



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	アメリカ企業金融史考(5): 両大戦間の大企業金融
Author(s)	鎌田, 正三
Citation	北海道大學 經濟學研究, 30(4), 273-319
Issue Date	1981-03
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31530
Type	departmental bulletin paper
File Information	30(4)_P273-319.pdf



アメリカ企業金融史考 (5)

——两大戦間の大企業金融——

鎌 田 正 三

第2章 電力公益事業持株会社

1. 電力持株会社の発展

電力公益事業持株会社（ガス事業兼営もふくむ）の発生は、大きく分けるとつぎのようであった。まず電機設備の販路を開拓する金融のためである。初期の電力関係事業に電機設備を販売することは容易なことではなかった。ゼネラル・エレクトリック会社 General Electric Co. (以下 GE) は、地方の電力関係諸会社に設備を販売しようとしたが、通常それらの会社は満足な購入代金をもっていなかった。そこで GE 社は地方の購入会社の証券を部分支払として引き受けざるをえなかった。しかし問題はこれらの証券を処分することであった。紆余曲折の末、1905年に GE 社は獲得した証券を保有し、自社の証券を発行してこれに代位させると同時に、諸会社を事業子会社として管理する会社 Electric Bond and Share Company (以下 EB & S. Co.) を設立した。同社は1925年まで引き続き GE 社に支配された。

以上と併行してもう一つの経路があった。それは小さい事業単位をより大なる事業単位に統一するためである。電力産業発展の初期には多くの地域的小事業単位が建設され、それらが相互に競争していた。これらの競争からの逃げ道は、持株会社によって競争する小事業単位を統一することであった。このようにして発展していったものの例には、1907年におけるシカゴ市のインサル Insull 系 Commonwealth Edison Company と1912年の Middle West Utilities Company があった。

いちど電力持株会社が設立されるとそれらは発展を続けたが、1900年から

1910年まではその地位はまだそれほど重要ではなかった。ところが電力産業における送電設備の発達による広域相互連関が、経済的に可能となった1910年以後になると、持株会社の果す役割は急速に重要なものとなっていった。農務省 Department of Agriculture は1915年に発電された電力の68.6%が85の大電力公益事業会社に支配されていたと推定した。さらに連邦取引委員会 Federal Trade Commission FTC は10年後の1925年に、持株会社が電力産業の76.5%を支配していたと推定した(表1)。

1925年以後、指導的持株会社グループは引き続き独立会社や自治体所有の資産を獲得するための競争を行った。この集中の速度は57持株会社の設

表1 持株会社の発電能力とシェア

1925年

持株会社	発電能力 キロワット ワット	%
Electric Bond & Share Co. と系列諸会社	2,331,141	11.7
Insull Interests	1,729,021	8.6
North American Co.	1,276,238	6.4
H. M. Byllesby Interests	1,059,873	5.3
United Gas Improvement Co.	588,209	3.0
Hodenphyl-Hardy Interests	543,069	2.7
Pacific Gas & Electric Co.	540,975	2.7
H. L. Doherty Interests	488,830	2.4
Stone & Webster Interests	430,664	2.2
Public Service Corp. of New Jersey	409,800	2.1
American Water Works & Electric Co.	385,760	1.9
United Light & Power Co.	347,155	1.7
North American Light & Power Co.	279,624	1.4
W. B. Barstow Interests	274,751	1.4
Duke Power Co.	262,620	1.3
Montana Power Co.	234,850	1.2
Columbia Gas & Electric Co.	222,670	1.1
J. G. White Co.	207,440	1.0
その他の持株会社	3,707,839	18.6
持株会社計	15,320,529	76.5
独立諸会社計	4,110,343	20.5
自治体諸工場	597,624	3.0
総計	20,030,496	100.0

立数に示される。そのうち 12 社は 1906 年から 1912 年間に設立認可され、1922 年までに 4 社が設立認可され、1922 年から 1932 年間に 41 社が設立認可された。¹⁾ 電力持株会社についてはいろいろな分類が存在するかもしれないが、ここでは W. M. W. Splawn の下院における以下の分類をとりあげる。²⁾

1. 都市地域で事業を行う持株会社

この例には Edison Electric Illuminating Co. of Boston と Detroit Edison Co. があり、それぞれの地域の電力供給の事実上 100 % を支配する。

2. 一地方に限定された持株会社

この例には Niagara Hudson Power Corp., Public Service Co. of New Jersey, Public Service Co. of Northern Illinois, Duke Power Co. がある。これらの会社は小地域に限定されてはいたが、それぞれの地域を完全に支配する、よく統一され相互関連した事業単位である。

3. 小範囲の諸地方に限定された持株会社

この例には Commonwealth and Southern Corp. がある。同社はテネシー溪谷開発局 TVA がその領域に参入するまで、アラバマ、ジョージア、ミシシッピー東部、サウスカロライナにおける、まとまりのよい事業単位であった。

4. 広範囲にわたる帝国を構成する持株会社

この例には EB & S. Co., インサル・システム, North American Co., Associated Gas and Electric システムがある。これらのシステムはさらに多くの州にわたって資産を有する。

5. 分散した事業諸会社を有する持株会社

この例には Cities Service Co., United Light and Power Co., Stone and Webster, Inc. がある。これらの会社は特定の地理的領域全体を事業単位としていない。そしてその構成諸会社はそれぞれ孤立しており相互関連はない。

1) C. Woody Thompson and W. R. Smith, *Public Utility Economics*, 1941, p. 474.

2) Ibid., p. 474.

- 3) Report of the House Committee of Interstate and Foreign Commerce, H. R. 872, 73d Cong., 2d Sess., Pt. 2, pp. 6-8; and Hearings on H. R. 5423 Pt. 1, pp. 60-68; C. W. Thompson and W. R. Smith, Ibid., p. 477 より引用。

電力産業の発展の初期において、はじめに設立された会社は限られた地域の組織であり、それぞれの特定地域における電力供給に従事していた。その設立者は地域人であり、主として地域資本によって金融され、その支配はそれぞれの地域に永く住みついた住民たちの手にあった。ところがその後不在所有と不在支配が、持株会社システムをとおして電力産業において優勢となっていた。完全な地域所有から持株会社システムへの移行は、世紀の転換期に発足し、第1次大戦までにかかなり前進し、つぎの10年間に急速に進行した。それは基本的には技術の進歩によるものであった。大中央発電所生産の有利さが理解され、それが送電と配電地域の拡大を刺激した。長距離送電システムによって個々別々の地域が相互に経済的に結びつき、同一供給源から供給をうけることを可能にした。このような発展に対応するには、小地域の独立の諸事業単位では事業組織として経済的に適さなくなってきた。発電、送電、配電の広域システムが、すべて集中的な一経営のもとにおかれなければならないようになってきたからである。この転換はしばしば二つ以上の別々の諸会社を一つの結合組織と単一の支配のもとにおくことに、利潤ありとみた外部のプロモーターと銀行家によって行われた。統合過程は逐次的、段階的に進展した。

第1 近接地域にある二つ以上の地域資産が積極的な個人によって集中され、ほかのところにも類似の結合が生じた。

第2 二つ以上のかかる最初の結合がより大なる結合に集中され、同一の統一が全国的に進んだ。

第3 これらの分散した再組織から、全国の種々の部分に多くの事業会社を有する持株会社網を構成するいくつかのグループが出現した。⁴⁾

その後の典型的な持株会社組織は、一群の事業会社とその他の系列会社を支配する一持株会社からなり、全体はトップ親会社の普通株主である経営者

グループの利益のために経営された。しばしば3層以上の持株会社が存在した。トップ親会社は二つ以上の第2持株会社の株式を保有し、第2持株会社はさらに下の層の諸会社の株式を保有することにより、特定地域において実際に諸資産を所有し経営している事業諸会社を支配する。トップ持株会社は純粹持株会社であり、つぎの層の第2持株会社のなかには1部持株会社、1部事業会社のものもあったようである。組織のタイプと範囲および支配の線は多様である。

系列諸会社の最終支配は、しばしば大公益事業帝国の有形資産に比較的わずかの現実投資しかしていない小グループのものが握っている。一般的にいて、最下層の事業諸会社の社債と優先株は大衆投資家が保有し、議決権のある普通株の支配に必要な少数株は第2層の第2持株会社が保有する。この普通株を獲得するために第2持株会社はまた社債と優先株を大衆投資家に発行する。そしてこの第2持株会社普通株の支配に必要な少数株は同様の方法でトップ持株会社が取得する。このようにしてシステム全体の最終の支配は、ピラミッド型支配に対応して、実際の現金支出はきわめて僅少でこと足⁶⁾りた。

統合された電力公益事業証券は予想された利潤に基礎をおく証券であった。電力持株会社としてはこの予想された利潤を長期にではなく、短期に実現しようとする政策をとった。すなわち料金低廉化による電力利用者の拡大によって、安定収入を生みだそうとするのではなく、当面の利潤をいかに生みだすかという策をはかるようになっていった。その一つにサービス政策があった。持株会社のなかには自ら種々のサービスを行うものもあったが、通常つぎのようなサービス機能を行う直属のサービス諸会社を設けた。

(1) 金融会社 Financing Company

この会社は証券の交換と発行を、有利に達成する特別の手段として役立った。それは金融政策について重要な責任を有し、系列諸会社の株式または社債にもとづいて自社の証券を発行し、またグループ内の諸会社の証券発行を手配し、大衆投資家に対し募集と販売を取り扱う投資銀行的機能を果す。さ

らに資金を融通し系列システムの支配に参加する投資銀行やそのシンジケートと提携する。

(2) 建設会社 Construction Company

この会社は事業会社の技師および責任ある部門の長と密接な接触を保つ。しばしば事業会社に常駐する特別の専門家を有する。事業会社はこのような中央組織をとおしてすぐれた技術能力を入手し、組織的な拡張プランをたてることができ標準化された建設を提供される。特別の調査、計画を必要とする大きな仕事は、通常建設会社が引き受ける。それには電力工場、送電線、変電所および大事業所、サービス・ビルなどもふくまれた。小工事とくに配電施設の漸次的拡張は通常、地域の諸会社に任される。一般に建設工事はコスト・プラス協定のもとで行われた。コストとは労賃、原材料、下請費、工事に関する予備調査費、設備のデザイン、工事の検査と管理などの費用をふくんだ。これらの費用項目は地域の事業会社に対する直接の請求代金となった。それに加えて請求代金総額の6%から15%にわたる手数料が課された。

(3) 改良会社 Improvement Company

この会社は特別の計画、例えば大発電工場とくに水力発電または送電線の建設と金融に対して用いられた。また事業会社の起債がすでに優先順位のある抵当のため困難なときに利用される会社でもあった。実際の改良工事は建設会社が行い、金融は金融会社が行う。

(4) 管理会社 Management Company

この会社によって与えられるサービスは、主として各事業会社が個別には経済性の面から行うことのできないような特別の専門分野の仕事である。それは技術、経理、統計、財務、法律問題などの援助である。管理会社にはまた原材料在庫の一括購入のごとき、単一組織としての全事業単位のために経済性の面からプールのサービスもふくまれる。⁶⁾

4) John Bauer and Nathaniel Gold, *Electric Power Industry*, 1939, p. 134.

5) 持株会社のピラミッド型支配の主要な効果の一つは、傘下諸会社の支配に必要な投資資本の極端な節約である。インサル・システムの規模が絶頂であったとき、イン

サルー族は数百万ドルの投資で 30 億ドル帝国を支配した。また取締役選任に投票できる普通株の特別発行により、ドハティ Henry L. Doherty は 100 万ドルの投資で、Cities Service Co. の 10 億ドル帝国を支配することができた。(C. W. Thompson and W. R. Smith, op. cit., p. 465)

6) J. Bauer and N. Gold, Ibid., pp. 136-186.

