

世紀転換期における「収益力の資本化」

宇土, 至心

<https://doi.org/10.15017/3000421>

出版情報：経済論究. 130, pp.1-19, 2008-03. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

世紀転換期における「収益力の資本化」

宇 土 至 心

目次

はじめに

I. 「収益力の資本化」に関する所説の検討

1. いわゆる「過大資本化」問題
2. 評価基準としての「収益力」
3. 資本の性質と無形資産
4. 「収益力の資本化」の諸説間の不一致

II. 第1次M&A運動と「過大資本化」

1. 第1次M&A運動と独占企業の設立
2. 超過収益力に基づいた「過大資本化」

結びに代えて

はじめに

近年では企業のM&A（合併および買収）の動きがその規模および範囲を拡大している。巨大企業同士の合併や巨大企業に対する買収、また産業や国境を越えたM&Aが生じている。日本でもとりわけ2000年以降にはM&A件数が急激に増加している。重要なことは、機関投資家やファンドの活躍、金融資産の累積といった状況の中で、投資家の立場から、企業が収益力という観点から売買の対象とされ企業価値が求められることである。企業も、他の金融資産と同様に、単なる投資対象として並列化され、企業そのものが売買の対象とされているのが現代の状況であろう。

これに関して、川合一郎の議論が重要である。川合一郎は米国における1950年代および60年代の状況や理論的な発展を分析し、「企業そのものが擬制資本化される」ことを論じている¹⁾。

また、佐合紘一 [1986b] は、19世紀後半の米国企業の財務政策の中で、資本の「水増し」政策とそれを正当化するための「収益力に基づいた資本化」（佐合の表現では「収益力理論」）という発想が生じてきたと論じている。当初は、南北戦争後の鉄道企業が資本を獲得するために資産の裏付けのない普通株を社債発行のボーナスとして発行し、その根拠として鉄道企業の将来の収益力という考え方が用いられた²⁾。それは、19世紀末の鉄道企業の再編成と、そこでの優先株と普通株の発行に受け継がれた³⁾。さらに、世紀転換期の第1次M&A運動期には、独占企業の設立と再資本化において、企業の収益力（独占企業の「格差利益」）の資本化がより積極的に行なわれた⁴⁾。

1) これについては、川合一郎 [1981b] 『川合一郎著作集 第四巻 戦後経済と証券市場』有斐閣、246-274頁、を参照。

2) 佐合紘一 [1986b] 『企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—』同文館、第1部第2章、24-47頁。

3) 佐合紘一 [1986b]、第1部第3章、48-71頁。

4) 佐合紘一 [1986b]、第2部第3章、123-144頁。

加えて、佐合統一 [2006] は「株式会社が一種の商品として売買された」と表現している⁵⁾。また、それは「将来の収益を資本還元した値を、企業あるいは資産の価値とみなすという評価方法が成立して」おり、商品としての企業の価格が求めることができたから可能であったと述べている⁶⁾。

以上の議論をまとめれば、19世紀の米国の財務政策の中で発展した「収益力理論」が第1次M&A運動と結びつき、「収益力の資本化」という価値評価に基づいて企業そのものが商品として売買されるようになったということになる⁷⁾。

世紀転換期の米国では、企業の「過大資本化」問題を中心に、「収益力」に関する議論が行なわれていた。例えば、Ripley, W. Z. [1914] や Ripley, W. Z. [1920] は、当時の米国の鉄道企業とその証券発行に関する分析を行なっている⁸⁾。また Journal of Accountancy [1907] でも、当時を代表する学者らが鉄道企業の証券発行について、それが「過大資本化 (over-capitalization)」なのかという問題について論じている⁹⁾。では、この時期の米国では、「収益力」に対してどのような議論が行なわれていたのであろうか。本稿では、当時の議論の中身について触れ、世紀転換期の米国において「収益力」および「収益力の資本化」がどのように考えられていたのかという問題について考察する。

本稿の構成は次の通りである。まず、第1節では、「過大資本化」問題に関するいくつかの意見を比較し、世紀転換期における「収益力の資本化」に関する議論を検討する。そこでは、企業証券の発行基礎として、実物資産ではなく収益力が重要とされた。ただ、企業ないし企業が発行する証券額が「収益力の資本化」によって求められるものの、様々な意見があった。また、資本化における意見の違いに影響していると思われる「資本」の定義に関して、Fisherの物的存在とVeblenの無形的存在という2つの反する考えを示す。次に、第2節では、第1次M&A運動について述べる。この時期のM&A運動は、米国における最初の大規模な企業の合併・買収の動きであった。水平的結合によって設立された巨大独占体には、設立後の競争の消滅による超過収益力が期待された。そのため、設立時点において、その超過収益力を前もって資本化し、多額の証券が発行された。中でも、1901年に設立されたU. S. スチールの資本化について考察し、もって世紀転換期における「収益力の資本化」について検討する。

5) 佐合統一 [2006] 「擬制資本化の展開—証券の擬制資本化から企業・資産の擬制資本化へ—」信用理論研究会編『現代金融と信用理論』大月書店、第4章第1節、146頁。

6) 佐合統一 [2006]、148頁。

7) また、佐合統一 [1997] では、「株価基準としての一株当たり利益や株価収益率 (PER) (株価÷一株当たり利益) では、配当も内部留保も株主のものであるとして株価形成に含められているが、こうした株価基準は、企業そのものの擬制資本化を反映したものである。企業合同運動の過程では、企業が商品として売買される。貨幣資本が企業合同を運動の対象にすることによって、企業収益を利子率で資本還元した価格が企業価値とみなされた。理論的には全利益を配当として支払ったときの株価に等しく、企業自身が擬制資本とみなされたことになる」と述べられている。佐合統一 [1997] 「擬制資本運動の展開に関する一考察」大阪市立大学『経営研究』第48巻第2号、14-15頁。

8) Ripley, W. Z. [1914], "Railroad Over-Capitalization," *Quarterly Journal of Economics*, 28, pp. 601-629; Ripley, W. Z. [1920], *Railroads: Finance and Organization*, Longmans, Green, and Co.

9) Journal of Accountancy [1907], "Railroad Over-Capitalization—A Symposium," *Journal of Accountancy*, Vol. 4, No. 5, pp. 327-349.

1. 「収益力の資本化」に関する所説の検討

1. いわゆる「過大資本化」問題

「資本化 (capitalization)」は既存証券の額面総額であり、簡単にいえば債券と株式の額面総額であると定義される¹⁰⁾。問題はこのときに企業がいくら証券を発行するかである。ここで証券の、とりわけ普通株の発行根拠として収益力が登場する。

収益力の登場に関して重要なのは、19世紀の鉄道金融と19世紀末の第1次M&A運動である。前者における資本化方法は社債と普通株、後者におけるそれは優先株と普通株であった¹¹⁾。

資本化の問題はいくら証券を発行するかという問題であるが、これは「過大資本化」という表現にも表われているように、発行額を何と比較するか、資本化の基礎を何とするかという問題である。資本化の基礎としては大きく分けて2つあり、1つは取得原価や再取得費用に代表される、実物資産の生産費である。もう1つは企業の収益力である。前者の発想の基礎にあるのは実物資産の根拠であり、実物資産の価値に対応した証券を発行すべきであると考えている¹²⁾。このような発想は特に鉄道や公益事業の料金決定においてしばしばみられるものであった。

2. 評価基準としての「収益力」

19世紀末の第1次M&A運動の中では、企業の収益力を基礎に大量の企業証券が発行された。これに対して、発行された証券が「過大」であるという問題が生じた。裁判所や公的な委員会（鉄道委員会や公益事業委員会など）は、「過大資本化」の問題に対して、証券発行額の比較基準を実物資産の生産費（取得原価や再取得費用）に求めた。これは、とりわけ鉄道や公益事業の適正料金の決定において実物資産の適正価値の評価方法として生産費を採用したことによる。これに対し、学者間では収益力

10) Glaeser, M. G. [1935], "Capitalization," Seligman, E. R. A., *Encyclopaedia of the Social Sciences*, The Macmillan Company, III, pp. 208-211; Dewing, A. S. [1919-1920], *The Financial Policy of Corporations*, The Ronald Press Company, pp. 3-7.

