



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	大恐慌下のアメリカ大会社の企業金融
Author(s)	鎌田, 正三
Citation	北海道大學 經濟學研究, 15(1), 33-92
Issue Date	1965-06
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31134
Type	departmental bulletin paper
File Information	15(1)_P33-92.pdf



大恐慌下のアメリカ大会社の企業金融

鎌 田 正 三

この小論は今世紀20年代の繁栄期と30年代の大恐慌の時期におけるアメリカ大会社の企業金融につき分析した O. J. カリー氏 O. J. Curry の調査論文 “Utilization of corporate profit in prosperity and depression”, Michigan Business Studies, vol. IX, No. 4, 1941, にもとづいたものである。はじめにこの小論にはつぎの制約があることをお断りしなければならない。すなわち、この資料の原資料は入手すべくもないので、この資料が展開した推論の範囲内で、その方向にそって分析せざるをえなかったことである。また個々の表につきわずかではあるが、不明の数字もなくはないが、やむをえずその不明は不明のままとして掲載した箇所もある。筆者自身が原資料に接しえたならば、それは容易な仕事ではないにしても、あるいはおのずから別の方法もとったかもしれないと考えられもするのであるが、それはとにかくとして、一応貴重な資料として紹介したい。しかし、紹介とはいっても筆者自身がこれをアレンジした形をとっているので、資料はカリー氏によってはいるが、文責の一半はもちろん筆者にある。サンプリング調査であり、産業別72のサンプル大会社を選定しているが、石油会社、公益事業会社、鉄道会社はなく、また自動車工業のなかには、フォード自動車会社が欠けている。なお、この資料では繁栄期を 1922—30 年に、恐慌期を 1931—33 年または 34 年としている。

I 繁栄期と恐慌期の財務の概観

ここでの目的は、繁栄期の留保収益と外部金融および恐慌期の配当控除後の収益を、産業別、会社別に示すことにある。

繁栄期における収益のなかから、留保分にまわした部分と配当にまわした部分との割合については、第1表のごとく1922—30年の9年間における72のサンプル大会社のうち、31会社が40%以上を留保し、14会社が25%以下を留保した。¹⁾すなわち、

14会社（サンプル中19%）が収益の25%以下を留保した。

27会社（サンプル中38%）が収益の25—39%を留保した。

31会社（サンプル中43%）が収益の40%以上を留保した。

- 1) 「収益の留保の構成を範疇的に述べることは難かしいが、おそらく10年間40%以上の総留保所得は、相当程度の蓄積であることに同意する。同様に、25%以下の留保は、所得の寛大な分配を意味するといいうる。」(ibid., p. 34)

第1表		留保収益率の分布		1922—30年
留保%	会社数	留保%	会社数	
5%以下	2	45—49.9	5	
5—9.9	1	50—54.9	8	
10—14.9	1	55—59.9	4	
15—19.9	5	60—64.9	2	
20—24.9	5	65—69.9	2	
25—29.9	3	70—74.9	0	
30—34.9	12	75—79.9	0	
35—39.9	12	80—84.9	0	
40—44.9	9	85—89.9	1	

O. J. Curry, "Utilization of corporate profit in prosperity and depression"
Michigan Business Studies vol. IX. No. 4, 1941, p. 35

第2表は40%以上を留保した30会社（1社は脱漏）と25%以下を留保した14会社、すなわち、多額の収益を留保した30会社と寛大な配当を支払った14会社を会社別に示したものである。第2表ではまた1922年1月1日現在の資産を100とした、繁栄期間中の留保収益による資産拡張の規模も示される。概して販売会社は高い留保率グループのなかで傑出していた。

第 2 表

繁栄期における留保収益からの拡張

1922—30年

会 社 名	留保収益の%	留保収益から の資産拡張*
収益の大部分を留保せる30会社		
Spicer Manufacturing Corp.	88	70
Mullins Mfg. Corp.	65	57
Hershey Chocolate Corp.	68	121
Sears, Roebuck & Co. *	63	85
J. C. Penny Co.	60	371
S. S. Kresge Co.	59	228
Chrysler Corp.	59	117
Firestone Tire & Rubber Co. *	58	103
Mathieson Alkali Works, Inc.	55	75
Deere & Co.	53	37
National Acme Co.	53	5
J. I. Case Co.	52	43
Borden Co. *	50	104
Continental Can Company, Inc.	50	108
Hart, Schaffner & Marx	50	44
F. W. Woolworth Co. *	50	108
Loose-Wiles Biscuit Co.	49	39
Otis Elevator Co.	49	98
May Department Stores Co.	48	59
Mack Trucks, Inc.	47	87
Ameican Can Co. *	46	51
Nash-Kelvinator Corp.	44	268
International Harvester Co. *	44	34
Air Reduction Company, Inc.	42	114
Packard Motor Car Co.	42	80
Reo Motor Car Co.	41	78
Gulf States Steel Corp.	41	16
Allied Chemical & Dye Corp. *	40	42
Coca-Cola Co.	40	117
Timken Roller Bearing Co.	40	207
収益の小部分を留保せる14会社		
American Tobacco Co. *	24	41
Consolidated Cigar Corp.	24	91
Allis-Chalmers mfg. Co.	22	13
Bethlehem steel Co. *	22	17
Wheeling Steel Corp.	22	13
Baldwin Locomotive works	18	9
Electric Storage Battery Co.	18	27
Worthington Pump & Machinery Corp.	18	6
National Biscuit Co. *	17	30
E. I. du Pont de Nemours & Co. *	15	23
Republic Steel Corp. *	12	5
Crucible Steel Company of America	6	2
American Locomotive Co.	-	-18
American Car and Foundry Co.	-	-3

ibid., p. 36

* 投資された資産が1億ドル以上のもの

** 1921年末の資産を100とした1922—30年の留保収益からの資産増加

第 3 表

72 会 社 の 拡 張 財 務 方 式

1922—30年

会 社	拡張資金の源泉		留保収益か らの拡張の 大 き さ*
	留 保 収 益 か ら の %	新 発 行 か ら の %	
Allied Chemical & Dye Corp.	100	0	42%
American Can Co.	100	0	51
Coca-Cola Co.	100	0	117
Deere & Co.	100	0	37
General Electric Co.	100	0	44
Hart, Schaffner & Marx	100	0	44
Hershey Chocolate Corp.	100	0	121
Hudson Motor Car Co.	100	0	383
Motor Wheel Corp.	100	0	66
Nash-Kelvinator Corp.	100	0	268
National Acme Co.	100	0	5
New York Air Brake Co.	100	0	28
Packard Motor Car Co.	100	0	80
Quaker Oats Co.	100	0	63
Reo Motor Car Co.	100	0	78
R. J. Reynolds Tobacco Co.	100	0	107
Sears, Roebuck & Co.	100	0	85
Spicer Mfg. Corp.	100	0	70
Timken Roller Bearing Co.	100	0	207
United States Steel Corp.	100	0	15
F. W. Woolworth Co.	100	0	108
Worthington Pump & Machinery Corp.	100	0	6
Wm. Wrigley, Jr. Co.	98	2	137
Corn Products Refining Co.	97	3	21
Pittsburgh Plate Glass Co.	97	3	56
Otis Elevator Co.	95	5	98
California Packing Corp.	92	8	47
American Brake Shoe & Foundry Co.	89	11	45
Electric Storage Battery Co.	89	11	27
Loose-Wiles Biscuit Co.	86	14	39
International Harvester Co.	81	19	34
General Motors Corp.	80	20	119
S. S. Kresge Co.	78	22	228
General Cigar Company, Inc.	75	25	29
May Department Stores Co.	74	26	59
United States Rubber Co.	74	26	13

* 1922年1月1日を100とした1922—30年の留保収益による拡張

** 純整理

ibid pp. 37-38

会 社	拡張資金の源泉		留保収益か らの拡張の 大きさ*
	留保収益 からの %	新 発 行 からの %	
Mathieson Alkali Works, Inc.	71	29	75%
Westinghouse Electric & Mfg. Co.	71	29	40
Mack Trucks, Inc.	70	30	87
Commercial Solvents Corp.	69	31	38
Lima Locomotive Works	69	31	16
American Tobacco Co.	67	33	41
Liggett & Myers Tobacco Co.	66	34	58
Chicago Pneumatic Tool Co.	65	35	18
J. I. Case Co.	64	36	43
J. C. Penny Co.	64	36	371
Owens-Illinois Glass Co.	61	39	35
Goodyear Tire and Rubber Co.	58	42	32
Fairbanks, Morse & Co.	58	42	34
National Biscuit Co.	54	46	30
Chrysler Corp.	53	47	117
Union Carbide & Carbon Corp.	52	48	37
Mullins Mfg. Corp.	50	50	57
Allis-Chalmers Mfg. Co.	49	51	13
Air Reduction Company, Inc.	45	55	114
Inland Steel Co.	42	58	46
Continental Can Company, Inc.	41	59	108
B. F. Goodrich Co.	41	59	27
Pillsbury Flour Mills Co.	38	62	159
E. I. du Pont de Nemours & Co.	37	63	23
Firestone Tire and Rubber Co.	36	64	103
Borden Co.	35	65	104
Crucible Steel Co. of America	32	68	2
Consolidated Cigar Company, Inc.	29	71	91
Wheeling Steel Corp.	27	73	13
Baldwin Locomotive Works	27	73	9
American Cyanamid & Chemical Corp.	19	81	36
Gulf States Steel Corp.	18	82	16
Bethlehem Steel Corp.	18	82	17
Republic Steel Corp.	3	97	5
American Locomotive Co.	0	100	-18**
American Car and Foundry Co.	0	0	- 3**

第3表は1922—30年間ににおける72会社の資産拡張をまかなった資金源泉が示されている。この9年間に72会社中22社が拡張資金の100%を留保収益からえており、さらに53社(3/4)が50%以上を留保収益から調達した。また、証券の新発行部分については、「多くのばあい、株式または社債は即時拡張の資金を提供するために発行され、しかるのちその証券は留保所得で回収」(ibid., p. 37) されたといわれている。さらにまた、72会社中17社は1922年1月1日現在の資産のうゑに、この9年間に留保収益から100%以上の拡張をまかない、41社が50%以上の拡張をまかなった。

第4表は1922—30年間ににおける収益(総純収益)、留保収益、株式と社債金融および恐慌期の配当控除後の収益状態を、産業別、会社別に示した財務史である。

鉄道設備工業では、繁栄期の収益の大部分を配当し、資産の拡張はそれほどおこなわれなかった。鉄鋼業(U・S・スチールをのぞく)では、拡張に寄与した留保収益の比率は相当に低かった。また資産の拡張もそれほど顕著ではなかった。しかるに、自動車工業、自動車設備工業、電機工業、機械製作工業、碍子工業、販売業等では、資産拡張に寄与した留保収益の役割は相当程度高かった。

第4表 ①

鉄道設備工業—繁栄期における純収益は6社で1億8,286・8万ドル、うち留保収益は437・2万ドル、その比率はわずか2%にすぎず、また1922—30年のあいだに、1921年末資産を下まわった会社が2社(アメリカン・カー・アンド・フォンドリとアメリカ機関車)も存在していた。繁栄期における資産拡張に寄与した留保収益の比率は、ニューヨーク・エア・ブレーキ(100%)、アメリカン・ブレーキ・シュー・アンド・フォンドリ(89%)、リマ機関車(69%)が半ば以上を占めたが、他の三社の留保収益の比率はきわめて低かった。証券の新発行の内訳は株式が社債を上まわっていた。恐慌期においては各会社ともすべて配当控除後の収益はマイナスを示しており、この

マイナスはボールドウィン機関車とリマ機関車では、繁栄期の留保収益をはるかに超過しており、またアメリカン・カー・アンド・フォンドリとアメリカ機関車はすでに繁栄期においても留保収益はマイナスとなっていたので、同産業全体としては実に繁栄期の留保収益の10倍以上もマイナス超過を示していた。恐慌の打撃はこの部門でもっとも深刻であった。

機械製作工業—繁栄期の純収益は9社で3億9,429・7万ドル，うち留保収益は1億6,990万ドル，その比率は43%ときわめて高かった。40%以上を留保した会社は，ナショナル・アクメ（53%），ディア会社（53%），J・I・ケース（52%），オチス・エレベーター（49%），インターナショナル収穫機（44%）であり，25%以下の会社は2社—アリス・チャルマーズ（22%），ウォースィントン・ポンプ機械（18%）—にすぎなかった。1921年末資産にたいする1922—30年間の資産拡張は，30%以上の会社が5社あり，なかでもオチス・エレベーターは約10割の拡張ぶりを示した。この拡張に寄与した留保収益の比率は，ディア会社，ナショナル・アクメ，ウォースィントン・ポンプ機械がそれぞれ100%，オチス・エレベーターは95%，インターナショナル収穫機は81%，その他の諸会社も大体半ば以上を占めていた。証券の新発行の内訳は株式のほうが社債を上まわっていた。ところで，恐慌期においては全会社が配当控除後の収益はマイナスとなり，しかもこのマイナスが繁栄期の留保収益を上まわった会社は，9社中3社—ウォースィントン・ポンプ機械（302%），ナショナル・アクメ（139%），アリス・チャルマーズ（107%）—にもおよび，同産業全体としては62%にもたっしていた。恐慌期の打撃は大きいほうであった。

磚子工業—繁栄期の純収益は2大会社で1億3,839・1万ドル，うち留保収益は4,566・7万ドル，その比率は33%であった。留保の比率は中位であった。1922—30年間に1921年末資産を，オーエンス・イリノイ磚子は35%，ピッツバーク板磚子は56%上まわっていた。繁栄期におけるこの資産拡張に寄与した留保収益の比率はきわめて高く，オーエンス・イリノイ磚子は61%，ピッツバーク板磚子は97%にもおよんでいた。したがって，証券の新発

第4表①

繁栄期の留保収益と恐慌期の収益不足

(単位 千ドル)