第 1 次大戦中、公益事業は主要軍需産業の外にあったので、新資本はわずかしが得られなかった。その結果、戦時から平時への復帰とともに、公益事業における新資本の需要は不可避となった。この資金はもちろん同産業の収益で賄うことはできず、外部金融すなわち株式または社債によって調達されなければならなかった。1924 年の電力公益事業会社の新証券の発行は約 12 億ドルにも達した (表 2)。1920 年代における電力公益事業証券のなかで、社債の占める割合は高く半ばを超えていた。1929 年になると株式の割合は急増し、顧客所有株式をもふくめると 64.2% に達した。しかし 1924~29 年間に株式が社債を上回ったのは、株式ブームの 1929 年だけであった (表 2 参照)。

1920 年代の電力公益事業金融において、顕著な出来事の一つは新しい資本源を発見したことであった。この資本源は顧客であり、これに対して顧客

表 2 種類別電力公益事業証券

年 度	社 債		株 式		顧客所有株式		総 額
	金 額	%	金 額	%	金 額	%	
1924	805,338,600 ^{ドル}	68.5	175,582,200 ^{ドル}	14.9	194,200,000 ^{ドル}	16.6	1,175,120,800 ^{ドル}
1925	668,524,500	52.3	313,698,510	24.5	296,000,000	23.2	1,278,223,010
1926	1,013,160,000	72.6	135,504,982	9.7	246,900,000	17.7	1,395,564,982
1927	1,528,632,500	71.8	360,276,764	16.9	240,000,000	11.3	2,128,909,264
1928	922,098,100	56.2	549,399,409	33.5	170,000,000	10.3	1,641,497,509
1929	523,407,500	35.8	792,051,262	54.2	145,000,000	10.0	1,460,458,762
1930	1,114,636,200	70.2	338,217,641	21.3	135,000,000	8.5	1,587,853,841
1931	1,090,584,000	72.3	258,658,193	17.1	159,000,000	10.6	1,508,242,193
1932	404,839,800	86.1	47,416,808	10.1	18,000,000	3.8	470,256,608
1933	53,725,000	95.5	2,147,778	3.8	375,000	0.7	56,247,778

C. W. Thompson and W. R. Smith, Ibid., p. 114.

所有 customer ownership の名称が与えられた。顧客所有とは会社の従業員をとおして、直接に小投資家(電力消費者)に株式を販売する方法であった。この方法によって古い資金経路に頼らずに新しい株主を追加し、一株当たりそれほど費用をかけずに販売できた。これは第1次大戦中の自由公債 liberty bonds 販売に範をとったもので、その手法が顧客所有キャンペーンに採用され能率化された。会社従業員がチームに編成され、販売技術をコーチされ、しばしば割り当てを課された。顧客への販売金額は表3に示され、1924年から1931年間に約13億ドルの巨額が顧客への販売から生じた。1914年から1930年までの顧客所有による株主数の増加も表3に示される。

顧客所有キャンペーンは成功した。それは電力公益事業株式の配当支払いが確実で規則的に支払われ、額面よりわずかに以下の価格で、即座に再販売市場で処分できるという保証のもとに、顧客に販売されたからである。

電力公益事業持株会社の収入の源泉は多様であった。すなわち (1) 子会社からの配当と利子、(2) 持株会社がサービス会社として機能するところでは、与えたサービスに対する手数料、(3) 証券の顧客販売からうる資金など

表3 電力公益事業証券の顧客所有

年 度	新 株 主	販売株式数	販売証券額
1914	4,044	92,310	-
1916	3,681	38,183	-
1918	5,186	42,388	-
1920	53,063	454,139	-
1922	156,174	1,450,707	-
1924	294,467	2,478,165	194,200,000
1926	248,867	2,686,187	246,900,000
1927	249,491	3,581,206	240,000,000
1928	202,380	2,081,070	170,000,000
1929	87,498	1,447,853	145,000,000
1930	115,013	1,671,616	135,000,000
1931	-	-	159,000,000
1932	-	-	18,000,000
1933	-	-	375,000

がある。以上のように電力公益事業持株会社の収入は、まず第一に子会社からの配当と利子である。この収入は結局、電力（ガスもふくむ）料金収入からくるものであり、これがシステム全財務機構の基礎となるものである。それから持株会社あるいは直属サービス諸会社の 手数料収入である 技術手数料、管理手数料、建設手数料なども重要な収入源であり、さらに顧客所有による株式の販売も大なる収入源となっていた。⁹⁾（しかし「株式販売の収入」は厳密には収入ではなく株式資本の増資となるべきものであろう。）

連邦取引委員会 FTC は、電力公益事業の 18 トップ持株会社、42 第 2 持株会社、91 事業会社の所得調査（表 4、表 5、表 6）を行った。これらの電力会社は調査当時、全電力資産の 82.9% を占めていたものである。なおここで用いられた数字は、各会社の 1927 年から 1932 年までの間における必ずしも同一年度ではないが 1 年間の金額の合計である。¹⁰⁾

表 4 は 18 トップ持株会社の所得源泉を示したものであり、配当、利子、サービス手数料の順位となっており、子会社、系列会社からの所得が最も多かった。

表 5 は 42 第 2 持株会社の所得源泉で、配当所得は利子所得の 2 倍強であるが、トップ持株会社（5 倍弱）のような格段の差異にはなっていないか

表 4 18 トップ持株会社の所得集計

利 子 所 得：			
子会社と系列会社から	43,185,256ドル		
その他から	9,469,182	52,654,438ドル	
配当所得（株式配当をふくむ）：			
子会社と系列会社から	212,865,337		
その他から	26,620,855	23,486,192	
その他所得：			
管理、技術、建設などの			
サービス手数料	20,762,094		
その他雑所得	12,784,010	33,546,104	
総所得		325,686,734	
純所得（諸経費、所得税控除）		226,589,942	

表5 42第2持株会社の所得集計

利子所得：		
子会社と系列会社から	45,394,998ドル	
その他から	2,076,162	47,471,160ドル
配当所得：		
子会社と系列会社から	99,783,967	
その他から	1,683,971	101,467,938
その他所得		32,808,249
総所得		181,807,347
純所得（諸経費，所得税控除）		123,950,072

FTC, Ibid., pp. 418-419.

表6 91事業会社

事業所得：		
電 力	402,438,884ドル	
ガ ス	95,294,385	
そ の 他	33,139,646	
総事業所得		530,872,915ドル
純所得（諸経費，所得税控除）		141,574,921

FTC, Ibid., p. 420.

った。

表6は91事業会社の所得源泉であり，電力料金収入は圧倒的に多いが，兼営しているガス料金収入もある程度あるわけである。

さらに表7は主要7持株会社について見たものであるが，ここでも配当，利子所得が多く，その割合が総所得の半ばを超えたものは，Niagara Hudson Power Corp. (United Corp. 系) 100%，Columbia Gas & Electric Corp. (United Corp. 系) 95.4%，American Power & Light Co. (EB & S. Co. 系) 91.0%，Midland United Co. (インサル系) 87.1%，Middle West Utilities Co. (インサル系) 68.8%（株式配当3.3%をふくむ）であった。ところが直接サービス機能を行うEB & S. Co. の場合には，配当，利子所得の割合は35.7%（株式配当7.9%をふくむ）と少なく，サービス手数料は39.6%もあり，その他所得をも合わせるとその割合は64.3%と配当，利子所得を圧倒していた。

表7 主要 7 持株会社の所得源泉

	EB & S. Co.	American Power & Light Co.	American Gas & Electric Co.	Middle West Utilities Co.	Midland United Co.	Columbia Gas & Electric Co.	Niagara Hadson Power Corp.
対象期間	1922-28年の7年間	1921-27年の7年間	1922-28年の7年間	1923-29年の7年間	1929-31年の3年間	1927-30年の4年間	1930-32年の3年間
現金配当	14,989,000 ^{フル}	27,966,000 ^{フル}	53,537,000 ^{フル}	38,825,000 ^{フル}	8,322,000 ^{フル}	105,172,000 ^{フル}	30,674,000 ^{フル}
利子	14,050,000	11,305,000	14,793,000	8,915,000	2,379,000	16,857,000	6,226,000
株式配当	(8,292,000)	-	-	(2,434,000)	-	-	-
現金計	29,039,000	39,271,000	68,330,000	47,740,000	10,701,000	122,029,000	36,900,000
その他:							
サービス手数料	41,287,000	1,685,000	12,363,000	1,990,000	606,000	-	-
投資証券の売却	13,512,000	525,000	-	20,444,000	610,000	-	8,000
引受けと金融	10,079,000	328,000	-	-	-	-	-
シンジケート参加	2,217,000	1,332,000	1,126,000	313,000	370,000	5,964,000	-
雑							
その他計	67,095,000	3,870,000	13,489,000	22,747,000	1,586,000	5,964,000	8,000
総所得	104,426,000	43,141,000	81,819,000	72,921,000	12,287,000	127,993,000	36,908,000
現金配当	14.4 [%]	64.8 [%]	65.4 [%]	53.3 [%]	67.7 [%]	82.2 [%]	83.1 [%]
利子	13.4	26.2	18.1	12.2	19.4	13.2	16.9
株式配当	(7.9)	-	-	(3.3)	-	-	-
現金計	27.8	91.0	83.5	65.5	87.1	95.4	100.0
その他:							
サービス手数料	39.6	3.9	15.1	2.8	4.9	-	-
投資証券の売却	12.9	1.2	-	28.0	5.0	-	0
引受けと金融	9.7	0.8	-	-	-	-	-
シンジケート参加	2.1	3.1	1.4	0.4	3.0	4.6	-
雑							
その他計	64.3	9.0	16.5	31.2	12.9	4.6	0
総所得	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

FTC, Ibid., pp. 423-426 より抽出。

- 7) C. W. Thompson and W. R. Smith, op. cit., p. 115.
- 8) しかし1920年に栄えたこの顧客所有も、1930年代には姿を消していった。恐慌、1933年証券法、そして最終的には1935年公益事業持株会社法による家から家への証券販売の禁止は、顧客所有を公益事業金融史における単なる一時的出来事とした。ただし20年代における公益事業の指導者たちが、非常に重視した支配グループの支配資本の節約は、この方法によってはなはだしく促進された。(Ibid., p. 116)
- 9) Carl D. Thompson, *Confession of Power Trust*, 1932, pp. 178-179.
- 10) Federal Trade Commission (FTC), *Utility Corporations, Summary Report*, No. 72-A, 1935, pp. 415-416.

2. 電力料金をめぐる諸問題

発電所の発電能力は、1922年の2000万馬力から1930年の4300万馬力に増大した。このうち $\frac{2}{3}$ は火力で $\frac{1}{3}$ は水力によるものであった。この増大に寄与したものは主として産業用電力の使用増加であった。発送電における急速な技術的進歩は発送電コストの節約をもたらし、電力使用料金を引き下げ、利用の拡大に寄与した。ただ小口消費用電力は伸びもあったものの、電力料金は産業用に対するほどには急速に下がらなかった。この相違の理由は、大産業は自家発電に切り換えられるが、家庭消費者にはこの競争の可能性はなかったからであるといわれていた。¹⁾

適正料金決定方式²⁾については永い間複雑な論争が続けられていた。なにを適正料金計算にふくめるべきかについて一致をみなかった。技術上の進歩は石炭や労力の節約による発電コストを減少させ、長距離送電によって送電コストも減少した。このことは順次、地方の諸地域に電力を供給する諸会社間の相互連関に導いて電力のプールがつけられ、ピーク時の負荷は小発電所を追加するよりは、むしろ広域の余剰電力の導入による相互融通により解決が可能となった。このような方法によってさらに大なるコストの節約がもたらされていった。この膨張し成長した産業は、前述のごとく持株会社方式をとおしての高度な支配集中によって、可能となり発展に導かれたものであった。このような電力公益事業は地域独占ではあるが、一般の産業と異なり反トラスト法を適用される危険はなかった。その代わり州の規制下にあり、州の公益事業委員会が大電力公益事業のコストを極端に大であると判断したな

ら、そのコストを調査し、それを承認しない権限をもっていた。しかし委員会は多くの場合、小口消費者に対する料金に関しては大公益事業の利益のあと押しをしていたといわれていた。³⁾

建設コストについては前述のようなコスト・プラス方式がとられていた。この方式はコストを積み上げがちであった。この方式では競争入札は行わず、労賃と原材料を節約する必要もなく、また技術コスト、管理コストを引き下げる必要もなかった。そのため計画的なコストの水増し、または必要のない施設の故意の建設が行われた。

さらに下請契約と原材料購入からも利益をえた。そして事業子会社はそれらの全コストを帳簿に算入し、最終的に大衆消費者にその膨張の負担を負わせた。これらのコストがいちど事業子会社の帳簿に記入されると、それが不当であることを立証するのは極度に困難であった。以上のことは極端な例であるともいわれたが、また1929年以前の時期には一般的に行われた状態の代表例であるともいわれた。⁴⁾

1) George Saule, *Prosperity Decade*, 1947, p. 182.