なお、「capitalization」について次のことに注意されたい。現代では、「capitalization」は割り引くことを意味する「資本還元」の意味で用いられているが、世紀転換期の米国では「資本還元」とは別に、企業の証券発行総額の意味でも用いられていた。そのことは、Glaeser, M. G. [1935]の定義に表われている。また、A. S. Dewingの *The Financial Policy of Corporations* の第1版 (Dewing, A. S. [1919-20]), 第2版 (Dewing, A. S. [1926], *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, The Ronald Press Company.), 第3版 (Dewing, A. S. [1934], *The Financial Policy of Corporations*, third revised edition, The Ronald Press Company.) までを比較すると、第1版では、企業の株式に関する部分で「capitalization」は企業の証券発行総額として議論されている。Dewingの中で評価理論 (Valuation) が初めて登場した第2版では、両方の意味で用いられているものの、証券発行総額に関する記述が減少した。第3版では、主として「資本還元」の意味で用いられるようになった。

但し、企業の証券発行総額の意味での「capitalization」は、いわば企業のバランスシートの右側の議論であり、それは現代の企業価値の議論とも関係すると思われる (翟林瑜の定義によれば、「企業価値とは、企業の株主資本と負債資本の価値の合計をいい、企業の株式時価総額と負債時価総額の合計に等しく、「理論的には企業価値は企業の生み出す将来のキャッシュフローの現在価値を意味」する。これについては翟林瑜 [2002]「企業価値」大月書店『金融辞典』95-96頁、を参照)。企業の合併・買収を20世紀の米国の特徴の1つであるとすると、「capitalization」の2つの意味とその後の企業価値評価と資本還元の結びつきは重要である。そのため、本稿では「capitalization」を「資本化」と訳して用いている。

11) 佐合紘一 [1986b], 第1部第3章, 第2部第3章。

12) 資本化の基礎に関しては、後述するT. Veblenの議論を参照。

を資本化の基礎とする考え方が広まっていた。しかし、この「収益力の資本化」の中身を見ると説によって内容が異なっており、必ずしも「収益力の資本化」というひとつの議論はできない。ここでは「収益力の資本化」を論じている所説を提示し、検討することを目的とする。

まず取り上げるのは、E. S. Meadeである¹³⁾。

Meade, E. S. [1903] の第16章では「過大資本化」の問題を取り上げている。Meadeによれば、「ある企業が過大資本化であるかどうかを決めるのに用いられるべき比較は、営業中企業 (going concern) としての価値と、その株式および債券の額面価値との関係である」¹⁴⁾。彼は「過大資本化」を、「企業証券の額面価値が利益に基づいた現実の価値を超過した状態である」と考えている¹⁵⁾。そのため、「企業の証券が額面価値で売られるとき、その企業は「適切に」資本化された」ことになる¹⁶⁾。

以上から、企業証券の価値、さらには企業価値は、企業の収益力によって決定されることがわかる。また、過大でも過小でもない適切な資本化が行なわれるときには、企業証券の額面が収益力を資本化した額と同一になる。

企業の収益力を基礎に企業の証券発行額が決定されるが、さらに収益力の変化に応じて証券発行額も変化しなければならないと考えている¹⁷⁾。まず適切な資本化を行なうためには、収益力を資本化した額に額面発行額を一致させ、収益力が増加するたびに額面発行額も増加させなければならない。例えば、利益率が10%で、配当率が5%のときに株価が100ドルとした場合、利益率が20%で配当率が10%になれば株価は180ドルにはなることになる。そしてもし額面を維持するのであれば、発行株数が収益力の上昇に伴い増加しなければならず、この場合には株数は2倍に増加し、その意味では100%の「水増し (watering)」が生じることになる¹⁸⁾。資本化の基礎を実物資産とするならば、この株式発行は明らかに水増しとなり過大な資本化が生じるということになるが、Meadeのように収益力を資本化の基礎とするならば、これは過大ではなく適切なものとなる。

Meadeの大きな特徴は、企業の資本化を企業証券の流通という観点から考えていることである。「収益力の資本化」が求められるのは、そのことが証券市場の安定性や発展にとって好ましいためである¹⁹⁾。また、Meadeの資本化問題においては、資産との関係が全く出てこないことも特徴的である。Meade自身は資本化の基礎としての実物資産については全く考慮していない。但し、Meadeは一定の配当性向を前提とした上で収益力を資本化の基礎としているため、その意味では配当額によって証券の価値が決定されるとも考えられる。

次に、W. H. Loughの議論を取り上げる。

Loughは20世紀初頭の財務論研究者である。彼の代表作は1909年に書かれた *Corporation Finance* と

13) Meade, E. S. [1903], *Trust Finance*, D. Appleton and Company. また、佐合紘一 [1991] 「過大資本の二つの側面—ヴェブレンとミードの資本概念—」大阪市立大学『経営研究』第42巻第1号、1-16頁、も参照。

14) Meade, E. S. [1903], p. 291.

15) Meade, E. S. [1903], p. 291.

16) Meade, E. S. [1903], p. 292.

17) 「この定義 (証券の額面価値が収益力を資本化した価値に一致すること—筆者による追加) は次の2つの実際上の事柄を意味する。1つは新しい企業はその収益力の保守的な評価に基づいて資本化されるべきであること、もう1つは利益の増加が保証されるときには資本も増加されなければならないこと、である。」(Meade, E. S. [1903], p. 292.)

18) Meade, E. S. [1903], p. 303.

1917年に書かれた*Business Finance*である²⁰⁾。しかしLough, W. H. [1909]では、資本化に関する詳しい議論を行っていない。Lough, W. H. [1917]では、資本化に関する章を設けて議論を行なっている。そこで、ここではLough, W. H. [1917]を取り上げて、「収益力の資本化」に関するLoughの議論をみてみよう。

Lough, W. H. [1917]は資本化の基礎として取得原価、再取得費用、収益力の3つを挙げているが、その中で最も好ましいのは収益力だとしている。彼の発想は次の通りである。まず、資本化が適正であるかどうかに関して、既存証券の額面、すなわち資本化額、が資産の実際の価値(actual value)に一致すれば、資本化は適正であると考えられる。次に、この資産の実際の価値を測る方法として、取得原価、再取得費用、収益力の3つを挙げる。取得原価と再取得費用は、特に無形資産の評価ができないために適した基礎にならず、他方で資産の購入はその資産から得られる収入が目的であるから、その価値は収益によって決定されると考え、収益力が資産価値を測る基礎となる。よって、資本化の基礎は収益力となり、期待される収益力を資本化比率で割り引いて計算された額が適正な資本化額になるのである²¹⁾。但し、「収益力の資本化」においては、理論上過大な資本化が必ず行なわれるということはないが、実際には必ず高い資本化額が計算されることになる。これは、分子としての収益力が将来の収益という自由な予想であり、分母としての割引率はリスクを考慮して市場利率よりも高かった

19) Meadeは、このような収益力を資本化の基礎とし、証券の額面価値と市場価値を一致させるという発想を薦める理由として、「①収益の増加に一致した証券の発行の増加により証券の価値がより安定し、その所有者がより広範に分散されること、②企業がより容易な条件で資金を調達することができること、③所有者にとって資産としての株式の価値が上昇すること」の3つを挙げている(Meade, E. S. [1903], p. 307.)。

1つ目に関して、収益の増加によって株式を発行すれば、株価が高額にならず額面近くで推移することになる。そうなれば、証券の購入者にとってはより小額での取引が可能になる。1単位の株価が700ドルだと、100株買うのに7万ドルの資金が必要になる。もし、高株価の代わりに株数の増額がなされれば、同じ資金で多くの銘柄を購入することができ、「投資家は全ての卵を1つの籠に入れるよりもより有利に自身の資金を運用できる」ようになる(Meade, E. S. [1903], p. 308.)。また、株価が高い場合には変動性も高くなるため、株価を額面に抑えることによって所有者を増やし、証券の価格も安定させることができる(例えば、スタンダードオイルの株価は、1901年の間、1月の始値796から、5月には840の高値を、12月には660の安値をつけ、8ヶ月の間に180ポイントも値下がりした。)(Meade, E. S. [1903], p. 308.)。

2つ目に関して、株価を額面付近の低い価格におさえることによって流動性が増し、企業が新規の資金調達をより容易に行なうことができる(「収益の完全な資本化による第2の優位性は、額面付近で売買される株式の方が高いプレミアム(高株価)で売買される株式よりも一般的に広範な市場があるという事実である」)(Meade, E. S. [1903], pp. 309-310.)。この広範な市場をもとに企業は資金調達が可能となる。一方、高株価の場合には市場が小さく、取引者が少ないため、新規の資金調達に応じることのできる投資家も少なくなってしまう。