産 業	繁栄期の 収 益	繁 栄 期	
		留 保	
		金 額	収益に占 めた %
鉄 道 設 備	千ドル	千ドル	
American Brake Shoe & Foundry Co.	25,158	9,886	39
American Car and Foundry Co.	47,796	- 3,504	0
American Locomotive Co.	48,700	-15,133	0
Baldwin Locomotive Works	41,267	7,231	18
Lima Locomotive Works, Inc.	6,869	1,911	28
New York Air Brake Co.	13,078	3,981	30
計	182,868	4,372	2
機 械 製 作			
Allis-Chalmers Mfg. Co.	32,149	7,084	22
J. I. Case Co.	24,245	12,487	52
Chicago Pneumatic Tool Co.	9,458	3,144	33
Deere & Co.	54,088	28,848	53
Fairbanks, Morse & Co.	22,483	7,876	35
International Harvester Co.	186,211	81,832	44
National Acme Co.	3,105	1,630	53
Otis Elevator Co.	51,666	25,061	49
Worthington Pump & Machinery Corp.	10,892	1,938	18
計	394,297	169,900	43
磚 子 工 業			
Owens-Illinois Glass Co.	38,613	11,351	29
Pittsburgh Plate Glass Co.	99,978	34,316	34
計	138,391	45,667	33
電 機 工 業			
General Electric Co.	423,593	130,432	31
Westinghouse Electric Mfg. Co.	160,486	62,458	39
計	584,079	192,890	33
タ イ ヤ お よ び ゴ ム			
Firestone Tire & Rubber Co.	74,803	43,221	58
B. F. Goodrich Co.	76,729	22,775	30
Goodyear Tire & Rubber Co.	127,184	50,099	39
United States Rubber Co.	113,816	36,344	32
計	392,532	152,439	39

の 資 産 の 拡 張						恐慌期配当控除 後の 収 益	
収 益		新 発 行					
1921年末 資産に対 する %	融資され た %	株 式	社 債	計	融資され た %	金 額	繁栄期留保 収益に占め た %
		千ドル	千ドル	千ドル		千ドル	
45	89	1,195	34	1,229	11	- 1,790	18
- 3	0	0	0	0	0	-10,131	0
-18	0	41,167	- 1,912	39,255	100	-15,666	0
9	27	1,075	18,912	19,987	73	-12,759	176
16	69	2,873	- 2,000	873	31	- 3,337	174
28	100	307	- 3,001	- 2,694	0	- 1,221	31
		46,617	12,034	58,650		-44,904	1,027
13	49	- 6,463	13,893	7,430	51	- 7,608	107
43	64	7,043	0	7,043	36	- 8,058	65
18	65	- 933	2,601	1,668	35	- 931	30
37	100	23	-10,057	-10,034	0	-13,593	47
34	58	- 1,398	7,078	5,680	42	- 6,251	79
34	81	20,780	- 1,892	18,888	19	-49,485	60
5	100	0	- 3,131	- 3,131	0	- 2,261	139
98	95	1,786	- 500	1,286	5	-11,053	44
6	100	- 1,400	- 1,486	- 2,886	0	- 5,860	302
		19,438	6,506	25,944		-105,100	62
35	61	2,546	4,800	7,346	39	3,771	0
56	97	959	0	959	3	- 197	1
		3,505	4,800	8,305		3,574	0
44	100	8,094	-35,958	-27,864	0	-38,926	30
40	71	61,725	-36,249	25,476	29	-38,576	61
		69,819	-72,207	- 2,388		-77,502	40
103	36	53,403	22,718	76,121	64	- 5,418	13
27	41	26,915	6,277	33,192	59	-25,231	111
32	58	6,161	30,165	36,526	42	-13,023	26
13	74	17,735	- 4,638	13,097	26	-25,563	72
		104,214	54,522	158,736		-69,235	45

行の比重は低い。その証券の新発行の内訳は、社債のほうが株式より大であったが、それはオーエンス・イリノイ碍子会社の社債であり、ピッツバーグ板碍子には社債はなかった。恐慌期にピッツバーグ板碍子のみが、配当控除後の収益でマイナスを示したが、その額は約20万ドルと小額であり、オーエンス・イリノイ碍子のほうは逆に約380万ドルの黒字であったため、同産業全体としては恐慌期にもかかわらず、357・4万ドルの黒字を示した。

電機工業—2大会社たるゼネラル・エレクトリックとウエスティングハウスの繁栄期の純収益は5億8,407・9万ドル、うち留保収益は1億9,289万ドル、その比率は33%—ゼネラル・エレクトリックは31%、ウエスティングハウスは39%—であった。122年—30年間に1921年末資産をゼネラル・エレクトリックは44%、ウエスティングハウスは40%上まわっていた。この繁栄期の資産拡張に寄与した留保収益の比率は、ゼネラル・エレクトリックは100%、ウエスティングハウスは71%を占めており、したがって証券の新発行の比重は微々たるものであった。株式の発行は約7千万ドルあったが、それは社債の償還にあてられていた。恐慌期にあっては、両社とも配当控除後の収益はかなりのマイナスを示したが、このマイナスは繁栄期の留保収益の30%（ゼネラル・エレクトリック）と61%（ウエスティングハウス）を占めていた。

ゴム工業—繁栄期の純収益は4社で3億9,253・2万ドル、うち留保収益は1億5,243・9万ドル、その比率は39%と高いほうであった。もっとも高いのはファイアストン・タイヤ・ゴムの58%であった。1922—30年間に1921年末資産をもっとも上まわった会社は、ファイストンの103%であり、グッドイアは32%、グッドリッチは27%で、U・S・ゴムはもっとも低く13%であった。この資産拡張に寄与した留保収益の比率は、半ば以上のものはU・S・ゴムの74%、グッドイアの58%で、他の2社たるグッドリッチは41%、ファイアストンは36%であったので、この2社については証券の新発行の比重が高かったことを示した。証券の内訳はグッドイアをのぞけば、株式のほうが社債をはるかに超えていた。恐慌期においては、各会社とも配当控除後の収

益はマイナスを示し、このマイナスは繁栄期の留保収益に比してグッドリッチでは 111 %、U・S・ゴムでは 72 %にもたっしたが、他の 2 社では比較的僅少であった。

第 4 表 ②

鉄鋼業—繁栄期の純収益は 7 会社で 15 億 6,532・3 万ドル（このうち約 10 億ドルは U・S・スチールが占めていた）、留保収益は 4 億 3,440・6 万ドル（うち U・S・スチールは約 3 億ドル）、その比率は 28 %（U・S・スチールは 31 %、ベスレヘム・スチールは 22 %、インランド・スチールは 35 %）であった。1921 年末資産にたいする 1922—30 年の資産拡張は、最高はインランド・スチールの 46 %、ベスレヘム・スチールの 17 %、U・S・スチールの 15 %、リパブリック・スチールの 5 %、クルーシブル・スチールの 2 % などであり、一般的にいて停滯的であった。これらの資産拡張に寄与した留保収益の割合は、U・S・スチールの 100 %、インランド・スチールの 42 %、クルーシブル・スチールの 32 %、ベスレヘム・スチールの 18 %、リパブリック・スチールの 3 % などであり、鉄鋼業においては U・S・スチールをのぞいては、証券発行の比重が半ば以上を占めていた。証券の内訳は株式のほうが社債を上まわり、ベスレヘム・スチールと U・S・スチールでは多額の社債償還があった。U・S・スチールのごときは 2 億 3,729・8 万ドルの株式を発行したが、その約 2 倍の 4 億 4,135・6 万ドルもの社債償還がおこなわれていた。恐慌期の配当控除後のマイナスは各社とも大きく、U・S・スチールといえども例外でないばかりか、同社が最大であった。すなわち、マイナス額は 7 会社で 3 億 578・2 万ドル、そのなかで U・S・スチールのみでも 2 億 1,363・8 万ドルにたっていた。恐慌期の配当控除後のマイナスが繁栄期の留保収益に占めた割合は 70 % であったが、U・S・スチールをのぞくと 90 % にもおよび、インランド・スチールは 11 % でもっとも少なかったが、クルーシブル・スチールでは実に 329 % にもたっていた。恐慌の打撃はこの部門ではやはり相当に大であったことをうかがい知ることができる。

自動車工業＝新興産業の花形であるこの工業の繁栄期の純収益は7会社で18億8,698・6万ドル（うちゼネラル・モーターズだけで13億5,186・4万ドル，なおここではフォード自動車会社の資料はない），留保収益は7億1,283・9万ドル（うちゼネラル・モーターズは4億6,537・9万ドル）で，留保収益の占めた比率は38％（ゼネラル・モーターズは34％）であった。なおこの比率はゼネラルモーターズとナッシュ・ケルビネーターがともに中位の34％であったが，他の諸会社は41～59％の高率であった。1922—30年の1921年末にたいする資産拡張はいちじるしく伸展し，ハドソン・モーターカーの385％，ナッシュ・ケルビネーターの268％，ゼネラル・モーターズの119％，クライスラーの117％，その他の諸会社も74～87％にわたっていた。この資産拡張に寄与した留保収益の割合はいずれも高く，4社が100％，他の3社も52～80％にわたっていた。したがって，証券発行への依存度はクライスラーの48％が最高であった。証券の内訳は株式のほうが社債より多かった。しかし，クライスラーのように社債の多いものもあり，逆に株式を償還した会社は3社もあった。株式の超過は主としてゼネラル・モーターズの株式発行額によるものであった。なおゼネラル・モーターズの証券依存度は20％にすぎなかった。恐慌期の配当控除後の収益は全会社ともマイナスを示し，そのマイナスの繁栄期の留保収益に占めた割合は，最低ゼネラル・モーターズの18％から，最高レオ・モーターカーの94％であったが，その他の諸会社は36～50％にわたっていた。

自動車設備工業＝繁栄期の純収益は5会社で1億7,167・4万ドルで，留保収益は6,264・6万ドル，その比率は36％であり，40～88％のものが3社も存在した。1922—30年の1921年末にたいする資産拡張はかなり高く，27～207％にわたり，57％以上のものは5会社中4社もあり，最高はティムケン・ローラー・ベアリングの207％であった。これら資産拡張に寄与した留保収益の割合は3会社が100％で，他の2会社も50％と89％であった。これらに対応する証券発行依存度は，ミューリオンズ製作が50％，エレクトリック電池が11％であり，他の3社は逆に株式を償還（うち1社は社債も償還）して

いた。全体としては310万ドルの株式と社債が償還超過となっていた。恐慌期の配当控除後の収益は、各会社とも自動車工業同様にマイナスを示したが、このマイナスは繁栄期の留保収益の24%にすぎなかった。最高はモーター・ホイーリングの42%とスパイサー製作の33%で、他の3社はみな20%前後にすぎなかった。

化学工業—7会社の繁栄期の純収益は8億5,755・3万ドル（うちデュポンは3億6,458・5万ドル、アライド・ケミカルは2億429・4万ドル、ユニオン・カーバイドは2億1,583・8万ドル）で、留保収益は2億3,736・7万ドル（うちデュポンは5,433万ドル、アライド・ケミカルは8,201・8万ドル、ユニオン・カーバイドは7,007・5万ドル）、その比率は28%であった。この比率においての最低はデュポンの15%であり、他の諸会社はユニオン・カーバイドの33%からマスティーソン・アルカリの55%におよんでいた。1922—30年の1921年末資産にたいする資産拡張は、大会社であるデュポンとユニオン・カーバイドは余り大ではなく、それぞれ23%と37%であり、エア・リダクションの114%、マスティーソンの75%のごとく大なるものもあったが、一般的にそれほど大ではなかった。これらの資産拡張に寄与した留保収益の割合は、アライド・ケミカルの100%、マスティーソン・アルカリの71%、コマーシャル・ソルベンツの69%、ユニオン・カーバイドの52%が半ば以上であったが、その他の諸会社は半ば以下であり、ことにデュポンの37%は最低であった。証券発行は株式のほうが社債より大であり、社債は相当程度償還された。恐慌期の配当控除額の収益は2社（アメリカン・サイアナミッドとコマーシャル・ソルベンツ）をのぞきマイナスを示した。しかし、繁栄期の留保収益に占めた割合はいずれも軽微なものであった。

第4表②

産 業	繁栄期の 収 益	繁 栄 期	
		留 保	
		金 額	収益に占 めた %
鉄 鋼	千ドル	千ドル	
Bethlehem Steel Co.	263,526	58,289	22
Crucible Steel Co. of America	44,316	2,463	6
Gulf States Steel Corp.	8,524	2,466	29
Inland Steel Co.	64,148	22,198	35
Republic Steel Corp.	43,835	5,424	12
Unated States Steel Corp.	1,090,777	332,577	31
Wheeling Steel Corp.	50,197	10,989	22
計	1,565,323	434,406	28
U. S. スチールをのぞく計	474,546	101,829	21
自 動 車			
Chrysler Corp.	112,469	65,935	59
General Motors Corp.	1,351,864	465,379	34
Hudson Motor Car Co.	89,688	46,971	52
Mack Trucks, Inc.	53,982	24,442	47
Nash-Kelvinator Corp.	127,281	56,575	44
Packard Motor Car Co.	119,872	40,536	34
Reo Motor Car Co.	31,830	13,001	41
計	1,886,986	712,839	38
自 動 車 設 備			
Electric Storage Battery Co.	57,547	10,599	18
Motor Wheeling Corp.	16,837	5,893	35
Mullions Mfg. Corp.	2,982	1,937	65
Spicer Mfg. Corp.	11,156	9,774	88
Timken Roller Bearing Co.	83,152	34,443	40
計	171,674	62,646	36
化 学 工 業			
Air Reduction Company, Inc.	26,031	10,917	42
Allied Chemical & Dye Corp.	204,294	82,018	40
American Cyanamid & Chemical Corp.	16,191	5,858	36
Commercial Solvents Corp.	16,178	6,265	39
E. I. du Pont de Nemours & Co.	364,585	54,330	15
Mathieson Alkali Works	14,436	7,904	55
Union Carbide & Carbon Corp.	215,838	70,075	33
計	857,553	237,367	28