2) この点については小林健一「1920年代アメリカ電力産業の資本蓄積と証券発行」東北大学『経済学』vol. 40 No. 4, 119-123頁参照。

3) G. Saule, *Ibid.*, p. 186.

4) J. Bauer and N. Gold, *op. cit.*, pp. 163-164.

以上のような建設コストの膨張は電力料金に影響するが、そのほかに資本勘定の膨張があった。この資本勘定の膨張は電力料金に影響するかどうかということが問題となり、連邦取引委員会の調査⁵⁾(1928年)が行われた。それによると公益事業代表者たちの言う資本勘定の膨張は料金に影響しないという主張は立証されなかったようである。それどころか会計士は、いかなる方法の資本勘定の膨張も、最終的には料金算定のベースとなることを立証した。すなわち所得源泉を追跡すればするほど、膨張、価格引き上げ、過大記帳 write-up が料金に影響を与えることがますます明らかになったとしていた。

また別の連邦取引委員会の調査報告⁶⁾(1935年)によれば、持株会社が行

った財務上の不真実な行為は、20年代末の大電力持株会社のほうが、大鉄道会社や大産業会社よりも重大であったと信ずる理由があるとしていた。その理由とは、(1)株式の膨張、(2)固定資産 capital assets の過大記帳、(3)所得を大きく見せるため適切な減価償却の不履行、(4)会社間利潤によって誤った判断をさせる経理であるとした。そこでこれらについて見ることにする。

(1) 株式の膨張

公益事業会社には資本勘定の膨張、株式の水増し、その他投資に架空価値を追加する傾向があった。それらは収益を隠蔽する作用をはたす。例えば100ドルの投資に16%の収益がある場合、その投資を200ドルに過大記帳するならば、その収益率は8%にすぎないものとなる。そこで膨張、価格引き上げ、過大記帳という非常に簡単な方法によって外見上の投資が増加されると、それによって収益率を希望する水準に引き下げることができるわけである。⁷⁾このことを念頭において、前述の連邦取引委員会の1928年の調査報告に転じ、電力公益事業会社の資本勘定にどの程度の膨張、価格引き上げ、過大記帳が行われたかを見ることとする。その最も顕著な例を、ニューヨークに本拠のある EB & S. Co. にとる。⁸⁾

20年代末の公益事業会社の水増し株方式は、一時代前よりもより洗練され陰險なものとなった。例えば証言によれば1927年12月31日に、EB & S. Co. は事業諸子会社普通株への投資2,031万(20,310,516.48)ドルを有した。ところがこの金額のうち916万(9,161,109.94)ドルだけが現実の支出部分であり、残り1,114万(11,149,406.94)ドルは株式の再評価、株式配当された株式に設定した価値、無償で獲得したボーナス株に設定した価値などによる株式の過大記帳、すなわち資本勘定の膨張によってもたらされたものであった。またなんらの追加投資なしに資本勘定を増加する他の方法には株式分割の利用がある。これは1株の代わりに2株ないし3株以上の株式を発行する方法である。ときには1株に代わって10株、15株すら発行された。株式分割で株式資本は、はじめの実際の投資の2倍、5倍、10倍、15倍に

すら増加された。株式分割は議会の聴問会でも問題になったが詳細は不明である。それからまたいろいろな収益を資本化するさいにそれに便乗して株式資本を膨張する方法もあった。かくて公益事業持株会社がなんら新資本を投じることなしに、資本勘定を膨張させる少くとも5つの方法があった。①株式の再評価、②株式配当された株式に設定する価値、③無償のボーナス株に設定する価値、④株式分割、⑤収益の資本化などの機会を利用しての株式の膨張。

このように追加投資が行われないのに、追加株式の発行によって資本勘定を増加するなら、外見上の収益率は低下することとなり、その低い収益率を理由に電力料金を引き上げないまでも、少くとも引き下げない口実にできるであろう。いいかえると、資本勘定の膨張は電力料金に影響することは明らかである。

(2) 固定資産の過大記帳

これは従来からあった本来の株式水増しである。いくつかの事業会社を新しい持株会社のもとに統合するときに、新会社のプロモーターはしばしばまず新持株会社の経営下に生ずる可能的純収益を推定し、その所得に対して発行できる社債総額を決定する。それから優先株と普通株の総額を推定する。この過程で固定資産は過大記帳された。過大記帳は電力公益事業の固定資産の場合にはとくに重要である。なぜなら電力産業における固定資産コストは、関係当局の規制をうけることになっている消費者に課する公共料金と直接に関係があるからである。またその料金の妥当性は公共サービスに使用される固定資産の適正価値を基準とした適正な支出によって判断されることになっており、はじめの固定資産コストは適正料金決定要因の一つであるからである。

一般に吸収と統合にさいして、固定資産が他の会社で購入され移転されるとき、以前の帳簿価値より高く再評価され、その帳簿価値は新たに発行される証券水準まで過大記帳される。過大記帳とそれに応ずる証券発行についての多くの州の公益事業規制は不十分であり、電力公益事業を規制するため委

表8 American Power & Light Co. の事業子会社固定資産の過大記帳

	吸収年月	吸 収 後	吸 収 前	過大記帳額	増加率
		フル	フル	フル	
Kansas Gas & Elec. Co.	1910年 1 月	5, 519, 462. 32	2, 971, 920. 08	2, 547, 542. 24	86
Texas Power & Light Co.	1912年 6 月	10, 550, 000. 00	2, 390, 000. 00	8, 160, 000. 00	341
Nebraska Power Co.	1917年 6 月	10, 499, 500. 00	4, 633, 047. 42	5, 866, 452. 58	127
Minnesota Pr. & Lt. Co.	1920年11月	33, 578, 006. 27	13, 326, 323. 80	20, 251, 682. 47	152
同 上	1924年 5 月	5, 133, 172. 71	3, 749, 926. 00	1, 383, 246. 62	37
Florida Pr. & Lt. Co.	1925年12月	58, 445, 216. 86	28, 213, 209. 01	30, 232, 007. 85	103
合 計		123, 725, 358. 16	55, 284, 426. 40	68, 440, 931. 76	124

Carl D. Thompson, op. cit., p. 126.

表9 主要電力持株会社の過大記帳 1932 年発表

Electric Bond and Share Co. (EB & S. Co.)	399, 201, 827. 39
American Gas and Electric Co. グループ	85, 992, 660. 30
American Power and Light Co. グループ	68, 448, 931. 76
Middle West Utilities Co.	30, 816, 770. 00
New England Power Association.	41, 575, 771. 00
North American Light & Power Co.	21, 180, 934. 36
W. B. Foshay Co. と子会社	4, 018, 953. 93
Alabama Power Co.	6, 392, 241. 73
Georgia Power Co.	33, 453, 500. 00
Southern Power Securities Corp.	26, 898, 275. 47
Louisiana Gas & Electric Co. (Byllesby グループ)	2, 013, 500. 00
Louisiana Power & Light Co.	10, 076, 594. 16
Mississippi Power & Light Co.	10, 714, 544. 37
Nebraska Power Co.	2, 521, 063. 79
Carolina Power & Light Co.	22, 414, 833. 79
合 計	925, 985, 795. 26

"The Holding Companies", address by Senator George, W. Norris, in The United States Senate, Wednesday, July 13, 1932, 7 th Congress, 1st Session. C. D. Thompson, op. cit., pp. 136-137 より引用。

員会を設けていた州でさえ、証券発行と財務機構に対する統制は存在しなかった。その結果、公共の立場からの固定資産評価を無視した過大記帳が行われた。証券発行についての統制が州の公益事業委員会に委ねられていた場合ですら、過大記帳の進行はほとんど衰えなかった。⁹⁾

公益事業持株会社が事業子会社を吸収したさいの過大記帳の例として、American Power & Light Co. (EB & S. Co. の第2持株会社) の場合がある。表8は同持株会社の全事業子会社を網羅していないが、判明しているものだけをあげている。

さらに1932年7月13日に上院で、ノリス上院議員 George W. Norris (ネブラスカ州) が過大記帳の一端を示した。それは連邦取引委員会調査の中間報告によって暴露したものである(表9参照)。

このような固定資産の過大記帳は、高い電力料金を維持し、それによって利潤を高めるためのものであり、その高められた利潤で利子と配当を維持し、さらにそれによって証券価格を高めて新証券の発行を有利にした。

(3) 適切な減価償却の不履行

1920年代の独立公益事業諸会社を獲得しようとした、持株会社経営者間の激しい競争において、経営者たちはその獲得したものに異常に高い価格を支払わねばならなかった。そのためこれらの無分別な購入のための資金調達を必要とした。また地方の小地域に電力を供給しようとした公益事業の先行投資が、十分な投資効果を発揮できるまでには相当期間を必要とした。すべてこれらの場合に過大記帳が行われた。しかしこれらの過大記帳に相応して発行した証券に、利子と配当を支払うに足る純所得を、いかにして得ることができるかということが重大な問題であった。なぜなら公益事業証券がこの時期に好評であったのは、利子と配当支払の安定的期待が前提になっていたからであった。もし持株会社の経営者たちが、より多くの他の公益事業固定資産を購入したり、またそれを自ら新たに建設するために、より多くの資金を入手しようとして、より多くの証券を発行しようとするならば、この条件は前もって満たされていなければならない。ところが持株会社の経営者たち

のすべてが、このような目的を達成するのに適当な純所得を、支配下の諸事業子会社に生ぜしめることはできなかった。しかしたとえ現実の純所得が不十分な場合でも、経営者たちは利子と配当支払に必要な適当な所得を生みださねばならないことを強制された。

このような強制のもとにおかれた公益事業経営者たちは、架空の所得を生み出す種々の方法に訴えるようになった。そのような方法の一つに固定資産の適切な減価償却の不履行があった。この不履行の直接の結果は、利子と配当支払に利用できる純所得の誇大、すなわち減価償却費の計上を少くして剰余金を誇大に見せることである。そのため真の純所得総額が利子と配当支払総額に満たないところでは、その不足の範囲まで配当は利潤からではなく資本から支払われた。いわゆる蛸配当である。その結果、純所得に偽装された設備投資更新用の減価償却準備金は現金配当として支払われた。したがって工場と設備を更新しなければならなくなったとき、用意した減価償却準備金では、最初の投資またはこの項目の取得価値を回復できなかった。また他の手続きとしては将来準備金が十分となるまで、資産勘定から固定資産の廃棄を延期することであった。倒産した Middle West Utilities Co. (インサル系)の管財人は、すでに廃棄されていた資産 3070 万 (30,707,000) ドルが、まだ財産勘定に残されていることを発見した。¹⁰⁾ また長距離送電線が完備したところでは、小発電所は廃物化する。ところがそれらの小発電所は適切な減価償却もされずに高い資産評価を保持して存続した。おそらくあらゆるシステムの勘定には、使用もされず役にも立たない発電所が、高い資産評価をうけた膨大な名目資本として存在していた。¹¹⁾ そしてこの不十分な減価償却も結局は過大記帳と同じ作用を果し電力料金計算の基礎となった。

