



鎌田正三著

アメリカ企業金融史

御茶の水書房

鎌 田 正 三

1913年 小樽に生まる  
1940年 東北大学法文学部経済学科卒業  
1948年 北海道大学法文学部経済学科助教授  
1957年 北海道大学経済学部教授  
1977年 同大学を定年退職

現 在 北海道大学名誉教授，帝京大学経済学部教授，  
経済学博士

著 書 『アメリカの独占企業』時潮社，1956年

現住所 〒185 東京都国分寺市戸倉 3-15-22

アメリカ企業金融史

1982年2月5日 初版第1刷発行©

定価 3500円

著 者 <sup>かま</sup>鎌 <sup>だ</sup>田 <sup>しょう</sup>正 <sup>ぞう</sup>三

発行者 橋 本 盛 作

〒102 東京都千代田区九段北1-8-2

発 行 所 株式会社 御茶の水書房

電話 03-265-5746

振替 東京 8-14774

Printed in Japan

印刷・加藤文明社 製本・鈴木製本所

3031-41111-0736

## まえがき

本書は一九世紀末から二〇世紀はじめと、両大戦間の二つの時期におけるアメリカの代表的な新興産業企業を選び、それらの企業金融を事例研究として究明したものである。

著者がアメリカにおける個別企業金融の研究を志向したのは、アメリカ大企業の発生・発展の過程を企業の外側からではなく、あくまでも企業の内側から観察したいという強い願望によるものであった。そうすることによって、アメリカ資本主義を内面から探究し、あるいは正面からでは気付くことのできない成果を期待したからであった。新興産業とその企業の数はずしも十分とはいえないが、文献資料の関係で必要最小限に絞った。

この研究に際しては、一切の予断を排して文献資料から学ぶという方法を心掛けたつもりである。そのため最終的には、単なる事実関係の洗い出しだけにとどまるかもしれないことをつねに念頭におき、性急な結論を戒めて研究を進めた。その結果、問題提起と呼べるものはなら得られなかった。それでも次の点に関するコメントは得られたのではないかと思われる。すなわちここで対象としたアメリカにおける株式会社金融では、固定資本金融も重要な役割を果たしたが、それ以上に独占形成のための企業集中金融は重要な役割を果たしてきたということである。したがって従来、株式会社金融というと固定資本金融のみを重視してきたが、アメリカについて言えば、企業集中金融の重要性はそれ以上であったのではなからうかということである。

企業金融には外部金融と自己金融とがあり、外部金融とは株式と社債の発行による資本調達であり、自己金融とは利潤の企業への再投下である。ポール・スウィーजीが自己金融によって、アメリカ金融資本の解釈に重要な問題提起を行ったことは、わが国において広く知られているところである。これについて本書はなんらのコメントも与え得なかった。しかしその代わり各産業企業はどのような時点と状況のもとで、外部金融に依存したか、また自己金融に依存したか、についての歴史的事実を不十分であるかもしれないが呈示した。この点についてのコメントはいずれ他の機会に譲りたいと思っている。

なお本書の末尾に付論として、「大恐慌下の大会社の企業金融」という論考を収録する予定であったが、都合により割愛した。関心のある人は一九六五年六月北海道大学「経済学研究」第一五巻第一号を参照されたい。

著者がこの研究をはじめて意図したのは丁度二〇年前のことである。一九六一年秋から約一年間、ハーバード大学客員研究員としてペーカー図書館に通い帰国間際に、そのようなことを思い立った。しかし帰国以来、いろいろな障害のため一時は研究を完全に断念したこともあった。ところが、ようやく勤務先の北海道大学を定年退職する直前から始動、以来退職して東京に移住したのちの通算六年間に、どうやらここまでたどりつくことができたしだいである。本書の各部分はすべて北海道大学「経済学研究」に発表したものであるが、出版にあたり補筆訂正した。