の 資 産 の 拡 張						恐慌期配当控除 後の 収 益	
収 益		新 発 行					
1921年末 資産に対 する %	融資され た %	株 式	社 債	計	融資され た %	金 額	繁栄期留保 収益に占め た %
		千ドル	千ドル	千ドル		千ドル	
17	18	281,324	-20,437	260,887	82	-44,048	76
2	32	- 2,475	7,601	5,126	68	- 8,098	329
16	18	5,634	5,384	11,020	82	- 1,513	61
46	42	7,025	23,039	30,064	58	- 2,360	11
5	3	137,063	48,206	185,269	97	-26,456	49
15	100	237,298	-441,356	-204,058	0	-213,638	64
13	27	4,635	24,480	29,115	73	- 9,669	88
		670,504	-353,081	317,423		-305,782	70
		433,206	88,275	521,481		-92,144	90
117	52	21,938	38,421	60,359	48	-29,418	45
119	80	85,443	29,330	114,773	20	-85,826	18
383	100	139	0	139	0	-22,860	49
87	70	8,366	2,163	10,529	30	-11,286	46
268	100	-20,380	0	-20,380	0	-20,439	36
74	100	-14,834	- 9,854	-24,688	0	-20,374	50
78	100	- 344	0	- 344	0	-12,163	94
		80,328	60,060	140,388		-202,366	29
27	89	1,357	0	1,357	11	- 1,974	19
66	100	- 713	0	- 713	0	- 2,476	42
57	50	1,907	0	1,907	50	- 400	21
70	100	- 1,106	- 2,604	- 3,710	0	- 3,200	33
207	100	- 1,941	0	- 1,941	0	- 6,772	20
		- 496	- 2,604	- 3,100		-14,822	24
114	45	14,964	- 1,419	13,545	55	- 162	1
42	100	376	- 8,769	- 8,393	0	- 5,217	6
36	19	17,730	6,693	24,423	81	3,339	0
38	69	3,649	- 772	2,877	31	130	0
23	37	132,211	-38,442	93,769	63	- 5,203	10
75	71	3,193	- 33	3,160	29	- 454	6
37	52	63,617	1,632	65,249	48	- 3,927	6
		235,740	-41,110	194,630		-11,494	5

第4表 ③

産 業	繁栄期の 収 益	繁 栄 期	
		留 保	
		金 額	収益に占 めた %
缶 詰	千ドル	千ドル	
American Can Co.	142,766	65,441	46
Continental Can Company Inc.	49,093	24,491	50
計	191,859	89,932	47
食 品 処 理			
Borden Co.	89,356	44,845	50
California Packing Corp.	46,647	16,433	35
Corn Products Refining Co.	107,844	27,708	26
Hershey Chocolate Corp.	54,321	37,172	68
Loose-Wiles Biscuit Co.	15,447	7,494	49
National Biscuit Co.	142,720	24,206	17
Pillsbury Flour Mills Co.	22,557	8,386	37
Quaker Oats Co.	58,903	21,370	36
計	537,795	187,614	35
販 売			
Hart, Schaffner & Marx	19,299	9,592	50
S. S. Kresge Co.	108,322	64,095	59
May Department Stores Co.	54,360	23,892	44
J. C. Penny Co.	60,825	36,617	60
Sears, Roebuck & Co.	170,483	106,938	63
F. W. Woolworth Co.	253,634	125,534	50
計	666,723	366,668	55
主 要 煙 草			
American Tobacco Co.	316,291	74,731	24
Liggett & Myers Tobacco Co.	213,256	65,164	31
R. J. Reynolds Tobacco Co.	314,562	88,862	28
計	844,109	228,757	27
そ の 他			
Coca-Cole Co.	92,559	37,335	40
Consolidated Cigar Corp.	28,868	6,820	24
Gegeral Cigar Company, Inc.	34,239	10,473	31
Wm. Wrigley, Jr. Co.	94,898	34,839	37
計	250,564	89,467	36

の 資 産 の 拡 張						恐慌期配当控除 後の 収 益	
収 益		新 発 行					
1921年末 資産に対 する %	融資され た %	株 式	社 債	計	融資され た %	金 額	繁栄期留保 収益に占め た %
		千ドル	千ドル	千ドル		千ドル	
51	100	0	- 9,656	- 9,656	0	1,023	0
108	41	35,452	0	35,452	59	6,115	0
		35,452	- 9,656	25,796		7,318	0
104	35	81,095	911	82,006	65	- 2,913	6
47	92	1,385	0	1,385	8	-14,757	90
21	97	1,289	- 519	770	3	335	0
121	100	-16,464	- 9,349	-25,813	0	2,482	0
39	85	645	653	1,298	15	537	0
30	54	20,133	394	20,527	46	- 1,790	7
159	38	6,571	7,240	13,811	62	1,303	0
63	100	0	0	0	0	- 978	5
		94,654	- 670	93,984		-15,781	8
44	100	- 3,161	0	- 3,161	0	- 8,863	92
228	75	2,005	19,590	21,595	25	- 150	0
59	74	8,183	0	8,183	26	- 1,782	7
371	64	20,328	137	20,465	36	- 5,516	15
85	100	- 393	-33,297	-33,690	0	- 8,626	7
108	100	- 9,528	1,521	- 8,007	0	- 2,850	3
		17,434	-12,049	5,385		-27,787	8
41	67	50,343	-14,082	36,261	33	-19,216	26
58	66	34,408	- 1,393	33,015	34	2,883	0
96	100	-38,329	0	-38,329	0	-29,164	33
		46,422	-15,475	30,947		-45,497	20
117	100	-25,392	- 82	-25,474	0	8,907	0
91	29	16,205	338	16,543	71	- 249	4
29	75	720	2,800	3,520	25	- 5,098	49
137	98	- 667	1,248	581	2	1,867	0
		- 9,134	4,304	- 4,830		5,427	0

第4表 ③

缶詰工業＝2会社の繁栄期の純収益は1億9,185・9万ドルで、留保収益は8,993・2万ドル、その比率は47%と半ばちかくの高率を示した。1922—30年の1921年末資産にたいする資産拡張は大会社のアメリカ缶詰のほうが51%、中会社のコンチネンタル缶詰のほうが108%と両会社とも伸び率は高いほうであった。留保収益のこれらに寄与した割合は、前者は100%であるが、後者は41%であった。証券発行の内訳はもっぱら株式によるもので、社債はかえって償還された。恐慌期の配当控除後の収益は、両社とも黒字731・8万ドル（前者は約百万ドル、後者は約6百万ドル）を示した。

食品処理工業＝8会社の繁栄期の純収益は5億3,779・5万ドルで、留保収益は1億8,761・4万ドル、その比率は中位の35%を示した。1922—30年の1921年末にたいする資産拡張は、100%以上のものが3社存在したが、65%のものが1社、他はみな半ば以下であった。留保収益のこれに寄与した割合は、100%のものが2社、85%以上のものが3社、半ば以上のものが1社、半ば以下のものが2社であり、留保収益の証券発行にたいする比重は高かった。証券発行の内訳は株式が大であり、社債は償還額のほうが発行額より大であった。恐慌期の配当控除後の収益は、同工業全体としては1,578・1万ドルのマイナスであったが、黒字をみたものは3社も存在した。マイナスの繁栄期留保収益に占めた割合はわずか8%にすぎなかった。（カリフォルニア・パッキングの90%は例外）。

販売業＝これに属するものは6大チェーンストアおよびデパートであるが、繁栄期の純収益は6億6,672・3万ドルで、そのうち留保収益は55%と高かった。1922—30年の資産拡張は1921年末資産にたいしていずれも高く、ハート・シャフナー・アンド・マークスの44%以外はみな59%以上で、108～371%におよぶものが3社も存在した。その拡張に寄与した留保収益の割合はこれまたいずれも高く、全会社とも64%以上であり、100%のものは3社にもおよんでいた。証券発行の内訳は株式のほうが大であり、社債は償還が発行を超過していた。恐慌期の配当控除後の収益は、全会社ともマイナス

であったとはいえ、繁栄期の留保収益に占めた割合は、ハート・シャフナー・アンド・マークスの92%を例外として、僅少であり8%にすぎなかった。

主要煙草会社＝主要煙草3社の繁栄期の純収益は8億4,410・9万ドルで、留保収益は2億2,875・7万ドル、その比率は27%であった。1922—30年の1921年末資産にたいする資産拡張はかなり高く、その資産拡張に寄与した留保収益の割合も高かった。証券発行の内訳は株式によって占められ、社債は逆に償還された。恐慌期の配当控除後の収益は1社をのぞき、他の2社はマイナスであったが、繁栄期の留保収益に比しては20%にすぎなかった。

II 繁栄期の留保収益と恐慌期の配当

ここでの目的は恐慌期の配当支払能力が、1922—30年間の留保収益に依存していたかどうかを検討し、またその蓄積された留保収益から支払われた恐慌期の配当額を明らかにすることにある。

第1グループ

＝恐慌期に普通株配当を上げた19会社

このなかにはいるものは19会社（72会社中26%）であった。第5表は恐慌期にかえて普通株配当を上げた諸会社を示すものであるが、最高ハーシー・チョコレートの208%の引上げから、最低コマーシャル・ソルベントの0.4%の引上げにおよんでいた。これらの会社は恐慌期においてもすべて黒字であった。また恐慌期にこれらの会社の配当支払額は、優先株と普通株の合計額で5億5,320.6万ドルであったのにたいして、利子控除後の報告された収益（現実の収益）は5億2,594.4万ドル、調整された収益（例えば準備金増などによって調整を加えた収益）は5億7,139.6万ドルで、収益は配当を上まわっていた。しかし、個々の会社にあつては配当が収益を上まわったものもあった。すなわち、恐慌期の配当が恐慌期の収益を超えたものは、報告された収益では10社もあったが、調整された収益ではわずか3社—ゼネラル紙巻煙草、J. C. ペニィ、R. T. レイノルズ煙草—にすぎず、他の16会社はすべて繁栄期の留保収益に依存する必要はなかった。したがって、この

第 5 表

普通株配当（恐慌期）を上げた19会社の恐慌期の配当と

会 社	恐慌期の 配当引上 げの %	繁栄期の留保収益		
		金 額	収益に占 めた %	普通株に 利用しう る収益の %
		千ドル		
Hershey Chocolate Corp.	208.0	37,172	68	87
General Cigar Co. Inc.	77.0	10,473	31	41
F. W. Woolworth Co.	54.5	125,534	50	66
Loose Wiles Biscuit Co.	37.1	7,494	49	66
Coca-Cola Co.	34.3	37,335	40	45
Borden Co.	31.8	44,845	50	59
Air Reduction Co. Inc.	20.5	10,918	42	42
J. C. Penny Co.	19.6	36,615	60	65
Pillsbury Flour Mills Co.	19.5	8,386	37	66
Ligget & Myres Tobacco Co.	16.6	65,164	31	37
Continental Can Co. Inc.	12.7	24,491	50	53
American Can Co.	12.5	65,442	46	57
Mathieson Alkali Works, Inc.	12.4	7,904	55	63
S. S. Kresge Co.	6.6	64,096	59	61
Allied Chemical & Dye Corp.	6.2	82,019	40	46
R. J. Reynolds Tobacco Co.	3.9	88,862	28	29
Quaker Oats Co.	3.7	21,370	36	44
Wm. Wrigley Jr. Co.	1.5	34,839	37	37
Commercial Solvents Corp.	0.4	6,265	39	42
計		779,224	42	46

ibid., p. 47より

グループの多くの会社の寛大な配当支払は、これらの会社が恐慌の打撃をあまりうけなかったがゆえに支払われたものといつてよいであろう。

第2グループ

＝恐慌期に普通株配当を65%以下に引下げた24会社

このグループにはいるものは24会社（72会社中33%）であった。第6表は恐慌期に繁栄期の普通株配当水準から配当を引下げた順序にしたがって示され、もっとも少ない引下げはナショナル・ビスケット会社の2.3%から、もっとも多い引下げはマック・トラックスの64%にわたっていた。恐慌期に利

繁栄期の留保収益

(単位 千ドル)

恐 慌 期 の 収 益 と 配 当						
利子控除後の 報告され た 収 益	利子控除後の 調整され た 収 益	優 先 株 および 普通株配当	収益を超えた配当の超過			
			報告され た も の	調整され た も の	繁栄期の留保収益 に占めた 報告され た も の	% 調整され た も の
千ドル	千ドル	千ドル	千ドル	千ドル		
16,620	17,024	14,138	0	0	0	0
5,114	6,297	10,212	5,098	3,915	48.7	37.4
63,450	75,316	66,300	2,850	0	2.3	0
5,352	5,779	4,815	0	0	0	0
35,880	29,346	26,973	0	0	0	0
28,259	37,400	31,172	2,913	0	6.5	0
9,302	12,790	9,465	163	0	1.5	0
22,286	23,137	27,804	5,518	4,667	15.1	12.7
3,966	6,386	2,663	0	0	0	0
77,881	78,286	75,001	0	0	0	0
18,037	17,925	11,922	0	0	0	0
41,844	41,405	40,821	0	0	0	0
3,348	3,891	3,802	454	0	5.7	0
15,012	19,013	15,163	151	0	0.2	0
44,968	59,934	50,185	5,217	0	6.4	0
90,836	91,446	120,000	29,164	28,534	29.5	28.8
15,582	18,159	16,560	978	0	4.6	0
22,479	22,054	20,612	0	0	0	0
5,728	5,808	5,598	0	0	0	0
525,944	571,396	553,206	52,506	37,116		

子控除後の報告された収益で損失をみたものは6社、調整された収益では5社—インターナショナル収穫機、ウェスティングハウス電機、カリフォルニア・パッキング、リマ機関車、マック・トラックス—であり、ウェスティングハウスおよびカリフォルニア・パッキングはとくに相当な損失を記録した。恐慌期の配当が恐慌期の調整された収益を上まわったものは相当に多く、24会社のうち20社（報告され収益では22社）におよんでいた。このような恐慌期の利子控除後の調整された収益を上まわった配当（優先株および普通株合計）の金額にして最高の会社は、インターナショナル収穫期の4,961.9万ド

第 6 表

普通株配当（恐慌期）を65%以下に引下げた24会社の

会 社	恐慌期の 配当引下 げの %	繁栄期の留保収益		
		金 額	収益に占 めた %	普通株に 利用しう る収益の %
		千ドル		
National Biscuit Co.	2.3	24,206	17	19
Owens-Illinois Glass Co.	7.0	11,351	29	33
Corn Products Refining Co.	7.5	27,708	26	30
American Tobacco Co.	12.7	74,731	24	27
Goodyear Tire & Rubber Co.	13.7	50,099	39	90
Sears Roeback & Co.	16.0	106,938	63	63
General Electric Co.	18.4	130,434	31	33
Union Carbide & Carbon Corp.	21.5	70,075	33	34
E. I. du Pont de Nemour Co.	27.5	54,331	15	17
Otis Elevator Co.	32.5	25,062	49	52
Chrysler Corp.	34.2	65,935	59	62
International Harvester Co.	37.7	81,832	44	57
American Brake Shoe Foundry Co.	38.8	9,886	39	52
May Dept. Stores Co.	39.1	23,891	44	46
Firestone Tire & Rubber Co.	43.7	43,221	58	74
Westinghouse Electric Mfg. Co.	44.4	62,458	39	44
Timken Roller Bearing	45.0	34,443	40	40
General Motors Corp.	45.9	465,378	34	36
Pittsburgh Plate Glass	50.4	34,316	34	36
California Packing	58.1	16,433	35	35
Nash-Kelvinator	58.6	56,575	44	46
Lima Locomotive	59.5	1,911	28	28
Electric Storage Battery	61.4	10,599	18	18
Mack Trucks, Inc.	64.0	24,441	47	47
計		1,506,254	34	38

ibid., 50 より

恐慌期の配当と繁栄期の留保収益

(単位 千ドル)

