。もっとも、ラフがいわゆる社債金融に重点をおいた叙述を行なったのも、それなりの理由があった。すなわち、20世紀初期の会社の資金源泉を第2表でおおまかにみてみると、外部から調達する資金44.7%のうち、社債は25%と最も多く、そのうえ固定資産購入などの長期的資金にはもっぱら社債発行で得た資金が充当されていたからである。さらに立ち入って、当時の巨大会社の

第3表 全鉄道会社の資金源泉

(%)

	① 1880~1890年	② 1893~1907年	③ 1907~1916年
内部資金	2.4	9.5	42.9
留保利益	2.4	9.5	29.7
減価償却	0	0	13.2
外部資金	97.6	90.5	57.1
流動債務	7.3	11.9	2.3
既発行証券	90.3	73.7	63.2
1) 株式発行	43.0	47.5	35.0
2) 社債発行	54.9	63.8	60.1
3) (-)子会社の証券	-7.5	-37.6	-32.0
その他		4.8	-8.3
計	100.0	100.0	100.0

注1) ①は1880年7月1日から1890年6月30日まで。

2) ②は1893年7月1日から1907年6月30日まで。

3) ③は1907年7月1日から1916年12月31日まで。

4) 子会社の証券は、貸借対照表の資産勘定に入り「資金の使途」から削除されており、したがって、会社間の2重計算をさけるために既発行証券総額から控除することにした。

資料 M. J. Ulmer, *Capital in Transportation, Communications, and Public Utilities*, Princeton, 1960, P. 502.

して研究するものである、という。つまり、株式や社債、および手形(Notes)などの会社証券の発行で資本を獲得し、そのような証券の所有者に、支配、危険、そして収益の配分がいかなる影響を与えるかという財務政策の問題にかんする研究を行なうのである (W. H. Walker, *Corporation Finance*, New York, 1918, PP. 1-3.), と。

鉄道会社, ならびに公益事業会社としての電灯・電力, および電話会社の資本調達状況をみてみると(第3表, 第4表), 社債発行の量的比率の高いことが明らかとなる。このうち, とくに第3表の鉄道会社の資金源泉を M. T. ウルマーの資料でみてみると, 1910年代はともかく, 世紀転換期の前

第4表

電灯・電力会社の資金源泉

電話会社の資金源泉(%)

	1881~1912年	1913~1922年	1891~1902年	1903~1912年
内部資金	<u>7.6</u>	<u>15.5</u>	<u>6.3</u>	<u>19.6</u>
留保利益	4.9	5.3	-2.2	4.9
減価償却	2.7	10.2	8.5	14.7
外部資金	<u>92.4</u>	<u>84.5</u>	<u>93.7</u>	<u>80.4</u>
流動債務	8.5	7.0	10.9	5.4
1) 短期負債	5.8	0.1		
2) 支払手形など その他の負債	2.7	6.8		
既発行証券	82.7	76.6	82.6	74.8
1) 普通株	42.0	24.4	} 64.1	} 80.1
2) 優先株	7.5	12.7		
3) 社債	38.5	49.8		
(4) 金庫証券	-2.1	-3.9		-2.7
(5) 他の同系会社 の証券	-3.3	-6.4		-2.6
その他	1.1	1.0	0.2	0.2
計	100.0	100.0	100.0	100.0

資料 M. J. Ulmer, *op. cit.*, P. 507 and P. 512.

後20年間は外部資金とりわけ証券発行による資金調達が圧倒的な比重を占め, とくに社債への依存度が高い。ラフは, 社債が元本の保証のあり方, 発行の目的, さらに償還の条件などによって多種に区別され, それらが鉄道会社の大いに利用するところとなった点を指摘しているが(たとえば, 第一次抵当付社債—Baltimore & Ohio, Western Union, Union Pacificなど, また証券見返担保付社債—the Northern Pacific-Great Northern, 設備信託社債—the Railroad Equipment Company, さらに収益社債—the Central of Georgia Rai-