本書の完成までに次の方々のお世話になったことを記さねばならない。それはまず研究上では滞米中、貴重な時間を割き最大限の援助と便宜を与えていただいたハーバード大学ビジネススクール経営史担当故ラルフ・W・ハイディ (Ralph W. Hidy) 教授、それから本書がまだ論文であった時点で、第一章第三節から第二章第二節までの煩瑣な初校の下見をお願いした北海道大学森杲教授、文献資料の点ではいろいろな方のお世話になったが、特に約三年間にわたって終始、配慮をいただいた一橋大学図書館岡崎義富氏 (現在、兵庫県教育大学助教授)、さらには出版に向けての

労をとっていただいた中央大学員天降教授と御茶の水書房橋本盛作氏である。以上の方々には心からお礼を申し上げます。

一九八二年一月五日

著者

目次

まえがき

第一章 一九世紀末—二〇世紀はじめの大企業金融……………三

序説 トラスト金融……………三

一 トラスト・プロモーター……………三

二 株式の販売……………二二

三 資金の調達……………二五

四 資金政策……………二九

第二節 US スチール会社……………三

一 US スチール会社結成以前……………三

二 一九〇一—一〇五年期間……………二九

三 一九〇六—一〇年期間……………三六

四 一九一一—一五年期間……………四二

第二節 スタンダード石油会社……………四六

一 トラスト形成過程……………四六

二 トラスト形成以降……………五〇

三 持株会社期間……………五三

|   |               |  |
|---|---------------|--|
| 四 | 資金ルートの変遷 (七〇) |  |
| 五 | 各部門の収益 (八一)   |  |

|     |                 |    |
|-----|-----------------|----|
| 第三節 | ユニオン・パシフィック鉄道会社 | 九〇 |
|-----|-----------------|----|

|   |                              |
|---|------------------------------|
| 一 | 建設金融 (一八六二—一九〇九年) (九〇)       |
| 二 | グールドの財務方式 (一八七三—一八八三年) (一〇三) |
| 三 | 財産管理と再建 (一八八四—一九〇七年) (一二四)   |
| 四 | ハリマン体制の財務 (一八九八—一九〇一年) (一三三) |
| 五 | ハリマン体制の財務 (一九〇一—一九二二年) (一三九) |

|     |            |     |
|-----|------------|-----|
| 第二章 | 両大戦間の大企業金融 | 一四二 |
|-----|------------|-----|

|     |              |     |
|-----|--------------|-----|
| 第一節 | ゼネラル・モーターズ会社 | 一四二 |
|-----|--------------|-----|

|   |                  |
|---|------------------|
| 一 | 前史 (一四二)         |
| 二 | 第一次大戦後の好況 (一四五)  |
| 三 | 第一次大戦後の反動 (一六〇)  |
| 四 | 一九二〇年代の繁栄 (一六九)  |
| 五 | 大恐慌と一九三〇年代 (一八二) |

|     |            |     |
|-----|------------|-----|
| 第二節 | 電力公益事業持株会社 | 一九五 |
|-----|------------|-----|

|   |                       |
|---|-----------------------|
| 一 | 電力持株会社の発展 (一九五)       |
| 二 | 電力料金をめぐる諸問題 (二〇八)     |
| 三 | 三大電力公益事業グループ (二三〇)    |
| 四 | 一九三〇年代の電力会社企業金融 (二三七) |

アメリカ企業金融史



# 第一章 一九世紀末—二〇世紀はじめの大企業金融

## 序説 トラスト金融

### 一 トラスト・プロモーター

一九世紀末から二〇世紀はじめのアメリカの重要な企業結合はプロモーターのサービスによって出発したものが多かったようである。プロモーターとは企業の設立を引き受けるものである。すなわち統合会社の設立に先立って、着想の計画化・具体化、構成各会社の購入予約であるオプション（延取引）の獲得、証券の発行などを行うものである。プロモーターという場合は職業的プロモーターまたは銀行家プロモーターを指す。しかしここではトラストの設立を対象とするので、それ以外の産業家プロモーターもふくめる<sup>(1)</sup>。

#### 第一の型Ⅱ産業家プロモーター

競争している諸会社の統合が、諸会社中の主導的会社のイニシアティブによって行われる場合である。一産業における主導的会社は統合による価格支配や合理化などをおして実現されるであろう特別の超過利潤を予見する。そこ