恐 慌 期 の 収 益 と 配 当						
利子控除後 の報告され た 収 益	利子控除後 の調整され た 収 益	優 先 株 および 普通株配当	収益を超えた配当の超過			
			報告され た も の	調整され た も の	繁栄期の留保収益 に占めた %	
					報告され た も の	調整され た も の
千ドル	千ドル	千ドル	千ドル	千ドル		
51,837	52,314	53,627	1,790	1,313	7.9	5.4
11,659	24,001	7,888	0	0	0	0
30,977	28,104	30,642	0	2,538	0	9.2
87,078	87,968	106,294	19,216	18,330	25.7	24.5
15,236	27,444	28,259	13,023	815	30.0	1.6
9,622	9,822	18,252	8,626	8,430	8.1	7.9
68,791	72,416	107,717	38,926	35,301	29.8	27.1
42,594	39,681	46,521	3,927	6,840	5.6	9.8
118,319	126,917	123,524	5,205	0	9.6	0
655	2,943	11,709	11,054	8,766	44.1	35.0
- 9,551	6,420	19,869	29,420	13,449	44.6	20.4
- 4,174	- 4,307	45,312	49,486	49,619	60.5	60.6
2,629	3,485	4,419	1,790	934	18.1	9.4
3,145	3,732	4,927	1,782	1,195	7.5	5.0
15,119	13,112	20,537	5,418	7,425	12.5	17.2
- 21,196	- 16,728	17,380	38,576	34,108	61.8	54.6
4,261	8,776	11,033	6,772	2,257	19.7	6.6
180,256	269,990	266,080	85,824	0	18.4	0
7,235	8,481	7,433	198	0	0.6	0
- 9,870	- 7,778	4,887	14,757	12,665	89.8	77.1
10,625	16,454	31,064	20,439	14,610	36.1	25.8
- 2,952	- 3,086	385	3,337	3,471	174.6	181.6
6,082	7,760	8,026	1,974	356	18.6	3.4
- 3,435	- 1,313	7,850	11,285	9,163	46.2	37.5
614,492	776,608	983,635	372,825	231,585		

ル、ついでゼネラル・エレクトリックの3,530.1万ドル、ウェスティングハウスの3,410.8万ドルであった。恐慌期の配当が繁栄期の留保収益に占めた割合は、調整された収益での最高はリマ機関車の181.6%、カリフォルニア・パッキングの77.1%、インターナショナル収穫機の60.6%、ウェスティングハウスの54.6%が顕著であった。

このグループに属する諸会社は、報告された収益では6会社、調整された収益においては5会社をのぞいて、大体恐慌期においても黒字経営をつづけていたのであった。ただ多くの会社は恐慌期にえた収益以上に配当を支払った。すなわち、報告された収益では2会社—オーエンス・イリノイ碍子、コーン・プロダクツ—をのぞき、また調整された収益では4会社—オーエンス・イリノイ碍子、E. I. デュボン、ゼネラル・モーターズ、ピッツバーグ板碍子—をのぞいて、すべて恐慌期の収益以上に恐慌期の配当を支払っていたのであった。

このグループのなかから、若干の主要会社をピッグアップしてさらに検討を加えることとする。

アメリカの電機工業は、ゼネラル・エレクトリック会社とウェスティングハウス会社の2大会社にいちじるしく集中されており、その製品は重電気機械と耐久消費財からなっている。20年代の繁栄期間において、これら2大会社はつぎのとおりであった。

ゼネラル・エレクトリック会社

繁栄期に株主にたいし2億6,536.2万ドル（うち現金相当額として帳簿価格2,066.9万ドルの Electric Bond & Share の株式をふくむ）を支払い、留保収益として1億3,043.4万ドルを報告した。しかし、これに一般臨時準備金 reserves for general contingencies 増約3,000万ドル、証券販売収益1,500万ドル、さらに2,066.9万ドルの費消せざる減価償却費 unexpended depreciation ¹⁾ などが調整額として加えられた。

- 1) 費消せざる減価償却費とは、減価償却が有形資産の当期更新を超えた部分である。例えば、8,000ドルが減価償却費に計上され、5,000ドルが工場拡張に支出されるなら、その差3,000ドルは費消せざる減価償却費となる。これは同年度中に販売された製品の販売価格にふくまれるものである。株主への報告には、この計算は多くのばあい不正確さをふくんでいる。例えば、80,000ドルの機械を減価償却率が4年間にスクラップ価値なしで償却すると仮定すると、償却満了まで毎年費消せざる減価償却費20,000ドルが記録される。もし4年の終りに機械が25,000ドルで売却されるなら、費消せざる減価償却費と認められた金額は誇大化されてきたこととなる。これらの詳細は通常株主への報告には現われない (ibid., pp. 101-105)。

なお、恐慌期における耐久財産業では、おもに減価償却費によってその回復の金融化をおこなったとさえいわれていたほどであった (Alexander Sachs, "Summary of a Comprehensive Financial Analysis of the Causes of the Slump" The Analyst, Jan. 14, 1938, p. 35)

同社の恐慌期における利潤は相当に減少したが、つねに損失を記録しなかった。しかし、恐慌期の配当は繁栄期水準から18%引下げられ、その82%を維持し、恐慌期の収益を相当程度上まわって配当を支払っていた。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—30年	130,434,000ドル	208,019,000ドル
収益を超えた配当	1931—33年	38,926,000	35,301,000
		91,508,000	172,718,000

O. J. Curry, ibid., p. 52

このように恐慌期の収益をかなり超過して配当を支払ったが、それは繁栄期に蓄積された留保収益に比して、報告された収益では30%、調整された収益では17%にすぎなかった。

ウェスティングハウス電機会社

繁栄期に総純収益の39% (普通株に利用しうる収益の44%) を留保したが、1931—33年にはげしい損失をこうむった。しかし、損失にもかかわらず、配当は繁栄期水準の約56%に維持された。繁栄期の報告された留保収益6,245.8万ドルと調整された留保収益5,810.4万ドルは、恐慌期の報告された損失2,119.7万ドルと調整された損失1,672.8万ドルおよび恐慌期の配当

支払1,738万ドルとに充当された。その結果、繁栄期の留保収益の61%（報告されたもの）、55%（調整されたもの）が、恐慌期の損失と配当に充当されたわけである。同社は恐慌期における多額の損失にもかかわらず、異常な配当を支払った耐久財会社であった。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—30年	62,458,000ドル	58,104,000ドル
損 失	1931—33年	21,197,000	16,728,000
優 先 株 配 当	1931—33年	737,000	737,000
普 通 株 配 当	1931—33年	16,643,000	16,643,000
留 保 残 高		23,881,000	23,996,000

ibid., p. 53

インターナショナル収穫機会社

本サンプルのなかで最大の会社の一つであり、恐慌期には損失を記録したが、それにもかかわらず多額の配当を支払った会社である。繁栄期に報告された総純収益の44%（普通株に利用しうるものでは57%）が留保された。これに準備金増をプラスして調整したとき、2億2,510.8万ドル、すなわち55%が留保された。恐慌期には損失をみたが、費消せざる減価償却費が報告された損失の少なくとも $\frac{1}{3}$ は存在していた。恐慌期における優先株と普通株の配当は、損失があったにもかかわらず多額であり、その損失と配当額は繁栄期の留保収益の約60%（報告されたもの）にものぼっていた。

		報告されたもの	調整されたもの
報告された収益	1922—30年	186,211,000ドル	186,211,000ドル
剰余準備金増			12,271,000
秘密準備金増			31,000,000
			229,487,000
優 先 株 配 当	1922—30年	42,564,000	42,564,000
普通株に利用しうるもの		143,647,000	186,923,000
普 通 株 配 当	1922—30年	61,815,000	61,815,000
留 保 収 益		81,832,000	125,108,000

損	失	1931—34年	4,174,000	4,307,000
	残	高	77,658,000	120,801,000
優先株配当		1931—34年	22,900,000	22,900,000
普通株配当		1931—34年	22,412,000	22,412,000
	留保残高		32,346,000	75,489,000

ibid., pp. 53-54

オチス・エレベーター会社

恐慌期にも若干の収益をあげ、普通株主には繁栄期水準の 68 % を支払った。繁栄期に同社は総純収益のほぼ半ばを留保していた。繁栄期の報告された留保収益は 2,506.2 万ドルであり、そのうち 1,105.4 万ドルが恐慌期の配当支払に充当されたが、それは繁栄期の報告された留保収益の 44 % にあたった。

		報告されたもの	調整されたもの
留保収益	1922—30年	25,062,000ドル	24,945,000ドル
収益を超えた 優先株配当	1931—34年	905,000	0
収益を超えた 普通株配当	1931—34年	10,149,000	8,766,000
	留保残高	14,008,000	16,179,000

ibid., p. 54

アメリカン・ブレーキ・シュ・アンド・フォンドリ会社

恐慌期をとおして配当を支払った唯一の堅実な鉄道設備会社であった。他の鉄道設備会社と異なり、恐慌期にも損失を生せず、また繁栄期収益の 39 % (普通株に利用しうる収益の 52 %) を留保していた。恐慌期に収益を超えて配当を支払ったが、それは繁栄期の報告された留保収益のわずか 18 % にすぎなかった。

		報告されたもの	調整されたもの
留保収益	1922—30年	9,886,000ドル	9,828,000ドル
収益を超えた配当	1931—34年	1,790,000	934,000
	留保残高	8,096,000	8,894,000

ibid., p. 55

クライスラー自動車会社

多くの自動車会社は恐慌期にも配当を支払った。クライスラー会社は1925年までは存在せず、比較しうるデータを作成するためには、1925年以前については Maxwell 会社の数字を用いなければならない。クライスラーはマックスウェル自動車会社の改組したものである。1930年の同社の収益は低かったが、配当は著しく収益を超過しており、この状態は1933年まで続いた。1922—29年に収益の59%（普通株に利用しうる収益の62%）という高い留保をおこない、恐慌期の普通株配当は繁栄期水準から34%引下げて66%に維持した。自動車業界史における最悪の3年間、クライスラーの普通株主および優先株主は、20年代に留保せる報告された留保収益の約45%、調整された留保収益の20%を受取った。また普通株主のみでは報告された留保収益の30%を受取った。恐慌期には損失をみたが資金上では損失をみなかった。なぜならば費消せざる減価償却費が報告された損失を上まわったからであった。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—29年	65,935,000ドル	73,939,000ドル
収益を超えた 普通株配当	1930—33年	19,869,000	13,449,000
残 高		46,066,000	60,490,000
損 失		9,551,000	0
留 保 残 高		36,515,000	60,490,000

ibid., p. 56

ゼネラル・モーターズ会社（本サンプル中第2位）

同社は恐慌期にも損失をみなかった。報告された収益では1億8,025.6万ドル（調整された収益では2億6,999万ドル）をえていた。また1922—30年に報告された留保収益は4億6,537.8万ドルであった。普通株配当は恐慌期に繁栄期水準より46%引下げて54%にあたる配当を支払った。この配当支払に要した全資金はけっきょく繁栄期の留保収益に依存しなかった。というのは同社は恐慌期においても、本サンプルのなかで最大の利潤をあげており、

これにさらに費消せざる減価償却費が追加されたからであった。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—30年	465,378,000ドル	469,034,000ドル
収益を超えた配当	1931—33年	85,824,000	0
留 保 残 高		376,554,000	469,034,000

ibid., p. 56

ナッシュ自動車会社 (Nash-Kelvinator)

同社は高度な流動資産構成で有名であった。20年代の4年間、現金残高だけで全工場資産より大であり、市場性ある証券を合すると、流動資産はすべての他の資産の2倍であった。1922—29年に収益の44%（普通株に利用する収益の46%）を留保した。1930—34年の最悪期には、1926—29年の普通株配当水準から約59%も引下げられた。損失をみなかったとはいえ収益は急激に減退した。それにもかかわらず、配当支払は金額的には多額であり、恐慌期の報告された収益をはるかに超過して支払われていた。しかしながら、その超過分は1922—29年の留保収益の36%（報告されたもの）であった。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—29年	56,575,000ドル	58,813,000ドル
収益を超えた配当	1930—34年	20,439,000	14,610,000
		36,136,000	44,203,000

ibid., p. 57

マック・トラックス会社

同社は他の自動車会社と同様に20年代は有利に経営をおこない、しかも収益の約半ばを留保した。恐慌期には損失を記録したが、配当は64%も引下げたとはいえ支払った。それは繁栄期の留保収益によって可能であった。恐慌期の損失と配当の繁栄期の留保収益に占めた割合は46%（報告されたもの）、37%（調整されたもの）であった。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—29年	24,441,000ドル	23,941,000ドル
損 失	1930—34年	3,435,000	1,313,000
残 高		21,006,000	22,628,000
配 当	1930—34年	7,850,000	7,850,000
留 保 残 高		13,156,000	14,788,000

ibid., p. 57

ファイアストン・ゴム会社

ゴム工業では1930年はいちじるしく利潤のない年であり、その後1934年まで条件は悪かった。しかし、同社はグッドイア・タイヤ・アンド・ゴム会社とともに、恐慌期にも損失をみることなく操業をつづけ、適度な収益を記録したが、収益を超えて相当多額の配当を支払った。恐慌期4年間のいちじるしい経営切詰めによって、同社は普通株主に収益を超えて742.5万ドル（調整されたもの）を支払ったが、それはそれ以前の8年間に留保された3,746.6万ドル（調整されたもの）の20%に相当していた。なお、同社の繁栄期における留保の比率はいちじるしく高く、58%（普通株に利用しうる収益では74%）を示していた。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—29年	43,221,000ドル	37,466,000ドル
収益を超えた 普通株配当	1930—34年	5,418,000	7,425,000
留 保 残 高		37,803,000	30,041,000

ibid., p. 58

カリフォルニア・パッキング会社

同社は1922—30年の収益から中位（35%）の留保をおこなった。恐慌期にははげしい損失を生じ、1931年には通常の配当率で支払ったが、1932年には配当をいちじるしく削減し、1933年にはついに配当を停止 omit し、1934年に配当支払を再開した。しかし、損失にもかかわらず恐慌期に繁栄期水準より平均58%を切下げ、488.7万ドルの配当を支払い、留保収益に大きく依