lway Co., それに転換社債—the Union Pacific Railroad, the Erie Railroad などが代表例として挙げられている), われわれもこの現実の数字から容易に伺い知ることができる。²⁷ それにしても, 株式発行による調達資金の比重も決して少なくなく, 第5表で詳細にみるかぎり普通株と優先株の発行額は社債のそれとほぼ比肩しており, また子会社証券への投資額 (investments in affiliated companies) も看過できない性質を秘めているようである。では, これらの点をどのように解釈すればよいのか, ラフの分析は必ずしも明快な答えを与えていない。これらは, ラフに続く E.S. ミード, さらには A. S. デューイングの浩瀚な会社財務論の展開を待たねばならないであろう。とはいえ, ラフも多少ともふれているごとく, 鉄道会社に代表される当時の巨大会社が企業結合などを介して採用した財務政策から説明することができる。すなわち, 株式の水割り (stock watering) とそれにとまう過大資本化 (overcapitalization) に象徴される財務政策である。この場合, 過大資本化は, まず「1) 設立時から運営されるまでの間に資産の増加以上に証券の発行により名目上の資本投下が行なわれたこと, つぎに 2) 収益より支払われるべき性質の営業上の費用を資本化すること, さらに 3) 株式配当と株式を額面以下で販売すること (ただし, これはつねに過大資本化を招来するわけではない。もし正確な資本額を査定する標準として投資家の実際上の出資があるならば, 両者は過大資本化を生ぜしめる。なぜならば, 株式は額面どおり支払われていないからである。しかし, 資本額を決定する標準を資産額とするならば, そのようにはならない), 最後に 4) 企業合同による場合に生じること, である。この 4) の企業合同による過大資本化を指摘することは一見容易のようであるが, 現実には明確ならしめるのは困難である。というのは, そのような場

27 A.S. デューイングによれば, 1893年の恐慌とそれに続く不況で鉄道会社の路線の40%以上が管財人の手中に帰したが, これは, これらの鉄道会社が法律で固定した運賃率で営業を強制される一方, 資本調達的大部分が社債発行に依存していたからである, とする (A. S. Dewing, *Corporate Promotions and Reorganizations*, London, 1920, P. 6.)。

第5表 鉄道会社の資本調達および配当状況

(単位:100万ドル)

年	固 定 資 産	既発行証券資本額				純資本 化 額 (C)	株式にた いては支 払われた 配当 (D)	(D)	(D)/(C)	配 当
		計	普通株 (A)	優先株 (B)	未償還 社 債			(A)+(B)	(%)	(%)
1890	8,133	8,984	3,803 (42)	606 (7)	4,575 (51)	7,575	1,598	36.2	21.0	81.9
1	8,444	9,291	3,796 (41)	655 (7)	4,840 (52)	8,008	1,796	40.3	22.4	79.1
2	8,690	9,686	3,979 (41)	654 (7)	5,053 (52)	8,295	1,825	39.4	22.1	81.3
3	8,937	9,895	3,982 (40)	687 (7)	5,226 (53)	8,332	1,809	38.6	21.7	88.5
4	9,073	10,191	4,104 (40)	730 (7)	5,357 (53)	8,647	1,767	36.5	20.4	158.6
5	9,203	10,347	4,202 (41)	760 (7)	5,385 (52)	8,900	1,485	30.0	16.7	141.8
6	9,500	10,567	4,257 (40)	970 (9)	5,340 (51)	9,066	1,559	29.8	17.1	92.2
7	9,709	10,635	4,367 (41)	998 (9)	5,270 (50)	9,168	1,603	29.8	17.4	101.5
8	9,760	10,819	4,269 (40)	1,119 (10)	5,431 (50)	9,297	1,818	33.6	19.5	65.4
9	9,961	11,034	4,323 (39)	1,192 (11)	5,519 (50)	9,432	2,239	40.5	23.7	62.7
1900	10,263	11,491	4,522 (39)	1,323 (12)	5,646 (49)	9,548	2,668	45.6	27.9	55.2
1	10,405	11,688	4,475 (38)	1,331 (11)	5,882 (51)	9,483	2,977	51.2	31.4	57.4
2	10,658	12,134	4,722 (39)	1,302 (11)	6,110 (50)	9,926	3,337	55.3	33.6	58.8
3	10,973	12,600	4,877 (39)	1,279 (10)	6,444 (51)	10,282	3,450	56.0	33.5	58.2
4	11,511	13,213	5,051 (38)	1,239 (10)	6,873 (52)	10,712	3,643	57.4	34.0	69.7
5	11,951	13,805	5,181 (37)	1,373 (10)	7,251 (53)	11,167	4,119	62.9	36.7	65.2
6	12,420	14,570	5,403 (37)	1,401 (10)	7,766 (53)	11,672	4,526	66.6	38.8	62.8
7	13,030	16,082	5,933 (37)	1,424 (8)	8,725 (55)	—	4,948	67.2	—	63.1
8	13,213	16,768	5,911 (35)	1,463 (9)	9,394 (56)	12,834	4,843	65.7	37.9	87.9
9	13,609	17,488	6,218 (36)	1,468 (8)	9,802 (56)	13,914	4,920	64.0	35.1	72.7
10	14,557	18,417	6,710 (36)	1,403 (8)	10,304 (56)	14,376	5,412	66.7	37.5	69.6

