



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	両大戦間のアメリカ大会社の企業金融:研究ノート(1)
Author(s)	鎌田, 正三
Citation	北海道大学 経済学研究, 13(3, 4), 235-257
Issue Date	1964
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/32277
Type	departmental bulletin paper
File Information	13(3)(4)_P235-257.pdf



両大戦間のアメリカ大会社の企業金融

— 研究 ノ ー ト (1) —

鎌 田 正 三

I 社 内 留 保

今世紀2.30年代のアメリカにおける全株式会社の留保資金につき、これを正確に把握することは不可能であるので、当時の事業貯蓄推定と減価償却・減耗推定とにものとづき、これをアルバート・コッホの調査せる84のサンプル大会社と対比して、その趨勢をみることにする¹⁾。

表1は製造、販売、運輸とその他公益事業を、大会社と全会社とに分け、それぞれの総留保資金を特定グループ年度について比較したものである。大会社²⁾の留保資金は1921—29年に製造工業では79億ドル、販売業では5億ドル、運輸その他公益事業では72億ドル、合計156億ドルであったが、1930—33年には製造工業では15億ドル、販売業では2億ドル、運輸その他公益事業では14億ドル、合計31億ドルと急減し、つぎの1934—37年には製造工業36億ドル、販売業2億ドル、運輸その他公益事業17億ドル、合計55億ドルを示した。以上の諸金額を全会社事業貯蓄に対比すると、つぎのごとき比率をうる。すなわち、1921—29年における製造工業30%、販売業4%、運輸その他公益事業68%、合計20%であったが、1930—33年には製造工業58%、販売業マイナス%、運輸その他公益事業37%、合計はマイナス%となり、大製造工業にあっては絶対額では減少したが、全製造工業の絶対額もそれ以上に激減したため、比率においては恐慌期にもかかわらず、かえって増加したこととなった。さらに、1934—37年の回復期には、製造工業は78%、販売業は33%、運輸その他公益事業では46%と、全会社事業貯蓄に占める大会社の比重は、製造工業と販売業とでは20年代よりも増加した。

第1表 全会社貯蓄と大会社の留保資金 (10億ドル)

年 度	産 業	大会社の 留保資金 (A)	全会社貯蓄 (B)	$\frac{A}{B} \times 100$
1921—29	製 造 工 業	7.9 ^F	26.0 ^F	30%
	販 売 業	.5	11.8	4
	運輸その他公益事業	7.2	10.6	68
	合 計	15.6	79.2	20
1930—33	製 造 工 業	1.5	2.6	58
	販 売 業	.2	— .3	—
	運輸その他公益事業	1.4	3.8	37
	合 計	3.1	— 1.1	—
1934—37	製 造 工 業	3.6	4.6	78
	販 売 業	.2	.6	33
	運輸その他公益事業	1.7	3.7	46
	合 計	5.5	8.3	66

Albert Koch, The Finance of Large Corporation, 1943 P. 78 より。

この時期をとおして、会社貯蓄が規模別にどうなっていたかは明らかではないが、判明している1937年のみについてみると表2のようになっていた。

第2表 規模別全非金融会社の総貯蓄 1937年 (10億ドル)

規 模	数	総資産	総貯蓄	そ の 比 率		
				数	総資産	総貯蓄
小 (500万 ^F 以下)	294,297	20 ^F	.2 ^F	92.4%	12%	7%
中 (500万～1,000万 ^F)	22,491	38	.9	7.1	23	31
大 (1,000万 ^F 以上)	1,676	105	1.8	.5	65	62
計	318.464	163	2.9	100.0	100.0	100.0

Albert Koch, ibid., p. 79

1937年に、全非金融会社は29億ドルの総貯蓄を有していた。これら全会社のなかのわずか0.5% (総資産の65%を占める) の大会社は総貯蓄の最高割合たる62%を、そしてまた、全会社の7.1% (総資産の31%を占める) の中会社は総貯蓄の31%を占めていた。これに対して、全会社のじつに92.4%の多数 (総資産のわずか12%) の小会社は総貯蓄のほんの7%しか占めていなかった。

- 1) 全会社の貯蓄推定は National Bureau of Economic Research の Simon Kuznets の推定と, Solomon Fabricant の Capital Consumption and Adjustment (1938) の減価償却・減耗推定, 大会社は Albert R. Goch の The Finance of Large Corporation 1920—39 (1943) による。ここでは, 全会社の総貯蓄と大会社の留保資金(ともに減価償却・減耗準備金をふくむ)とが対比されているが, それはのちの検討とのあいだにズレを生ずる。たとえば, のちに出てくる留保所得には減価償却・減耗準備金はふくまない。この種のズレはその他の用語のあいだにも存在する。たとえば, 固定資本と有形資産というごときである。しかし, 本稿ではそのようなズレはズレとして, そのまま利用し, あくまでその間をつらぬく趨勢に重点をおくこととした。無理にそれらのズレを統一することは不可能でもあり, 資料の価値を損するからである。この点はあらかじめ指摘しておきたい。
- 2) コッホの調査せる大会社は, 84大製造会社, 27大販売会社, 運輸は第一級およびそれ以下の鉄道会社, 公益事業は Bell Telephone System

つぎは, 以上の関係を製造工業だけにかぎって, セルゲイ・ドブロボルスキーの別の資料により, 全製造会社³⁾と大製造会社⁴⁾につき観察する。

- 3) 全製造会社は United States Treasury Department, Statistics of Income, 1922—43
- 4) 大製造会社は National Bureau of Economic Research の資産500万ドル以上の45社。
Sergei P. Dobrovolsky, Corporate Income Retention 1915—43 (1951) による。

純所得と留保所得⁵⁾

全製造会社(1922—41)