でそれを実現するために、相互に競争する諸会社を一家に結合しようとする。この場合のプロモーターが産業家プロモーターであり、それは産業資本家自身である。したがってこの結合の動機はひたすらに競争を排除し、当該産業にトラストを形成しようとするものである。J・D・ロックフェラー(Rockefeller)の石油業における、産業家プロモーターとしての手腕は一頭地を抜くものであった。

## 第二の型＝職業的プロモーター

これに属するものとしては、世紀の転換期に多くの重要な企業結合の形成に活躍したJ・H・ムーア(Moore)が代表的なものであった。この型のプロモーターは競争諸会社が破壊的競争をやめて相互に一大組織を結成すれば、独占的利潤を獲得できるという当時の一般的傾向のなから、この結成のためのサービスを提供するものとして発生した。そしてこの型のプロモーターは各会社過去の利潤に関する会計報告を求め、競争が排除される場合の予想独占利潤を推定する。設立事務については弁護士に一任する。そこでかれのサービスとは競争諸会社から延取引を獲得し、計理士を雇入れて会計検査を行い、設立すべき新会社に必要な資金を供給するアンダーライター(引受業者)と商議し、雇入れた弁護士に設立事務を行わせるということである。新会社の証券の販売に従事することもあるが、それは非常にまれであり、証券の販売は通常アンダーライターに委ねる。職業的プロモーターの特徴は単に設立のサービスだけを行い、多くは設立後の新会社の経営にはタッチしなかった。

## 第三の型＝銀行家プロモーター

証券市場が新発行に有利なとき、投資銀行家とその他の金融機関の連合グループは、設立を指導して新発行を行わせ、株式や社債を販売してそこから利潤をひきだす。このような場合に設立の実際上の責任を引き受けるものが銀行家プロモーターである。J・P・モルガン(Morgan)が最も傑出していた。

以上のようにトラスト・プロモーターにも種々の型があるが、これらトラスト・プロモーターの役割を職業的プロモーターをとおして見ることにする。他のものはこれから類推できるからである。トラスト・プロモーターの行う提案は一産業における主要競争諸会社の結合である。プロモーターは相互に競争する主要諸会社を結合して一つの大会社の設立を計画する。諸会社の収益力は競争によって著しく減退している。プロモーターは過去の収益を基準とする金額で諸会社を評価し、さらに競争が排除されると増大が見込まれる諸会社の収益力をプラスして資本化を行って一統合会社を設立し、その統合会社の株式（と社債）を販売する。ここでいう販売には大衆への株式販売と競争諸会社の株主との新旧株式の交換とをふくむ。

プロモーターの第一着手は、企業結合によってもたらすであろう可能的収益力の推定である。そのためには次の二つの問題、(1)過去三年間の各会社の収益、(2)それらがトラストに結合すれば増加すべき金額、に対する答を得なければならない。各会社は検査に必要な帳簿を提供し、専門鑑定人は検査に着手する。企業結合の利潤を推定したプロモーターは、次に結合会社に参加させようとする各会社の延取引を獲得しなければならない。そこでプロモーターは各会社に一定期日までに、合意した価格で延取引を承認するよう提案する。競争各会社が統合することに同意すると、プロモーターは統合会社の収益の推定をもって新会社を資本化し、この資本を代表する株式（および社債）を発行する。もちろん、この場合の新会社の資本化は企業結合の独占利潤を予想して、個々の諸会社の実質資産や収益の単純な合計ではなく、それを超過したものであることはいうまでもない。このようにして発行された株式（および社債）の販売により受け取った資金で、各会社の延取引を支払い（新旧証券の交換はここでは一応捨象する）、さらに新会社に必要な運転資本をも供給する。そしてその残額がプロモーターの利潤となる。したがってプロモーターの利潤はこの残りの証券の販売額ということになる。もし強力な競争会社が統合に参加することを拒否すれば、設立も発行も失敗する