3つ目に関して、所有者が分散され、流動性が高い株式は、価格が安定しており売却も容易なため、投資家にとって価値の高いものとなる。

以上、3つの根拠をもとにMeadeは「収益力の資本化」が最適であると考えられる。一方でこのような「収益力の資本化」が「期待された収益が決して実現されないような企業の株式や債券に投機的な大衆を殺到させた」という悪影響も認めている(Meade, E. S. [1903], p. 301.)。しかしそれ以上に、「収益力の資本化」が、低い株価や高い流動性、高い評価、資金調達の容易さ、株式の資産価値の安定性といった利点をもたらすことを評価し、そのような方法が適切であると考えている。

20) Lough, W. H. [1909], *Corporation Finance*, Alexander Hamilton Institute; Lough, W. H. [1917], *Business Finance*, The Ronald Press Company. なおLoughの財務論に関しては次の文献に詳しい。正木久司 [1970]「ウィリアム・H・ラフの企業財務論(1)」同志社大学『同志社商学』第21巻第5・6号, 58-94頁; 正木久司 [1971a]「20世紀初期のアメリカ財務論—ウィリアム・H・ラフの所説とその背景をめぐって—」経営史学会『経営史学』第5巻第3号, 51-80頁; 正木久司 [1971b]「ウィリアム・H・ラフの企業財務論(2)」同志社大学『同志社商学』第23巻第2号, 27-57頁。また、Bonbright, J. C. [1921], "Earning Power as a Basis of Corporate Capitalization," *Quarterly Journal of Economics*, 35, pp. 482-490, もあわせて参照。

21) Lough, W. H. [1917], pp. 173-175.

ものの、これもまた自由な予想に依存するためである。特に資本化を行なう企業としても銀行家としてもできるだけ多くの証券を発行したいために、まず資本化の基礎として実物資産ではなく自由な予想がたえられる収益力を選択し、さらに資本化の計算においても極力発行額が大きくなるように計算することによる。ある期待された収益力を基礎に適正な証券額を発行するのではなく、ある証券額の発行のために収益力を基礎とするというのが現実的であると考えられる。

以上の議論は、確かに「収益力の資本化」であるものの、中身を詳しくみると、証券の額面総額、いいかえれば企業価値は、資産の価値に一致することが求められる。そして、資産価値の評価において、「収益力の資本化」という発想が登場する。

さらに、T. Veblenを取り上げよう²²⁾。

まず、Veblenは資本概念に関して、歴史段階によって資本の概念も変化すると述べている。伝統的には、企業の資本化の基礎は物的な設備などの生産費であったが、そのような発想は共同出資や個人会社が支配的であったいわば自由主義段階においてのみ当てはまるものである。また、法律上における資本化の基礎の発想も未だに実物資産の生産費にとらわれている。それに対し、近代株式会社が支配的な独占段階における資本化の基礎は営業体としての企業の収益力になるのである²³⁾。

ここでは2つの点が重要である。1つは、伝統的発想である、資本化の基礎としての実物資産の生産費である。さらに、後述のVeblenのFisher批判に関して述べるように、物的な存在に執着している発想自体さえ自由主義段階においてのみ当てはまる概念である。しかし、法律上では、具体的には主として19世紀末から1920年代までの裁判所や公益事業委員会は、この伝統的発想から抜け出すことができないのである。もう1つは、独占段階における資本化の基礎としての収益力は、1つの営業体としての企業の収益力であるということである。

さらに、「収益力の資本化」によって求められる証券の市場価格は収益力、利子率、およびリスクによって計算されることになる。証券（ここでは普通株）の価格が、収益力を危険（リスク）を考慮した割引率（主として利子率）で資本化することによって表わされる。加えて、「過大資本化」問題にお

22) Veblen, T. [1904], *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons. (小原敬士訳 [1965]『企業の理論』勁草書房。) また、以下の文献も参照。小原敬士 [1958]「ソースタイン・ヴェブレンの貸付信用論」金融経済研究所『金融経済』第52号, 1-15頁; 小原敬士 [1962]「ソースタイン・ヴェブレンにおける「資本」の概念」一橋大学経済研究所『経済研究』第13巻第1号, 1-8頁; 佐合紘一 [1991], 1-16頁; 佐藤光宣 [1993]「ソースタイン・ヴェブレンの資本概念—論文「資本の性質I」をめぐって—」日本大学『日本大学経済学部経済科学研究所紀要』第18号, 99-111頁; 佐藤光宣 [1999]「ソースタイン・ヴェブレンの資本概念—論文「資本の性質II」をめぐって—」日本大学『日本大学経済学部経済科学研究所紀要』第27号, 67-79頁; 高哲男 [1979]「ヴェブレンの株式会社論—1—「企業の理論」研究」広島大学『広島大学経済論叢』第3巻第2号, 59-95頁; 高哲男 [1984]「ヴェブレン「企業の理論」研究—12—貸付信用と株式会社」広島大学『広島大学経済論叢』第7巻第4号, 149-194頁; Veblen, T. [1934], *Essays in Our Changing Order*, The Viking Press, Inc.

23) 「資本は、産業設備その他の(総)生産費の資本化額として語られてきた—これは、100年前の経済学にとっては意義があった見解である。しかし、株式会社金融が企業経営に浸透するようになってからは、このような見解はもはや諸事実を理論的に取り扱うべきでない、とくに役立つものではない。(中略)共同出資や企業の個人経営のような古いやり方のもとでは、資本化の基礎は、ある特定の会社が所有する物的設備の生産費であった。そして、共同出資や個人会社の方法がいまなお、広く行なわれているかぎり、そのようなことは、いまなお、とくに法律上 (*de jure*) の資本化の一般的方法であるかもしれない。しかし、企業の手続や企業上の概念が、近代株式会社(もしくは有限責任会社)のイメージによって形づくられるようになってからは、資本化の基礎はしだいに変わり、ついにその基礎は、いまではもはや、所有されている物的設備の生産費によってではなく、一つの営業体 (*going concern*) としての株式会社の収益能力 (*earning-capacity*) によってあたえられるようになる。」(Veblen, T. [1904], pp. 136-137. (訳, 109頁。))

ける「過大さ」の対象は、物的な資産ではなく収益力である²⁴⁾。

以上、資本の価値は収益力を基礎に資本化して求められる証券価格となる。では、なぜこのような収益力の資本化が必要となるのか。これについて、Veblenは企業資本の中心がのれんであるからと考えている²⁵⁾。のれんについて、Veblenは取引関係や営業権、特許、商標など多くの項目を挙げているが、それらの共通の特徴として非物質的な存在（無形資産）であることと格差利益を与えるという2つの性質を与えている。この2つの性質は、伝統的な資本化の基礎であった実物資産と異なるものである。実物資産の場合、それは物質的であり、また通常の利益を与えるものである。また、その評価方法も生産費というある確定した価格となる。それに対し、のれんの場合には、非物質的な存在であり、その格差利益を資本化して価値を計算することが必要になる。

とりわけ、のれんの価値が資本化して求められるのは、それ自体が何らかの確定した価格をもっていないことによる。格差利益をもたらすのれんの価値計算は、複数企業の合併や株式会社化において実際に生じるものである²⁶⁾。

例えば、複数の企業が合併することによって格差利益（独占利益）を獲得できれば、新企業はこののれんを資本化することができる。あるいは、既にのれんをもっている企業が株式会社化することによって、のれんを資本化することができる。このように、企業、特に株式会社の設立目的において、のれんの資本化が中心的になることで、のれんが企業資本の中心になるのである。

Veblenは企業証券の区別とのれんの関係の中で、のれんが企業資本の中心になると考えている。これは、企業証券が企業の実物資産を根拠とする優先株・社債と、企業の無形資産を根拠とする普通株の2つに分かれることによる。

「普通株は、典型的なばあいには、無形資産を代表するものであり、価値ある商標、特許、工程、

24) 「『過大資本化』は、もしそれが、現在の企業状態のもとで、なにものかを意味するとするならば、それは収益力に比べての過大資本化を意味するにちがいない。なんとなれば、それ以外に、それを比較するのが適切であるようなものは、なにもないからである。そして、収益力は変化し、また、それにもとづいて収益力が資本化される基準（利子率）もまた独立に変化する。(中略)営業中の企業としてのその株式会社にたいする一定的部分的分け前の買値は、それを、現在の割引歩合によって計量せられ、また危険を見込んだところの、その会社の仮想的な収益の資本化額と等しくするように変動する…。」(Veblen, T. [1904], p. 118. (訳, 95頁。))