存したが、なお若干の留保残高が存在した。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—30年	16,433,000ドル	16,433,000ドル
損 失	1931—33年 *	9,870,000	7,778,000
収益を超えた配当	1931—33年	4,887,000	4,887,000
		1,676,000	3,768,000

* 250万ドルの社債利子をふくむ

ibid., p. 58

このほか、化学工業の大会社デュポン会社の繁栄期における留保収益は、収益の15%（普通株に利用しうる収益では17%）ときわめて低く、収益の大部分を配当にまわした。恐慌期にはゼネラル・モーターズにつぐ大なる収益をあげ、恐慌期にも普通株配当率はあまり引下げず、繁栄期配当水準より約28%引下げたにとどまった。恐慌期の収益を超えた配当の超過額は比較的小額（報告されたもの）であり、調整されたものではかえって収益が配当より大となっていた。したがって、資金的には繁栄期の留保収益に依存しなかった。

第6表（P. 54—5）は22の大製造会社と2つの大販売会社の繁栄期と恐慌期における留保収益と配当との関係を示したものであるが、これらの諸会社はすべて恐慌期に配当率を最低2.3%から最高64%まで引下げはしたが、ともかく優先株のほか普通株にも配当を支払っていた。前述のごとく、報告され収益において損失をみた会社は6社にすぎず、他の18会社はすべて収益をあげて経営をおこなっていた。ただその収益以上の配当を支払ったので収益不足となり、その不足分は留保収益に依存した。恐慌期に留保収益に依存せず、調整された収益によって資金的に配当を支払うことのできたものは4社—デュポン、ゼネラル・モーターズ、ピッツバーグ板磚子、オーエンス・イリノイ磚子—が存在した。また、損失を記録した6社も1社—リマ機関車—をのぞいて、ともかく繁栄期の留保収益に依存しながらも、それぞれ恐慌期の配当を支払ったのであった。リマ機関車会社のみは恐慌期の損失が繁栄期の

留保収益をはるかに超えておるにもかかわらず、さらに若干の配当を支払っていた。したがって、このグループに属する多くの諸会社は、大恐慌のさなかにあったにもかかわらず、ともかくそのその波及を最小限に免れていたことと、過去の多額の蓄積に依存することによって、適度な配当安定化政策を維持したのであった。

第3グループ

—恐慌期に最悪配当記録を示した29会社

本サンプル 72 会社のうち 29 会社 (40%) は、3 社—インランド・スチール、コンソリデーテッド紙巻煙草、アメリカン・サイアミッド—をのぞき、そのほとんどが恐慌期に損失を記録していた。29 会社のすべては急激な配当引下げをおこない、また 11 社の多きが全恐慌期間にわたり普通株の配当を停止した。なかでも 29 会社のうちの 6 社—アリス・チャルマーズ製作、グッドリッチ・ゴム、ナショナル・アクメ、ボールドウィン機関車、クルーズブル・スチール、ウォーシントン・ポンプ機械—は、繁栄期の留保収益を恐慌期にまったく喪失してしまった。なお、アメリカン・カー・アンド・フォンドリとアメリカ機関車の 2 会社は、繁栄期においてもすでに損失を記録していた。第 7 表は 29 会社を配当維持の順序にならべたもので、繁栄期における留保収益と恐慌期の配当とが比較される。

このグループに属する多くの諸会社は、繁栄期にいちじるしい利潤をあげており、また 1922—30 年にその利潤の相当部分を留保したのもあった。しかるに、恐慌期にはいって、ほとんどの会社がはげしい損失をこうむり—ただ前記のインランド・スチール、コンソリデーテッド紙巻煙草、アメリカン・サイアミッド・アンド・ケミカル の 3 会社のみはわずかではあったが利潤を記録した—配当を大はばに引下げた。

第 7 表にある鉄道設備会社のうち、ボールドウィン機関車をのぞく他の 3 社は、それぞれ恐慌期においても普通株配当を支払っていた。しかし、これら諸会社の恐慌期の配当は、繁栄期の留保収益に依存したものではなかった。アメリカン・カー・アンド・フォンドリとアメリカ機関車の 2 会社は、

ともに繁栄期においては断続的に利潤をえていたとはいえ、繁栄期をとおしてみると損失を記録し、留保収益も零であり、恐慌期の配当支払は明らかに繁栄期の留保収益に依存したのではなく、実際には整理配当 liquidation dividends²⁾ であった。以上の2会社とは異なり、ボールドウィン機関車とニューヨーク・エア・ブレーキの2会社は、それぞれ繁栄期の収益から 723.1 万ドルと 398.1 万ドルを留保していた。損失を最初に経験した1931年に、ボールドウィン機関車は優先株の半ばのみを支払ったが、その後恐慌期間中に配当に利用しうる収益がなかったので、優先株配当も停止した。ニューヨーク・エア・ブレーキはその資本構成において社債と優先株を有しなかったもので、1931年に普通株にわずかな配当を支払ったが、収益がふたたび報告された1936年までは、それ以上の配当支払はなされなかった。ニューヨーク・エア・ブレーキをのぞく3鉄道設備会社は、繁栄期の留保収益が恐慌期の配当支払をなんら保証しなかった。ニューヨーク・エア・ブレーキのばあいには、留保収益に依存したとはいえ、普通株配当率は約94%も引下げられており、その額もきわめて小額にすぎなかった。

- 2) アメリカ機関車会社についていえば、普通株の額面価格を1株当たり 50 ドルから 5 ドルに切下げた (ibid., p. 61)

鉄鋼諸会社は一般的にいて、繁栄期に多額の利潤をあげて経営ををこなしたが、利潤の留保率はあまり高くはなかった。しかし、率としてはともかく、U・S・スチールとベスレーム・スチールの2大会社の留保は多額であった。一般的に恐慌期には損失を記録し、配当を大はばに引下げた。

インランド・スチール会社

同社は恐慌期においても、報告された収益で損失をみなかった唯一の鉄鋼会社であった。また、配当率を約80%も引下げたとはいえ、全恐慌期間をとおして普通株配当を支払った唯一の会社でもあった。繁栄期に総額 2,219.8 万ドルを留保したが、これは収益の35% (普通株に利用しうる収益の40%) に相当した。恐慌期に収益 184 万ドルをあげたが、優先株と普通株の配当支

第 7 表

普通株配当(恐慌期)を70%以上引下げた29会社の

会 社	恐慌期の 配当引下 げの %	繁栄期の留保収益		
		金 額	収益に占 めた %	普通株に 利用しう る収益の %
		千ドル		
American Car and Foundry Co.	76.4	— 3,504	0	0
Hudson Motor Car Co.	78.2	46,970	52	52
Deere & Co.	79.0	28,848	53	87
Inland Steel Co.	79.2	22,198	35	40
Allis-Chalmers Mfg. Co.	79.4	7,084	22	31
B. F. Goodrich Co.	79.7	22,775	30	74
Reo Motor Car Co.	79.8	13,001	41	41
Bethlehem Steel Co.	82.5	58,289	22	53
United States Steel Corp.	83.5	332,577	31	46
J. I. Case Co.	83.6	12,487	52	78
Motor Wheel Corp.	83.7	5,893	35	37
Packard Motor Car Co.	84.0	40,536	34	36
Hart, Schaffner & Marx	87.5	9,592	50	51
Fairbanks, Morse & Co.	93.1	7,876	35	46
National Acme Co.	93.2	1,629	53	53
New York Air Brake Co.	93.7	3,981	30	39
American Locomotive Co.	95.3	—15,133	0	0
Consolidated Cigar Corp.	96.3	6,820	24	44
American Cyanamid & Chemical	100.0	5,858	36	46
Baldwin Locomotive Works	100.0	7,231	28	36
Chicago Pneumatic Tool Co.	100.0	3,144	33	46
Crucible Steel Co. of America	100.0	2,463	6	10
Gulf States Steel Corp.	100.0	2,466	29	39
Republic Steel Corp.	100.0	5,424	12	35
Wheeling Steel Corp.	100.0	10,989	22	83
United States Rubber Co.	100.0	36,344	32	100
Mullins Mfg. Co.	100.0	1,937	65	100
Spicer Mfg. Co.	100.0	9,774	88	100
Worthington Pump & Machinery	100.0	1,938	18	100
計		689,487	29	46

ibid., p. 60 より

恐慌期の配当と繁栄期の留保収益

(単位 千ドル)

恐 慌 期 の 収 益 と 配 当						
利子控除後 の報告され た 収 益	利子控除後 の調整され た 収 益	優 先 株 および 普通株配当	収益を超えた配当の超過			
			報告され た も の	調整され た も の	繁栄期の留保収益 に占めた %	
					報告され た も の	調整され た も の
千ドル	千ドル	千ドル	千ドル	千ドル		
- 3,381	- 2,450	6,750	10,131	9,200	0	0
-14,744	- 9,802	8,115	22,859	17,917	48.7	38.1
- 8,716	- 4,806	4,877	13,593	9,683	47.1	33.6
1,840	1,840	4,200	2,360	2,360	10.6	10.6
- 5,632	- 5,816	1,976	7,608	7,792	107.4	110.0
-19,546	-19,928	5,685	25,231	25,613	110.8	112.5
- 9,791	- 8,708	2,372	12,163	11,080	93.6	85.2
-27,474	-19,490	16,574	44,048	36,064	75.6	61.9
-116,307	-31,459	97,331	213,638	128,790	64.2	38.7
- 5,241	- 7,563	2,817	8,058	10,380	64.5	83.1
- 1,637	- 1,273	839	2,476	2,112	42.0	35.8
-13,628	- 7,669	6,746	20,374	14,415	50.3	35.6
- 8,263	- 8,534	600	8,863	9,134	92.4	95.2
- 5,525	- 5,411	726	6,251	6,137	79.4	77.9
- 2,161	- 1,545	100	2,261	1,645	138.8	101.0
- 1,052	- 863	169	1,221	1,032	30.7	25.9
-10,410	-10,474	5,256	15,666	15,730	0	0
2,212	857	2,461	249	1,604	3.6	23.5
3,339	3,529	0	0	0	0	0
-12,059	- 9,649	700	12,759	10,349	176.4	143.1
- 931	- 141	0	931	141	29.6	4.5
- 5,910	- 3,276	2,188	8,098	5,464	328.8	221.8
- 1,478	937	35	1,513	0	61.4	0
-26,026	- 262	430	26,456	692	487.8	12.8
- 7,771	- 1,367	1,898	9,669	3,265	88.0	29.7
-25,541	-25,972	22	25,563	25,994	70.3	71.5
- 249	- 1,012	151	400	1,163	20.7	60.0
- 2,440	- 9	760	3,200	769	32.7	7.9
- 4,596	- 4,304	1,264	5,860	5,564	302.4	287.1
-333,118	-184,620	175,042	511,499	364,089		

払額はこれを上まわる 420 万ドルであったので、超過額は 236 万ドルとなった。この超過額は繁栄期の留保収益の約 10% を占めたにすぎなかった。

ベスレヘム・スチール会社

同社は恐慌期においてかなり損失をこうむったにもかかわらず、普通株配当率を約 80% も引下げたとはいえ、金額的には相当な配当を支払った。繁栄期の収益はその約 60% が上級証券 senior securities に充当され、22% が留保されたにすぎなかった。恐慌期に普通株主は 640 万ドル、優先株主は約 1 千万ドルを受取った。重い社債利子の負担（社債利子 2,782.9 万ドル—報告された収益 35.4 万ドル＝2,747.4 万ドル）によって、1932 年には普通株と優先株双方の配当支払を停止 omit した。しかし、繁栄期の留保収益は、恐慌期においてともかく 1,657.4 万ドルの普通株と優先株配当を支払い、なお調整された留保残高として 1,746.1 万ドルを示していた。しかし、恐慌期の利子と配当の繁栄期の留保収益に占めた比重は高かった。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—30年	58,289,000ドル	53,525,000ドル
報告された収益	1931—34年	354,000	0
利 子	1931—34年	27,829,000	21,214,000
残 高		30,814,000	32,311,000
優 先 株 配 当	1931—34年	10,174,000	8,450,000
普 通 株 配 当	1931—34年	6,400,000	6,400,000
留 保 残 高		14,240,000	17,461,000

ibid., p. 62

U・S・スチール（本サンプル中最大の会社）

繁栄期に収益の 31%（普通株に利用しうる収益の 46%）を留保した。それは金額にして 3 億 3,257.7 万ドルにのぼった。恐慌期に優先株配当は同意配当率 agreed rate の約 28% まで引下げられた。普通株は約 83% も引下げられて支払われたが、1932 年以降は無配となった。また 9,530.8 万ドルが損失として、さらに 2,099.8 万ドルが利子として留保収益から失われた。恐慌期

の配当支払は急激に減少したとはいえ、留保収益によって現金配当約1億ドルを支払い、なお留保残高は1億8,378.4万ドル（調整されたもの）存在していた。

		報告されたもの	調整されたもの
留 保 収 益	1922—30年	332,577,000ドル	312,574,000ドル
損 失	1931—34年	95,308,000	10,460,000
社 債 利 子	1931—34年	20,998,000	20,998,000
残 高		216,271,000	281,116,000
優 先 株 配 当	1931—34年	60,348,000	60,348,000
普 通 株 配 当	1931—34年	39,984,000	36,984,000
留 保 残 高		118,939,000	183,784,000

ibid., p. 63.