注(1) 固定資産は路線や施設で帳簿価額である。

(2) 未償還社債は Funded debt unmatured のこと。

純資本化額は Net capitalization である。

(3) 配当性向は Net income に占める Dividends declared の百分率である。

(4) 既発行証券資本額の各項目の () 内の数字は合計を100とした場合の比率である。

資料 *Historical Statistics of the United States 1789-1945*, Washington, 1949, PP. 204-205.

合に株式または社債が現金と交換されるのではなくて、株式または社債と交換されるからである。」また、長谷川安兵衛教授は、これらの点に関連して株式発行の比重が高まることの理由をつぎのように説明される。すなわち、まず、アメリカにおいて優先株の利用が多い点が問題となる。それは、アメリカでは現物出資による会社新設が多く、その場合、現物出資が過大評価されていわゆる株式の水割りが多くなる。とくに無形資産 (のれん、特許権、採掘権、著作権など) が出資の基礎として新設される場合、この株式の水割りが当然のこととして行なわれる。そのとき、現物出資に割当てる株式は普通株とし、一般投資家へ公募する株式が優先株となる。したがって、現物出資の発起人、つまり会社取締役に選ばれる発起人は普通株主となり、一般投資家は優先株主となる。また会社合併の場合、合併に参加する会社の有形資産 (正味資産が考慮されると同時に必ずや収益力が考慮されて、ここに“のれん”の評価計上の問題が起こる) にたいして優先株が発行され、のれん代の支払いにたいしては普通株をもってする。ただ、優先株といえども原明的に投票権 (voting power) をもち経営に参加できる建て前になっているが、優先株主が事実上投票権の有効な行使を放棄してきたことと、一方支配株主 (普通株大株主) によるかれらの投票権剝奪化が進展するとい

28 島田孝一「現代アメリカに於ける鉄道事業の展開」(早稲田商学同攻会『最近アメリカ経済の研究』早稲田大学出版会, 1934年), 279—281ページ。

う事態が随伴した²⁹、ことは銘記しておかねばならない。要するに、優先株にしる普通株にしる、当時はその発行によって新規資金の調達されることに主眼がなく、大半が既発行証券との交換にあったことになる。その典型例は「トラスト」形成時においてみられ、パートナーシップの「トラスト」形成→株式会社化→受託者 (trustee) の発行するトラスト証券と構成会社の株式との交換、という形をとる。このさい、株式とトラスト証券の交換比率をめぐって「水増し」現象がしばしば生じたのである。

ところで、プロモーターは会社新設の場合にしる合併による場合にしる、普通株のしかも大株主、あるいは取締役として会社を支配し経営してきた。かれらの代表例には、J. P. モルガン商会などの投資銀行業務を専業とする個人銀行 (private banker) が挙げられる。1893年恐慌以来の鉄道会社の再編には、モルガン商会とクーン・ロープ商会をそれぞれ中核とする銀行シンジケートが重要な役割を演じたが³⁰、その余勢は1897年以降の企業合同運動の主役にさせ、遂にモルガンをして巨大な U. S. スティール会社を設立させた。同社設立にともなうプロモーターとしてのモルガン・シンジケートの利益は、ラフはひとまず、つぎのように巨額であるという。すなわち、「同シンジケートは利益を公表しないが、明らかなことは額面価額がほぼ2億4千万ドルに相当する (したがって240万株) の普通株を入手しており、設立費2,500万ドルは十分に相殺できる。いま、この普通株を時価よりはおそらく安い、たとえ30ドル (額面1株100ドル) で売却したとしても7,200万ドルが獲得される。設立費2,500万ドルと売却手数料