25) 「このような収益力の資本化のばあいには、その資本化の核心は、その工場の生産費ではなくて、…その会社ののれんといわれるものである。(中略)きわめて種々の性質をもったいろいろな項目を、「のれん」という題目のもとにふくませることができる。しかし、それにふくめられる項目は、それらのものが「物質的でない富」「無形資産」であるという点で、多くの共通点がある。さらにつけ加えていえば、それは中でも、これらの資産は、その所有者だけに役立つのであって、社会にたいしては役立たない、ということの意味する。いっそう広い意味に解されたのれんは、確立された慣習的業務関係、正直な取引の評判、営業権や特許、商標、銘柄、特許権、版權、法律や秘密によってまもられている特殊工程の排他的な使用、特定の原料資源の排他的な支配といったようなものをふくんでいる。これらの項目はすべて、その所有者にたいしては格差利益をあたえるが、しかし、それは、社会にたいしては、なんら全体的利益をあたえるものではない。」(Veblen, T. [1904], pp. 138-139. (訳, 110-111頁。))

26) 「このようなのれんの資本化がもっともよく役立つようにおもわれるのは、工業会社のばあいである。(中略)共同出資会社や個人会社が株式会社に転換するばあいには、新会社は、それが取って代わった共同出資会社に以前から帰属していたのれんの全体を、なんらかの形式や名目のもとに取得するのが普通である。これと反対に、ある繁栄している共同出資会社や類似の個人会社が、上にのれんという言葉のもとに列挙したような項目の全てもしくは一部の形で、しっかりしたのれんの基礎をもっているようなばあいには、現代の企業上の必要が要請するその運命は、株式会社に昇格することである。その方法は単純に株式会社の形態へ転換することもあるし、あるいはまた、他の会社との企業合同によって、いっそう大きな法人組織をつくることもある。」(Veblen, T. [1904], pp. 140-141. (訳, 112頁。))

利権等々がその基礎となる。現在、会社が所有している資産や、今後、獲得すべき物的財産、有形資産はすべて優先株もしくはその他の債券によって代表される。」²⁷⁾

優先株（および社債）は企業の実物資産を根拠に発行され、その安定した配当（および利子）は企業の通常利益を背景とする。一方で、普通株は無形資産を根拠に発行され、その不安定な配当は企業の格差利益を背景とする。しかし、優先株は株式と債券の両方の性質をもっている。債券としての性質上、安定的な配当を受け取ることができる代わりに議決権はない。株式としての性質上、元本は返還されない。これにより、優先株は自身の根拠としての実物資産に対する権利を、のれんを根拠とする普通株に委ねることになる²⁸⁾。

このことから、企業資本の中心は普通株であり、普通株の根拠としてののれんとなる。この価値は収益力の資本化によって求められる。さらに、企業自身も合併や株式会社化などによってのれんの資本化を積極的に行なうようになると、のれんは企業資本の中心としてますます重要となる。

ところで、証券の市場価格は収益力の資本化によって計算されるが、これは最終的には証券の最終購入者の期待によって決定される²⁹⁾。市場における証券の取引者がどのように収益を予想するかによって証券価格は決定されるが、このことは、あらゆる資本が市場において取引されることによって無形資産化するという現象を引き起こす。

「市場にのせられるあらゆる資本は、…その予想収益力を基礎として評価や再評価の—すなわち資本化や再資本化の—無限の過程をあたえられるのであり、それによって、それらの資本はすべて、多かれ少なかれ、無形資産の性質を帯びる。(中略) 予想収益力の変化がもっとも直接に影響をあたえるのは、…のれんの要因にたいしてであり、そして、このような要因、がもっとも幅が広く、またもっとも自由な市場変動を示す。」³⁰⁾

市場では、あらゆる資本がその収益力を基礎に資本化されるが、その収益力は取引者の期待や予想であるために常に変動することになる。さらに、証券の根拠としての実物資産と無形資産の区別も不鮮明になってくる³¹⁾。

27) Veblen, T. [1904], p. 144. (訳, 114頁。)

28) 「(資本の構成要素という株式の性質と、安定的な配当率という債券の性質によって—筆者による追加) 優先株は、それが代表する財産の支配権を、普通の社債や不動産抵当貸付以上に有効に切り離す。その結果は、それが代表すると考えられる物的財産にたいする自由支配権を、その会社の普通株の所有者の手にうつすこととなる。その会社資本の自由支配権は、このようなやり方で、普通の信用証券を用いるばあいとまったく同じように有効に、その会社ののれんを代表すると考えられる普通株に托される。全資本の自由処分の権能は、無形資産を代表する証券に宿る。したがって、この意味で、近代株式会社の資本化額の中核は、普通株によって代表される非物的財産である。」(Veblen, T. [1904], p. 145. (訳, 115頁。))

29) 「資本の最後の取引者は、究極の利潤のために購買する。実際にはかれは、再び利益をえて売るために買う。かれが心にいだいている利益は、かれが取引をおこなう資本の予想収益から生まれる。」(Veblen, T. [1904], p. 152. (訳, 121頁。))

30) Veblen, T. [1904], p. 154. (訳, 123頁。)

31) 「資本市場では、取引の対象となる商品は、…証券によって代表される財産の予想収益力の資本化額である。この財産は、一部は有形資産、一部は無形資産であって、この二つの部類は、容易にはっきりと区別できない。」(Veblen, T. [1904], pp. 154-155. (訳, 123頁。))

19世紀末の第1次M&A運動においては、複数の企業を合併することによる格差利益が自発的に生み出された。また、1960年代のコングロマリットにおいては、企業そのものを売買することで、自社の予想収益力を数値上引き上げ、株価を上昇させるという取引が活発化した。このように、企業の業務目的そのものまで収益力それ自体を中心としたものになることで、のれんは企業資本の中心となるのである。

以上、Veblenの企業資本論についてみてきたが、ここでは資本化に関して述べよう。のれんの価値評価において、収益力を資本化することで求めた。そうすると、実物資産は伝統的な発想である生産費に結びつくことになりそうだが、Veblenによれば実物資産の価値も資本化によって求められることになる。Veblen自身は、実物資産の収益力は通常利潤率であり、それを超過する格差利益が無形資産の収益力として普通株の基礎となると述べている³²⁾。その一方で、実物資産と無形資産との区別が曖昧になれば、それらが生み出す収益力もまた曖昧にならざるを得ない。そうすると、資産の収益力は企業それ自体の収益力となりうる。そうなれば、資産の区別も収益力の区別もなくなり、企業それ自体が生み出す収益力を基礎に企業の価値が計算されることになる。その意味で、Veblenの理論は企業資本の中心が実物資産から無形資産へと変化することをとらえ、その区別も曖昧になることを指摘している。

3. 資本の性質と無形資産

次に資本の性質と収益力との関係の議論を考察する。これまで、資本化問題における「収益力の資本化」について所説を比較した。このような資本化問題と関連して、資本の定義においてもこの時代には2つの対立した説が存在した。1つは物的存在としての資本であり、I. Fisherを取り上げる³³⁾。もう1つは無形的存在としての資本でありVeblenを取り上げる。

Fisher, I. [1906] は富を「人間によって所有されている物体」と定義している³⁴⁾。すなわち、富は抽象的な所有と具体的な物体という2つの性質に分けることができる。また、富を所有するのはその富を現在において使用するだけでなく、将来に使用することも期待して現在所有することになる³⁵⁾。これにより、富の定義において時間の概念が登場することになる。次に、このことは資本と所得の区別に関係する。「資本が富であり所得は富がもたらすサービスである」とすれば、「ある時間の一瞬に存

32) 「いかなる時と所にも、多かれ少なかれ厳密に定義された、一般に承認される通常利潤率というものがある。それは、適正で、きちんと合法的なあらゆる企業に発生するはずのものと考えられる。このような利潤率の定義は、具体的、客観的な言葉では、ひじょうに変わりやすいものであるかもしれないが、しかしそれは、当事者によっては、実質的で一貫した性質のものであるとおもわれている。だから、かれらは多くのばあい、このような通常の利潤率を基礎として特定の企業に使われている財産を資本化するのである。(中略)ある特定の企業企画や設備は、現在の通常利潤率が保証するようなその収益能力のある倍数を基準として資本化される。」(Veblen, T. [1904], p. 88. (訳, 72-73頁。))