1922—29年に毎年の留保所得は相当額にのぼった。しかしながら, 1923年と1929年という二つの景気循環のピークをとって比較すると, 1923年には14億1,300万ドルが34億1,900万ドルの純所得から(41.3%)留保された。しかるに, 1929年には13億7,800万ドルが45億3,700万ドルの純所得から(30.4%)留保された。この間11億1,800万ドルの純所得の増加にもかかわらず, 留保所得は3,500万ドルの減少を示していた(表3)。

1930—35年は相当の純ディスセーヴィング⁶⁾によって特徴づけられた。この期間に全製造会社のディスセーヴ額は89億3,500万ドルで, これは1922—29

年間の留保額を5億ドル以上も超過していた。

1936年と1937年には、純所得は再び比較的高かったが、留保は異常に低く、純所得の5%ないしそれ以下となった。これはおもに1936年の歳入法 Revenue Act of 1936 によるものといわれている。1938年に再び純ディスセーヴィングが現われ、同年のディスセーヴ額4億3,500万ドルは、それ以前の2年の留保額2億8,200万ドルを相当上回った。

1939—41年には、純所得は増加し、ことに1940—41年の純所得の急増は留

第3表 製造会社の純所得と留保所得 (100万ドル)

年次	全製造会社			大製造会社				
	*報告された純所得(A)	留保所得(B)	$\frac{B}{A} \times 100$	*報告された純所得(C)	$\frac{E}{C} \times 100$	**調整された純所得(D)	$\frac{E}{D} \times 100$	留保所得(E)
	ドル	ドル	%	ドル	%	ドル	%	ドル
1922	2,528	1,023	40.5	356.7	24.1	334.1	25.7	85.9
1923	3,419	1,413	41.3	539.7	47.9	558.5	46.3	258.4
1924	2,649	766	28.8	511.1	43.6	538.5	42.2	222.8
1925	3,562	1,338	37.6	669.5	53.6	727.9	49.3	359.0
1926	3,640	1,096	21.1	812.9	50.8	884.8	46.9	412.7
1927	3,050	447	14.7	700.0	33.1	769.3	31.4	231.4
1928	3,936	953	24.2	964.7	45.9	1,036.1	42.7	442.4
1929	4,537	1,378	30.4	1,156.6	52.9	1,265.6	48.3	611.2
1930	1,425	1,737	—	696.6	20.6	774.4	18.5	143.4
1931	— 521	2,807	—	251.4	—	299.7	—	255.2
1932	— 1,616	2,943	—	—	—	76.6	—	409.9
1933	237	933	—	188.3	—	218.6	—	49.7
1934	1,167	443	—	306.2	9.1	334.8	8.4	28.1
1935	2,122	72	—	524.0	28.9	530.0	28.6	151.4
1936	3,116	166	5.3	831.3	27.2	876.6	25.8	226.6
1937	3,069	116	3.8	945.7	32.5	1,013.6	30.3	306.9
1938	1,228	435	—	407.6	0.3	382.3	0.4	1.4
1939	2,946	736	25.2	699.1	28.1	728.0	27.0	196.7
1940	3,764	1,364	36.2	892.4	35.0	943.1	33.1	312.3
1941	5,493	2,657	48.4	1,012.0	47.2	1,151.6	41.5	478.0

Sergei Dobrovolsky, *ibid.*, p. 109 と p. 110より抽出。45サンプル大会社。

* 報告された純所得—会社の財務報告書に報告されたもの。

** 調整された純所得—(1)資産再評価額と若干の非現金項目を除外し、(2)当産収益 current earning から資本準備金への割当額をふくむ。

保部分を著しく増加せしめ、留保は20年代以来はじめて相当な規模でおこなわれた。1939年に純所得の $\frac{1}{4}$ が、1940年には $\frac{1}{3}$ 以上が、1941年には半ば近くが留保された。⁷⁾ (以上表3参照)。

- 5) 純所得=利子、租税控除後の所得、留保所得 retained income = 優先株、普通株配当支払後の純所得。
- 6) 純ディスセーヴィング net dissaving = 純所得を超えた配当支払。
- 7) Sergei P. Dobrovolsky, Corporate Income Retention 1915—43, 1951, P. 18

大製造会社 (1922—41)

1922—29年に大製造会社は、全製造会社よりも相当大なる割合の純所得を留保した。最初のピーク年度1923年には5億3,970万ドルの報告された純所得から2億5,840万ドル(47.9%)が留保された。しかるに、他のピーク年度1929年には11億5,660万ドルの報告された純所得から、6億1,120万ドル(52.9%)が留保された(表3)。

30年代はじめの激しい恐慌期と不況期に、大製造会社の純ディスセーヴィングの時期は、全製造会社よりはるかに短かった。大製造会社は一年(1932年)だけ純赤字を、三年(1931年、1932年、1933年)だけ純ディスセーヴィングを記録した。この3年間の純ディスセーヴィングは7億1,480万ドルであった。しかし、1922—29年間の留保所得は22億1,920万ドルに達していたので、大製造会社の純ディスセーヴィングは繁栄期の留保総額の $\frac{1}{3}$ 以下にすぎなかった。このことは、全製造会社のディスセーヴィングが、20年代の8年間の繁栄期の留保総額を超過していたのとまさに対照的であった。

1936—37年には、全製造会社の著しく小なる留保に比して、大製造会社はかなりの額と割合の留保をおこなった。しかし、1936年の未配当利潤税 undistributed profit tax のためもあってか、1936—37年の大製造会社の留保所得も20年代末のそれをかなり下回っていた。

1938年の収縮年度における大製造会社の留保所得はほとんど零に近く低下したが、全製造会社が純ディスセーヴィングを示したのに比しては、それでもとにかくプラスを示していた。

第二次大戦が勃発し、アメリカの参戦を間近にひかえた1939—41年に、純所得と留保所得の額と割合は、全製造会社が著しく回復し、全製造会社は大製造会社をいくぶん上回りながら、大体同じくらいの割合を示すにいたった（以上表3参照）。