(4) 会社間利潤により誤った判断をさせた経理

管理、金融、技術、建設などのサービスに対する手数料収入は、持株会社の収益確保に役立った。それは事業子会社の経費に隠された特別の利潤を、持株会社のために生み出すものとなった。そしてこのような手数料は事業子会社にとっては事業経費となるものであるから、収益に対する要求である社

債利子や優先株配当よりも先順位のものである。それらのサービスは持株会社やその直属サービス諸会社と事業子会社との間の契約によって成立する。しかしこれら手数料は事業子会社の事業収入に負担をかけるものではなく、手数料として負担した分は事業資産に体化されて、電力料金ベースを増加するか、または将来の利潤から減価償却用として回収されることとなる。両場合とも事業子会社から持株会社に支払った手数料は、最終的には消費者への電力料金となって事業子会社が回収するものとなった。

このようにして支配下にある事業子会社に対する手数料の賦課は、多くの持株会社によって程度の差はあれ利用されていた。1930年に EB & S. Co. により徴収された総手数料は1405万 (14,057,111) ドル、すなわち同社総所得5438万 (54,387,962) のなかの26%に当り、1931年には987万 (9,870,312) ドル、すなわち総所得3256万 (32,560,483) ドルのうちの30%を占めていた。EB & S. Co. グループは大部分のサービスをトップ持株会社自体が行った。その他の持株会社、例えば Stone & Webster と Standard Gas & Electric Co. では別の諸会社がそれぞれのサービス遂行のために設立された。¹²⁾ 種々の持株会社が手数料を利用する程度は、各持株会社ごとに非常に異なっていたが、利潤をあげようとししないものはきわめてまれであり、一般的にいて賦課した手数料は与えたサービス・コストを大きく上回る大きな利潤を生みだしていた。¹³⁾

建設サービスについていえば、新しい発電所、送電線、変電所の建設工事は、主として競争入札なしに前述のようなコスト・プラスの基礎で行われた。直属建設会社は労賃、原材料費、設備費などだけでなく、下請契約費、計画に関係した技術上、管理上の仕事の代金も受け取った。さらにそれぞれ総額の5%から15%の手数料を受け取った。かかるコスト・プラスのもとの会社間建設工事は、不可避免的にコストの誇大となっていくた。それは事業子会社の事業経費であり直接の収益ではないので、批判の隠れみのとなった。個々の建設は直属建設会社の収益となり、そして最終的に持株会社の収益となった。これは疑いもなく大量の不必要な建設を生みだす力となった。

発電施設が計画され設置され、送電システムが建設されたが、それらのなかには価値の疑わしい施設もあったようである。これらの建設は提携した金融シンジケートをとおして得ることのできたイーजीマネーと、大衆が負担する電力料金によって十分に支えられて促進された¹⁴⁾。

- 5) *A Summary of the Testimony Given in the Hearings of Federal Trade Commission on Utility Corporations Pursuant to Resolution*, No. 83, 1928, Pt. 22, p. 28; C. D. Thompson, op. cit., p. 153 より引用。
- 6) FTC, No. 72-A, op. cit., p. 868.
- 7) C. D. Thompson, Ibid., p. 118.
- 8) FTC, No. 83, 1928, Pts. 23 & 24, p. 63; C. D. Thompson, Ibid., pp. 118-119 より引用。
- 9) J. Bauer and N. Gold, op. cit., pp. 161-162.
- 10) FTC No. 72-A, Ibid., pp. 850-851.
- 11) J. Bauer and N. Gold, Ibid., p. 161.
- 12) FTC No. 72-A, Ibid., p. 844.
- 13) Ibid., p. 864.
- 14) J. Bauer and N. Gold, Ibid., pp. 163-164.

ほぼ 1905-10 年にはじまり、1930 年にいたる期間の電力公益事業の拡張期に、公益事業持株会社は活発となり、同産業に支配的影響力をもつようになった。そこで電力持株会社のプラス面といわれたものと、マイナス面といわれたものを列挙しておこう。まず連邦取引委員会のあげたプラス機能はつぎのごとし。

(1) 小さな未発展の公益事業会社は、独立単位の時よりも、急速な拡張と改良を促進する資金を投資家から入手できた。

(2) 小さな公益事業諸会社を、はるかに大なる組織に結合することを早め、物理的連関、大規模生産、統一経営の有利さを可能にした。

(3) 工場建設、発電、送電および電力エネルギーの利用に、熟達した経営と専門工学が集中された。

(4) サービスが改善拡大され、消費が増大し、生産費が減少し、その結果電力料金低下の可能性と傾向をとまった。

以上のプラス機能に対して、同じく連邦取引委員会の調査に示されたマイナス機能はつぎのごとし。

(1) 公益事業持株会社は、ときには事業諸会社と第2持株諸会社という極端に複雑な会社関係を組織し、またときには投機的性格の証券を大衆に発行する危険な構造形態（ピラミッド型）を組織した。

(2) 公益事業持株会社は、しばしば事業子会社に過度の手数料を強要する手段となった。

(3) 多くの持株会社は資本構造を膨張させ、諸事業子会社の固定資産価値を過大記帳させた。また電力料金を支払う大衆を犠牲にして、このような膨張価値に収益を生ぜしめるよう、諸事業子会社にたえず圧力を加えた。

(4) 若干の持株会社は、固定資産とその他資産の価値および所得、費用、純所得に関する偽りの経理方式を実施した。

(5) 若干の持株会社は著しく水増しされた普通株その他証券を広く投資大衆に発行したが、そのさいときとしてその発行を有利にするため、自社証券の価格を支えるための市場操作を行った。

(6) ときには一会社の支配下にある諸事業子会社が、公共の利益基準をはるかに越えて組み立てられ、第2持株諸会社によるピラミッド化をとおして、全国の広い地域にある何百という事業会社と、何百万人もの投資家を最終的に事実上支配することを可能にした。

(7) 若干の持株会社グループは、連邦所得税用に事業子会社から集めた何百万ドルを自社のために留保した。

(8) 恐慌期間中、持株会社のなかには破産となった重大な金融上の失敗を経験したものもあったが、それら失敗の多くは諸子会社のピラミッド化された配列と、これらピラミッドにふくまれた諸子会社の不満足な資本構造によるものであった。

(9) 州際間の諸契約、諸事業、諸関係が導入され、それらは州規制委員会による事業子会社の統制を困難にする傾向にあった。

(10) 持株会社の異常な発展は、政府規制ことに州際関係に対する連邦規

制のそれに対応する対策がないままに拡大された。

以上のマイナス中のあるものを積み重ねると、疑いもなく消費者に対する高い電力料金の維持に影響を与えたこととなるであろう。

15) FTC No. 72-A, op. cit., p. 881.

16) Ibid., pp. 881-882.

3. 3大電力公益事業グループ

1929年における全国民間電力会社の発電能力は表10のごとく、80%は持株会社に属し、そのうち45.4%は最大3グループである United Corporation, EB & S. Co., インサルに支配されていた。

そこでこれら3大グループについて概観する。

(1) インサル・グループ

当時全国第3位のインサル・グループは、つぎの5大システムから成っていた。

Middle West Utilities Co.

Commonwealth Edison Co.

Public Service Co. of Northern Illinois.

Midland United Co.

Peoples Gas Light & Coke Co.

これら諸会社とさらにそれらの下にある諸子会社は、1930年に450万人の顧客に電力とガスを供給し、全国で生産された電力の10.7%を生産していた。同年、グループ内で最大のものは Middle West Utilities Co. であり、1930年には主として中西部および東部の30州にある4741コミュニティに供給する諸会社を、直接間接に支配する純粋持株株式会社であった。グループ内第2位の規模のものは、シカゴ市の大部分に電力を供給していた Commonwealth Edison Co. であった。Public Service Co. of Northern Illinois (主として事業を行う持株会社)はシカゴ市の外部地区にガスと電力を供給し、Midland United Co. は第2持株会社と事業諸会社を支配する純粋持株会社であった。¹⁾

表 10 民間電力公社の発電能力とシェア

1929-1931 年

グ ル ー プ	民間発電能力の%		
	1929	1930	1931
United Corporation グループ :			
Commonwealth & Southern Corp.	6.7	5.8	5.9
Niagara Hudson Power Corp.	6.3	5.7	6.0
United Gas Improvement Co.	4.3	4.1	4.2
Public Service Co. of New Jersey	2.1	2.1	2.4
Columbia Gas & Electric Corp.	1.4	1.3	1.3
計	20.8	19.0	19.8
EB & S. Co. :			
American Power & Light Co.	5.4	5.1	4.4
American Gas & Electric Co.	4.4	4.2	3.8
Electric Power & Light Corp.	2.5	2.4	2.3
National Power & Light Co.	2.0	2.7	3.1
計	14.3	14.4	13.6
Innull interests :			
Commonwealth Edison Co.	4.4	3.6	2.7
Middle West Utilities Co.	3.7	3.7	3.6
Midland United Co.	0.9	0.8	1.1
State Line Generating Co.	0.6	1.2	1.2
Super Power Co. of Illinois.	0.5	0.7	1.6
Public Service Co. of Northern Illinois	0.2	0.7	0.8
Western United Corp.	-	-	0.1
計	10.3	10.7	11.1
3大グループ計	45.4	44.1	44.5
North American Co.	7.4	5.5	5.6
Consolidated Gas Co. of New York	5.4	5.5	6.5
Standard Power & Light Co. (Byllesby)	5.0	4.8	4.9
Associated Gas & Electric Co.	2.9	2.7	2.4
Stone & Webster Inc.	2.7	2.7	2.3
American Water Works & Electric Co.	2.2	2.1	1.9
Duke Power Co.	2.0	1.7	1.7
Cities Service Co.	1.9	1.7	1.3
New England Power Association.	1.6	1.4	2.0
United Light & Power Co.	1.5	1.5	1.4
Central Public Service Corp.	0.8	0.8	0.7
Utilities Power & Light Corp.	0.7	0.6	0.5
North American Light & Power Co.	0.7	0.7	0.7
計	34.8	31.7	31.9
総 計	80.2	75.8	76.4
その他の持株会社	2.1	2.1	2.4
持株会社総計	82.3	77.9	78.8
大地方会社	12.1	13.3	13.4
小地方会社	5.6	8.8	7.8
総私的会社	100.0	100.0	100.0

G. Lloyd Wilson, James M. Herring, Roland B. Eutsler, *Public Utility Industries*, 1936, p. 370 より。

サミュエル・インサル Samuel Insull が5会社の取締役会長であり、同二世は4会社の取締役副会長、1会社の社長であった。マーチン Martin J. インサルは最大会社 Middle West Utilities Co. の社長であり、他の4会社の取締役であった。3人のインサルは各取締役会の共通の核を形成していた。この統一された支配はさらに積み上げられた投資会社により保証された。すなわち 1928 年 12 月に設立された Insull Utility Investments, Inc. (以下 I. U. I.) と、1929 年 9 月に設立された Corporation Securities Co. of Chicago (以下 Corp.) は、インサル系 5 社の議決株の支配に必要な持分を獲得し保有した。これら二つの投資会社は 1930 年末に 4 億ドル以上の資産を有し、つぎの諸会社の過半数株ではないが支配的持分を保有した。すなわち Middle West Utilities (29.2%), Commonwealth Edison (17.2%), Peoples Gas, Light & Coke (28.8%), Public Service Corp. of Northern Illinois (11.5%) であり、最後の Midland United は以上 4 社に共同支配されていたので、結局全グループは 2 投資会社の支配下にあった。2 投資会社は株式持合いによるシャム双子であり、Corp. は他方の議決株の 28.8% を保有し、I. U. I. は他方の議決株の 18.7% を相互に株式持合いしていた。サミュエル・インサルは両社の取締役会長であり、同二世は両社の社長であり、マーチン・インサルは両社の取締役であった。かくてインサルは二つの投資会社をとおし²⁾て、膨大な公益事業システムを支配した。