29 長谷川安兵衛「アメリカに於ける企業財政の特色」(早稲田商学同攻会、前掲書) 372—374ページ、381—382ページ。なお当時の株式水割りの研究として、西田 博「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』財務政策」『経済論叢』(京都大学) 第100巻第4号、1967年10月、同じく「アメリカ独占確立期における『水割り』財務政策と公表会計実務」『経済論叢』(京都大学) 第101巻第6号、1968年6月は、われわれにとって大いに参考になる。

30 呉天降「アメリカにおける鉄道業の再建と銀行シンジケートの形成 (1893—1897年)」『経済学季報』第13巻、第3・4号、1963年。

100万ドルを差引いても4,600万ドル残ることになる。この額はプロモーター、証券引受業者としての正味の利益額である³¹という。これは、おそらくかれらにとって当然とされた利得額であろうが、秘密裡にあるいは半ば公然とされた巨額の利得が加味されたことは想像にかたくないのである。ラフが問題とする証券の売却も、実はかれらを基軸に商業銀行や生命保険会社、信託会社、さらに他の投資銀行を包括したシンジケートにほとんど全面的に依存する形で行なわれている。それには、会社の巨大化による大量の証券を引受け、そして分売するために多額の資金手当を必要とし、少数の金融機関では資金量に限界があったからであろう。加えて、1903年および1907年に発生した恐慌現象は、投資銀行に危険分散のために前世紀末より連携を強めてきた他種金融機関を動員する態勢を固めさせた。なお、ラフも指摘するごとく、かれらは新証券の分売機構を整備する一方、相場操縦を活発化して売却を円滑化するため、ウォール・ストリートの株式仲買業者に要求払証券担保貸付の形での流通資金導入のルートを開設して、投機性の大幅な介入を意図した。イギリスにおけるごとく短期金融市場がアメリカでは未成熟であったことから、商業銀行などは有利な証券担保貸付に積極的であった。こうした金融環境は、20世紀に入りトラスト形成による工業会社台頭と呼応して、工業証券市場の拡大・発展を助長した。かれらによる株式発行が、本来の資本調達の方途となる事例が多くみられ、とりわけ優先株発行がその突破口となったことは興味深い。つまり、1890年代の優先株は、「会社の資金調達というよりは、むしろ会社の所有者が会社の支配になんら影響をうけることなく一部を資金化することにあった。優先株が資金調達のために工業会社により発行されるようになったのは1897年以後であった。それに、この時期の優先株は株主層を拡大し、工業株の市場性増大のために果たした役割は大きかった。……そし

31 W. H. Lough, *op. cit.*, P. 209.

て発行後間もなく半数以上はニューヨーク株式取引所に上場され、優先株の上場は普通株の上場を促進し、優先株の上場とともに普通株の上場されるものも多くなった³²と。この意味するところは、かつて合併会社の株主に採られていた優先株と普通株の分化政策が一般投資家にも拡大・適用され、現実的資産と現実的収益を表示する優先株に応募したあらゆる投資家層に、ボーナスとして追加的収益を資本化した普通株を与えたことになる。そして、このことはさらに以下のような結果を招来したといわれている。すなわち、「第一に、公開市場を通じて創業利得を最大限にあげよう

第6表 アメリカの株式会社の資本発行高

(単位：100万ドル)