II 社内留保と固定資本

留保資金はつねに事業資金の重要な源泉であった。1921—39年に、製造工業、販売業、鉄道および電話の大会社は269億ドルに達する総留保資金を有し、この額はこの時期におけるこれら諸会社の証券発行総額を相当超過していた。かかる資金の年々の量は拡張年度には増大し、収縮年度には減少した。たとえば、1929年の26億ドルから1932年の2億ドルにわたっていた。¹⁾

四大産業グループのなかで、製造工業は総留保の50%以上を占めていた。しかし、この製造工業留保資金の多くは石油諸会社によって保有されていた。²⁾

1) Albert Koch, *ibid.*, p. 79

2) *ibid.*, p. 79

表4では大製造会社の留保資金と、固定資本支出とが比較される。³⁾

第4表 大製造会社留保資金の固定資本支出に対する割合 (100万ドル)

年次	留保資金	固定資本支出 に対する%	年次	留保資金	固定資本支出 に対する%
1921	142 ^{1/2}	25%	1931	220 ^{1/2}	37%
1922	488	113	1932	35	9
1923	745	86	1933	524	133
1924	772	138	1934	610	120
1925	1,053	131	1935	862	138
1926	1,107	109	1936	984	118
1927	912	88	1937	1,115	89
1928	1,246	124	1938	688	94
1929	1,459	85	1939	974	136
1930	717	56	1921—39	14,653	95

Albert Koch, *ibid.*, p. 81. 84 大製造会社

- 3) アルバート・コッホのいう固定資本支出とは自社の固定財産支出と子会社、同盟会社への投資をふくむ。

大製造会社の総留保資金の固定資本支出に占める比率は、20年代には1921年が最低であったが、総留保資金が固定資本支出を超過したのは1922年、1924年、1925年、1926年および1928年にもおよんでおり、またその他の年度も80%以上であった。30年代はじめ、1930年、1931年、1932年は、留保資金も固定資本支出とともに減少したので、留保資金率は56%以下となった。1933年、1934年、1935年、1936年および1939年に、留保資金は再びそれぞれ固定資本支出を超過し、1937年と1938年もそれぞれ89%、94%の高い留保資金率を占めていた。すなわち、必要な固定資本投資に要する以上の資金は、19年間のうちで、じつに10年の多きが、企業内に保有されていたこととなり、5年が85%以上を、19年間全期間にわたっては95%もの高い留保資金率を示していた(表4参照)。

つぎに製造会社をドブロボルスキーの資料によって観察する。

留保所得と有形資産

全製造会社(1923—41年)

比較的低い拡張年度(たとえば、1925—26年、1928年、1939年)では、留保所得は純有形資産投資⁴⁾を上回った。これにたいして、高い拡張年度(たとえば、1923年、1929年、1940—41年)では、留保所得は有形資産投資要求に不足し、相当額の外部資金が吸収された。もっとも、外部資金が吸収されたときでも、内部資金の占める比重は外部資金のそれを上回ってはいた。たとえば、拡張の著しかった1941年でさえ、所要資金のうち留保所得の占める割合は60%、外部金融の残高たる新資金総額が他の40%を占めていた。⁵⁾

大製造会社(1923—41年)

全製造会社では一般に高い資産拡張年度には高い所得留保率が相ともなった。しかし、大製造会社にあっては、20年代において有形資産拡張率がそれほど上昇しなかったのに、所得留保率は上昇傾向を示した。また、大製造会社では、20年代において総有形資産は増大したが、1923年をのぞき、減価償

却の更新によるものが半が以上を占め、したがって総有形資産投資から減価償却を差引いた純有形資産拡張にたいする留保所得の比率は、これも1923年をのぞき、つねに上回っていた。

1931—33年は、激しい純ディスセーヴィングを経験した。1934—41年には、総有形資産投資は漸次増大していったが、減価償却によるものが多く、純有形資産の増大は、1937年と1941年に顕著であった以外は、減価償却による更新以上ではなかった。30年代は一般に純ディスセーヴィングと比較的低い留保所得により特徴づけられた（以上表5参照）。

第 5 表 大製造会社の有形資産と留保所得（100万ドル）

年 次	総有形資産 投 資	減 価 償 却	純有形資産 拡 張 (A)	留保所得 (B)	$\frac{B}{A} \times 100$
1922	247.2 ^凡	187.4 ^凡	59.8 ^凡	85.9 ^凡	144%
1923	515.0	225.5	289.5	258.4	89
1924	273.4	238.8	34.6	222.8	673
1925	483.4	290.0	193.4	359.0	186
1926	644.4	338.2	306.2	412.7	135
1927	591.1	373.6	217.5	231.4	106
1928	465.3	387.7	77.6	442.4	570
1929	818.9	442.8	376.1	611.2	163
1930	439.1	395.5	43.6	143.4	329
1931	— 104.3	415.6	— 519.9	— 255.2	—
1932	50.6	382.1	— 331.5	— 409.9	—
1933	342.0	376.3	— 34.3	— 49.7	—
1934	553.6	388.4	165.2	28.1	17
1935	504.4	412.6	91.7	151.4	165
1936	746.0	437.7	308.3	226.6	73
1937	1,358.4	479.9	878.5	306.9	35
1938	187.3	457.3	— 270.0	1.4	—
1639	534.8	479.7	55.1	196.7	357
1940	800.0	464.0	234.2	312.3	133
1941	1,252.1	518.0	595.4	478.0	80

Sergei P. Dobrovolsky, *ibid.*, p. 114 と p. 110 より抽出。45サンプル大会社。

- 4) 有形資産 physical asset 投資とは工場および設備支出プラス在庫変動である。
純有形資産 net physical asset 投資とは総有形資産投資マイナス減価償却である。

