



Title	佐合紘一著 『企業財務と証券市場:アメリカ株式会社金融の成立 同文館 1986年3月 235頁+vi
Author(s)	中村, 通義
Citation	経済學研究, 36(3), 232-235
Issue Date	1986-12
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/31754
Type	bulletin (article)
File Information	36(3)_P232-235.pdf



[Instructions for use](#)

≪書 評≫

佐合絃一著

『企業財務と証券市場——アメリカ
株式会社金融の成立——』

同文館 1986年3月 235頁+vi

1.

本書は、佐合氏が長い間の研究を集めて一書としたものである。本書の「視点」は著者じしんによって次のように示されている。

「アメリカでは、19世紀後半から20世紀初頭にかけて、巨大な株式会社が形成され、資金の調達と支配の集中を目的とした株式会社の財務活動が本格的に開始された。この成立期の独占的巨大株式会社による財務政策については、これまで多くの研究が積み重ねられてきた。……しかしながら、これまでの研究の多くは、財務政策の実務的な方法、株式会社の支配構造、投資銀行による「収奪」、などの視点からのものであった。……本書では、アメリカにおける資本蓄積の特質を反映し、株式会社による蓄積活動を支えた金融・証券市場の構造を分析し、金融・証券市場の構造との関連という視点から、巨大株式会社によって採用された財務政策、とりわけ会社設立時の資本化政策を考察しようとした。こうした視点からの分析によって、アメリカに特有の財務政策が採用された社会経済的な構造を明らかにしようとしたものである。」(はしがき)。

全体は2部全9章から成る。目次を掲げ、次項で内容を紹介する。

第1部 アメリカ鉄道会社の財務

第1章 イギリスの対アメリカ鉄道証券投資

第2章 高成長期の鉄道財務——1893年恐慌まで

第3章 鉄道独占の形成と鉄道財務の展開

第2部 アメリカ独占体の財務と証券市場

第1章 独占形成期における投資金融の構造

第2章 アメリカ工業証券市場の形成とその構造

第3章 企業合同運動と資本化政策

第4章 カーネギー・スチール会社の財務構造と支

配構造

第5章 アメリカ・ブリキ板会社とフェデラル・スチール会社の資本化政策

第6章 ユー・エス・スチール会社の設立財務と「水抜き」財務

2.

第1部第1章では、イギリスの対アメリカ鉄道証券投資が二極に分解した構造をもっていたことが説かれる。すなわち、証券投資の中心は先発地域の既存会社の担保付、減債基金付の社債投資であったが、他方、鉄道株式に対する投資をみると、無配株を中心とした著しく投機的性格の強い株式が対象とされていて、売買差益を目的とした短期間での売買がおこなわれた。そしてこのことが、南北戦争後の、社債金融への依存と「水割り」株式の発行という鉄道会社財務の基本構造の重要な規定要因となったというのである。

第2章では、鉄道会社の財務政策が、南北戦争以前、南北戦争～1880年、1880～93年の三つの時期に分けて分析されている。そして、この時期を通してアメリカの株式会社財務の原型が形成されたとされる。すなわち、資本市場からの資金の調達はおもっぱら社債に依存し、株式は社債の販売を促進するためのボーナスとして発行される、というのがそれである。この現金100ドル＝社債100ドル＋普通株100ドルという形式が、のちには現金(あるいは資産価値)100ドル＝優先株100ドル＋普通株100ドルとして継承されたことが強調される。

第3章は、1893年恐慌による鉄道倒産とその後の独占的再編成が対象とされている。この時期の鉄道財務の歴史的意味は、次の三つにまとめられる。第1は、主として証券交換という方法によって再編成がすすめられ、この方法はこれ以降のアメリカにおける株式会社の合併、再編成のための財務手段として定着したこと。第2は、債務の削減と証券交換を促進するために過大資本化がさらに進行したこと。第3は、この再編成によって鉄道に対する支配権が、鉄道業者と投機業者から投資銀行に移行したこと。

第2部第1章では、資本市場の主力である投資銀行

が、独力では投資金融を担当しえず、銀行間預金のかたちでニューヨーク市中に集中する商業銀行の短期的な資金に依存せざるをえなかったこと、そしてこのことが、証券市場の構造、さらに企業の資本化政策にも重大な影響を与えたこと、等が説かれる。