第 1 次大戦が開始されたとき、全 Middle West Utilities 事業子会社の結合電力生産高は 2 億キロワット時であったが、資金欠乏時期が終った 1923 年にはその生産高は 10 億キロワット時に近づきつつあった。空前の資金欠乏をきたした第 1 次大戦勃発以後の時期に、電力需要を満すために空前の規模で資本を必要とした。1 グループとしてのインサルの会社網は多数の会社から成り立っており、強い会社もあり弱い会社もあり、多くの取り引きをふくんでいた。インサルは個人的信用で借りることのできるのところから借り、諸会社のなかのある会社から他の会社を利用できる資金を移転し、弱い会社を助けるために強い会社の信用を使用した。それは規模は異なるが多

くの点で19世紀末の再現といわれた。この時期の資本調達能力において Commonwealth Edison Co. はインサル諸会社中最強であり、巨大な予備能力によって新建設の抑制を可能にし、良質の銀行信用によって高い利子率の長期金融を避けることができ、資金欠乏の被害を最少限にした。

第1次大戦勃発から1921年の間に、インサルは個人的に借入れて、総額1200万ドル以上を Middle West Utilities Co. に貸出し、1920年だけでもその融資は350万ドル以上であった。資金欠乏は1921年末に緩和しはじめ、1923年夏までに終わった。全インサルの諸会社はグループ全体としての大きな強みを発揮して生き残った。長びいた金融逼迫期に、インサルは1対の財務方式の刷新で嵐を脱出した。³⁾

第1は顧客持株制であった。インサルは各主要会社に証券販売部門を設けていた。これらの証券販売部門は間もなく Utilily Securities Co. として統合され、同社から証券販売サービスをうける各主要系列会社がその株式を保有した。同社は証券販売員を養成し、かれらは優先株（より少ない規模で普通株）を、友人、隣人、顧客に販売する株式ジョッパーに仕立てあげられた。その結果、第1次大戦末における Middle West Utilities Co. とその子会社の証券保有者はせいぜい6000人であったものが、1923年までに54,000人となり、5年後には25万人にもなっていた。あらゆる他のインサル諸会社においても同様のことが起った。

第2は第1を補うもので社債の小口販売であった。ニューヨークの二つの投資銀行勢力（モルガンとクーン・ローブ）間に停戦と同盟がつくられた1902年以来、アメリカ産業発展の鍵であった投資銀行業務はますますニューヨークの支配下にあった。しかし先見の明の不足により、ニューヨーカーたちは二つの見落としをし、第1次大戦前の10年間にこの二つの見落としのために若いシカゴアンに進出を許したといわれている。この二つの見落としとは電力公益事業社債発行とその小口分売であり、若いシカゴアンとはハルゼー・スチュアート商会 Halsey, Stuart and Co. のハロルド・スチュアート Harold L. Stuart であった。農村と小都市の公益事業システムの将来性についての

インサルの信念に示唆されて、スチュアートはインサル公益事業の社債市場の確立を決意した。主要な投資銀行の力を基礎とする豊富な機関関係を欠いていたスチュアートは小口の販路を開拓することにした。そうすることにおいて、かれは顧客所有制よりずっと以前に、大量小口販売の有利さを発見していた。小額のインサル社債を最初に販売した1907年から第1次大戦まで、スチュアートは主としてインサルの農村用小会社社債を販売する投資銀行として役立った。そして戦後の資金欠乏中に、インサルはスチュアートの才能とかれの組織を評価するようになった。1922年にスチュアートは、インサルが支払っていたより約半分の低利で、2700万ドルの社債マンとなった。スチュアートがインサルのために販売する社債はめざましく増加していった。⁴⁾

第1次大戦まで、若干の大商業銀行は大都市の公益事業社債を販売していたが、地方の公益事業社債を進んで販売したものは、投資銀行ハルゼー・スチュアート商会が唯一の存在であった。第1次大戦勃発後の資金欠乏は1923年には終わったが、それ以降全国の公益事業は爆発的勢いで拡張しはじめ、公益事業会社から投資家への社債発行は激増し、1926年までに新しい電力公益事業社債は1年に10億ドル(表2)にも達するようになり、ハルゼー・スチュアート商会は、インサル社債に参加したその他の小投資銀行とともに断然最大のシェアを占めるにいたった。公益事業社債は非常に利益あるものとなったようである。それははじめの販売手数料という利潤を小さくみせる利潤隠しの機会も提供したといわれていた。特定の公益事業社債を販売する投資銀行は、その社債のための市場づくりによって、発行者と購買者双方を保護するという独占的機能を有し、一定水準に社債の価格を安定させるため、公開市場で社債を取引した。さらに新しい発行が提供されなかったときですらこの機能は続いた。1927年には公益事業社債販売はさらに大となり利益あるものとなったので、社債商 bond house は社債販売のシェアを得ようと奪い合いをした。⁵⁾

このころニューヨークが全国の公益事業を圧倒しようと準備しつつあったが、同時にインサルも公然たる宣戦布告をしたわけではないにしても、1928

年はじめ Middle West Utilities Co. は A. E. Fitkin と Victor Emmanuel によって支配されていた二つの持株会社システムを購入した。両社は東部 17 州のうち 14 州で電力事業を行っていた。その購入の結果、インサルは東部の電力公益事業における一大勢力として出現した。⁶⁾

- 1) James C. Bonbright and Gardiner C. Means, *The Holding Company*, 1932, pp. 108-111.
- 2) Ibid., pp. 111-113.
- 3) Forest McDonald, *Insull*, 1962, pp. 202-203.
- 4) Ibid., pp. 203-205.
- 5) Ibid., pp. 248-249.
- 6) Ibid., pp. 251-252.

1929 年 10 月の株式市場崩壊直後、インサルは直接の打撃をうけなかった。打撃をうけなかったばかりでなく、テキサスからシカゴまでの天然ガスのパイプライン建設を開始した。それは 1931 年の完成までに約 8000 万ドルを要することになっていた。翌年シカゴ市が破産にひんしたとき、インサルはそれを救済する仕事にとりかかった。インサルはこの恐慌を楽観しており、過去の恐慌以上のものではないと信じていたようである。その結果、1930 年にかれはその後の自らの地位を破滅に陥れることになった 3 つのことを行った。

その 1、インサル諸会社の電力需要は 1930 年と 1931 年はじめの 6 カ月間はまだ順調であった。これは Middle West Utilities システムの諸会社にとってとくにそうであった。それは営業地域が主として農村と小都市であったため、大都市地域よりは縮小反応が遅れていたからであったようである。このことによる楽観と、さらにそのうえ 1929 年 11 月のフーバー大統領の拡張要請によって、インサル諸会社は 1930 年中に 1 億 9700 万ドルの資本投資を行った。⁷⁾

その 2、大なる強気市場で資金を投機に回していたので、それ以外の資金源は枯渇していた。株式市場の崩壊は多くの投資家、ブローカー、銀行家に激しい打撃を与えたが、しかしそれはまた資金市場を回復し、負債資金は再

び低利で多額を利用できるようになった。そのために1930年中に多くの事業諸会社は社債をそれぞれ約10%増加し、I. U. I. と Corp. はかねて懸案の購入を完成するため、それぞれ大なる社債発行を行い、I. U. I. は6000万ドルの社債 debenture と Corp. は3000万ドルのノートを発行した。なお各会社による借入れには必要なものもあったが、またばかげたものもあった。例えばインサルが Middle West Utilities Co. に発行させた5000万ドルのノートから得た資金を、公益事業とは関係のないニューイングランドの繊維工業の回復のために使用した。⁸⁾

その3、1930年にクリーヴランドの投資銀行オチス商会 Otis and Co. のイートン C. S. Eaton は、かねて1927年と1928年に株式市場で買い集めていたインサル系 Commonwealth Edison, Peoples Gas, Public Service の株式160万株、市場価格約5200万ドルのものを、6300万ドルで購入するようインサルに申入れた。その交渉は難行したが6月にいたり成立した。この購入はロンドン旅行中のスチュアートと相談できずに行った。当時の市場条件のもとでは長期金融は不可能であったので、この購入を金融する唯一の方法は、I. U. I. と Corp. のポートフォリオの証券で保証された銀行ローンをとおくことであった。インサル系銀行 Continental Illinois Bank and Trust Company は全購入を金融できず、他のシカゴの諸銀行もできないということに発展した。スチュアートと連絡をとることができなかったので、GE社から500万ドルを借り入れたのち、インサルはニューヨークの金融界に向きを転ずる以外、資金を入手する方法はなかった。複雑な借入れの結果、1931年はじめまでに I. U. I. と Corp. は、当該諸会社の株式を手に入れた。それに対して両社は流動負債を4800万ドル増加し、そのうちニューヨークから2000万ドルを借り入れた。⁹⁾

すべての公益事業株ことにインサル・グループ株は、1929年の株式市場崩壊以後も強力に維持されていた。インサルの諸証券は全般的に1930年のはじめの4カ月間のほうが、1929年の同じ期間よりも高かった。1930年の年次報告でつぎのことが報告された。すなわち1930年のインサル系公益事業

諸会社の収益は、1929年の収益記録を15%上回っており、市場はそれを反映して1931年はじめの40日に、I. U. I. と Corp. が保有した証券の市場価格を8600万ドル増加した。さらに1931年の冬の終りと春のはじめをとおして、インサル諸証券は1929年の同期間以上の高値を維持した。1931年のはじめの6カ月間、インサル事業諸会社の収益はつねに高い記録を示した。¹⁰⁾

しかしこのような好調とは裏腹に、1932年6月1日を満期とした1000万ドルの Middle West Utilities Co. ノートが支払困難に陥っていた。¹¹⁾ シカゴの諸銀行はインサルを助ける状態になかったので、インサルは二つの強力なニューヨークの銀行—ナショナルシティ銀行とチェイスナショナル銀行—をあてにしたが、いずれも力になれず、そこでモルガンだけが残った。モルガン・グループはつぶすほうに動いた。つぶすのに約6か月かかった。なぜならモルガン商会は性急でもないし、また混乱してもいなかったからであるといわれている。¹²⁾ 1932年4月、I. U. I. と Corp. は、銀行債権者と社債権者を保護するための財産管理をうけなければならなくなった。そこでI. U. I. と Corp. が倒れ、Middle West Utilities Co. もそれに続いた。

インサル・システムに関するその後の調査が、1928年度の所得勘定についてなされた。それによると真の財務困難は、すでに1928年当時存在していたことが示された。当時、利子と配当に回すことのできる純所得は1650万ドルあるとされていた。ところがその純所得には最少限1200万ドル強の誇大収益がふくまれていた。この誇大収益の半ば以上は不十分な減価償却からきたものであり、その他は会社間における証券販売利潤、事業子会社からの種々の手数料、直属建設会社の収益などの誇大によるものであった。分析者はつぎのように信じていた。すなわちこれらの誇大をかりに記載金額どおりに認めたとしても、1928年において、利子と配当に回すことのできる最大推定所得は約440万ドルにすぎなかった。しかるに支払われた利子と配当はこれより1140万ドル上回っていた。このことから1928年に普通株に支払われた現金配当は、収益から支払われたものではなく、資本から支払われたものであった。そして多額の優先株配当も不相応に大きなものであったとさ

¹³⁾
れた。

1932年4月半ば、インサル諸会社は管財人の手に投ぜられたが、2大投資会社 I. U. I. と Corp. は総額3億3000万ドル以上の価値減価をこうむった。インサル諸会社中最大の Middle West Utilities Co. 株は、1929年の1株当たり57ドルから1932年の25セントに下落した。Midland United 株は1930年の47ドルから1932年の1ドルに下落した。Peoples Gas, Light & Coke 株は1929年の404ドルから1932年の50ドルに下落した。その間、10万人以上の株主は、この倒産においてはほぼ40億ドルを失ったといわれた。¹⁴⁾

後継会社 Middle West Corporation は Middle West Utilities Co. の残り資産を譲りうけるため、1935年11月27日に設立された。新会社株式の約47%が担保債権者 secured creditors の手に、約35%が無担保債権者 unsecured creditors の手に渡った。旧会社の優先株主と普通株主には約 $8\frac{1}{2}$ が割り当てられたにすぎなかった。¹⁵⁾

7) F. McDonald, op. cit., pp. 284-285.