33) Fisherの理論については、以下の文献を参照。片桐伸夫 [1979] 「フィッシャーの所得概念とキャニングの利益概念について」駒沢大学『駒沢大学大学院商学研究』第10号, 93-125頁; 佐藤光宣 [1984] 「ソースタイン・ヴェブレンのフィッシャー経済理論批判—資本, 所得および利子の諸理論をめぐって—」日本大学『日本大学経済学部経済科学研究所紀要』第8号, 101-132頁; 中路敬 [1995] 「アーヴィング・フィッシャー『資本と所得の本質』の論理構造—体系的理解の手がかりを求めて—」熊本学園大学『熊本学園大学経済論集』第2巻第1号, 59-75頁。

34) Fisher, I. [1906], *The Nature of Capital and Income*, Macmillan, p. 3. (横山昌次郎訳 [1912] 『資本及収入論』博文館, 1頁。); 中路敬 [1995], 62頁。

35) Fisher, I. [1906], p. 22. (訳, 33-34頁。)

在する富のストックが資本と呼ばれ、「時間のある期間を通じたサービスのフローが所得と呼ばれる」ことになる³⁶⁾。具体的な例としては、「一国内の鉄道は資本であり、その鉄道が生み出す輸送や輸送を販売することからの利益は、その鉄道が生み出す所得」となる³⁷⁾。

富は抽象的な所有と具体的な物体に分けられると同時に、時間要素を導入して富のストックが資本であり、その資本から生み出されるサービスのフローが所得となるのである。では、所有と資本との関係、資本と所得との関係はどうなるのか。

まず所有（権）と資本の関係について、その関係を考えるためには「特定の所有権についてまず、その権利によって得られる便益つまり「サービス」を見つけ出し、その後そのサービスが得られる物的手段を見つけ出す」ことが必要となる³⁸⁾。所有権はサービスのフローを得ることができるが、そのフローは物的手段としての資本からもたらされる。富の具体的な形態としての物体はストックという資本に結びつき、富の抽象的な形態としての所有権はその資本から得られる所得に結びつくことになる。例えば、「鉄道会社の株式は、鉄道会社が「所有」する鉄道という「資本」に基づき、その鉄道という「資本」は輸送という「サービス」を生み出すことによって鉄道会社に利益をもたらすから、株式という所有権の証書は、利益の分配を受ける権利書ということになる」³⁹⁾。

次に、資本と所得の関係について、Fisher, I. [1930] は次のように述べている。

「資本の価値は、見積られたその将来の純所得の価値から算定しなければならないものであって、これに逆行する計算を行うべきものではない。(中略)所得はまさに資本財から派生するのである。しかし所得の価値は資本財の価値から派生するのではない。否これと反対に、資本の価値は所得の価値から派生するのである。評価は一つの人間的経過で、そのうちには先見ということが入っている。やがて来る所の出来事は、あらかじめその前徴を表わすもので、我々の評価は常に予想であるのである。」⁴⁰⁾

フローである所得はストックである資本からもたらされるのに対し、資本の価値はそこから生じる所得の価値から得られることになる。もっといえば、資本の価値はその生産費によってではなく、その資本から得られる将来の期待収益の価値によって決定されることになる⁴¹⁾。さらに、Fisherは所得価値から資本価値を求めるときの評価は予想であり、常に人間の主観によって影響されることを認めていることがわかる。

この資本価値と所得価値との関係において利子率が重要となる。すなわち、「利子率は所得価値と資

36) Fisher, I. [1906], p. 52. (訳, 79-80頁。)

37) Fisher, I. [1906], p. 53. (訳, 80頁。)

38) Fisher, I. [1906], p. 24. (訳, 37頁。)

39) 中路敬 [1995], 63頁。

40) Fisher, I. [1930], *The Theory of Interest*, Macmillan, p. 14. (気賀勘重・気賀健三訳 [1980]『利子論』日本経済評論社, 15頁。)

41) 片桐伸夫 [1979] は、Fisher, I. [1906] を引用し、資本価値が「その資本から生ずる将来の予想所得の価値によって決定され、全く過去の支配を受けない・・・すなわちどんなものの価値もその生産費によってではなく、ただその将来の用役によって決定される・・・。(中略) 現在価値の計算に入るものは、過去の支出ではなく、ただ将来の支出のみである (Fisher, I. [1906], pp. 188-189.)」と述べている。片桐伸夫 [1979], 105頁。

本価値とのリンクとして機能し、さらに、このリンクによって任意の所与の所得価値から資本価値を引き出すことが、つまり所得を「資本還元」することができる⁴²⁾。

Fisher, I. [1906] によれば「利子率というものは、…所得と資本の比率」である⁴³⁾。しかし、利子率は所得が永続的かつ定期的な比率で生じるとした場合の価値収益率（時間当たりのサービスの価値÷資本の価値）となる⁴⁴⁾。例えば、50年間にわたって年間1,000ドルの所得をもたらす家の資本価値は、利子率が5%の時には18,300ドルとなる⁴⁵⁾。すなわち、資本価値は利子率と所得価値の2つによって計算されることになり、かつその方法としては資本還元が用いられることになる。

以上、資本の定義に関するFisherの特徴は次の2つにまとめられる。1つは、資本に関して、資本の性質が物体という物的存在に限定されたことである。もう1つは、資本と所得に関して、資本は所得を生み出すのに対して、その資本の価値は、所得の現在価値によって計算されることになることである。Fisherは、資本価値の計算においてこの所得（いいかえればキャッシュフロー）の現在価値のみを考えており、伝統的な発想としての生産費を否定している。また、資本価値の計算においてその割引率として利子率が登場し、利子率によって所得と資本が結びつけられることになる。

Fisherが資本を物的存在であると考えていたのに対し、Veblenは資本（企業資本）を無形的存在であると考えていた。そのため、Fisherの物的存在としての資本という定義に対してVeblenは次のように批判している⁴⁶⁾。

Fisherは富の定義において具体的な物体としての資本と抽象的な所有権とに分け、所有権はその資本から生み出される所得と結びつけられている。このような物的な資本概念は伝統的な概念であるが、物的な性質を求めているために無形資産を資本概念から排除しており、「この点でアダム・スミスやデイヴィッド・リカード（David Ricardo）のそれと本質的に異なるところがない」のである⁴⁷⁾。これに対し、VeblenはこのようなFisherの概念にみられるような「企業資本や、その産業にたいする関係にかんする伝統的な理論的定式は、信用や近代的株式会社の方法が、経済界の第一級の重要事とならない前の、「貨幣経済」の時代におこなわれていた状況を基礎とするものである」から、当時の信用経済あるいは独占段階における資本の定義とはなれないとしている⁴⁸⁾。経済学上の概念がそのときの経済的背景を反映すべきである以上、独占段階における資本の定義が自由主義段階における物的な形態にとどまる必要はない⁴⁹⁾。Veblenは、独占段階における資本の中心は無形資産という金銭的な概念であ

42) Fisher, I. [1906], p. 202. (訳, 316頁。)

43) Fisher, I. [1906], p. 191. (訳, 299頁。)

44) Schumpeter, J. A. [1926] はFisherの利子理論に関して次のように述べている。「彼（Fisher）はあらゆる最終的消費から時間的に隔たっている財貨に対して利子を認めることになる。そしてそれらのすべての収益は「資本化」され、したがって利子形態によって表現することができるから、利子は所得の流れの一部ではなくて全体であるということになる。すなわち賃金は人間という資本の利子であり、地代は土地という資本の利子であり、そして他のあらゆる収益は生産された物的資本の利子である。」(Schumpeter, J. A. [1926], *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Aufl., pp. 305-306. (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳 [1977] 『経済発展の理論』岩波文庫, 163頁。))

45) 片桐伸夫 [1979], 103頁。

46) VeblenによるFisher批判については、佐藤光宣 [1984] を参照。

47) 佐藤光宣 [1984], 108頁。

48) Veblen, T. [1904], p. 134. (訳, 107頁。)

49) 「『資本』は現行の企業慣行において、それが半世紀前に相当する慣行において持っていたのと正確に同じ意味を疑いなく持っていない。また今から10年後の慣行において、損なわれず改良されないその現在の意味を維持しないであろう、と言ってもさしつかえない」(Veblen, T. [1934], p. 151, 訳に関しては、佐藤光宣 [1984], 109頁, を参照)。