年	総額	鉄道会社 (電車会社を含む)			工業会社				
		社債	約束手形	株式	社債	約束手形	株式		
1907	1,393	957(68.7)	440	267	248	436(31.3)	183	68	185
8	1,423	999(70.2)	604	274	120	424(29.8)	197	21	204
9	1,681	1,015(60.4)	653	52	309	666(39.6)	322	42	301
10	1,518	876(57.7)	547	212	115	641(42.3)	290	61	289
11	1,739	1,099(63.2)	670	326	101	640(36.8)	322	67	250
12	2,253	1,101(48.9)	507	348	246	1,151(51.1)	367	120	664
13	1,645	953(58.0)	414	398	141	691(42.0)	225	156	310
14	1,436	930(64.8)	433	421	75	505(35.2)	214	104	186
15	1,435	780(54.4)	541	216	22	655(45.6)	241	110	302
16	2,186	779(35.7)	359	311	109	1,406(64.3)	535	199	671
17	1,529	520(34.0)	173	308	38	1,009(66.0)	349	244	415
18	1,344	417(31.0)	158	256	1	927(69.0)	190	440	296
19	3,021	432(14.3)	247	182	2	2,588(85.7)	441	552	1,593

注(1) ニューヨーク・ジャーナル・オブ・コムマースの報告である。

(2) 10万ドル以上の発行のみ採択し、新規分と借換発行分を含む。

(3) () 内の数字は総額を100%とした場合の百分比。

資料 *Statistical Abstract of the United States 1923*, Washington, 1924.
P. 679.

とするプロモーターの欲求が、外部の投資家にもボーナスを与える資本化政策として具体化したことにより、合同新設企業の資本の水増しがいちじるしく促進され、以後の企業合同における過大資本化傾向のいわば原型をここに形成した。第二に、優先株と普通株がともに投資大衆に与えられたために両種の株式の市場価値が次第に接近し、普通株が優先株と同じく広範な流通範囲をもつことになった³³」と。いま試みに、1900年代の工業会社の資本発行高の一端を鉄道会社のそれと比較してみると、第6表のごとく、社債ならびに手形 (notes) 発行高ではいまだおよばないが、株式発行高ではほぼ同水準といってよい。鉄道会社が証券金融における主役の座を工業会社に譲るのは、やはり後10年を待つことになる。

それにしても、上述の株式発行にかんする性格の変容に象徴されるごとく、世紀転換期の前後それぞれの10年間は、活況を呈した企業合同運動を契機に大きな変貌をみせた。すなわち、なによりも新産業分野の開拓で、1) 鉄道会社を含む公益事業会社 (public service corporation) にかわる工業会社 (industrial company) の台頭があり、それにともない 2) ウォール・ストリートにおける金融機構とその勢力配置の変化がみられたことである。たとえば、これまで金融・証券市場を^{どくせんじょう}独壇場たらしめていた有力投資銀行が、増大する所要資金量の動員に限界をきたし、他種金融機関との提携を余儀なくされ、その専横が事実上規制されるといったことである。とはいえ、20世紀の初期の数年間には“「高度金融」の最絶頂” (the Apex of “High Finance”)³⁴といわれたように、J. P. モルガン商會を頂点とする投資銀行群は、新興の生命保険会社や信託会社を巧みに掌握し、その資金量を駆使して企業金融でいぜん巨利を獲得していた。一方、生命

33 浜田好通「アメリカにおける金融資本の形成」(鈴木鴻一郎編『帝国主義研究』日本評論社、1964年)、390ページ。

34 John Moody, *The Masters of Capital ; A Chronicle of Wall Street*, New York, 1919, PP. 109-133.

保険会社（以下生保という）と信託会社（以下信託という）は、銀行にくらべて資金運用に制約が少なかったので、収益も多いが危険も大きい企業発起・資本化に積極的になり、むしろ行き過ぎがみられるようになった。投資銀行が長年の経験から、過度に投機的であり、また公募不消化が予想される証券の引受けに慎重であるのにたいし、かれらは多少の危険を承知のうえでシンジケートに喰い込んできた。そうしたことから、もともと少数の経営者の個人的専断にゆだねられる余地の多かった生保の資産、つまり多数の保険契約者の資金が、かれらによって浪費と背徳 (extravagance and corruption)、さらに不正利得 (graft) を生み出す方向に転用された。1903年にウォール・ストリートが、半ば恐慌状態 (semi-panic) に陥