8) Ibid., pp. 285-286.

9) Ibid., pp. 287-289.

10) Ibid., pp. 290-291.

11) Ibid., p. 299.

12) Ibid., p. 296.

13) H. H. Young, *Forty Years of Public Utility Finance*, 1965, p. 38.

14) C. D. Thompson, op. cit., pp. 247-248.

15) H. H. Young, Ibid., p. 81.

(2) EB & S. Co. グループ

第2位の大公益事業グループは、1905年GE社によって設立されたEB & S. Co. であった。同社の1930年末の第2持株会社は表11のごとし。

電気設備製造会社GE社は、その製品を購入する地方の電力関係諸会社の購入代金不足を打開するため、購入諸会社の発行証券を引き受け、事業の管理を行う会社としてEB & S. Co. を設立し、公益事業家として高い名声を博していたミッチェル S. Z. Mitchel の指導下においた。例外を除いてEB

表11 EB & S. Co. の第2持株会社と保有議決株

会 社	設立年度	EB & S. Co. が保有した 議決株 1930年12月31日
American Gas & Electric Co.	1906	16.8%
American Power & Light Co.	1909	20.2
National Power & Light Co.	1921	45.7
Electric Power & Light Corp.	1925	23.1

James C. Bonbright and Gardiner C. Means, *The Holding Company*, 1932, p. 102 より。

& S. Co. は、種々の電力関係企業に対する 直接の持株会社とはならなかった。その代わり種々の事業諸会社の支配的普通株を保有する一連の第2持株会社をつくりだした（表11 参照）。EB & S. Co. は過半数株こそ保有しないが、発行された株式が広範に分散されていたことと、大量の株式が友好的協力的銀行関係者に保有されていたことにより、事実上の支配を享受していた。¹⁶⁾

EB & S. Co. システムの組織は各第2持株会社によって末端の事業諸会社を支配し、またさらに中間持株会社をその中間におくことによって支配していた。種々の事業会社の普通株保有の核ははじめ GE 社に保有された。それは電気設備製品の販売代金として GE 社が受け取ったものであり、そしてそれはやがて EB & S. Co. またはその第2持株会社に引き渡された。その後第2持株会社は種々の事業会社株式の応募特権の行使により、また公開市場や大株主からの株式購入と吸収のさいの証券交換により、さらに多くの株式を取得していった。第2持株会社はこれらの目的のために社債、優先株、普通株を発行して資金を調達したが、さらに EB & S. Co. も自社の主として優先株と普通株を発行して、第2持株会社の株式購入に投資した。

しかし EB & S. Co. は単なる株式保有会社ではなかった。同社はまた財務と業務などの経営サービスを提供し、直属の2建設会社をとおして支配下にある事業諸会社のために建設工事を行う一大サービス組織でもあった。また資金の入手と証券の販売代理人としても行動し、American Gas and Electric Co. の場合を除き、管理上、技術上のサービスを果すための契約を、支配下

の種々の持株会社およびその子会社との間に結んでいた。American Gas and Electric Co. の業務上の管理は、EB & S. Co. から独立していた。この最も初期からの第2持株会社は独自の技術、管理、法律などのスタッフを有していた。しかしながら EB & S. Co. は、同社の金融代理人および銀行家として行動し、兼任取締役を有していた。¹⁷⁾

このように EB & S. Co. はそのシステム内にある全事業会社、一定の手数料で諸種のサービスを供給する、中央の技術上、管理上のスタッフ機構を構築した。20年代後半の一般サービス手数料は各依頼会社の総収益の1.6%か2%にわたっており、それ以前にはもっと高かった。また工場を設計する技術部門などの場合には特別手数料を課した。EB & S. Co. の補助機能としてのこれらサービスからの収入は、同社の証券の利子と配当の支払いに有利に作用した。このことは投資家に対して同社証券を魅力的なものにし、より以上の資金を必要とするとき、追加証券のために容易な市場を保証することに役立った。¹⁸⁾

EB & S. Co. が1905年3月に発足したとき、その総資本は244万(2,440,590)ドルであり、うち普通株と優先株はそれぞれ100万ドルであり、寄贈された剰余金は44万(440,590)ドルであった。1924年末に EB & S. Co. は、その創設者であった GE 社との親子関係を分離したが、そのときまでに普通株と優先株はそれぞれ2500万ドルに、剰余金をふくめた総資本は6540万(65,422,467)ドルに増加していた(表12参照)。GE 社の支配下にあった19年9カ月間に、EB & S. Co. は約3887万(38,878,000)ドルの収益をえた。このうち特別配当570万ドル、現金配当約1819万(18,196,000)ドルが分配され、残り約1500万ドルは剰余金として蓄積された。投資に対する年平均収益率は約 $11\frac{1}{2}\%$ であった。その収益率は最初の数年間は平均より相当低かった。1909年までは10%に達せず、1910年、1914年、1916年、1918年、1919年、1920年、1921年にも10%以下であった。しかし収益率はそれ以降相当に大となり、1922年には11.8%、1923年には17.3%、1924年には15.1%、1925年には19.4%となった。優先株配当150万ドルを控除し

表12 EB & S. Co. の資本と純利益

1905~1925年

	優先株	普通株	剰余金	総資本	純収益
	ドル	ドル	ドル	ドル	ドル
1905年3月15日	1,000,000	1,000,000	440,590	2,440,599	-
1906年1月31日	2,000,000	2,000,000	589,225	4,589,225	236,126
1907年1月31日	2,000,000	2,000,000	921,049	4,921,049	431,824
1908年1月31日	2,000,000	2,000,000	1,064,462	5,064,462	243,413
1909年1月31日	2,000,000	2,000,000	1,276,314	5,276,314	311,852
※1909年12月31日	2,000,000	2,000,000	1,698,367	5,608,367	593,720
1910年12月31日	2,000,000	2,000,000	1,945,785	5,945,785	507,418
1911年12月31日	2,000,000	2,000,000	2,389,663	6,389,663	707,212
1912年12月31日	3,500,000	3,500,000	3,230,055	10,230,055	1,226,657
1913年12月31日	4,800,000	5,000,000	2,218,550	12,018,550	1,129,395
1914年12月31日	5,000,000	5,000,000	2,657,200	12,657,200	1,137,042
1915年12月31日	6,000,000	6,000,000	3,279,861	15,279,861	1,401,085
1916年12月31日	7,992,200	8,000,000	3,013,013	19,005,213	1,566,932
1917年12月31日	8,458,200	8,500,000	3,946,805	20,905,004	2,066,390
1918年12月31日	8,880,000	10,000,000	4,204,566	23,084,566	1,450,082
1919年12月31日	9,700,000	10,000,000	4,559,783	24,259,783	1,697,472
1920年12月31日	10,000,000	10,000,000	5,298,803	25,298,803	2,127,600
1921年12月31日	11,250,000	11,250,000	6,069,650	28,569,650	2,377,514
1922年12月31日	16,250,000	16,912,500	5,230,095	38,392,595	3,741,469
1923年12月31日	22,400,000	22,800,000	10,176,652	55,376,652	7,469,358
1924年12月31日	25,000,000	25,000,000	15,422,467	65,422,467	8,455,791
1925年12月31日	25,000,000	25,000,000	23,812,014	73,812,014	12,302,366

※11カ月。

FTC, *Electric Power Industry; Control of Power Companies*, 1927, 69 th. Cong., 2 d. Sess, Docu, 213, p. 76.

たのち、1925年の残りの収益は普通株主に43%も配当可能なほどであった。¹⁹⁾

1927年における諸種のサービス手数料所得は681万(6,819,610.68)ドル
1931年には933万(9,335,445)ドルに達した。1927年のこの収益は管理手数料416万(4,166,939)ドル、建設手数料136万(1,364,455.27)ドル、証券販売手数料128万(1,288,216.01)ドルからなっていた。ところで恐慌・不況中の1931年に、この収益はつぎのように増加していた。管理手数料573万(5,739,334.09)ドル、建設手数料205万(2,050,460.72)ドル、証

券販売手数料 137 万 (1,377,961.01) ドルとそれぞれ増加していた。²⁰⁾

なお EB & S. Co. の建設工事は、100%議決株を保有していた 2 建設会社 Phoenix Engineering Co. (1933 年以前は Phoenix Utility Co.) と Texas Construction Co. とをとおして行っていた。

16) J. C. Bonbright and G. C. Means, op. cit., p. 104.

17) Ibid., pp. 104-106.

18) FTC, *Electric Power Industry, Control of Power Companies*, 1927, p. 75.

19) Ibid., p. 76. 数字はすべて原文に因る。

20) FTC, No. 72-A, op. cit., p. 619.

(3) United Corporation グループ

この第 1 位の大公益事業グループは、最も遅れて 1929 年 1 月に最強の投資銀行グループ (J. P. モルガン商会、ドレクセル商会、ボンブライト商会) の支援のもとに投資会社として設立された。同社はミシシッピー河以東のつぎの 5 大電力システムに影響力を有する少数株を獲得した。

Public Service Corp. of New Jersey.

United Gas Improvement Co.

Columbia Gas and Electric Corp.

Commonwealth and Southern Corp.

Niagara Hudson Power Corp.

5 大システムの資産総額は 40 億ドル以上と推定されていた。5 大構成会社中、最初の 3 システムの存在は古いが、最後の 2 システムはともに 20 年代末 3 年間に、独立の諸会社を集中統合してつくられたものであった。1929 年はじめに出現したこの最も巨大な超システムの二つの重要な特徴は、

1. 少数株保有による非常に重要な系列関係の発展したものであるが、親会社はその支配力を極端に拡大しようとはせず、構成内の各持株会社と事業諸会社の政策の決定はそれぞれ独立性を残しながら、大なる影響力を及ぼそうというものであった。

2. 最強の 3 大投資銀行グループがアメリカ電力産業の重要部分に、はじ

めて直接乗り出したということであつた。²¹⁾

20年代末には公益事業持株会社自体も、若干の銀行機能を行うようになっていた。公益事業における持株会社利用の全盛時代に、持株会社と投資銀行家との関係は、はじめの時代よりも密接になっていった。投資銀行家は公益事業持株会社から求められるときは金融上の援助を与えただけでなく、逆に追加証券発行と募集を要請し、その事業を公益事業持株会社に依存するようになった。投資銀行家は大衆投資家に販売する公益事業持株会社証券を渴望していた。そして他方、公益事業持株会社も、発行した証券の市場価格を維持するための市場操作には、投資銀行の協力を必要としていた。この情況の進展のなかから、投資銀行家のイニシアティブのもとで、新しい型の持株会社ともいうべき投資会社 *United Corporation* が出現したわけである。²²⁾

モルガン商会のフィラデルフィア支店ドレクセル商会 *Drexel and Co.* は、*United Gas Improvement Co.* と *Public Service Corp. of New Jersey* との取り引きの過程において、漸次両社の株式を保有していった。それゆえ1927年末までに596万(5,969,841)ドルの株式に投資していた。それは1929年1月には1149万(11,490,741)ドルの株価となった。ドレクセル商会の蓄積した株式を核として、それに1928年5月と6月の株式市場における購入分を追加し、さらにGE社保有の *Mohawk Hudson Power Corp.* の株式買取権を1928年6月に入手し、1929年1月これも追加した。さらに投資銀行ボンブライght商会 *Bonbright and Co.* が保有していた *United Gas Improvement Co.*, *Public Service Corp. of New Jersey* の株式も統合して *United Corporation* を結成した。²³⁾