第2章では、ニューヨーク証券取引所への工業証券の正式の上場が開始されたのは、1890年代初頭の好況期であったこと、取引所への上場と取引高が急激に増加したのは、1898～1902年の好況期であったが、ここでの取引は資金の短期的な性格に制約されて投機的性格が強かったこと、等が強調される。

第3章。ここではアメリカにおける巨大株式会社の形成には、ロックフェラーのように内部発展によるものと、企業合同によるものがあり、後者においては過大資本化政策＝「水割り」株の発行が避けられないことが説明されている。

第4章では、内部発展によって巨大株式会社となったカーネギー・スチール会社の財務政策も、1900年の再編時には「自己金融」の限界に突き当たり、新たな蓄積構造への転回に備えるための政策に変化せざるをえなかった、という分析が示される。

第5章。ここでの著者の見解は次の通りである。1898年に設立されたアメリカ・ブリキ板会社の場合には、「独立プロモーター」であるムーアの資金力が脆弱なため、収益力の著しく過大な評価に基づいた「水割り」が極端にすすめられたのに対し、おなじく1898年に設立されたフェデラル・スチール会社の場合には、強力な資金動員力をもつモルガン商会に支えられることによって、巨大工業会社による証券市場からの本格的な資金調達への嚆矢となるとともに、極端な「水割り」は回避された。

第6章では、ユー・エス・スチール会社設立に至る過程がフォローされ、さらに設立後10年間の財務政策が検討されている。ここでも現実資産価値の「水増し」評価がおこなわれ、過大な証券が発行されたが、これに対応して設立後の財務の重点は「水抜き」に置かれることになった、というのが著者の強調点である。

以上が大急ぎでみた本書の主要内容であるが、企業財務を金融・証券市場の構造との関連で把握しようとする著者の試みは、かなりの程度成功しているものともみることができる。叙述の密度は高く、無用の重複は少ない。最新の資料まで丹念に渉猟されていて、筆者はいくつかの思い違いを正されたし、新たな知見を得

ることもできた。とくに第1部の三つの章には教えられるところが多かった。

3.

著者のこのような貢献を十分認めた上で、なお残る疑問点、問題点をいくつかあげておきたい。

(1) 第1章では、イギリスの対アメリカ鉄道証券投資が「保守的」な社債投資と投機的な株式投資の二極に分解した構造をもっていたことが強調されているが、はたして、そうであろうか。表I-5(10ページ)のいちばん右の欄の証券額面総額が、何を意味するのか必ずしも明瞭ではないが、もしこれがその年の売買高を示すものとすれば、1867年には株式が70%、社債が30%である。1877年には株式が31%、社債が69%、1887年には株式が51%、社債が49%になる。この欄の数字は額面を表わすが、多くの株は割面以下で取引されていたから、上にみた株式の比率は実際はもっと小さくなる。しかしいづれにしても、かなりの比率になることは間違いない。これらのすべてとまでは言わないまでも、大部分が「株式からの配当収益を目的とした投資ではなく、株価の変動からの売買差益(キャピタル・ゲイン)の獲得を目的とした投機であった。」(11ページ)とは言いがたいのではないだろうか。

著者もあげているように(14ページ)、イギリスには1850年代からアメリカの鉄道のイギリス人株主の組織が存在しており、1880年代になるとアメリカ鉄道証券のイギリスでの所有者一般を対象とした全般的な株主組織が設立されている。この組織は、株主名の登録、配当の受取方法、株券の保管等についての綿密な取決めをもっていた。

著者はまた注(21)で次のような事実をあげている。「Erie, Reading, Illinois Central, には歴史的に旧くから大量のイギリス資本が投下されていた。これ以外に、1887年当時には Central Pacific, Chicago, Milwaukee & St. Paul, Louisville & Nashville, Wabash, Norfolk & Western 各鉄道の株式の2分の1以上、Denver & Rio Grande 鉄道の株式の3分の2、Pennsylvania 鉄道の株式の5分の2、Union Pacific 鉄道の株式の3分の1、Ohio & Mississippi, New York, Ontario & Western 各鉄道株式のほとんどすべてがイギリス人投資家を中心(大部分)とした外国人によって所有されていた。」(22ページ)。これらの中にはイリノイ・セントラルやペンシルヴェニア鉄道のように、1888年のロンドン取引所で額面を上