5) Sergei P. Dobrovolsky, *ibid.*, p. 84,

大製造会社が自己の留保所得から有形資産拡張金融に必要な資金を供給しえた程度は、1922—29年と1933—40年とでは相違がある。1922—29年期には、多くの大製造会社の留保所得は、その純有形資産投資に比し高かった。留保所得は著しく高い金融源泉となっていた。サンプル70会社中45社が有形資産拡張を上回る留保所得を有し、14社が拡張の50—100%に達する留保をし、わずか4社が拡張の50%以下の留保をなし、7社は全8年間に純ディスセーヴィングを蒙った。

これにたいして、1933—40年期には、留保所得の純有形資産への金融は、20年代より劣りかつ不規則であった。サンプル70社中、22社は留保所得が純有形資産拡張の必要を超過し、17社は留保所得が拡張の50—100%に達したが、13社は留保所得が拡張の50%以下であった。さらに、18社は純ディスセーヴィングを経験し、うち13社が外部金融により、この期間の純有形資産拡張をまかなった。この時期に外部金融の比重は20年代より増加はしていた。⁶⁾ ただし、純有形資産拡張そのものは、1937年をのぞいては余り高くなかった。

6) Sergei P. Dobrovolsky, *ibid.* p. 95

Ⅲ 固定資本と証券発行

1921—39年の全期間にわたり、84の大製造会社はつぎのごとく資本市場を利用した。すなわち、証券発行から65億ドルを入手した。証券償還に40億ドルを支払った。差引き25億ドルの新資金を引出した。

発行された証券額が、19年間のどの年度のそれよりも2倍以上であった著しい例外年度たる1929年¹⁾と、同じく少ないほうの例外年度たる30年代はじめを除外すると比較の基礎をうる。20年代(1929年をのぞく)の年平均証券発行額は、1934—39年間の年平均を超過した。償還については、入手せる資金量が少なかったため、30年代のほうがわずかに大であった。²⁾ しかしながら、30年代末に相当額の証券が再び発行された。1937年の発行額は、1929年

をのぞく20年代のどの年度よりも大であり、翌38年も1929年と1927年に次ぐものであった。³⁾

- 1) 1929年は証券償還額においてもまた例外的であった。これはUSスチールの3億9,400万ドルの社債償還（一部分は1億5,000万ドルの普通株発行の収入をもって、一部分は減価償却と年金の準備金の背後の資産としてあらかじめ留保された市場性ある証券の相当量の整理をもって）により左右された。（Albert Koch, *ibid.*, p. 95）
- 2) 1932—36年に証券の償還が発行を超過した。多くの大製造会社は、初期に入手した負債の返済ないし借替のために、当時の低利の長期資金を利用した。（Albert Koch, *ibid.*, p. 95）
- 3) Albert Koch, *ibid.*, p. 93—95

企業別の資本市場への依存は表6に示される。石油と鉄鋼が最大量の証券を発行した。また、資本市場から入手した新資金でもリードした。表6の製造工業グループ中の五つのグループでは、ある諸会社の証券償還が他の諸会社の発行以上であったため、そのグループ全体で償還の超過となった。これは自動車、肉缶詰およびその他の食料品工業の場合に顕著であった。⁴⁾

第6表 大製造会社の証券発行と新資金 1921～39年（100万ドル）

工 業	証券発行総額	新資金	国定財産拡張	1923年の総資産	固定財産の%		1923年総資産の%	
					証券発行総額	新資金	証券発行総額	新資金
	ドル	ドル	ドル	ドル	%	%	%	%
石 油	3,065	1,755	6,993	3,993	37	19	77	44
鉄 鋼	1,362	355	2,109	3,786	65	17	36	9
ゴ ム	407	119	460	630	88	26	65	19
化 学	407	273	686	738	59	47	55	37
自動車・トラック	293	— 129	1,035	845	28	— 12	35	— 15
機 械	265	— 20	496	1,184	53	— 4	22	— 2
煙 草	206	49	58	541	245	76	38	9
建築材料・設備	204	131	431	370	47	30	55	35
肉 缶 詰	161	— 76	325	1,040	50	— 23	15	— 7
食 料	63	— 25	154	292	41	— 16	22	— 9
(肉缶詰をのぞく)								
織 維	38	— 5	64	352	59	— 8	11	— 1

Albert Koch, *ibid.*, p. 96 84サンプル会社。

固定財産支出にたいする証券発行の最高率は、煙草の 245%、ゴムの 88% であった。これらの高い比率は、煙草およびゴム工業における固定財産の適度な重要性と、原料在庫の高い重要性を反映する。煙草はまた固定財産にたいする新資金の割合でも最高率（76%）であり、また同期間に著しい膨脹を続けた化学工業は第二位（47%）であった。⁵⁾

表 6 の最後の二欄において、各グループの拡張と外部金融の影響を示す。急速に発展せる産業（石油、建築材料および化学工業のごとき）は、1923年資産規模と比較して、証券発行および新資金双方の高い比率を示した。しかるに、緩慢に発展した産業（繊維、肉缶詰、その他食料品工業、機械のごとき）は、1923年の資産規模に比して、最小の証券発行率と新資金のマイナス比率を示した。著しく資本市場から独立した地位を占めた自動車工業は、急速に発展せる産業中の例外であった。⁶⁾ したがって、急速に発展せんとする産業では、外部金融の意義もおのづから異なるようである。

大企業の金融における証券市場の意義は、単に自社の証券の発行と償還のみでなく、一時的投資ないし恒久的支配のためにも、他の諸会社の証券の売買に証券市場を利用する。「1934—37年にアメリカの諸会社が支払った全現金配当の $\frac{1}{3}$ から $\frac{1}{2}$ （恐らくそれ以上）は、他の諸会社が受取ったので、法人組織のアメリカの相当部分が、残余の法人組織に所有されているといいうる。」⁷⁾ 84製造業サンプルの全証券取引を考察するとき、両大戦間に65億ドルの証券が発行されたが、その間に70億ドルが購入された。この証券購入の内訳は、40億ドル（57%）は諸会社自身の証券の償還であり、30億ドル近く（41%）は同盟会社および子会社の証券の購入であり、わずか1億ドル（2%）が容易に市場性ある証券の購入であった。⁸⁾