ベスレヘム・スチールおよびU・S・スチール両社はともに、恐慌期に配当率を大はばに引下げた。この減配は相当であった。しかし、欠損中であったことを考えると、配当支払額も相当な金額であったといえよう。

第3グループに属する29会社はつぎのことを示した。一般的にいて、恐慌期において3社を例外として、ほとんどの会社がはげしい損失を記録した。また率とはもかくとして、額としては多くの配当を支払った会社も存在した。それにもかかわらず、報告されたもので7社、調整されたものでは6社をのぞくと、なお留保残高を有していた。以上を要約するとつぎのごとし。

第1グループ

このグループに属する諸会社は、4化学工業会社以外はすべて消費財の生産・販売会社であった。

- 5 食料品生産会社
- 5 煙草、飲料会社
- 3 販売会社
- 2 缶詰会社

4 化学工業会社

恐慌期においても、普通株の増配をおこなった諸会社であるが、全会社は恐慌期においてさえ利潤をあげて操業をおこなっていた。ただ、その利潤以上の配当を支払った少数の会社も存在したので、これらをのぞくと大部分の諸会社は、恐慌期の配当支払にあたり、留保収益に依存する必要はなかった。つまり、このグループに属する大部分の諸会社は、恐慌期にも経営状態が良好であったがゆえに増配したことになる。

第2グループ

このグループはつぎのような構成である。

4 自動車会社

2 自動車設備会社

2 化学工業会社

2 機械製作会社

2 鉄道設備会社

2 電機会社

3 食品処理会社

2 碍子会社

2 ゴム会社

1 煙草会社

2 販売会社

恐慌期に普通株の減配をおこなった諸会社であるが、少数の会社をのぞき、ともかく恐慌期においても利潤をあげて操業していた。ただ大部分の諸会社はこの利潤を超えて配当を支払った。それはおそらく株価維持のための配当安定政策によるものであろうが、留保収益に依存して支払われたこの配当額は、多くのばあい大ではあったが、繁栄期の留保収益に比してはいまだ小部分にすぎなかった。

第3グループ

このグループに属するものはつぎの産業会社である。

3 自動車会社（中会社）

3 自動車設備会社

4 鉄道設備会社

7 機械製作会社

7 鉄鋼会社

1 化学工業会社

2 ゴム会社

1 煙草会社

1 販売会社

恐慌期に普通株を急激に減配ないし無配とした諸会社であるが、そのほとんどは恐慌期にはげしい損失をこうむった。繁栄期の留保収益以上を恐慌期に喪失した若干の会社もあり、また留保収益に占めた恐慌期の配当支払額と損失額の比重の高い諸会社もあったが、ともかく大部分の諸会社は配当支払額と損失額以上に留保残高を保有することができた。

Ⅲ 繁栄期の留保収益の再投資と恐慌期の資産整理

繁栄期の留保収益の再投資

ここでは留保収益のみを分離した資料はなく、留保収益と新資本（証券発行によって吸収した資金）とが合計された資料だけしかないので、この両者について繁栄期にどのように投資され、また恐慌期にそれがどのように整理されたかを検討する。

第1グループ

このグループの諸会社の定期収益と純収益はいちじろしい安定性を示し、いずれも他のグループよりも繁栄期の収益を留保した。第8表は第1グループ19会社の繁栄期と恐慌期における資金の源泉と使途、またそれが恐慌期にどの程度整理されたかを示したものである。

繁栄期において19会社は、7億7,922.4万ドル（収益の42%）を報告され

第8表 恐慌期により多く配当を支払った19会社の資金源泉と使途

(単位 千ドル)

資金源泉と使途	繁栄期	恐慌期	回復期
	金額	金額	金額
	千ドル	千ドル	千ドル
普通株に利用しうるもの	1,699,657	483,658	483,628
普通株配当	920,433	510,919	364,131
報告された留保収益	779,224	-27,261	119,497
剰余金調整	7,402	-42,713	-22,275
調整された留保収益	786,626	-69,974	97,222
工場資産整理(費消せざる減価償却費)	359	45,726	19,028
経営から利用しうるもの	786,985	-24,248	116,250
発行された株式	216,184	16,167	34,990
発行された長期債	66,840	1,099	2,237
投資に利用しうる総額	1,070,009	-6,982	153,477
投資			
運転資本			
現金	121,720	-38,209	9,100
流動証券	196,167	-135,862	19,669
受取勘定	42,311	-19,770	6,169
在庫	155,831	54,580	66,815
当座負債	-10,052	23,327	-45,610
運転資本変動	505,980	-115,934	56,143
関係諸会社への投資	12,806	58,308	-6,459
雑資産	21,288	-29,460	-1,531
無形資産	3,803	4,921	2,234
工場資産	358,776	12,077	9,352
償還された株式	103,156	49,900	65,518
償還された長期債	64,213	13,207	28,128
投資された総額	1,070,002	-6,981	153,485

ibid., p. 68

繁栄期から回復期までは1922年～1936年の15年間。したがって、ここでの回復期は1935年～1936年をさすものと思われる。

た留保収益とした。このほか、償還を超過した新株式と新社債は $(216,184,000 \text{ドル} - 103,156,000 \text{ドル}) + (66,840,000 \text{ドル} - 64,213,000 \text{ドル}) = 1 \text{億} 1,565.5 \text{万ドル}$ であり、報告された留保収益と合して 8 億 9,487.9 万ドルを提供した。留保収益と純新資本発行との比率は 87% と 13% であった。このうち、現金と流動証券とが 35% を占め、在庫と受取勘定に 22% がふりむけられた。かくて、繁栄期においては運転資本が 57.5% を占めていた。しかるに、工場資産への投資は残りの約 40% であった。繁栄期の 5 億 598 万ドルにおよぶ運転資本の増加は、まったく 7 億 7,922.4 万ドルの報告された留保収益の範囲内にあり、したがって留保収益からもたらされたものといってもよい。ゆえに、報告された留保収益の 64% が運転資本に、他の 36% が工場資産に投資されたこととなる。

恐慌期に第 1 グループの 19 会社は黒字ではあったが、普通株に利用しうる収益を超過して約 2,700 万ドル余の普通株配当を支払い、剰余金調整の結果、一応約 7,000 万ドルのマイナスをきたした¹⁾。このマイナスの 65% は工場資産の費消せざる減価償却費により清算されて 2,424.8 万ドルとなった。他方投資部面においては、運転資本全体としてはマイナスとなったが、しかし工場資産は恐慌期でも投資されており、また運転資本のマイナス 1 億 1,593.4 万ドルにしても、恐慌期における関係諸会社の非流動証券投資と株式および社債の償還との合計額 1 億 2,141.5 万ドルより下まわっていた。²⁾さらにまた、 $(\text{償還せる株式 } 49,900,000 \text{ドル} - \text{発行せる株式 } 16,167,000 \text{ドル}) + (\text{償還せる社債 } 13,207,000 \text{ドル} - \text{発行せる社債 } 1,099,000 \text{ドル}) + \text{関係諸会社の非流動証券投資 } 58,308,000 \text{ドル} = 1 \text{億} 414.8 \text{万ドル}$ という発行額を超えての多額の支出をみても、この時期が恐慌期であったことを考えるならばまことに余力のあるものであったといえよう。

- 1) 前記のごとく、報告された留保収益を超えて配当を支払った会社は 10 会社であったが、調整された留保収益を超えて配当を支払った会社は、ゼネラル紙巻煙草、レイノルズ煙草およびエアー・リダクション（化学工業）の 3 社のみであった。
- 2) 1934 年 2 月のニューヨーク株式取引所の発表せる数字は、同取引所に上場された

259 会社が、1931—33年間に自社株式を再入手したことを示した (ibid., p. 70)

第9表は第1グループの19会社の繁栄期における留保収益と新資本の利用状況を示したものである。これによれば、運転資本に50%以上を投じた会社はつぎの9社であった。

リグレット・アンド・マイヤーズ煙草会社	100%
コマーシャル・ソルベンツ会社 (化学)	95
アライド・ケミカル染料会社 (化学)	91
Wm. リグレー会社 (食品)	88

第9表 19会社の繁栄期の収益と新資本の利用

会 社 名	資 金 使 途 の 比 率					
	総体	運転資本	証券投資	工場資産	上級証券の償還	雑資産
Hershey Chocolate Corp.	100	14	0	— 4	90	0
General Cigar Company, Inc.	100	48	4	19	37	0
F. W. Woolworth Co.	100	21	23	30	7	19
Loose-Wiles Biscuit Co.	100	23	0	54	11	12
Coca-Cola Co.	100	32	3	3	62	0
Borden Co.	100	27	— 5	73	5	0
Air Reduction Company, Inc.	100	53	14	33	0	0
J. C. Penny Co.	100	72	2	25	1	0
Pillsbury Flour Mills Co.	100	16	5	62	15	2
Liggett & Myers Tobacco Co.	100	100	0	0	0	0
Continental Can Company, Inc.	100	50	5	53	0	— 8
American Can Co.	100	19	3	64	12	2
Mathieson Alkali Works, Inc.	100	12	10	92	0	—14
S. S. Kresge Co.	100	19	0	84	4	— 7
Allied Chemical & Dye Corp.	100	91	—17	16	10	0
R. J. Reynolds Tobacco Co.	100	59	— 4	8	37	0
Quaker Oats Co.	100	62	— 2	40	0	0
Wm. Wrigley, Jr. Co.	100	88	— 9	13	8	0
Commercial Solvents Corp.	100	95	0	0	10	— 5

ibid., p. 69

J. C. ペニィ 会社 (販売)	72
クエーカー・オーツ会社 (食品)	62
レイノルズ煙草会社	59
エア・リダクシオン会社 (化学)	53
コンチネンタル缶詰会社	50 (第9表参照)

また、工場資産に50%以上を投じた会社はつぎの7社であった。

マシーソン・アルカリ会社 (化学)	92%
S. S. クレスゲ会社 (販売)	84
ボーデン会社 (食品)	73
アメリカ缶詰会社	64
ピルスベリィ製粉会社	62
ルース・ワイルズ・ビスケット会社	54
コンチネンタル缶詰会社	53 (第9表参照)

他の2会社—ハーシー・チョコレート、コカ・コーラ—は、自社証券の償還に50%以上を投じた。

第3グループ

恐慌期に急激に減配ないしは無配をおこなった会社群である。その大部分は資本設備または耐久消費財を生産する。このグループの諸会社は繁栄期に相当の収益をあげたが、恐慌期には3社（インランド・スチール、コンソリデテッド紙巻煙草、アメリカン・サイアナミッド）をのぞく他の全会社は相当な損失を報告した（前掲第7表）

- 3) American Car and Foundry, American Locomotive, National Acme, Worthington Pump の4社は除外しており、したがってここでは25社である。なお、これら4社をふくめた第7表と除外した第10表とは、数字のうえで若干の相違もあるが、この点は不明である。

第10表は繁栄期の資金がいかに利用されたか、またそれがいかに恐慌期の損失補填の源泉になったかを示す。繁栄期に25会社は7億455.7万ドルを留

第 10 表

70%以上配当を引下げた25会社の資金源泉と使途

(単位 千ドル)

資 金 源 泉 と 使 途	繁 栄 期	恐 慌 期	回 復 期
	金 額	金 額	金 額
	千ドル	千ドル	千ドル
普通株に利用しうるもの	1,451,575	-400,490	123,969
普 通 株 配 当	747,018	72,732	34,277
報告された留保収益	704,557	-473,222	89,692
剰 余 金 調 整	-84,911	-135,032	-11,598
調整された留保収益	619,646	-608,254	78,094
工場資産整理 (費消せざる減価償却費)	4,723	142,844	23,169
経営から利用しうるもの	624,369	-465,410	101,263
発行された株式	892,851	14,389	37,231
発行された長期債	346,454	85,515	131,009
投資に利用しうる総額	1,863,674	-365,506	269,503
投 資			
運 転 資 本			
現 金	66,096	- 83,058	71,633
流 動 証 券	-59,973	- 57,335	-44,495
受 取 勘 定	77,851	-141,886	134,351
在 庫	165,455	-216,636	170,796
当 座 負 債	-67,632	159,517	-145,441
運 転 資 本 変 動	181,813	-339,398	186,844
関係諸会社への投資	62,496	10,827	- 3,011
雑 資 産	15,329	-42,286	- 9,441
無 形 資 産	87,556	-79,371	20,334
工 場 資 産	725,935	-48,033	3,763
償還された株式	116,649	17,770	12,527
償還された長期債	673,898	114,986	58,486
投資された総額	1,863,674	-365,505	269,502

ibid., p. 71

保した。新株式と新社債は総額 12 億 3,930.5 万ドル 発行されたが、7 億 9,054.7 万ドルが償還されたので、差引き 4 億 4,875.8 万ドルの新資本が残った。この留保収益と新資本の合計は 11 億 5,331.2 万ドルで、これをすべて投資に利用しうる資金とみなすなら、その比率は留保収益 61%, 新資本 39% であった。それは運転資本に 16%, 工場資産に 63%, 関係諸会社の証券に 5%, 雑資産 sundry assets に 16% が投資されたことになる。

恐慌期にこれら 25 会社は全体として損失をみたにもかかわらず、なお 7,273.2 万ドルもの普通株配当を支払っていた。剰余金調整の結果、6 億 825.5 万ドルのマイナスを示した。このうち 23% は費消せざる減価償却費により清算されたので、残りのマイナスは 4 億 6,541 万ドルとなった。これにたいして、運転資本は 3 億 3,939.8 万ドル、工場資産は 4,803.3 万ドルが整理された。しかしながら、このような時期にあってもなお株式と社債の償還超過と関係会社への投資が存在していた。すなわち、株式と社債の償還超過額 3,285.2 万ドルと関係諸会社への投資額との合計が 4,367.9 万ドルも存在していた。

第 11 表は 25 会社について、繁栄期の留保収益と新資本とがどのように投資されたかを示したものである。運転資本に 50% 以上を投じた会社はつぎの 4 社であった。

J. I. ケース会社 (機械製作)	102%
ディーア会社 (機械製作)	67
レオ自動車会社	65
フェアバンクス・モース会社 (機械製作)	58

工場資産に 50% 以上を投じた会社はつぎの 11 社であった。

スパイサー製作会社 (自動車設備)	116%
ボールドウィン機関車会社	99
ガルフ・ステーツ・スチール会社	88
シカゴ圧搾空気器械会社 (機械製作)	80
リパブリック・スチール会社	75

ミューリンス製作会社（自動車設備）	68
クルーシブル・スチール会社	60
ベスレヘム・スチール会社	55
ホイーリング・スチール会社	55
アメリカン・サイアナミッド化学会社	53
ハドソン自動車会社	51