第7表 ニューヨーク株式取引所の証券売買高と株価

年	株式 年間 売買高	同 左 (金額)	株式 一日平均 売買高	社 債 一日平均 売買高	工業株のダウ・ジョーンズ 一日平均株価		
					高 値	安 値	値開き / 年間平均 株 価
1890	(百万株) 71	百万ドル) 3,977	(千株)	(千ドル)			(%)
1899	176	13,429			77.61	58.27	27
1900	138	9,249	505	2,106	71.04	52.96	29
1	265	20,431	977	3,669	78.26	61.52	24
2	188	14,218	678	3,247	68.44	59.57	13
3	161	11,004	576	2,496	66.33	42.15	43
4	187	12,061	678	3,748	73.23	46.41	49
5	263	21,295	945	3,725	96.56	68.76	35
6	284	23,393	1,015	2,435	103.00	85.18	19
7	196	14,757	703	1,916	96.37	53.00	57
8	197	15,319	699	3,889	88.38	58.62	40
9	214	19,142	776	4,805	100.53	79.91	22
10	164	14,124	600	2,329	98.34	73.62	29
11	127	11,003	460	3,250	87.06	72.94	17

注(1) 値開き (spread) / 年間平均株価において、年間平均株価は月間の高値と安値の数値から算出されている。

資料 S. S. Pratt, *The Work of Wall Street*, New York, 1921, P. 187. R. N. Owens & C. O. Hardy, *Interest Rates and Stock Speculation*, Washington, 1930, P. 126.

入ったとき、企業の過大資本化のとがめが憤出した。ルーズベルトによるノーザン証券会社の解散提訴、U. S. スティール会社の低迷がこれに拍車をかけ、街には未消化証券が氾濫し、生保・信託の保有資産が大幅に減価したのである。ニューヨーク株式取引所の証券売買高ならびに株価の推移をみると、第7表にみるごとく、1903年の低迷ぶりは明らかとなる。かくして、生保・信託などの新興勢力の企業発起、金融面から後退がみられたが、それにもかかわらずウォール・ストリートにおける投機衝動は1904年から翌年、さらに翌々年と中断することなく活気を呈した。その背後には産業界の高度成長があったわけだが、投機はそれ以上の飛躍的な自立運動をして加速度的に進展していった。それには、銀行からの証券担保貸付が取引所に上場された証券向けに放出するコール・ローンの増加となって、投機を助長したのである。この傾向に便乗して、多くの弱小金融家が、モルガンやロックフェラーのやり方を模倣して不健全な投機をあおった。それは、やがて1907年恐慌につながり、過度の信用供与、過剰な資本化、そして過剰生産を整理する形で頭をもたげた。いみじくも、A. S. デューイングもいっている。すなわち、「1903年と1907年の恐慌時に、これまでに合併した工業会社で危機に直面した一部のものは、そのほとんどが利子や利益の分け前を法的に強要できない株式発行で全資本化を実現していることである。これは現実重要な意味をもっている。というのは、一企業は成功するか失敗するかのどちらかであるが、その場合、裁判所の要請で財務再編に着手するかどうかは会社の資本構成のいかんにもっぱら依存しているからである³⁵」、と。つまり、合併会社の過大資本化の行き過ぎが警鐘の対象となったわけである。