84製造工業サンプルは、19年間のうちの12年（1927年、1929年、1930年、1932年、1934年、1937年、1938年をのぞく）において、市場から吸収した以上の資金を還元した（表 7）。

4) Albert Koch., *ibid.*, p. 95

5) *ibid.*, p. 95

6) *ibid.*, p. 987) *ibid.*, p. 998) *ibid.*, p. 99

第7表 大製造会社の証券取引総額 (100万ドル)

年次	自社証券 の発行	自社証券 の償還	新資金	子会社・同 盟会社証券 の購入	市場性ある証 券の購入もし くは販売 ④	販売マイナ ス購入およ び償還 ⑤
1921	415 ^{ドル}	142 ^{ドル}	273 ^{ドル}	192 ^{ドル}	107 ^{ドル}	— 26 ^{ドル}
1922	222	170	52	69	25	— 46
1923	407	109	298	290	29	— 21
1924	146	130	16	61	47	— 92
1925	392	274	118	189	49	— 120
1926	446	163	283	192	180	— 89
1927	474	306	168	113	46	— 9
1928	273	185	88	224	151	— 287
1929	1,256	680	576	586	— 19	— 9
1930	375	159	216	291	— 204	— 129
1931	234	169	65	183	139	— 257
1932	140	255	— 115	54	— 225	— 56
1933	46	188	— 142	98	118	— 358
1934	127	179	— 52	53	— 184	— 79
1935	114	278	— 164	39	— 106	— 97
1936	245	307	— 62	36	— 84	— 14
1937	601	180	421	47	— 26	— 400
1938	424	76	348	50	— 38	— 336
1939	143	105	38	95	123	— 180
平 均 年 額						
1921—39	341	213	128	151	7	— 30
1921—29	448	240	208	213	68	— 73
1930—39	245	190	55	95	— 49	— 9
'30—33	199	193	6	157	— 43	— 108
'34—39	276	188	88	53	— 52	— 87

Albert Koch, *ibid.*, p. 97 84サンプル会社。

④ プラスは購入，マイナスは販売。⑤ プラスは販売，マイナスは購入

製造工業以外の他の主要産業の概要をみることにする。

電 話

ベル・テレフォン・システム Bell Telephone system は、電話サービスの

需要増加につれて、20年代不断に追加資金を必要とした。これらの資金はおもにアメリカ電話電信会社によって、株式証券 equity securities と社債をとおして提供された。Associated Bell 諸会社の財務要求の主要部分は、親会社からの立替 advance により支払われ、その多くはその後これら諸会社の株式資本に転換された。1930年には電話諸会社は、事実上1929年の財産支出水準を維持し、約3億5,000万ドルの現金と市場性ある証券を形成したが、この流動資金 liquid resources は、それ以前とそれ以後の年度と比較して例外的であった。この産業での証券償還は5億ドルに近かった1936年をのぞき、毎年とるに足りなかった。⁹⁾

電灯電力諸会社

1925年から1940年までの電灯電力諸会社の新発行額の推定が、業界誌 Electrical World の統計部により発表された。推定発行額はつぎのごとく変化した。

(百万ドル)					
1925年	260ドル	1930年	894ドル	1935年	27ドル
1926	410	1931	424	1936	60
1927	830	1932	166	1937	82
1928	600	1933	7	1938	123
1929	624	1934	2	1939	16
				1940	92

電話会社同様、1930年の発行額は事業活動の減退にかんがみて大であった。また多くの公益事業証券のように、その発行額は30年代後半ですら驚くほど小額であった。これは製造工業サンプル会社とは異なっていた。¹⁰⁾

鉄 道

鉄道の証券発行の容易に利用しうるデータは、全証券償還と借替を差引いたグループとしての全クラス蒸気鉄道である。これらのデータによれば、資本市場で入手せる新資金の重要性は研究期間にわたり不断に減少した。全蒸気鉄道は1921—25年の5年間のほうが、その後の5年間より資本市場でより

多くの新資金を入手した。20年代初期に入手せる大量の新資金はおそらく大なる固定財産支出によるもので、それは第一次大戦中に消耗した固定財産の更新であった。20年代にわたり、鉄道の資本市場金融は絶対的にも相対的にも減少した。

1930年以降、多くの鉄道の利潤のない地位は、大衆にたいする証券発行の障害であった。相当の資金が同産業を援助するため復興金融公社から提供された。1932年2月2日から1941年3月31日までに、復興金融公社RFCは89の鉄道に8億7,000万ドルを支払った。この額の60%は同期間の末期に支払われた。資本市場からの鉄道の資金量の減退は、機関投資家にとり重要であった。初期には鉄道債は機関投資家にとり第一級の投資証券とみなされていた。30年代はじめにおいてさえ、40%以上の鉄道債は保険会社、貯蓄銀行、教育および慈善団体が保有していたと推定されていた。さらに鉄道債は商業銀行にとっても重要であったといわれていた。¹¹⁾

9) Albert Koch, *ibid.*, p. 100

10) *ibid.*, P. 100

11) *ibid.*, p. 101

大製造会社の固定資本の金融については、表8が研究された期間における固定資本支出の変動を示す。20年代における84製造会社サンプルの固定資本支出は、1926年、1927年、1928年、1929年の4年が10億ドル台を超えた。30年代にはブーム期に着手された拡張が完了した1930年と、拡張年度たる1937年のみが10億ドル台を超えた。大製造会社の平均年額は、20年代に8億8,800万ドル、30年代には7億3,600万ドル、30—33年には6億7,300万ドル、34—39年には7億7,800万ドルであった¹²⁾ (表8)。