まわる価格で活発に取引されているような中西部や東部の優良な会社が含まれている。

このように見てくると、イギリスの対アメリカ鉄道株式投資を投機一色で塗りつぶす著者の見解には疑問をもたざるをえない。したがってまた「社債金融への依存と“水割り”株式の発行という南北戦争後のアメリカ鉄道会社財務の基本構造は、イギリスからの鉄道証券投資の……二重構造が重要な規定要因となって形成されたもの」とする説にもにわかには賛同しがたい。

(2) アメリカでは、企業合同の際には鉄道会社でも一般工業会社でも過大資本化政策がとられた。やや図式化していえば、鉄道会社では現金100ドルに対して社債100ドルのほかにボーナスとして普通株100ドル、工業会社では、100ドルの資産あるいは100ドルの旧会社の普通株に対して新会社の優先株100ドルのほかにボーナスとして普通株100ドルが交付される。著者によれば、この普通株にあたる部分は創業者利得の一括先取りであるとされている。工業会社についていうと、優先株と普通株を合計した資本総額は、合同後に予想される独占利潤を資本還元した額にほぼ等しいように設定される。優先株は現実資産に見合っているから、普通株にあたる部分は予想される超過利潤を資本還元したもの、ということになる。この考え方には、やや無理なところがあるが今は問わない。なお著者は「独占体制の形成による独占利潤を創業者利得として“先取り”し、……」(60ページ)といういい方もしているが、これは不正確である。「将来の追加収益をも資本化することによって創業者利得として“先取り”し……」(143ページ)というのが正しい。

問題はこの普通株の入手が、創業者利得の一括先取りであるか否かという点にある。本書では先取りという言葉は8回使われているが、最後の1回を除いてはすべて「」付きである。このかっかが、どういう含意で付せられているのかは不明である。本書の叙述の他の例を見ると、かっかは、その言葉なり概念なりを強調したい場合に付せられているようにも受取れるが、確かなことではないので、ここではかっこの含意は無視する。

独占体形成時点での水増し株の取得をもって超過利潤の一括先取りであるとする理解は、著者以外の論者にも見受けられるが、これは明らかにおかしい。このような理解は、おそらく、ヒルファディングが創業者利得を企業者利得の一括先取りと規定していることに

引きずられて出てきたのではないかと考えられる。しかし、ヒルファディングのこの規定そのものが実は間違いなのである。これについては、別の機会に詳論したのでここでは繰返さない(拙著「株式会社論」第VI章)。

合同に参加した会社の旧株主が、合同に参加した時点で入手した普通株は、その市場価格と優先株の市場価格との合計が100ドルを超えるかぎりでは、たしかに創業者利得といってよい。しかしそれは、将来に予想される超過利潤を資本還元したものと見ることができるといってよい。この点で会社の将来の超過利潤と接点をもっているだけであって、会社の将来の超過利潤との実体的な関係は、全く存在しないのである。旧株主は、入手した新株を市場で販売すれば、今まで観念的にしか存在していなかった創業者利得を貨幣に変えることができるが、その貨幣は市場での継承取得者が支払うのであって、会社の将来の予想超過利潤とは実体的には何の関係もない。会社は、年々取得される利潤をその時々々の財務政策にもとづいて配当その他に振向けるのである。一括先取りなどは、全くされていない。

なお、ここには今一つ問題がある。というのは、普通株はかならずしも将来に予想される超過利潤を資本還元して発行されたものとはいえないのである。合同によって形成される独占体の利潤率を、正確にはもちろんのこと、大雑把にさえ計算することは困難である。このことは、ユー・エス・スチール社の設立後の株価の推移に何よりもよく表われている。現実資産を代表するとされる優先株でさえ、1901年の設立から1911年までの10年間に、平均株価が額面を超えた年は5回しかない。普通株にいたっては最低が20.8ドル、最高が76.1ドルで額面を超えた年は1回もないのである。また、優先株と普通株の平均株価合計は1903年と1904年には100ドルに達していない。ユー・エス・スチール社の普通株の発行額は、実際は、将来に予想される超過利潤を資本還元して決められたというよりは、むしろ、合同を成功させようとする投資銀行と、現金要求をちらつかせながらできるだけ有利な割合での証券交換を望む旧株主との角逐の帰結として決められた、といった方が正確であろう。