さて、以上のごときウォール・ストリートをめぐる経済的背景の叙述に紙数を費してきたが、最後にラフ『会社財務論』とそれらとの対応関係にお

35 A. S. Dewing, *op. cit.*, P. 6.

いて重視されるべき残された若干の問題点にふれておかねばならない。

すなわち、まず第一に、ラフが自己の『会社財務論』を「経営者の観点において」展開しようとしたが、本論全般にわたってそれがどこまで貫徹されたか、ということである。いわゆる利益処分を中心とする会社の財務管理を扱った部分（第20章—第24章）を除いて、他の部分において「株主ないし新規の投資家の観点」とちがって、たとえば長期資本調達のため、あるいは妥当な財務政策による金融利得の確保のために、いかなる戦略的方法ないしは手段が考慮されるか、といった点の叙述が稀薄のようである。鉄道金融・合同にかわる工業部門のそのの台頭と、その株式会社化の浸透は、ラフにかつての大金融家の専横の時代と一線を画する新時代の曙光を感じさせ、その体系化への衝動を駆りたてたようである。それはおそらく、ラフに public financing の理論にたいする business financing の理論の体系化の構想があったのであろう。しかしながら、現実には1913年のプジョー報告（Pujo Report）にも明らかなごとく、「マネー・トラスト」（money trust）と呼ばれる一連の金融機関による強力な工業会社支配体制は1900年代はいぜん貫徹しており、会社財務の問題は（鉄道会社や工業会社の別なく）金融機構の仕組みや金融機関のビヘビアの叙述の枠内に包括されざるを得なかった。つまり、public financing のなかに business financing が埋没していたのである。わずかに、利益の処分、剰余金の捻出とその運用、そして剰余金の配分をいかにすべきかといった点で、ラフは将来の長短資金の調達を考慮した戦略的な財務政策を提示したにすぎない。ラフの鋭い感覚にもとづく新しい着想にもかかわらず、現実的制約からそれらが十分に展開されなかったきらいがあるようにおもわれてならない。

36 Pujo Report とは Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit, 1913 のことである。

ついで第二に、ラフが当時頻繁に利用された相場操縦 (manipulation) による不正利得を糾弾するのは当然のこととして是認されるにしても、鉄道金融・合同あるいは工業会社のそれにおける株式の水割りと過大資本化が常態化している点について肯定的態度を表明しているのは問題となる。その点、A. S. デューイングも指摘しているごとく、過大資本化は企業の存立基礎を脆弱なものにするし、それが常態化している時代における株式会社論は、まず 1) 発起・設立 (promotion), 2) 破産・失敗 (failure), そして 3) 再編成 (reorganization) の3段階に区分して論じられたものである。³⁷つまり、今日の株式会社のごとき継続企業 (going concern) として想定されなかったわけである。ともあれ、過大資本化が必然化した理由について、後進国としてのアメリカの資本蓄積の貧困と金融市場の変則的な発展が考慮されよう。すなわち、先進国イギリスとの対抗上、資本蓄積の緊急的要請は個別資本の遅々とした自生的な蓄積に甘んじられず、国家による蓄積の制度的創出・整備が画策され、信用機構がそれに動員される。ウォール・ストリートが、そのための有力な楯杆となったことはいうまでもない。ところが、商業信用をして銀行信用の十分な成育が遅れ、中央銀行制度のごときは20世紀に入るまで十分に開花しなかったという信用制度・機構の未成熟から、それはいっきに資本信用—擬制資本の乱舞の場—投機、相場操縦、買占め、そして詐欺横行の場となったのである。このことは、イギリスとアメリカの株式会社制度の導入、発展、そして金融の形態をいちじるしく相違させた。それにしても、制度・機構が未整備のところへはその担い手 (Träger) の恣意性が介在する余地は大きく、したがって19世紀半ばから半世紀以上にわたってウォール・ストリートでは Financial Giants が君臨してきた。そのかれらが採る具体的な方法・手段が会社新設あるいは合併による株式の水割りと過大資本化であり、それ

37 A. S. Dewing, *op. cit.*, P. 4.

による巨額の支配的利得の確保が有力な槓杆となってアメリカにおける資本の集積・集中が押し進められる形となった。株式会社制度は社会的遊休資本を動員する機構としてよりも、まず支配集中の機構として利用されたことになる。こうしたことから、ラフの過大資本化容認の態度は、アメリカの企業の大規模化＝株式会社の発展→経済の成長のために現象的に常態化したこの金融技術に幻惑され、その本質を探りあて得なかったとの批判はまぬがれない。

ところで、以上のごとき問題点をもちながら、ラフ『会社財務論』は、工業部門における株式会社制度の大々的導入による新局面に鋭い感覚で対応し、business financing の理論の体系化に意欲をもやした。ラフの意図はその時代的制約によって十分な結実はみなかったものの、当時の会社財務をめぐる金融制度・機構の一端がかえって如実に描き出される結果を生んだ。その内容において、後年そこに粗描さを発見するにしても、ラフの『会社財務論』が未開拓のこの分野で嚆矢的存在たる位置とその意義をもつことは毫も異論のないところである。

(未完)