これにたいして、その資金源泉についてみるならば、研究された期間において、留保資金が新資金より少なかった年は1921年のみであった。1922年から1939年まで、つねに留保資金は新資金をはるかに上回っていた (表8)。

留保資金にたいする新資金の関係をさらに業種別にみるとつぎのごとし。

		留保資金に対する * 証券発行の割合	留保資金に対する * 新資金の割合	〔1921—39年〕	
煙草	織維	100%	31%		
織	ム	68	— 9		
ゴ	鋼	65	19		
鉄	詰	64	17		
肉 缶	学	59	— 28		
化	油	57	45		
建築材料・設備	械	41	26		
石	詰	36	19		
機	をのぞく	32	— 2		
食料 (肉 缶 詰)		22	— 9		
自動車・トラック		16	— 7		

Albert Koch, ibid., p. 105

* 留保資金のデータなきため若干の会社を除外した。

マイナス%は純証券償還を示す。

第 8 表 大製造会社の固定資本拡張の証券金融と内部金融 (100万ドル)

年 次	証券発行総額	新資金	留保資金総額	未配当収 益	固定資本拡張	固定資本拡張の%			
						証券発行総額	新資金	留保資金	未配当収 益
	ドル	ドル	ドル	ドル	ドル	%	%	%	%
1921	344	224	142	— 179	566	61	40	25	— 32
1922	222	60	488	200	431	52	14	113	46
1923	402	297	745	347	865	46	34	86	40
1924	136	35	772	332	558	24	6	138	59
1925	314	42	1,053	546	806	39	5	131	68
1926	335	188	1,107	506	1,015	33	19	109	50
1927	447	148	912	245	1,034	43	14	88	24
1928	265	83	1,246	532	1,001	26	8	124	53
1929	1,239	564	1,459	599	1,717	72	33	85	35
1930	340	183	717	— 13	1,291	26	14	56	— 1
1931	110	— 44	220	— 484	589	19	— 7	37	— 82
1932	139	— 97	35	— 480	416	33	— 23	8	— 115
1933	45	— 119	524	— 79	395	11	— 30	133	— 20
1934	100	— 77	610	19	509	20	— 15	120	4
1935	112	— 151	862	258	626	18	— 24	138	41
1936	244	— 17	984	313	835	29	— 2	118	37
1937	541	363	1,115	364	1,249	43	29	89	29
1938	423	352	688	61	735	58	48	94	8
1939	143	41	974	275	716	20	6	136	38

平 均 年 額

年 次	証券発行総額	新資金	留保資金総額	未配当収益	固定資本拡張	固定資本拡張の%			
						証券発行総額	新資金	留保資金	未配当収益
1921—39	311	109	771	177	808	38	13	95	22
1921—29	412	182	880	348	888	46	20	99	39
1930—39	220	43	673	23	736	30	6	91	3
'30—33	159	— 19	374	— 264	673	24	— 3	56	— 39
'34—39	261	85	872	275	778	34	11	112	35

Albert Koch, *ibid.*, p. 103 84サンプル会社。

表のトップにある産業にとり、留保資金にたいする証券の高い率は、証券発行の高水準よりも未配当収益の低水準にもとづくものである。利潤が減退したので必然的に利用しうる内部資金量も減退した。¹³⁾

30年代における証券発行の減退により、資本市場の利用は減退した。しかし、絶対額では減少したが、相対額では20年代より30年代のほうが、その重要さを増したとみることもできる。たとえば、1938年の固定資本支出に対する新資金の率は48%で、19年間の最高であったし、1937年の29%も20年代でこれを上回ったのは1921年、1923年、1929年のわずか3年だけであった。(表8)。

また、未配当収益に比しての新資金の関係につきみると、新資金の平均年額は20年代の1億8,200万ドルから30年代の4,300万ドルへと減少したが、両者の比率は20年代は52% ($\frac{182}{348}$) にたいし、30年代には187% ($\frac{43}{23}$) へと上昇した(表8)。もちろん、これは比率のうえからで、絶対額でははるかに減少したわけであるが、この外部金融の内容を若干検討しよう。

12) Albert Koch, *ibid.*, p. 102

13) *ibid.*, p. 105

外部金融のタイプ

20年代においては、あたかも負債金融の代用に株式を発行する傾向にあったかにみえた。表9から84大製造会社サンプルは、20年代に負債額を減少するため、資本市場から株式による資金を利用したとみられうる。社債8,200

万ドルと短期債 6 億 2,500 万ドルが減少したあいだに、20億ドル近い資金が株式発行によって獲得された。極端に有利な株価と証券発行が著しく容易であった1929年には、株式発行額は多大の社債償還額を大幅に超過した。

30年代はじめ、いかなる証券の発行も少なかったが、相当額の長期債が償還された。1934 年以後、短期債は長期債や株式に比し増加した。株価が 40%騰貴した 1937 年においてのみ、株式発行は再び社債発行に比し大であった。¹⁴⁾第二次大戦勃発前の 5 年間、84 大製造会社サンプルの短期債は 7 億ドル以上に増加した。しかるに、長期債は約 2 億 3,000 万ドル、株式は約 3 億ドルに増加した (表 9)。

第 9 表 大製造会社の株式、長期債および短期債 (100万ドル)

年 次	新 資 金		短期債	年 次	新 資 金		短期債
	株 式	長期債			株 式	長期債	
1921	126.7	146.0	— 645.6	1934	66.1	— 118.0	166.4
1922	159.9	— 107.7	— 110.1	1935	— 41.6	— 122.4	253.6
1923	265.8	32.2	124.0	1936	.8	— 62.7	270.5
1924	60.6	— 45.1	— 99.4	1937	247.6	173.9	123.2
1925	115.2	2.7	148.3	1938	11.4	337.0	— 325.9
1926	196.1	87.1	6.2	1939	14.2	24.0	220.3
1927	— 34.7	202.8	— 220.6	総 額			
1928	107.1	— 19.6	159.8	1921—39	2,400.8	24.2	— 614.4
1929	957.0	— 380.8	11.9	1921—29	1,953.7	— 82.4	— 625.5
1930	136.1	79.4	— 350.2	1930—39	447.1	106.6	11.1
1931	105.3	— 40.6	— 384.2	'30—33	148.6	— 125.2	— 697.0
1932	— 106.2	— 8.3	— 101.4	'34—39	298.5	231.8	708.1
1933	13.4	— 155.7	138.8				