1929年1月の *United Corporation* の設立時に、モルガン・ドレクセル関係者の寄与した証券は4400万(44,009,195)ドルであつた。それが *United Corporation* の帳簿では5036万(50,360,800)ドルに水増し記入されていた。それは記載価値3414万(34,140,720)ドルの *United Corporation* 優先株、普通株、株式買取権と証券交換された。残額1622万(16,220,080)ドルは“発行差益 *paid in surplus*”として同社の帳簿に記入された。他方ボ

ンブライト商会から渡された証券は、同商会が設立していた American Superpower Corporation の手許で 2563 万 (25,632,931.38) ドルとして表現されていたものが、新会社の帳簿では 7248 万 (72,480,025) ドルと水増し記入された。これも新会社の優先株、普通株、株式買取権 2826 万 (28,263,615) ドルと証券交換された。残額 4421 万 (44,216,410) ドルは発行差益として記入された。その後 United Corporation は Commonwealth & Southern Corp., Columbia Gas & Electric Corp., Niagara Hudson Corp. の支配に必要な少数株を入手した。これらが完了したとき、United Corporation の取締役会は再構成され、それは 2 投資銀行グループ (モルガンとボンブライト) 側から 5 人の代表者、諸持株会社側から 5 人の代表者、それに社長 (法律事務所 Simpson, Thacker & Barlet のメンバー) から成っていた。²⁴⁾

なお United Corporation と EB & S. Co. の政策間には著しい相違があった。両グループはともに最強の公益事業システムの上位 2 会社であるが、つぎの点で著しく異なっていた。すなわち EB & S. Co. はその支配下にある大部分の事業諸会社を、第 2 持株会社をとおしたとはいえ、いわば直接に経営し支配した。しかるに United Corporation は系列事業諸会社とは経営上の契約をもたず、業務上・一般政策上の重要問題の決定も、5 大持株会社のそれぞれの取締役会の独自の判断に任せるという間接支配の方針をとった。²⁵⁾

21) J. C. Bonbright and G. C. Means, op. cit., p. 130.

22) FTC, No. 72-A, op. cit., p. 76. なお、投資会社については西川純子「アメリカ企業金融の研究」1980, 東京大学出版会, 第 6 章第 4 節参照。

23) Ibid., pp. 76-77.

24) Ibid., p. 113.

25) J. C. Bonbright and G. C. Means, Ibid., p. 136.

4. 1930 年代の電力会社企業金融

1930-1935 年間の電力公益事業金融は、二つの顕著な特徴を示した。それは株式金融の衰退 (表 13) であり、また新資本用発行の激減 (1930 年を除く) と借換発行の圧倒的比重 (表 14) であった。

表13によれば、株式発行は1929年の7億9205万(792,051,262)ドル、顧客所有株式をふくめると9億3705万(937,051,262)ドルから、1934年と1935年の零に減少した。この減少の原因は株式市場を崩壊させた恐慌と、拡

表13 30年代の電力会社証券発行

年 度	社 債		株 式		顧客所有株式		株 式 計	
	金 額	%	金 額	%	金 額	%	金 額	%
1929	523,407,500 ^{ドル}	35.8	792,051,262 ^{ドル}	54.2	145,000,000 ^{ドル}	10.0	937,051,262 ^{ドル}	64.2
1930	1,114,636,200	70.2	338,217,641	21.3	135,000,000	8.5	473,217,641	29.8
1931	1,090,584,000	72.3	258,658,193	17.1	159,000,000	10.6	417,658,193	27.7
1932	404,839,800	86.1	47,416,808	10.1	18,000,000	3.8	65,416,808	13.9
1933	53,725,000	95.5	2,147,778	3.8	375,000	0.7	2,522,778	4.5
1934	131,175,000	100.0	-	-	-	-	-	-
1935	1,067,670,700	100.0	-	-	-	-	-	-
1936	1,279,681,200	96.1	52,258,963	3.9	-	-	52,258,968	3.9
1937	560,217,000	86.7	86,095,334	13.3	-	-	86,095,334	13.3
1938	941,411,400	97.8	20,694,267	2.2	-	-	20,694,267	2.2
1939	620,205,000	83.9	119,517,000	16.1	-	-	119,517,000	16.1

C. W. Thompson and W. R. Smith, op. cit., p. 114 より抽出。

表14 電力証券の用途別公開発行(株式買取権をふくまず)

年 度	新 資 本 用		借 換 用		総 発 行 額
	金 額	%	金 額	%	
1929	624,174,000 ^{ドル}	70.8	257,602,000 ^{ドル}	29.2	881,776,000 ^{ドル}
1930	894,473,434	68.9	403,061,600	31.1	1,297,535,034
1931	424,163,000	35.9	758,741,000	64.1	1,182,904,000
1932	165,727,800	40.9	239,112,000	59.1	404,839,800
1933	6,812,500	12.7	46,912,500	87.3	53,725,000
1934	2,430,800	1.9	128,744,200	98.1	131,175,000
1935	26,496,111	2.5	1,041,174,589	97.5	1,067,670,700
1936	59,727,053	4.5	1,272,213,110	95.5	1,331,940,163
1937	81,983,646	12.7	563,698,748	87.3	645,682,394
1938	121,156,482	12.6	840,949,185	87.4	962,105,667
1939	16,219,000	1.6	976,128,000	98.4	992,347,000

C. W. Thompson and W. R. Smith, Ibid., p. 119 より抽出。

張の必要が1930年を例外として減退したことによるものであった。

恐慌の勃発後、大統領の主要産業に対する拡張計画の計画どおりの実行要請により、電力公益事業は1930年に約9億ドルの新資本の借入れを行った。ところが他方生産のほうは1929年10月当時のピークから不断に減少していた。新資本用発行の減少もそれに続いた(表14参照)。1930年代に起った第2の特徴であるすさまじい借換用証券の増加は、多くの未決済証券の満期日が近づいたことと、利子率低下のための借換操作をとおして随時償還と満期償還双方によって、利子負担を軽減しようとしたことによるものであった。随時償還の借り換えは1932年、1933年、1934年のほうが多く、満期償還の借り換えは1931年と1935年のほうが多かった。しかし借り換え金額のピーク年度は1935年(約10億ドル)と1936年(約13億ドル)で、これらの年度には電力公益事業証券の公開発行総額中、97.5%と95.5%を示していた(表14)。これらの諸年度の借り換えにより重要な節約がなされた。償還された旧社債に支払っていた平均利子率は5.14%であったが、新平均利子率は3.95%であったからである。その結果、借り換えを行った諸会社の信用状態は改善された。要するに1931年から1935年までの間における大部分の金融は、借り換え用の社債発行によるものであった。

公益事業持株会社は事業子会社の発展と拡張に、資金を供給してきたことは疑いのない事実である。持株会社は事業子会社に建設用または外部負債返済用に長期または短期の資金を貸付け、その点で持株会社は構成諸会社が必要とする資金の貯水池とみなされてきた。¹⁾ところが1931-35年について見るかぎり、このような持株会社の役割と貢献度は、証券発行の面からみると衰えをみせたようである(表15)。

表15によると、証券発行者(親持株会社、第2持株会社、事業会社)別の分類において、1930年は親会社の発行割合は37.5%、第2持株会社18.7%、事業会社43.8%であった。ところが1931年から事業会社の占める割合は圧倒的に多くなり、1935年になると親会社の貢献度は0.7%、第2持株会社0%、事業会社は99.3%となった。不況の流れのなかで、親持株会社

表 15 発行者別に分類された電力公益事業証券

発行者	1930	1931	1932	1933	1934	1935
親会社						
金額	ドル 892,169,487	ドル 295,904,928	ドル 47,935,500	ドル 13,091,200	ドル 39,815,000	ドル 10,000,000
%	37.5	18.9	8.8	14.1	21.2	0.7
第2持株会社						
金額	445,255,000	97,710,060	21,547,320	3,647,778	-	-
%	18.7	6.3	4.0	3.9	-	-
事業会社						
金額	1,044,356,665	1,169,476,073	475,948,875	75,992,500	147,706,000	1,284,421,747
%	43.8	74.8	87.2	82.8	78.8	99.3
合 計	2,381,781,152	1,563,091,061	545,431,695	92,731,478	187,521,000	1,294,421,747
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Marvin H. Waterman, *Public Utility Financing*, 1930-1935, 1936, p. 568.

表 16 電力証券価格の変動 1929-1935

1929年の最高相場価格を100として		
	1933年2月28日	1935年4月9日
10 主要電力事業会社		
社債 (bonds と debentures)	95.5	104.9
優先株	66.0	165.0
普通株	19.1	16.7
25 主要電力持株会社		
社債 (bonds と debentures)	47.1	57.8
優先株	42.4	42.9
普通株	10.8	6.6

U. S. House Committee on Interstate Commerce, 1935 pp. 2107-08; Twentieth Century Fund, *Electric Power and Government Policy*, 1948, p. 276 より引用。

の無力さを示す他の資料として表 16 を示す。

ここで選定された 10 主要電力事業会社と、25 主要電力持株会社についての資料によれば、10 主要電力事業会社の普通株は 1929 年最高価格を 100 として、1933 年 (2 月) には 19.1、1935 年 (4 月) には 16.7 へと下落した。しかし社債のほうは 1933 年のはじめに 95.5 とわずかに下落したが、1935 年には 104.9 と 1929 年を上回った。優先株も 1933 年の 66.0、1935 年には

165 となっていた。ところが他方 25 主要電力持株会社のほうは、1933 年の社債でも 47.1, 1935 年の 57.8, 普通株にいたっては 1933 年の 10.8, 1935 年の 6.6 という有様であった。

この時期に利子負担が大きすぎて、子会社から受け取る通常の収入では支えきれなくなったために、債務不履行または財産管理に陥って倒産した大持株会社には、Middle West Utilities Co., Midland United Co., American Commonwealth Power Co., Tri-Utilities Co., Standard Gas and Electric Co. があ³⁾った。

しかしながら、これとは反対に財務機構が不況をとおして維持され、親会社の財務機構が事業会社の金融問題を解決した例もあった。例えば Commonwealth and Southern Corp. (United Corp. 系) において、親持株会社がつぎの事業子会社の社債を購⁴⁾入してやった記録がある。

1930 年—2000 万ドルの Georgia Power Co. 5% 借換社債

1931 年—5000 万ドルの Georgia Power Co. 5% 借換社債

1933 年—937 万 6000 ドルの Central Illinois Co. 5% 第 1 抵当社債

1934 年—274 万 1000 ドルの South Carolina Power Co. 5% 借換社債

これら以外に同社はつぎの事業子会社の普通株を購入してやった。

1930 年—600 万ドルで Alabama Power Co. 40 万株, 1500 万ドルで Ohio Edison Co. 60 万株

1931 年—52 万 2500 ドルで Pennsylvania Power Co. 9 万 900 株

1932 年—25 万ドルで Central Illinois Light Co. 2500 株, 50 万ドルで Pennsylvania Power Co. 2 万株, 187 万ドルで Central Illinois Light Co. 12 万 5000 株

このほか同社はすでに与えていた貸付金を証券化してやることで決済を行った。すなわち 1932 年に同社は子会社 Mississippi Power Co. への満期になった貸付金 187 万 (1,875,068) ドルに対し、同子会社の普通株を受け取ってやり、South Carolina Power Co. からも満期になった貸付金 277 万 (2,778,620) ドルに対し、同子会社の普通株を受け取ってやった。1934 年