と考えており、よって、資本概念から無形資産を排除し、資本を物質的性質に限定したFisherを批判するのである⁵⁰⁾。

その一方で、Fisherの(資本の)現在価値を将来の所得を資本化することによってのみ計算されるといふ発想はVeblenによっても批判されていないと考えられる。事実、Veblenは企業の資本の中心としての無形資産は、それを保有する企業に超過収益力を与え、これを資本化することによって資本価値が計算されると考えており、このこと自体はFisherの発想と違いがないともいえる。

4. 「収益力の資本化」の諸説間の不一致

本節で考察した所説はどれも「収益力の資本化」という発想がある。しかし、その中身をみると、同じ「収益力の資本化」という考え方でも異なることがわかる。

Meadeは企業証券の額面価値を収益力を資本化した市場価値と一致させることで、適正な資本化が行なわれると考えた。ここでは、収益力が証券発行額を決定する基礎となり、資産との関係は全く出てこない。ただ、Meadeの発想は、企業の収益力というよりも、一定の配当性向を前提とした上で収益力を資本化の基礎としており、その意味では配当額によって証券の価値(但し、この場合には、証券の価格ではなく、額面という一定価格でいくらの証券が発行されるかという問題)が決定されるとも解される。

Loughは収益力が企業の証券額を決定するとしているものの、それは企業証券の裏付けとなる資産の収益力が資産価値を決めるという間接的な発想である。資本化額は、資産との結びつきから収益力との関係をもつことができるにとどまる。

Veblenは、企業の資産として有形資産と無形資産とに分け、前者の通常利潤は優先株の、後者の格差利益は普通株の、それぞれ価値計算において資本化されるとした。

Fisherは、一方で資本の価値をそれから得られる所得の現在価値によって計算するという発想をもっているものの、もう一方でその資本は「物的な存在」に限定される。

以上の議論は全て「収益力の資本化」に関する議論である。ここでの結論は次の2つである。1つは、その諸議論が言葉としては同じ「収益力の資本化」やそれに近い表現を用いているものの、それらの中身は論者によって異なるということである。そのため、「収益力の資本化」という表現が登場したからといって、資本化の基礎として収益力が伝統的な実物資産に取って代わるわけではない。もう1つは、中身が異なるとはいえ、この時期に収益力という新しい評価基準が用いられるようになったことである。

そこで、次節では資本化の基礎としての収益力がどのような意味をもつのかということ、経済的な背景とあわせて考察する。具体的には、世紀転換期の米国で生じたM&A運動と企業の資本化について取り上げる。

50) 佐合は、MeadeとVeblenの議論を挙げ、世紀転換期の米国において擬制資本が真の「企業資本」であるという考え方が生じていたと述べている。佐合絃一 [1991], 1-16頁; 佐合絃一 [2006], 144-156頁。

II. 第1次M&A運動と「過大資本化」

1. 第1次M&A運動と独占企業の設立

世紀転換期の米国において、企業の合併・買収の活発な動きが生じた。これに先立つ動きとしては、19世紀後半におけるトラストの動きである。第2次産業革命による技術進歩の進展や固定資産額の巨大化という環境の中で、企業は競争の消滅による生き残りないし利益の増加を求めていた。しかし、トラストの動きはシャーマン反トラスト法などの政府による競争の推進と独占の禁止により、継続することができなかった。それでも企業の合併や買収、統合という方法が残されていたため、企業は競争関係にある他の企業と統合することで、新企業を設立し、競争の消滅と利益の獲得を可能とした。とりわけ、独立プロモーターや投資銀行は、企業の統合と新企業の証券発行に生じる金融利得を目的として、積極的に企業統合を推し進めた。

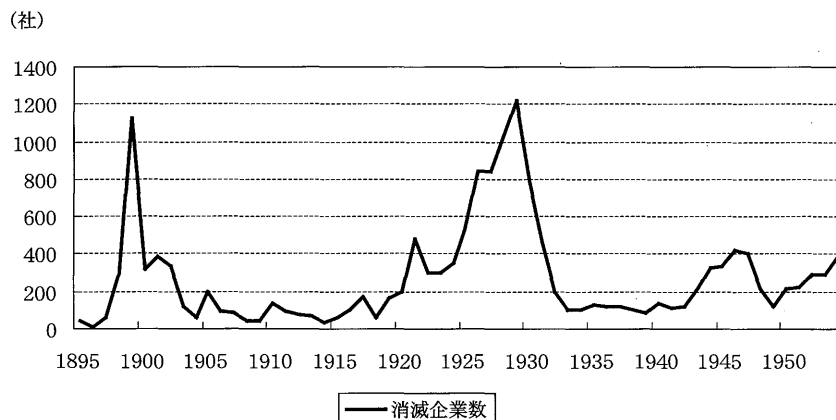
図1は、20世紀前半の米国における企業のM&A運動を示している。1895年から1905年にかけての時期が、第1次M&A運動期とされている。特に、1898年から1902年に及ぶ5年間は最も活発な時期である。第1次M&A運動期では、鉱工業部門において約2,600件のM&Aが行なわれたが、そのうち1899年単年で約1200件が生じている。

第1次M&A運動の特徴としては以下のことが挙げられる⁵¹⁾。

1つ目は規模の大きさである。合併によって集約された資本額をみると、1899年には約22億ドル、1901年には20億ドルとなり、この時期で最も合併が多かった1898年から1902年までの5年間では63億ドル以上の資本が集積されることになった⁵²⁾。

2つ目は水平的合併という性質である。この時期の合併の目的はその業界において独占的な地位を確立し、よって独占利益を獲得することであった⁵³⁾。そのため同じ産業に属する数多くの企業と統合

図1 米国における合併による消滅企業数（鉱工業部門 1895-1954年）



出所) Nelson, R. L. [1959], *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER, pp. 164-169, Table C-7, より作成。

し、独占的な新企業を設立するという方法がとられた。代表的な例がU.S.スチールである。また、代表的な産業としては、製鉄、石油、タバコ、鉄道などがある。

3つ目は、2つ目の特徴とも関係するが、1つの合併に関わる企業数の多さである。Nelson, R. L. [1959]によると、ある合併に参加する企業が2社から4社までの場合を買収 (acquisition), 5社以上の場合を統合 (consolidation) とすると、1895年から1904年までの時期における合併件数のうち、買収が約25%、統合が約75%であった。1905年から1914年までの時期では、買収が62.3%、統合が37.7%であったから、この時期の合併1件あたりの企業数の多さがよくわかる⁵⁴⁾。

4つ目は「過大資本化」である。この時期の合併は独占利益の獲得を目指し、主に合併プロモーターや投資銀行によって推進された。彼らの目的は、合併を行なうことによって得られる利益、具体的には新企業が新たに発行する証券、であったため、独占利益の期待を膨らませることで証券発行額の水増しを行なうことが必要不可欠であった⁵⁵⁾。これにより、膨大な証券、とりわけ普通株が発行されることになり、その資本化が適正であるか、何を資本化の基準とするのかという「過大資本化」問題が生じた⁵⁶⁾。

第1次M&A運動は以上のような特徴をもつが、それがよく表われているのがこの時期の合併を代表するU.S.スチールの設立である。次に、U.S.スチールの設立を簡単にみることで、第1次M&A運動の特徴を示したい。