確率はきわめて大きいといわなければならない。このようなときのその強力会社の評価は、しばしばこのような会社が競争状態にあるときの価値よりはるかに上となる。これはプロモーターが統合を成功させるべく、いかなる犠牲を払ってでもその強力会社を獲得しようとするときに起る。競争諸会社が提案を受け入れたとき、トラスト結成に必要な各会社の延取引は集中されたこととなる。しかるのち当該産業を支配する強力な一会社を置く。この方法で競争を排除し、独占利潤を増大する。

次に起る問題は、いかにして以上の延取引の支払いをするかという問題である。統合会社に各構成会社が参加するとき、各会社の株主は次の三つのうち、いずれかを選択しなければならない。(i)旧株式を現金と交換する。(ii)旧株式を新株式と交換して新会社の株主となる。(iii)いったん交換した新株式を売って他の用途向けの資金を入手する。そこでプロモーターの資本計画成否の重要な鍵は、構成各会社の株主がその所有株式に対し現金を要求するか、トラストの株式で満足するかである。<sup>(2)</sup>もし旧会社の全株主が新会社の株式と交換するなら問題はない。しかしそうでない場合には、プロモーターはその交換に応じない部分に対する必要現金を調達しなければならない。かれの手許にあるのは新会社の株式だけであり、それらを販売しなければ支払いに必要な現金は入手できない。このときの株式の購入者となるものは、より高い価格で大衆にそれらの株式を再販売しようとして買い入れるアンダーライターである。アンダーライターは購入した株式が売れ残った場合の危険に対する補償を、手数料やボナナスの形でプロモーターに要求する。プロモーターは構成各会社の株主から、要求されて提供しなければならない現金が多ければ多いほど、アンダーライターに与える株式手数料やボナナスの金額も大となるわけである。なおこの株式手数料やボナナスは結局、プロモーターの受け取る利潤からの控除となるもので、プロモーターと各会社との間で行われる延取引では、できるだけ新会社の株式と交換させることがプロモーターの重要な仕事となる。プロモーターは他の理由から極力、現金

支払いを回避しなければならなかった。すなわち構成各会社の株主の多くが新旧株式の交換を望まないで現金支払いを要求するようでは、新会社は内部から信頼されていないことを公表するようになるもので、そのような状態ではアンダーライターとしてもその株式の引き受けを躊躇するであろう。

アンダーライターの引き受ける株式が多くなればなるほど、それだけ危険も大となり、したがってプロモーターからの引き受け価格はより条件が悪くならざるをえない。例えばプロモーターが現金四〇〇万ドルを必要として七〇〇万ドルの株式と引き換えにそれを入力したとしても、必要現金額が二倍の八〇〇万ドルに増加すると、プロモーターの引き渡す株式は二倍の一四〇〇万ドルではなく、二〇〇〇万ドルになるかもしれない。さもないと計画放棄のやむなきに至るかもしれない。要するに新トラストの資本計画すなわち株式発行の成否は、構成各会社の株主がどれだけ新会社の株主になるかどうかにかかっている。プロモーターは各会社の株主が新会社の株式との交換に同意するような資本計画を作成しなければならない。例えば資本金を五〇〇〇万ドルとし、半分は七%累積優先株、半分を普通株とする。このさいの優先株は、統合以前の競争状態のもとにおける諸会社の実質資産価値の表現とされ、普通株は、統合以後に得るであろう追加価値の表現とされる。トラストを結成する場合、この追加価値も資本化され、実質資産価値二五〇〇万ドルの諸会社に対し、五〇〇〇万ドルの額面価格の株式が発行され、超過資本化 (excessive capitalization) される。そこでこの超過資本部分は一応優先株主とは無関係ということにされ、総株式五〇万株のうち優先株主の關係するのはその半分の優先配当付二五万株とされ、さらに優先株主の地位を補強しようとして配当に累積条項を付することが行われた。<sup>(3)</sup>

この場合の優先株の目的は、延取引において各会社の株主に現金ではなく株式との交換を選択してもらいたいためであり、この方法でトラスト金融の必要とする現金支出を節約しなかったからである。各会社の株主はもし、(i)その