Albert Koch, *ibid.*, p. 107 84サンプル会社。

30年代末の諸年度における大製造会社の負債の増加は、タームローンの増加による。1939 年末に 84 大製造会社はタームローン約 2 億ドルを有した。このうち石油諸会社の商業銀行と保険会社によるタームローンが顕著であった。¹⁵⁾

30年代後半(1934—39年)には、大製造会社は株式より社債を増加した。¹⁶⁾

すなわち、株式は2億9,850万ドル、社債は9億3,990万ドル（長期債2億3,180万ドル、短期債7億810万ドル）であった（表9）。

全鉄道会社は、1921—39年に短期市場から18億ドル、長期債発行から15億ドル、残りのわずかに3億ドルを株式発行により入手した。かくて、鉄道では株式金融より社債金融に依存していた。¹⁷⁾

電灯電力会社では、1933—37年間の推定¹⁸⁾によればつぎのごとく、社債の比重が圧倒であった。

	長期債（百万ドル）	株式（百万ドル）
1933年	5ドル	0ドル
1934	11	0
1935	11	0
1936	52	3
1937	<u>105</u>	<u>1</u>
	184	4

電話会社は30年代後半の趨勢が判明しないが、1921—39年に Bell Telephone System は、総額17億ドルの社債を発行したが、12億ドルの社債を償還し、株式16億ドルを発行しており、この産業では拡張のため社債より株式の発行にはるかに依存していたといわれる。¹⁹⁾

14) Albert Koch, *ibid.*, p. 108

15) *ibid.*, p. 108

16) 証券取引委員会は、1925—29年と1935—38年の両期間における、5百万ドル以下の社債と優先株発行の比較発行コストの研究をおこなった。第1の期間では、社債の発行費はえられた各百ドルにつき6%であった。しかるに、第2の期間では、コストは4.8%に減少した。優先株のコストは7.8%から10%以上に増加した。

第1の期間（1925—29年）に、84大製造会社は発行した以上に、社債と優先株を償還した。しかるに、第2の期間（1935—38年）には、優先株は発行以上に償還し、社債は償還以上に発行した。

同委員会はまた、1938年、1939年および1940年の3年間の社債、優先株および普通株の比較発行費のデータを編集した。それによれば、コストは3年間一般的に類似していたことがみいだされた。1940年に投資家からえた各百ドルにつき、社債発行費は2.4%、優先株は5.7%、普通株は9.2%であった。

(Albert Koch, *ibid.*, p. 109)

17) *ibid.*, pp. 108—9

18) *ibid.*, p. 109

19) *ibid.*, p. 108

資産膨脹、留保所得、外部金融

最後に、43の大製造会社について、さらに有形資産と内部金融および外部金融の関係を観察する。

全製造・鉱業会社²⁰⁾ (1923—41)

1923—29年は、拡張年度における相当な蓄積増加と、収縮年度における軽微な減少に特徴づけられた。この時期の外部金融総残高はマイナスであった。すなわち45億ドルに達した留保所得は有形資産38億ドルを7億ドル超過していた。この超過は財務資産の蓄積にのみ利用され、経済の他の部分に資金を解放した。²¹⁾

1930—35年は、20年代に比し有形および財務両資産の著しい収縮、外部源泉から資金の純吸収および純ディスセーヴィングに特徴づけられた。この時期の10億ドルにのぼる純ディスセーヴィングは、1923—29年の貯蓄額の2倍以上であった。この時期に全製造・鉱業会社は外部から21億ドルを吸収した。この外部資金への純依存は同時に、財務資産の整理による債務の償還をも意味した。したがって、全製造・鉱業会社はこの時期に、差引き外部から資金を吸収した。²²⁾

1936—37年は、財務資産の蓄積をともなわない有形資産の拡張がおこなわれた。その拡張はおもに在庫であり、全く外部源泉から金融された。この2年間に有形資産は増大しつつあったが、全製造・鉱業会社は以前の不況期ほどではなかったにせよ、差引きディスセーヴィングしつつあった。²³⁾

1938—41年に、有形資産膨脹は1938年の収縮により阻止されたが、翌年再開され、その間に有形資産と財務資産双方の大なる増加が記録された。1939年と1940年に留保所得と有形資産の増大はほぼ等しかったが、1941年には有形資産拡張は外部源泉から相当程度金融された。²⁴⁾

第 10 表 全製造・鉱業会社の純有形資産拡張，留保所得，外部金融
(100万ドル)

年 次	外部金融 (純残高)			留保所得	純有形資 産 拡 張	減 価 償 却・減耗	総有形資 産 投 資
	長 期	短 期	計				
1923	462	95	557	972	1,529	1,959	3,488
1924	— 541	— 58	— 599	311	— 288	1,931	1,643
1925— 6	— 409	— 317	— 726	1,829	1,103	4,061	5,164
1927	113	— 233	— 120	— 54	— 174	2,138	1,964
1928— 9	1,185	— 959	226	1,423	1,649	4,525	6,174
1930— 2	— 654	1,333	679	— 8,344	— 7,665	6,125	— 1,540
1933— 7	3,247	1,305	4,552	— 2,151	2,401	9,259	11,660
1938	580	— 1,549	— 969	— 659	— 1,628	1,957	329
1939—31	1,163	778	1,941	5,012	6,953	6,437	13,390
1923—41	5,146	395	5,541	— 1,661	3,880	38,392	42,272