(3) 著者は第2部第2章の冒頭で次のように述べておられる。「歴史的には、一方では株式会社の増加が証券市場の発達を促すと同時に、他方では、近代的な株式会社の設立と大規模化は証券市場の発展を前提としてはじめて可能となる。すなわち、株式会社の設立

とそれに伴う証券の造出（資本化）は、当然、造出（発行）された証券の消化吸収と、その後の流通市場での売買を前提とせなければならぬ。したがって、株式会社の設立と大規模化は証券市場の一定水準の発展を前提とするとともに、株式会社の資本化は、証券市場（発行市場と流通市場）の構造によって重大な影響を受けることになる。」（98ページ）。これは簡単にいえば、株式会社が先か、証券市場が先かということである。著者は、どちらが先かということはずいぶん、「株式会社の資本化」が証券市場の構造によって影響を受ける面を重視する。しかし筆者は株式会社と証券市場との関連について、著者とはやや異なった見解をもっているので述べておきたい。

工業株式会社の株式証券は、それが単なる個別の会社の株式証券にとどまるかぎり、けっして擬制資本市場で一般的流通性を獲得することはできない。1880年代に証券取引所で活発に売買されたほとんど唯一の工業証券がトラスト証券であったということは、きわめて示唆的である。特定の工業株式会社の株式証券が、中央の取引所で取引されるためには、その会社じしんが、すでにその工業部門の生産量の相当部分を占め、かなりの期間、一定の配当を期待できるものでなければならない。トラスト証券は、かかる要件を辛うじて充していたが故に、取引所の片隅で取引されえたのである。しかし工業株式会社の株式証券が、上場され、恒常的にかつ大量的に取引されるためには、その会社が何らかの技術的優越性をもつことによってある程度の市場支配力を有しているか、あるいは、その会社が、すでにいくつかの競争会社を集中し合併しているか、さもなければそれらの諸会社を、みずからを中核とする複数企業連合体のメンバーとして自己の統制下に服せしめているようなものでなければならない。

工業株式会社はそのようなものとしてはじめて特定の工業部門の中で生産量の相当部分を占め、安定的経営と安定的配当の維持を期待されるのである。もちろん、これらがすべて独占体でなければならないというわけではない。中核的会社の株式証券が市場性を獲得していくのに応じて、それと何らかの関連（縦の関連でも横の関連でもよい）をもつ周辺の会社の株式証券も市場性を獲得していくことになるというよい。工業株式会社の株式証券が中央の取引所に上場されるようになるのは、ドイツ、アメリカ、イギリスのいずれの国においても、1890年代の激しい集中・合併運動の渦中であり、それが恒常的に、かつある程度活発に取引されるようになるのは、さらにその後である。つまり工業株式証券の流通市場は、株式会社じしんが、巨大化することによって市場支配力を強め、経営の安定性（＝利潤の安定的取得）を高めることによって、みずから作り出していくのである。「歴史的には、一方では株式会社の増加が証券市場の発達を促すと同時に、他方では、近代的株式会社の設立と大規模化は証券市場の発展を前提としてはじめて可能となる。」というのでは両者の関係は明確にならない。たんなる「株式会社の増加」が「証券市場の発達を促す」のではなく株式会社が巨大株式会社となるか、あるいは何らかの独占組織を形成することによって、みずからの株式証券の流通市場を作り出していくのである。

以上三点にわたって筆者の疑問とするところを述べたが、実はこの他にも著者にお尋ねしたいことがいくつか残っている。しかし、書評としては長くなりすぎるので割愛する。筆者の読み間違いによって、著者の真意を把み損ねているところがあったらお許し願いたい。

（中 村 通 義）