に Gulf Power Co. への貸付金も証券化してやった。これらの処理は疑いもなく傘下事業諸会社に対する実質上の金融援助であった。しかしこれら一連の処理の真の重要性はつぎの点にあった。1930年から1935年の間に、Commonwealth and Southern Corp. は外部金融を行わずに、名目的な新しい資本によって事業子会社に金融援助を与えていたということである。この資金の基礎となったものは、ほとんど全く1930—34年間に親会社が子会社から徴収した、つぎの収入に依存して可能となったものである。

	子会社からの株式配当	子会社からの利子
1930	28,035,998ドル	3,336,756ドル
1931	21,723,858	3,121,296
1932	12,446,201	2,416,403
1933	9,038,971	2,118,831
1934	7,130,177	2,561,742
	78,375,205	13,555,028

配当+利子=9,193万 (91,930,233) ドル

M. H. Waterman, op. cit., p. 573 より

明らかに Commonwealth and Southern システムにとっては、一つのポケットから他のポケットへの資金であった。この Commonwealth and Southern システムの手続きの分析は、この時期における他の諸持株会社もいかにして外部金融なしに、事業子会社に対する類似の効果を達成できたかを説明する例となるものであろう。North American Co. も1932年に North American Edison Co. の普通株1300万ドルを購入してやった。ところが1931年と1932年の2年間の North American Edison 子会社が親会社 North American Co. に支払った現金配当だけで1270万ドルに達していた。⁶⁾

1935年に公益事業持株会社に大打撃を与えた公益事業持株会社法が議会を通過したが、1938年までは同法の適用をうけた公益事業会社はまだ存在しなかった。証券取引委員会 Securities and Exchange Commission SEC の活動は、審理中の EB & S. Co. 裁判の判決待ちであった。1938年3月28

日に連邦最高裁は同法を支持する判決を下した。1935-37 年間の公益事業金融の多くは、事業会社レベルで行われていたが、1938 年の EB & S. Co. 事件の判決以後、電力公益事業持株会社は証券取引委員会に登録の手続きをとって、持株会社証券の発行をはじめた。

表 14 のごとく 1935 年以降の大部分の証券金融も、引き続き借り換えタイプのものであり、新資本用資金の割合は相変わらず低かった。1939 年の電力諸会社の証券発行総額 9 億 9234 万 (992,346,900) ドルのうち、新資本用はわずか 1621 万 (16,219,177) ドルにすぎなかった。以上の同年度の発行証券の内訳は表 17 のごとし。これによると抵当社債は 7 億 1529 万 (715,297,000) ドルであり、debentures 社債は 1 億 5703 万 (157,033,300) ドルであり、短期社債ノートは 50 万ドルであった。優先株は 1 億 1951 万 (119,516,600) ドルであった。

30 年代をとおして、電力公益事業の証券発行は極端に社債に依存したが (表 13)、大持株会社システムに所属する多くの事業会社は、その社債利子を支払うことができた。電力事業会社にして、社債の債務不履行に陥ったものは、1930 年と 1940 年間にわずか 5900 万ドル、すなわち社債総額の 1% 以下にすぎなかった。さらに表 18 によって、30 年代における証券発行の変動をみる。最も重要な減少は、1932 年と 1935 年間に起った。ところで全国会社と電力会社のそれぞれの証券発行は、ともに 1935 年と 1936 年に急増したが、その後は再び減少した。しかし全国会社と電力会社の相対比較をみると、1936 年を 100 とした 1940 年の減少率は、全国会社の 59.4、電力会社の 74.4 となっており、証券発行の減少度合いは電力会社のほうが小で、全国

表 17 電力証券の種類

1939

証 券 種 類	発 行 数	発 行 金 額
抵 当 社 債	42	715,297,000 ^{ドル}
debentures	10	157,033,300
ノ ー ト	1	500,000
優 先 株	8	119,516,600

C. W. Thompson and W. R. Smith, op. cit., p. 120.

表 18 電力会社の証券(新規・借換)発行

百万ドル

年 度	社 債	株 式	顧客所有株式	総 額	全国の株式会社
1929	523.4	792.1	145.0	1,460.5	9,377
1930	1,114.6	338.2	135.0	1,587.8	4,957
1931	1,090.6	258.7	159.0	1,508.3	2,371
1932	404.8	47.4	18.0	470.2	644
1933	53.7	2.1	0.4	52.2	380
1934	131.2	-	-	131.2	490
1935	1,067.7	-	-	1,067.7	2,268
1936	1,279.7	52.3	-	1,322.0(100)	4,579(100)
1937	560.2	86.1	-	646.3	2,436
1938	943.3	20.7	-	946.0	2,076
1939	872.8	119.5	-	992.3	2,117
1940	849.7	139.8	-	989.5(74.4)	2,721(59.4)

Twentieth Century Fund, op. cit., p. 336 より抽出。

会社のほうが大であった。⁷⁾

臨時国民経済委員会 TNEC の資料によれば、民間および自治体電力会社の設備投資用支出は、1930年の8億5500万ドルから1933年の1億2000万ドルに減少し、1938年には4億300万ドルに回復した。電力持株会社と事業会社の新資本用証券発行は、1930年の約8億9000万ドルから1933年の約700万ドル、1934年の約200万ドルへと急減したが、1938年には約1億2000万ドルとなった。1938年の新資本用証券発行はこのように回復したとはいえ、設備投資を賄うほどにはいたっていなかった。そこで、減価償却準備金が大きな役割を果たすようになってきた。1935年以来、減価償却準備金から相当額の設備投資が行われるようになった。このころから減価償却準備金は、連邦と州双方の委員会の要求によって増加していた。そうしてこのことは減価償却準備金からの、大なる設備投資に反映されていた。⁹⁾

ニューディール体制下、連邦政府は電力公益事業持株会社の規制に乗りだした。それが1935年公益事業持株会社法 Public Utility Holding Company Act of 1935 であった。この法律が対象とする公益事業とは電力とガスを指し、持株会社とはかかる公益事業会社議決株の10%以上を、直接間接に

所有、支配または保有する会社と定義した。同法はおおよそつぎのことを定めた。(1) 公益事業持株会社は証券取引委員会に登録しなければならない。(2) 証券取引委員会は3層¹⁰⁾以上からなる持株会社にして、公共の利益に合致しないものはこれを解散させる権限をもつ。(3) 証券取引委員会は公益事業持株会社の金融活動を監督する。(4) 連邦電力委員会は州境を越えて送電を行うあらゆる電力会社を規制する権限をもつことなどを規定した。

以上をつぎのように補足する。1935年12月1日に登録を怠った持株会社は違法とする。登録した持株会社は多くの規制に服さなければならない。すなわち証券発行は厳重に統制される。これには競争入札制の導入をふくみ、それは投資銀行と公益事業持株会社間の特約関係の禁止を意味することになる。登録される証券の種類と発行の目的は明記する。持株会社証券の家庭から家庭への販売(顧客販売)は禁止される。上向貸付 Upstream loan (事業子会社から持株会社への貸付)は禁止される。¹¹⁾

さらに持株会社に対する重要な批判の一つは事業子会社に対する諸種のサービス政策であったが、同法はこの問題をつぎのように解決した。1936年4月1日以降、すべてのサービス、建設契約は証券取引委員会の承認するもの以外は禁止される。もしそれらの機能を継続するなら、独立機関以上に節約したコストで、サービスと建設工事を行う共同サービス会社によって実行されなければならないことが定められた。この法案はいろいろな妨害をうけたが結局、1935年8月28日に大統領の署名をえて成文化された。

これに対し企業側は50にのぼるといわれた違憲訴訟を起して政府と争ったが、その後連邦最高裁は同法の合憲性を認めたため、この争いは結局ニューディールの勝利となった。この訴訟の最後に残ったのが EB & S. Co. 事件であった。この事件は地方裁判所から巡回高裁を経て、連邦最高裁の最終審理をうけ、1938年5月に EB & S. Co. の敗訴となった。

EB & S. Co. 事件の判決をもって、1935年公益事業持株会社法に対する一連のいわゆる「座り込みストライキ」は破られた。持株会社の $\frac{3}{4}$ は EB & S. Co. 事件判決以前には登録を拒否していたので、それ以後登録が殺到

した。Stone and Webster, Inc. は下位の2持株会社システムの保有株を株主間に比例分配した。Associated Gas and Electric システムは数年間にわたって会社の単純化をはかった。文字どおり何百という会社が同じシステム内で吸収されたり排除されたりした。United Corporation は公益事業子会社の議決株を10%以下に減少して、同法の適用からの免除を求める申請を証券取引委員会に提出した。¹²⁾これらの分割命令がどの程度実施されたかはつまびらかでないが、この点について当時つぎのように述べられていた。「これらの広範囲にわたる帝国は分割されるであろう。この破壊は孤立した保有が隣接システムに結合されるというような資産の交換となるかもしれない。その過程を経て、持株会社グループはかれらの保有を集中するであろう。また孤立分散した資産は販売されるため売りに出されるかもしれない。かくて新しい持株会社諸単位創出のための黄金の機会が出現するかもしれない。この分割がどれほど完成しても、その純粹の結果は現在の持株会社を地方地域に圧縮することであり、恐らくこの圧縮期間中に、現在の諸会社が放棄した諸資産を結合するために、新しい独立の持株会社が創出されるであろう。」¹³⁾

この法案は当初、公益事業持株会社に対する「死刑の宣告」といわれたものであった。しかし議会の反対にあい若干緩和されて成立したものであったが、それでも企業側にとっては厳しいものであった。しかし同法が公益事業持株会社にどの程度の打撃を与えたかについては、つぎの引用を付記することとする。第2次大戦までは「たとえそれがいかなることを行ったにせよ、同法が電力公益事業を害さなかったことは明らかであった。というのは電力公益事業は不況から最初に抜けだしたものの一つであり、そしてそれは1937年になると、その歴史上最大の粗所得を享受したからである。わずかでも生存の理由をもっていたようにみえた会社は一つもつぶれなかった。」¹⁴⁾なお粗所得が1929年を超えたのは1937年だけではなく、1939年、1940年、1941年も新記録更新の連続であった。他方全産業についてみると、1929年を超えるようになったのは、ようやく1941年になってからであった(表19参照)。

表 19 電力産業と全産業の所得(1929-1941)

年 度	電 力 産 業	全 産 業
	百万ドル	百万ドル
1929	1,640	87,355
1930	1,606	75,003
1931	1,562	58,873
1932	1,404	41,690
1933	1,237	39,584
1934	1,359	48,613
1935	1,405	56,789
1936	1,522	64,719
1937	1,662	73,627
1938	1,639	67,375
1939	1,716	72,532
1940	1,860	81,347
1941	2,002	103,834

National Bureau of Economic Research, Regulation of
Business Investment, 1954, p. 247 より抽出。

- 1) C. W. Thompson and W. R. Smith, op. cit., p. 118.
- 2) Marvin H. Waterman, *Public Utility Financing*, 1930-35, 1936, p. 556.
- 3) Ibid., p. 571.
- 4) Ibid., p. 572.
- 5) Ibid., p. 573.
- 6) Ibid., p. 574.
- 7) Twentieth Century Fund, op. cit., p. 335.
- 8) TNEC, Hearings, 1934, Pt. 9, p. 4014; Twentieth Century Fund, Ibid., p. 336.
より引用。
- 9) Ibid., p. 336-337.
- 10) この点については、あるものは2層とし、他のものは3層とするが、ここでは Twentieth Century Fund, Ibid., p. 284. によって3層とする。
- 11) C. W. Thompson and W. R. Smith, Ibid., p. 493.
Twentieth Century Fund, *The Power Industry and The Public Interest*,
1944, pp. 73-77.
- 12) C. W. Thompson and W. R. Smith, Ibid., pp. 497-498.
- 13) Ibid., pp. 459-496.
- 14) Harold U. Faulkner, *American Economic History*, 1960. p. 670. 邦訳ハロルド・フォークナー著、小原敬士訳「アメリカ経済史」(下,)1969, 至誠堂 866 頁。