2. 超過収益力に基づいた「過大資本化」

第1次M&A運動期の代表的な企業としてU.S.スチールの過大資本化を取り上げよう⁵⁷⁾。表1はU.S.スチールの資本化額とその過大性を示している。

表にある3つの資産評価額は、会社局 (Bureau of Corporations) が3つの方法で推定したもので

-
- 51) 第1次M&A運動に関しては、多くの文献があるが、以下の文献を参照。佐合紘一[1986a]「アメリカにおける巨大株式会社の形成と財務政策」大阪市立大学『経営研究』第36巻第5・6号, 153-172頁; Bunting, D. [1974], *Statistical View of the Trusts: A Manual of Large American Industrial and Mining Corporations Active Around 1900*, Greenwood Press.; Dewing, A. S. [1914], *Corporate Promotion and Reorganizations*, Harvard University Press.; Eis, C. [1978], *The 1919-1930 Merger Movement in American Industry*, Arno Press.; Lamoreaux, N. R. [1985], *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, Cambridge University Press.; Markham, J. W. [1955], "Survey of the Evidence and Findings on Mergers," National Bureau of Economic Research Inc., *Business Concentration and Price Policy*, Princeton University Press.; Nelson, R. L. [1959], *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER.
- 52) Markham, J. W. [1955] は、「おおざっぱに見積もって1887年から1904年までの合併活動の範囲は、1900年における製造業関係工場数および従業員の約15%に及んでいる」と述べている。Markham, J. W. [1955], p. 157. (訳については、村松司叙 [1973]『企業合併論』同文館, 18頁, を参照。)
- 53) そのほかの目的としては、合理化や技術の変化、規模の経済性などもあるが、Nelson, R. L. [1959] はこれらの目的は副次的な目的であったとしている。Nelson, R. L. [1959], pp. 71-106.
- 54) Nelson, R. L. [1959], p. 53. なお、1915年から1920年までで見ると、買収は86.1%、統合は13.9%となり、ますます合併1件あたりの企業数は少なくなっていく。
- 55) Dewing, A. S. [1914], によれば、有形資産を超過して発行された証券のうち、プロモーターには10%、銀行には10%が分配されていた。
- 56) 産業委員会の報告書によれば、1900年6月のセンサスに示された183の企業合併において、2147プラントの資産総額が14億5800万ドルであったのに対し、社債および優先株は12億8500万ドル、普通株は18億ドル発行されていた。*Final Report of the Industrial Commission*, Vol. 19, 1902, p. 616; 小林真之 [1998]『株式恐慌とアメリカ証券市場—両大戦間期の「パブル」の発生と崩壊—』北海道大学図書刊行会, 45頁。

表1 U.S.スチールの資本化額

(単位：ドル)

資本化額		過大資本化額
優先株	510,205,743	
普通株	508,227,394	
社債	384,413,680	
合計	1,402,846,817	
有形資産の合計額	676,000,000	726,846,817
有価証券の市場価格合計額	793,000,000	609,846,817
継承資産の合計額	682,000,000	720,846,817

出所) *Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, part 1, 1911, p. 14, 37, より作成。

ある。1つ目の有形資産の合計額は、被合併企業の優先株がその企業の実物資産を表わすとし、それに剰余金を加えたものおよび現金の払い込み額を合計したもののから計算されている⁵⁸⁾。2つ目の市場価格合計は、被合併企業の各証券の1899年から1900年までの平均市場価格に継承負債額と現金の払い込み額を合計したもののから計算されている⁵⁹⁾。これは他の方法とは異なり、普通株の市場価格も含まれるため、無形資産の価値も含まれることになるが、しかし結果としての合計額は他の方法のそれとそれほど大きな違いはなく、その意味では市場における評価にはある程度の信頼性ももてることになる。3つ目の継承資産の合計額は、U.S.スチールの設立において被合併企業から継承された資産の価値を合計したもののから計算されている⁶⁰⁾。以上3つの方法で計算した資産価値と資本化総額を比較すると、どの値でみても資本化額は過大であり、このことから会社局は、「これらの数字から、1901年時点でのU.S.スチールの約5億800万ドルの普通株全てはその根拠としての実物資産を全くもっておらず、また優先株の5分の1から5分の2というかなりの部分も同様に実物資産によって裏付けられていなかった」と結論付けた⁶¹⁾。

これに対して、U.S.スチール自身も会社局の3つ目の方法と同じように資産評価を行なっている。表

57) U.S.スチールに関しては、以下の文献を参照した。鎌田正三 [1982] 『アメリカ企業金融史』御茶の水書房；佐合絏一 [1980] 「U.S.スチール会社の独占体制と財務政策—1—」大阪市立大学『経営研究』第31巻第3号, 85-105頁；佐合絏一 [1981a] 「U.S.スチール会社の独占体制と財務政策—2—」大阪市立大学『経営研究』第31巻第4・5・6号, 145-161頁；佐合絏一 [1981b] 「U.S.スチール会社の独占体制と財務政策—3—」大阪市立大学『経営研究』第32巻第2号, 101-118頁；佐合絏一 [1986b]；高寺貞男・醍醐聰 [1979] 『大企業会計史の研究』同文館；溝田誠吾 [1973] 『Federal Steel Co. の形成過程 (上) —アメリカ鉄鋼独占体形成史 (II) —』立命館大学『立命館経営学』第12巻第3号, 1-57頁；溝田誠吾 [1974] 『Federal Steel Co. の形成過程 (下) —アメリカ鉄鋼独占体形成史 (II) —』立命館大学『立命館経営学』第12巻第5・6号, 81-130頁；溝田誠吾 [1982] 『アメリカ鉄鋼独占成立史』御茶の水書房；森泉 [1967] 「トラスト形成後のU.S.スチール会社の資本蓄積」北海道大学『経済学研究』第17巻第3号, 91-139頁；Cotter, A. [1916], *The Authentic History of the United States Steel Corporation*, Moody Magazine & Book ; *Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, Part 1, 1911.

58) 詳細な数値については、*Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, p. 19, を参照。

59) 詳細な数値については、*Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, pp. 19-21, を参照。

60) 詳細な数値については、*Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, pp. 21-36, 181-238, を参照。

61) *Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, pp. 37-38.

2 は、会社局とU.S.スチール社自身との評価の違いを示している。

会社局とU.S.スチールとの計算額の違いの中で最も大きいのは鉄鉱石の評価価値である。U.S.スチールの保有する鉄鉱石の埋蔵量は約700,000,000トンと推定されていた。また、1901年時点でのU.S.スチールの鉄鉱石の市場占有率は約44%であり、その独占的な状態から独占利益を獲得できるという推測から、鉄鉱石1トン当たり1ドルと見積り、よって鉄鉱石の評価額は700,000,000ドルと計算されたのである。

一方会社局は、この鉄鉱石は埋蔵されたものであり、将来その鉄鉱石を販売するときに受取ることのできるロイヤリティの現在価値から鉄鉱石の資産価値を推定した。当時のロイヤリティの金額は1トン当たり28セントであり、30年で鉄鉱石が枯渇するとした場合、割引率を6%とすると、その現在価値は約95,300,000ドルとなる。よって、鉄鉱石の評価額は100,000,000ドルと推定された。また、この鉄鉱石を取得するために使われた費用を見ると97,917,542ドル (Lake Superior Consolidated Iron MinesおよびOliver Iron Mining and Pittsburgh S. S. Co.に対して発行されたU.S.スチールの証券額) であり、これからも鉄鉱石の評価額は100,000,000ドルと推定された。このように、会社局はその実物資産それ自体の価値を計算したのに対し、U.S.スチールは独占状況を根拠に鉄鉱石の資産価値を過大に評価することによって、資本の水増しの根拠にしようとした。その意味では、U.S.スチールの企業資本は独占利益という将来の収益力を根拠にした。

結びに代えて

本稿では、世紀転換期の米国に焦点をあて、第1次M&A運動と「過大資本化」を題材としながら、当時の米国における「収益力の資本化」について分析した。第1次M&A運動では、企業の収益力を資本化して、それを裏付けとして多額の普通株を発行していた。合併プロモーターや投資銀行は、企業を統合し、独占企業を積極的に設立させた。そのときに、競争の消滅により生じる独占利益を期待し、

表2 実物資産価値評価における会社局とU.S.スチールとの違い

(単位：ドル)

資産	会社局の計算額	U.S.スチールの計算額	差額
鉄鉱石	100,000,000	700,000,000	600,000,000
工場	250,000,000	348,000,000	98,000,000
鉄道、船舶など	91,500,000	120,340,000	28,840,000
石炭、コークス	80,000,000	100,000,000	20,000,000
天然ガス	20,000,000	20,000,000	0
石灰石	4,000,000	4,000,000	0
現金その他	136,500,000	164,660,000	28,160,000
合計	682,000,000	1,457,000,000	775,000,000

出所) *Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, part 1, 1911, p. 36.