株式に各会社の現在価値プラス予想追加価値をもふくんでおり、(ii)またそれが過大評価されており、(iii)さらにまたその発行株式が一種類のみであるとしたら、新旧株式の交換によって損失をこうむることを恐れて交換を躊躇するかもしれない。株式交換を選択する株主は、その新株を直ちに株式取引所に投入することはまだできず、投入できるようにするまでの期間それを保有しなければならない。この保有期間中に株式の価格は、予想利潤の計算が過大であると減少する恐れがある。そこでプロモーターは旧株主の新会社参加を、優先株（さらに累積条項付）の保証をもって勧誘した。トラスト形成のさいの社債発行は、株主の反対を受けやすい<sup>(4)</sup>。その主たる理由は社債の発行が多いと、利潤減少のさいに固定費である社債利子の存在が配当を圧迫するからである。事実、初期の社債発行はしばしば株主に損害を与えたようである。投資としての産業会社社債は、一九世紀と二〇世紀の転換期においては、次の理由で鉄道会社社債より劣っていた<sup>(5)</sup>。

一 いかなる製造品の需要も、同一地域の鉄道輸送の需要より安定性において劣っていた。

二 この時期の産業会社のはうがより競争にさらされていた。

三 産業会社の位置 (Location) は鉄道会社より変動を受けやすかった。

四 当時の産業は鉄道業より投資家にとって理解しにくかった。

そこで社債に対する株主の警戒心を和げるためにも、プロモーターは社債の代用品として累積優先株を利用したようである。累積優先株はその保有者である株主に對し、社債に似た収益に対する優先要求権を与えた。このような保証のほかには通常、社債にはない株式の議決権も有していた<sup>(6)</sup>（優先株の無議決権株化が普及したのは二〇世紀二〇年代はじめ以降に属するようである<sup>(7)</sup>）。旧株主を新株主にしようとするさらに一層の刺激手段として、累積優先株のほかに普通株をボーナスとして与えることも行われた。普通株は前述のごとくトラスト形成によって創出される独占利潤の表現と

されているものである。以上によって構成各会社の株主は現金を受け取るか、優先株（累積付もふくむ）と交換するか、普通株付優先株と交換するかのいずれかを選択することとなる。株式発行の増加とともに株式による支払いのほ  
うが、現金による支払いよりも増加していった。その理由は株主にとってボナナス株を売ることにより利得が得られ  
るという考え方と、アンダーライターにとっては引き受け株に対する需要増加によって手数料収入が上昇したこと  
によるものであった。<sup>(8)</sup>

アンダーライターはプロモーターに対し一定価格で、株式の引き受けを保証する。その引き受け価格は利潤を見込  
まなければならない関係上、引き受ける危険負担の度合いに応じて変動する。例えば一〇五で販売されそうな鉄道会  
社株式なら九八で引き受ける。ある産業トラストの優先株が八〇以上に売れそうもないときには、六〇ないし六五で  
引き受ける。このさい最も警戒を要するアンダーライターの危険は、一定期間内（例えば六ヵ月ないし九ヵ月以内）に  
株式が合意価格で売れないときには、その価格で自ら株式を引き取らなければならないということであった。<sup>(9)</sup>

投資銀行（banking house）はアンダーライターとして通常、この取引を管理するために選ばれるシンジケート幹事  
（syndicate manager）となり、J・P・モルガン商会はそのなかで最も傑出していた。シンジケート幹事は取引の全責  
任を負う代わりに、新会社の株式をボナナスとして支払われる。しかしシンジケート幹事は相当部分を引き受ける  
が、全責任を負うことはまれである。例えばJ・P・モルガン商会はUSスチール会社のシンジケート幹事となり、  
二億ドル引き受けの大応募者となったが、その大部分を同業者と顧客に割り当てた。投資銀行がトラストのアンダー  
ライターとなるときには、シンジケート協定書に定めた条件で応募することになっている。この協定書の写しは顧客  
や他の応募金融機関およびブローカーにも送られる。このようにして多額の資金が、あらゆる金融中心地で資金を吸  
収できるモルガンのような有名なシンジケート幹事の処理に委ねられた。<sup>(10)</sup>