第 11 表

25会社の繁栄期の収益と新資本の利用

会 社 名	資 金 使 途 の 比 率					
	総体	運転 資本	証券 投資	工場 資産	上級 証券の 償還	雑資産
Hudson Motor Car Co.	100	48	0	51	0	1
Deere & Co.	100	67	0	8	28	- 3
Inland Steel Co.	100	19	12	42	24	3
Allis-Chalmers Mfg. Co.	100	24	0	34	34	8
B. F. Goodrich Co.	100	14	- 3	48	39	2
Reo Motor Car Co.	100	65	1	32	2	0
Bethlehem Steel Co.	100	7	1	55	35	2
United States Steel Corp.	100	- 3	1	24	76	2
J. I. Case Co.	100	102	- 3	3	0	- 2
Motor Wheel Corp.	100	13	14	25	47	1
Packard Motor Car Co.	100	-11	3	41	70	- 3
Hart, Schaffner & Marx	100	28	35	0	33	4
Fairbanks, Morse & Co.	100	58	- 4	24	10	12
New York Air Brake Co.	100	27	0	0	60	13
Consolidated Cigar Corp.	100	42	0	22	36	0
American Cyanamid & Chemical Corp.	100	23	- 5	53	9	20
Baldwin Locomotive Works	100	-47	32	99	0	16
Chicago Pneumatic Tool Co.	100	-26	10	80	36	0
Crucible Steel Co. of America	100	-17	- 1	60	54	4
Gulf States Steel Corp.	100	5	1	88	3	3
Republic Steel Corp.	100	13	9	75	3	0
Wheeling Steel Corp.	100	26	- 1	55	13	7
United States Rubber Co.	100	-14	59	-223	110	168
Mullins Mfg. Corp.	100	36	- 8	68	4	0
Spicer Mfg Corp.	100	- 1	- 6	116	125	-134

なお、各鉄鋼会社の工場資産への比率は高く、ただインランド・スチールは50%以下ではあったが、それでも42%を示していた。しかるに、最大の鉄鋼メーカーたるU・S・スチールだけは工場資産24%と低く、自社証券の償還に76%もふりむけていた。

さらに、第12表と第13表は恐慌期に寛大な配当を支払った第1グループ（第12表）と、はなはだしく配当を引下げないしは無配とした第3グループ（第13表）の繁栄期における運転資本と固定資本への投資状態を示したものである。

恐慌期にも利潤をあげた第1グループの諸会社は、損失を記録した第3グループの諸会社よりも、どちらかといえば繁栄期においてはより多く運転資本を増加し、またより少なく工場資産を増加した傾向にあったようである。なお、このことはさきに示したごとく、第1グループは主として消費財生産・販売会社が多いことからくる当然の帰結でもあるのであろう。しかしながら、第1グループに属する化学工業会社の工場資産増加の低いということは注目されよう（第12表参照）。すなわちつぎのごとくであった。

	1921—30年 運転資本増加率	1921—30年 工場資産増加率
エアーリダクション会社	404%	168%
マシーソン・アルカリ会社	100	136
アライド・ケミカル染料会社	118	16
コマーシャル・ソルベンツ会社	3,083	0

第2グループについては上記両グループのような資料はないので、相当程度収益を超えて配当を支払った主要24会社をピックアップした第14表による以外にない。第14表には第2グループの会社は14社、第3グループの会社は7社、第1グループの会社は3社ふくまれている。第2グループの会社にして工場資産に50%以上を投じたものは、販売会社シアズ・ローバック会社ただ一社のみであった。第2グループ14社の工場資産への投資比率は一般的に

第 12 表

恐慌期に配当支払を増加せる19会社の繁栄期の運転資本、工場資産の変動

(単位 千ドル)

(80)

経済学研究 第15巻 第1号

会 社	運 転 資 本				工 場 資 産			
	1921	1930 *	増 加		1921	1930 *	増 減	
			金 額	%			金 額	%
Hershey Chocolate Corp.	- 2,544	4,619	7,613	0	27,478	8,977	-18,501	d 67
General Cigar Company, Inc.	14,224	25,900	11,676	82	1,937	6,510	4,573	236
F. W. Woolworth Co.	24,708	52,781	28,073	114	16,953	57,251	40,298	270
Loose-Wiles Biscuit Co.	5,754	7,966	2,212	38	12,989	18,287	5,298	41
Coca-Cola Co.	874	13,957	13,083	1,497	5,767	6,873	1,106	19
Borden Co.	8,562	42,968	34,406	402	22,152	114,355	92,203	416
Air Reduction Company, Inc.	3,307	16,659	13,352	404	4,956	13,304	8,348	168
J. C. Penny Co.	8,422	50,516	42,094	500	971	15,638	14,667	1,511
Pillsbury Flour Mills Co.	2,757	6,921	4,164	151	2,216	18,146	15,930	719
Ligget & Myers Tobacco Co.	56,683	158,390	101,707	179	12,021	11,662	- 359	d 3
Continental Can Company, Inc.	2,958	31,075	28,117	951	11,713	45,853	34,140	292
American Can Co.	29,736	41,699	11,963	40	95,873	136,844	40,971	43
Mathieson Alkali Works, Inc.	1,201	2,404	1,203	100	6,979	16,477	9,498	136
S. S. Kresge Co.	9,953	25,930	15,977	161	11,973	83,907	71,934	601
Allied Chemical & Dye Corp.	66,150	144,470	78,320	118	88,323	101,978	13,655	16
R. J. Reynolds Tobacco Co.	78,775	139,184	60,409	77	8,369	16,544	8,175	98
Quaker Oats Co.	12,708	28,006	15,298	120	19,695	19,255	- 440	d 2
Wm. Wrigley, Jr. Co.	9,591	38,550	28,959	302	7,415	11,804	4,389	59
Commercial Solvents Corp.	253	8,053	7,800	3,083	1,237	1,237	0	0

* Wm. Wrigley, Coca-Cola, General Cigar は 1931年, Ligget & Myers と R. J. Reynolds は 1929年 dは赤字
 ibid., 75

第 13 表

恐慌期に70%以上配当を引下げた25会社の繁栄期の運転資本、工場資産の変動

(単位 千ドル)

会 社	運 転 資 本				工 場 資 産			
	1921	1930 *	増 減		1921	1930 *	増 減	
			金 額	%			金 額	%
Hudson Motor Car Co.	2,962	25,608	22,646	765	9,059	33,276	24,217	267
Deere & Co.	58,803	63,045	4,242	7	19,298	22,143	2,845	15
Inland Steel Co.	13,652	26,104	12,452	91	34,527	62,670	28,143	82
Allis-Chalmers Mfg. Co.	11,830	19,761	7,931	67	9,951	13,193	3,242	33
B. F. Goodrich Co.	48,618	58,920	10,302	21	32,116	67,600	35,484	110
Reo Motor Car Co.	10,552	20,198	9,646	91	5,922	10,689	4,767	80
Bethlehem Steel Co.	87,748	119,421	31,673	36	238,286	502,154	263,868	111
United States Steel Corp.	485,183	469,500	-15,693	- 3	1,644,795	1,677,327	32,532	2
J. I. Case Co.	14,197	36,526	22,329	157	12,339	12,966	567	5
Motor Wheel Corp.	3,530	4,604	1,074	30	4,918	7,052	2,134	43
Packard Motor Car Co.	32,360	28,637	- 3,723	- 12	21,597	35,911	14,314	66
Hart, Schaffner & Marx	10,410	14,011	3,601	35	576	388	- 238	- 41
Fairbanks, Morse & Co.	11,830	19,761	7,931	67	9,951	13,193	3,242	33
New York Air Brake Co.	5,699	1,922	- 3,777	- 66	13,946	9,462	- 4,484	- 32
Consolidated Cigar Corp.	3,608	17,326	13,718	380	810	3,151	2,341	289
American Cyanamid & Chemical Corp.	1,969	18,614	16,645	845	4,242	42,535	38,293	903
Baldwin Locomotive Works	30,630	22,091	- 8,539	- 28	27,080	52,880	25,800	95
Chicago Pneumatic Tool Co.	8,335	7,665	- 670	- 8	8,922	10,967	2,045	23
Crucible Steel Co. of America	26,121	23,194	- 2,927	- 11	81,815	92,273	10,458	13
Gulf States Steel Corp.	2,225	2,964	739	33	13,441	25,979	12,538	93
Republic Steel Corp.	15,180	41,381	26,201	173	81,754	230,020	148,266	181
Wheeling Steel Corp.	22,743	33,052	10,309	45	54,478	76,584	22,106	41
United States Rubber Co.	83,724	79,448	- 4,276	- 5	169,657	101,384	-68,273	- 40
Mullins Mfg. Corp.	648	1,799	1,156	178	2,380	4,578	2,198	92
Spicer Mfg. Corp.	3,596	3,880	284	8	3,807	7,885	4,078	107

* Hudson Motor Car, B. F. Goodrich, Reo Motor Car, United States Rubber は 1931年

ibid., 76

第 14 表 恐慌期に収益を超えて配当を支払った主要会社の
繁栄期の留保収益と新資本の投資比率

業 産	資 金 の 使 途									
	現金	流動証券	受取勘定	在庫	当座負債	証券投資	工場資産	資本発行**	雑資産	
機 械 製 作										
Otis Elevator Co. *	16	1	18	18	- 7	20	32	0	0	
International Harvester Co. *	17	2	69	-20	- 4	4	30	0	1	
Deere & Company	5	0	91	-25	- 3	- 3	8	28	0	
タイヤおよびゴム										
Goodyear Tire & Rubber Co. *	20	- 5	11	30	- 8	-21	41	44	-12	
Firestone Tire & Rubber Co. *	21	0	4	25	14	5	26	3	2	
B. F. Goodrich Co.	11	0	19	22	-38	- 3	48	38	3	
電 機										
Westinghouse Electric Mfg. Co. *	13	.1	12	- 9	- 3	36	22	33	- 5	
General Electric Co. *	47	-11	- 6	1	- 7	60	-10	17	9	
自 動 車										
Chrysler Corp. *	21	- 1	7	18	- 8	5	42	16	0	
General Motors Corp. *	13	5	1	4	0	24	23	25	5	
Nash-Kelvinator Corp. *	1	48	1	2	- 1	0	7	43	0	
Packard Motor Car Co.	- 1	24	0	-27	- 6	3	41	70	- 4	
Mack Trucks, Inc. *	0	0	24	13	- 2	1	22	40	2	
Hudson Motor Car Co.	7	26	6	21	-13	0	51	0	2	
Timken Roller Bearing Co. *	1	39	4	4	0	6	37	6	3	
鉄 鋼										
Bethlehem Steel Corp.	2	- 2	2	7	- 3	1	55	36	2	
United States Steel Corp.	1	-10	- 3	14	- 4	1	24	76	1	
American Car and Foundry Co.	-41	-11	-32	-33	0	0	- 1	0	0	
販 売										
J. C. Penny Co.	11	- 4	5	74	-13	3	25	1	- 2	
Sears, Roebuck & Co. *	- 1	6	13	9	3	1	54	36	5	
食 品 処 理										
California Packing Corp. *	1	0	16	28	-28	35	38	0	10	
煙 草										
General Cigar Co., Inc.	4	8	0	31	4	- 4	19	37	1	
R. J. Reynolds Tobacco Co.	32	14	0	13	0	- 4	9	37	- 1	
American Tobacco Co. *	29	0	3	29	- 3	21	9	11	1	

ibid., p. 79

* 第2グループに属するもの

** 資本償還の誤りと思う

は高いとはいえずむしろ低かった。すなわち、

シアズ・ローバック会社（販売）	54%
クライスラー自動車会社	42
グッドイア・タイヤ会社	41
カリフォルニア・パッキング会社（食品）	38
ティムケン・ローラー・ベアリング会社 （自動車設備）	37
オチス・エレベーター会社（機械製作）	32
インターナショナル収穫機会社（機械製作）	30
ファイアストン・タイヤ会社	26
ゼネラル・モーターズ会社	23
マック・トラックス会社（自動車）	22
ウェスティングハウス電機会社	22
アメリカ煙草会社	9
ナッシュ自動車会社	7
ゼネラル・エレクトリック（電機）	-10

このゼネラル・エレクトリックの数字がもし正しいとすれば、工場資産はかえてマイナスとなっており、証券投資と現金保有の比重がきわめて高かったことになる。

赤字と資産整理

恐慌期に収益を超えて相当の配当を支払った諸会社および損失を記録した諸会社は、いかにしてその超過および損失を補填したかをより具体的に明らかにするのがここでの課題である。まず、恐慌期における資産整理を観察するため3つのグループに分けた。ここで扱うグループ分類はさきの分類とは異なったものである。

収益を超えて相当な恐慌期配当を支払った17会社

この17会社とは、さきの分類によれば、第1グループに属するもの3会社、第2グループに属するもの12会社、第3グループに属するもの2会社で

ある。

恐慌期にこれら17会社のうち、クライスラー自動車（第2グループ）とパッカー自動車（第3グループ）の両社だけが損失をみたが、それ以外の各会社は利潤をあげていた。しかし、これら17会社の配当支払額は、いずれも繁栄期の留保収益に比しては相対的に小額であったとはいえ、恐慌期の報告された収益をいちじるしく超過して支払われていた。そこで、繁栄期に留保収益がいかに投資され、また恐慌期にいかなる資産が整理されたかをみなければならない。第15表は1921年、1930年および1933年の3カ年の資産拡張と整理の推移を総額と比率で示したものである。

各種の資産が整理の対象となったが、現金、受取勘定、在庫および工場資産がとくに整理された。販売の減退する恐慌期には、有形在庫 physical inventory の必要が減退し、単位コストがより低くなるので、在庫投資が整理される。受取勘定もまた回収 collect され、また回収不能 uncollectible のものとして帳簿価格を切下げ write off られ、回収されたものは赤字補填のための資金を提供する。また、上昇期における工場の改善と拡張は、停滞期には生産能力を過剰ならしめるが、減価償却はおこなわなければならないので、工場資産は赤字を補填する過程で整理されるのが一般的である。⁴⁾

- 4) 減価償却費は合理的レート以下に切下げられ、工場資産の整理も実際に報告された数字以上であったと推定される若干の理由がある (ibid., p. 86)

第16表は恐慌期における収益不足を補填するための資金を供給した、整理された3つの資産を大きさの順序に会社別に示したものである。多くのばあい、最初の2つの資産は整理全体のなかで、いちじるしく大なる部分を占めていた。在庫は $\frac{2}{3}$ 以上のばあいに収益不足に多くを提供し、流動資産は35%のばあいに収益不足に重要部分を提供した。受取勘定はほとんどの会社により整理され、工場資産は少なくとも70%のばあいにかなり重要な貢献をした。

第 15 表

収益を超過して相当な恐慌期配当を支払った17会社の資産拡張と整理

(単位 千ドル)