Sergei P. Dobrovolsky, Corporate Income Retention, p. 69 より。

1923—41年をとおして，表10は全製造・鉱業会社が17億ドル近くの純ディ
スセーヴィングと55億ドルの外部金融の純吸収とを示していた。かくて，こ
の時期の全期間の有形資産膨脹（約39億ドル）は，差引きまったく外部源泉
から金融された。留保所得は20年代と1939—41年の主たる資金源泉となつた
が，しかし30年代の激しい純ディスセーヴィングは，この内部資金の蓄積を
相殺してあまりあった。表10によれば，全製造・鉱業会社にあつては，19年
間の留保所得を外部金融の純残高と比較してみて，留保所得は持続的に重要
であつたわけではなかつたことを示す。

- 20) ここでの全製造・鉱業会社とは，George Terborgh の Machinery and Allied Products Institute のデーターによる。
- 21) Sergei p. Dobrovolsky, Corporate Income Retention, p. 66
財務資産 financial assets とは現金，市場性ある証券，受取手形および受取勘
定，立替金からなる。
- 22) ibid., p. 66
- 23) ibid., pp. 66—8
- 24) ibid., p. 68

大製造会社 (1922—43)

1922—29年は、留保所得が有形資産拡張を73%超過した。銀行信用と長期資金の利用が減退し、取引信用 trade credit の場合にのみ外部金融の純吸収が存在した。²⁵⁾

1934—37年は、留保所得はかなり回復したが、純有形資産拡張要求には不足し、外部金融もその一要素となった。しかし、この時期に獲得した外部資金はおもに短期のものであり、20年代はじめ以来はじめて、銀行への支払手形が相当に増加し、現金残高は減少した。さらに、租税引当金 tax accruals は、この時期の短期資金の重要な一要素となった。これにたいして、長期金融は資産拡張の適度な部分を供給したにすぎなかった。²⁶⁾

1939—43年は、留保所得がふたたび20年代に匹敵しうる割合を引受けた。留保所得は外部金融の小さな純吸収の存した1941年をのぞくこの時期に、有形資産拡張を超過した。この5年間に留保所得は、1922—29年間の有形資産拡張にたいする169%に比し、それに接近する150%の高率を示した。外部金融も相当な額にのぼったが、それは財務資産の蓄積にむかったので、結局6億ドルの資金が経済の他の部分に解放された。²⁷⁾

第 11 表 大製造会社の純有形資産拡張、留保所得、外部金融 (100万ドル)

年 次	外部金融 (純残高)			留保所得	純 有 形 資産拡張	減 価 償 却・消耗	総有形資 産 投 資
	長 期	短 期	計				
1922— 3	50	— 37	13	344	349	413	762
1924	— 31	— 154	— 185	223	35	239	274
1925— 6	— 283	18	— 265	772	500	628	1,128
1927	25	— 41	— 16	231	217	374	591
1928— 9	— 574	— 26	— 600	1,054	454	830	1,284
1930— 2	83	— 364	— 281	— 522	— 808	1,193	385
1933— 7	113	623	736	663	1,409	2,095	3,504
1938	207	— 482	— 275	1	— 270	457	187
1929—43	—1,847	1,244	— 603	1,797	1,197	2,656	3,853
1923—41	—1,323	369	— 954	3,668	2,711	7,504	10,215
1922—43	—2,257	781	—1,476	4,563	3,083	8,885	11,968

Sergei Dobrovolsky, *ibid.*, p. 74 より 45サンプル大会社。

1923—41年の全期間の総額をみると、大製造会社と全製造・鉱業会社とのあいだには著しい相異がある。

大製造会社は、この期間に37億ドル近くの留保所得を記録し、10億ドル近くの資金の純解放をもたらした（表11）。これに反して、全製造・鉱業会社は、17億ドル近くの純ディスセーヴィングと55億ドル以上の外部金融の純吸収とをもたらした（表10）。すなわち、大製造会社は、その純有形資産投資に要したよりも約10億ドル多く留保した。しかるに、全製造・鉱業会社は有形資産支出を外部源泉から金融した。²⁸⁾

留保所得は全製造・鉱業会社より大製造会社のほうが、総貯蓄のなかに大なる割合を占めていたが、1922—43年間における大製造会社の総留保所得は、減価償却備準金の51%にすぎなかった。²⁹⁾

最後に、外部金融の吸収は、大製造会社の貯蓄総額に比し無視しうるものであった。前述のごとく、大製造会社は1923—41年に差引き資金を解放した。若干の年度に外部金融の純吸収が存在した。しかし、そのときですら、外部源泉は1年をのぞき総有形資産投資に利用された資金総額の小部分を提供したにすぎなかった。その例外年度は1937年であり、当時外部源泉から充当された金融の純残高は、大製造会社貯蓄総額と大きさにおいてはほぼ匹敵しうるものであった。³⁰⁾

以上により、つぎのことが明らかにされた。すなわち、全製造・鉱業会社は、1923—41年間に差引きディスセーブし、その有形資産投資を金融するために外部金融に依存した。しかるに、大製造会社はその純有形資産投資を金融するに必要であった以上を貯蓄し、差引き資金を解放した。³¹⁾

25) Sergei p. Dobrovolsky, *ibid.*, p. 72

26) *ibid.*, p. 72

27) *ibid.*, p. 72

28) *ibid.*, p. 73

29) *ibid.*, p. 75

減価償却費による財産の磨損の帳簿上の承認と、実際の支出とは同時にはおこらない。このタイミングの相違は、減価償却準備金を他の用途に使用可能

な資金たらしめる。たとえば、20年代US スチールは、減価償却準備金、保険、年金その他積立金をもって、容易に市場性ある証券に投資した。これらの金額は、固定資本更新以外に、すなわち1929年は社債償還金融に、30年代には運転資本として利用された。(Albert Koch, *ibid.*, p. 85)

31) Sergei P. Dobrovolsky, *ibid.*, p. 80