資金の源泉と使途	1921		1930		1933		1931—33年 増 減
	金 額	%	金 額	%	金 額	%	
現金	117,960	19	381,275	34	205,123	24	-176,152
市場性ある証券	71,460	12	145,898	13	151,295	18	5,397
受取勘定	195,309	32	207,730	18	120,276	14	- 87,454
在庫	396,452	65	598,098	53	517,857	60	- 80,241
当座資産計	781,184	128	1,332,998	118	994,553	115	-338,445
当座負債	170,332	28	199,934	18	131,244	15	- 68,690
純運転資本	610,850	46	1,133,062	49	863,310	45	-269,752
投資資産	134,348	10	327,352	13	275,705	15	- 51,647
雑資産	11,264	1	21,781	1	16,180	1	- 5,601
有形資産	197,722	15	105,788	7	117,578	6	11,790
工場資産	362,514	28	701,095	30	616,120	33	- 23,817
計	1,316,695	100	2,289,079	100	1,888,893	100	-339,027
費消せざる減価償却費							61,158
整理計							400,185
新証券発行							774
不足計							400,959
無形資産切捨							26,574
調整された収益不足							374,385 *
剰余準備金	316,737		978,912		574,195		-404,717
American Tobacco Co. の商標の剰余金への追加分					36,749		-367,968
報告された損失					23,180		
配当および利子					155,402		
帳簿価格切下および調整					189,386		-367,968
					978,912		
株式資本再評価および配当							6,417
							374,385

ibid., p. 81

* 恐慌期の調整された収益不足 3 億 7,438.5 万ドル
 恐慌期の報告された収益不足 2 億 579.6 万ドル

繁栄期の報告された留保収益 8 億 4,442.4 万ドル
 繁栄期の調整された留保収益 8 億 6,582.3 万ドル

た。主要な生産会社の整理の度合いを若干あげるとつぎのとおり。ゼネラル・エレクトリック(1)流動資産, (2)在庫, (3)受取勘定, クライスラー自動車(1)工場資産, (2)在庫, (3)受取勘定, ユニオン・カーバイド・アンド・カーボン(1)流動資産, (2)在庫, (3)受取勘定であった。その他は第16表参照。

第 16 表 恐慌期における17会社の資産整理の三大順位

会 社	整理の度合いによる排列		
	1	2	3
May Department Stores Co.	在 庫	受取勘定	工場資産
J. C. Penny Co.	在 庫	新 発 行	工場資産
Sears, Roebuck & Co.	受取勘定	在 庫	工場資産
American Tobacco Co.	流動資産	新 発 行	工場資産
R. J. Reynolds Tobacco Co.	流動資産	新 発 行	受取勘定
General Cigar Company, Inc.	在 庫	工場資産	受取勘定
Otis Elevator Co.	在 庫	受取勘定	工場資産
General Electric Co.	流動資産	在 庫	受取勘定
Chrysler Corp.	工場資産	在 庫	受取勘定
Firestone Tire & Rubber Co.	流動資産	在 庫	雑 資 産
Ialand Steel Co.	新 発 行	流動資産	在 庫
Nash-Kelvinator Corp.	流動資産	工場資産	受取勘定
Packard Motor Car Co.	工場資産	在 庫	流動資産
Timken Roller Bearing Co.	工場資産	在 庫	雑 資 産
Union Carbide & Carbon Corp.	流動資産	在 庫	受取勘定
American Brake Shoe & Foundry Co.	受取勘定	工場資産	流動資産
Electric Storage Battery Co.	受取勘定	在 庫	工場資産

ibid., p. 83

損失控除後に配当を支払った18会社

この18会社はさきの分類にしたがえば、第2グループに属するもの4会社、第3グループに属するもの14会社である。ここで対象とした諸会社は、恐慌期に報告された損失を控除したのち、少なくとも百万ドル以上の配当を支払った18会社である。1921年と1930年の資産構成は、ともに運転資本が30%、工場資産が64%で、比率においては変動はなかったが、1921年から1930年までのあいだの運転資本の金額における増加は、まったく受取勘定と在庫

第 17 表

損失控除後相当な恐慌期配当を支払った18会社の資産拡張と整理

(単位 千ドル)

資金の源泉と用途	1921		1930		1933		1931—33年
	金額	%	金額	%	金額	%	増減
現金	千ドル		千ドル		千ドル		千ドル
市場性ある証券	194,710	17	265,764	20	183,149	18	- 82,615
受取勘定資産	224,020	20	154,363	11	148,499	14	- 5,864
在庫	291,397	26	461,629	34	245,863	24	-215,766
当座負債	648,489	58	774,948	58	592,379	53	-182,569
資産計	1,358,615	121	1,656,704	128	1,169,894	114	-486,814
当座負債	236,106	21	309,371	23	142,988	14	-166,383
純運転資本	1,122,511	30	1,347,333	30	1,026,907	26	-320,431
投資資産	66,061	2	144,164	3	120,492	3	- 23,672
無形資産	71,727	2	86,056	2	27,662	1	- 58,394
工場資産	84,717	2	78,204	1	24,286	1	- 53,918
計	2,426,450	64	2,903,144	64	2,721,637	69	- 88,101
	3,772,005	100	4,558,901	100	3,920,984	100	
費消せざる減価償却費							93,406
整理計							637,922
新証券発行							- 13,654
不足計							624,268
株式資本切捨							13,424
調整された収益不足							610,844 *
剰余準備金	1,245,870		1,502,796		940,307		-562,489
損失					208,185		
利子および配当					300,653		
帳簿価格切下げおよび調整					53,651		562,489
					1,502,796		
株式資本再評価							47,995
							610,844

ibid., p. 84

* 恐慌期の調整された収益不足 6 億 1,084.4 万ドル
 恐慌期の報告された収益不足 4 億 8,980.3 万ドル

繁栄期の報告された留保収益 7 億 861.3 万ドル
 繁栄期の調整された留保収益 6 億 9,534.3 万ドル

における増加であった。流動資産ではわずかに市場性ある証券から現金への増加となっていた。1930—33年間にはあらゆる資産がマイナスとなっていた。とくに、金額的に大なるマイナスは、受取勘定、在庫、現金および工場資産であった（第17表参照）。

第18表は恐慌期に損失をみながら多額の配当を支払って操業していた耐久財生産諸会社について、収益不足補填の主要部分を提供した3大資産を示したものである。受取勘定、在庫および工場資産はもっともしばしば整理の対象となった。主要な生産会社の整理の状況はつぎのとおりである。U・S・スチール(1)流動資産、(2)在庫、(3)工場資産、ベスレヘム・スチール(1)在庫、(2)受取勘定、(3)工場資産、インターナショナル収穫機(1)受取勘定、(2)工場資産、ウェスティングハウス電機(1)受取勘定、(2)在庫、(3)流動資産などであった。その他については第18表参照。

第 18 表 恐慌期における18会社の資産整理の三大順位

会 社	整理の度合いによる排列		
	1	2	3
American Car & Foundry Co.	受取勘定	在 庫	在 庫
American Locomotive Co.	流動資産	在 庫	受取勘定
Allis-Chalmers Mfg. Co.	受取勘定	在 庫	流動資産
J. I. Case Co.	受取勘定	在 庫	工場資産
Deere & Co.	受取勘定	工場資産	在 庫
International Harvester Co.	受取勘定	工場資産	な し
Worthington Pump & Machinery Corp.	流動資産	受取勘定	在 庫
Westinghouse Electric & Mfg. Co.	受取勘定	在 庫	流動資産
B. F. Goodrich Co.	在 庫	受取勘定	工場資産
Bethlehem Steel Co.	在 庫	受取勘定	工場資産
United States Steel Co.	流動資産	在 庫	工場資産
Hudson Motor Car Co.	流動資産	在 庫	工場資産
Mack Trucks, Inc.	流動資産	在 庫	工場資産
Reo Motor Car Co.	流動資産	在 庫	工場資産
California Packing Corp.	流動資産	受取勘定	在 庫
Consolidated Cigar Corp.	在 庫	受取勘定	な し
Crucible Steel Co. of America	在 庫	工場資産	流動資産
Wheeling Steel Corp.	流動資産	在 庫	工場資産

第 19 表

恐慌期に名目的配当しか支払わなかつた10会社の資産拡張と整理

(単位 千ドル)

資金の源泉と使途	1921		1930		1933		1931—33年
	金額	%	金額	%	金額	%	増減
現金	千ドル		千ドル		千ドル		千ドル
市場性ある証券	19,108	12	43,376	23	29,662	25	- 13,714
取勘	27,115	17	12,432	6	2,151	2	- 10,284
在庫	69,924	44	68,958	36	35,172	30	- 33,786
資産計	124,453	79	136,542	72	83,334	71	- 53,208
当座負債	240,602	152	261,308	137	150,315	128	-110,994
純運転資本	82,755	52	71,027	37	33,517	28	- 37,510
	157,845	29	190,281	23	116,802	19	- 73,482
投資	21,418	4	63,492	8	65,562	11	2,069
雑無形資産	16,043	3	16,003	2	12,283	2	- 3,720
工場資産	23,222	4	78,832	10	7,774	1	- 71,058
計	333,797	60	485,236	57	398,345	67	- 26,324
	552,326	100	833,844	100	600,764	100	
費消せざる減価償却費							60,567
整理計							233,082
無形資産切捨							58,925
償還された資本発行							64,099
調整された収益不足							110,058 *
剰余準備金	108,881		157,013		50,645		-106,368
損失					36,768		
利子および配当					34,389		
帳簿価格切下げおよび調整					35,211		
					157,013		106,368
株式資本再評価および資本剰余金調整							3,690
							110,058

ibid., p. 88

* 恐慌期の調整された収益不足 1億1,005.8万ドル

恐慌期の報告された収益不足 7,110.2万ドル

繁栄期の報告された留保収益 6,992.5万ドル

繁栄期の調整された留保収益 614.1万ドル

名目的な恐慌期配当しか支払わなかった10会社

ここで扱う10会社はさきの分類にしたがえば、第2グループに属するもの1会社（リマ機関車）、第3グループに属するもの9会社であり、恐慌期に普通株配当を支払わず、また無配に近い諸会社であり、すべての会社は損失を記録した。このなかにはいるものは、鉄道設備、鉄鋼、機械その他の製造会社で、一般的にいて1922—30年のあいだにも少額の収益記録しか有せず、多くのばあい、最良期においてすら、配当支払は比較的小額であった。これら10会社は15年間収益が乏しかったとはいえ、それぞれの生産部門においては一応重要な諸会社であった。1921年と1930年のあいだに、在庫と現金が増加したが、金額的にとくに顕著な増加を示したのは工場資産であった。恐慌期においては、あらゆる資産が整理された（第19表参照）

第20表は赤字補填の大部分を提供した3大資産を会社別に示したものであり、ここでも受取勘定、在庫および工場資産はもっともしばしば整理された。また、第21表は以上3つのばあいの3大整理資産を比率で示したものである。

第 20 表 恐慌期における10会社の資産整理の三大順位

会 社	整理の度合いによる排列		
	1	2	3
Gulf States Steel Corp.	工場資産	在 庫	受取勘定
American Cyanamid & Chemical Corp.	在 庫	雑 資 産	受取勘定
Baldwin Locomotive Works	流動資産	受取勘定	在 庫
Lima Locomotive Works, Inc.	流動資産	工場資産	な し
New York Air Brake Co.	工場資産	在 庫	受取勘定
Chicago Pneumatic Tool Co.	在 庫	工場資産	受取勘定
National Acme Co.	流動資産	在 庫	工場資産
United States Rubber Co.	在 庫	受取勘定	工場資産
Republic Steel Corp.	工場資産	在 庫	流動資産
Mullins Mfg. Corp.	在 庫	受取勘定	な し

第 21 表 以上三つの場合の三大整理資産の分布 (%)

整理された資産	17 会社			18 会社			10 会社		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
流 動 資 産	35	5	12	45	0	25	30	0	10
受 取 勘 定	18	12	35	33	28	6	0	30	48
在 庫	24	47	0	22	55	19	40	40	13
工 場 資 産	18	18	35	0	17	50	30	20	25
雑 資 産	5	18	18	0	0	0	0	10	0
	100	100	100	100	100	100	100	100	100

ibid., p. 91

む す び

以上、繁栄期に配当されなかった留保収益がいかにも再投資され、また恐慌期にそれがどの程度配当と損失とにふりむけられたかをみた。そこで、つぎのことが明らかになったように思われる。

1. ここでのサンプル大会社についていえば、消費財の生産・販売会社および化学工業会社のあるものは、恐慌期にも利潤をあげて操業し、かえって普通株配当率を上げた。

2. その他の消費財生産・販売会社、資本財・耐久消費財生産会社にして、恐慌期において利潤をえたものも相当数あったが、普通株の配当率を引下げて配当を支払った。しかし、これらの会社の配当額（普通株と優先株）は、その利潤を上まわり、その点で収益不足をみた。また他の資本財・耐久消費財生産会社にして損失を記録したものもあったが、その額は繁栄期の留保収益を超えるまでにはいたらなかった。損失を報告したる会社にして、繁栄期の留保収益を超えて配当を支払ったものもあったが、それはわずかな例外にすぎなかった。72会社中、恐慌期の報告された収益で黒字をみた会社は40社（調整された収益では42社）であったが、恐慌期の収益を超えて配当を支払った会社は20社（調整された収益）であった。恐慌期に損失をみた会社

は32社（調整されたものでは30社）であったが、その損失にもかかわらず普通株配当を支払った会社は16社（調整されたもの）であった。

恐慌期に損失を記録して普通株を無配とした会社は11社であった。恐慌期に損失を記録しながら、繁栄期の留保収益を超えて配当を支払った会社は7社（調整されたもの）にすぎなかった。

3. 一般的にいて、ここでの大会社は繁栄期にその留保収益を、現金と市場性ある証券の適度な増加とともに、主として在庫、受取勘定および工場資産にまわした。しかるに、これら同一の資産は恐慌期に整理され、この強制された整理が損失を補填し、株価の暴落をおそらく阻止するためと思われる配当安定化政策用の資金を提供した。

3年間ないし4年間の恐慌の打撃は相当であった。しかも、この大恐慌がこの期間で終熄するとの保証は、当時の恐慌の過程では与えられてはおらなかった。しかしこの大恐慌のもとで、大会社の多くは配当を支払いながらも、以上のような方法によって空前の危機をのりきることができたのであった。