超過収益力とみなして資本化し、独占企業の設立時に普通株を発行した。裏付けとしての実物資産がなかったために「過大資本化」であると問題にされる一方で、投資銀行や経営者、当時の学者には「収益力」の観点から過大だとは考えない人々がいた。

第1節では、「収益力の資本化」に関する世紀転換期の諸議論について考察した。その結論は、当時の米国では、「収益力の資本化」に関する議論があったが、そこでの議論の中身は所説ごとに異なることであった。伝統的な評価基準としての「実物資産」に代わり、「収益力」が新たな基準になりつつあった。

第2節では、第1次M&A運動とそこでの「過大資本化」について、U.S.スチールの設立を例に考察した。第1次M&A運動は、19世紀後半のトラストとその禁止の流れに続く、最初の大規模な企業のM&A運動であった。企業は、水平的結合による競争の消滅と資本効率の上昇による収益の増加および安定を、プロモーターや投資銀行は独占企業の設立時に生じる創業者利得と手数料を、それぞれ求めていた。その代表的な企業であるU.S.スチールは、10億ドルを超える資本総額をもって設立された。その設立において、大量の普通株が将来獲得できると期待される「超過収益力」に基づいて発行された。

参 考 文 献

- 石崎昭彦 [1962] 『アメリカ金融資本の成立』 東京大学出版会。
- 小原敬士 [1958] 「ソースタイン・ヴェブレンの貸付信用論」 金融経済研究所『金融経済』第52号, 1-15頁。
- 小原敬士 [1962] 「ソースタイン・ヴェブレンにおける「資本」の概念」 一橋大学経済研究所『経済研究』第13巻第1号, 1-8頁。
- 片桐伸夫 [1979] 「フィッシャーの所得概念とキャッシングの利益概念について」 駒沢大学『駒沢大学大学院商学研究』第10号, 93-125頁。
- 鎌田正三 [1982] 『アメリカ企業金融史』 御茶の水書房。
- 川合一郎 [1981a] 『川合一郎著作集 第三巻 株式価格形成の理論』 有斐閣。
- 川合一郎 [1981b] 『川合一郎著作集 第四巻 戦後経済と証券市場』 有斐閣。
- 川合一郎 [1981c] 『川合一郎著作集 第六巻 管理通貨と金融資本』 有斐閣。
- 川合一郎 [1983] 「新しい証券市場論—信用制度と株式会社・擬制資本の展開と諸相—」 川合一郎編『現代信用論 (下) —現代資本主義の信用構造—』 有斐閣ブックス, 第12章, 199-214頁。
- 神戸大学経営学部有価証券研究センター編, 桂芳男 [1972] 『証券と資本主義』 千倉書房。
- 呉天降 [1971] 『アメリカ金融資本成立史』 有斐閣。
- 小林真之 [1994] 「「過大」資本化と資本の水抜き—1887~1929年のアメリカ産業大企業—」 北海学園大学『北海学園大学経済論集』第41巻第4号, 17-58頁。
- 小林真之 [1998] 『株式恐慌とアメリカ証券市場—両大戦間期の「バブル」の発生と崩壊—』 北海道大学図書刊行会。
- 翟林瑜 [2002] 「企業価値」 大月書店『金融辞典』 95-96頁。
- 佐合紘一 [1980] 「U.S.スチール会社の独占体制と財務政策—1—」 大阪市立大学『経営研究』第31巻第3号, 85-105頁。
- 佐合紘一 [1981a] 「U.S.スチール会社の独占体制と財務政策—2—」 大阪市立大学『経営研究』第31巻第4・5・6号, 145-161頁。
- 佐合紘一 [1981b] 「U.S.スチール会社の独占体制と財務政策—3—」 大阪市立大学『経営研究』第32巻第2号, 101-118頁。
- 佐合紘一 [1986a] 「アメリカにおける巨大株式会社の形成と財務政策」 大阪市立大学『経営研究』第36巻第5・6号, 153-172頁。
- 佐合紘一 [1986b] 『企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—』 同文館。

- 佐合紘一 [1991] 「過大資本の二つの側面—ヴェブレンとミードの資本概念—」大阪市立大学『経営研究』第42巻第1号, 1-16頁。
- 佐合紘一 [1997] 「擬制資本運動の展開に関する一考察」大阪市立大学『経営研究』第48巻第2号, 1-18頁。
- 佐合紘一 [2006] 「擬制資本化の展開—証券の擬制資本化から企業・資産の擬制資本化へ—」信用理論研究学会編『現代金融と信用理論』大月書店, 第4章第1節, 144-156頁。
- 佐藤光宣 [1984] 「ソースタイン・ヴェブレンのフィッシャー—経済理論批判—資本, 所得および利子の諸理論をめぐって—」日本大学『日本大学経済学部経済科学研究所紀要』第8号, 101-132頁。
- 佐藤光宣 [1993] 「ソースタイン・ヴェブレンの資本概念—論文「資本の性質I」をめぐって—」日本大学『日本大学経済学部経済科学研究所紀要』第18号, 99-111頁。
- 佐藤光宣 [1999] 「ソースタイン・ヴェブレンの資本概念—論文「資本の性質II」をめぐって—」日本大学『日本大学経済学部経済科学研究所紀要』第27号, 67-79頁。
- 高哲男 [1979] 「ヴェブレンの株式会社論—1—「企業の理論」研究」広島大学『広島大学経済論叢』第3巻第2号, 59-95頁。
- 高哲男 [1984] 「ヴェブレン「企業の理論」研究—12—貸付信用と株式会社」広島大学『広島大学経済論叢』第7巻第4号, 149-194頁。
- 高寺貞男・醍醐聰 [1979] 『大企業会計史の研究』同文館。
- 中路敬 [1995] 「アーヴィング・フィッシャー『資本と所得の本質』の論理構造—体系的理解の手がかりを求めて—」熊本学園大学『熊本学園大学経済論集』第2巻第1号, 59-75頁。
- 正木久司 [1970] 「ウィリアム・H・ラフの企業財務論(1)」同志社大学『同志社商学』第21巻第5・6号, 58-94頁。
- 正木久司 [1971a] 「20世紀初期のアメリカ財務論—ウィリアム・H・ラフの所説とその背景をめぐって—」経営史学会『経営史学』第5巻第3号, 51-80頁。
- 正木久司 [1971b] 「ウィリアム・H・ラフの企業財務論(2)」同志社大学『同志社商学』第23巻第2号, 27-57頁。
- 溝田誠吾 [1973] 「Federal Steel Co. の形成過程 (上) —アメリカ鉄鋼独占体形成史 (II) —」立命館大学『立命館経営学』第12巻第3号, 1-57頁。
- 溝田誠吾 [1974] 「Federal Steel Co. の形成過程 (下) —アメリカ鉄鋼独占体形成史 (II) —」立命館大学『立命館経営学』第12巻第5・6号, 81-130頁。
- 溝田誠吾 [1982] 『アメリカ鉄鋼独占成立史』御茶の水書房。
- 村松司叙 [1973] 『企業合併論』同文館。
- 森杲 [1967] 「トラスト形成後のU.S.スチール会社の資本蓄積」北海道大学『経済学研究』第17巻第3号, 91-139頁。
- Bonbright, J. C. [1921], "Earning Power as a Basis of Corporate Capitalization," *Quarterly Journal of Economics*, 35, pp. 482-490.
- Bunting, D. [1974], *Statistical View of the Trusts: A Manual of Large American Industrial and Mining Corporations Active Around 1900*, Greenwood Press.
- Commons, J. R. [1924], *Legal Foundations of Capitalism*, The University of Wisconsin Press. (新田隆信・中村一彦・志村治美訳 [1964] 『資本主義の法律的基礎 (上巻)』コロナ社。)
- Cotter, A. [1916], *The Authentic History of the United States Steel Corporation*, Moody Magazine & Book.
- Dewing, A. S. [1914], *Corporate Promotion and Reorganizations*, Harvard University Press.
- Dewing, A. S. [1919-20], *The Financial Policy of Corporations*, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. [1921], "Statistical Test of the Success of Consolidation," *Quarterly Journal of Economics*, 36, pp. 84-101.
- Dewing, A. S. [1926], *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. [1934], *The Financial Policy of Corporations*, third revised edition, The Ronald Press Company.
- Eis, C. [1978], *The 1919-1930 Merger Movement in American Industry*, Arno Press.
- Final Report of the Industrial Commission*, Vol. 19, 1902.
- Fisher, I. [1906], *The Nature of Capital and Income*, Macmillan. (横山昌次郎訳 [1912] 『資本及収入論』博文館。)

- Fisher, I. [1930], *The Theory of Interest*, Macmillan. (気賀勘重・気賀健三訳 [1980]『利子論』日本経済評論社。)
- FTC [1955], *Report on Corporate Mergers and Acquisitions*.
- Glaeser, M. G. [1935], "Capitalization," Seligman, E. R. A., *Encyclopaedia of the Social Sciences*, The Macmillan Company, III, pp. 208-211.
- Greene, T. L. [1897], *Corporation Finance*, Putnam.
- Hidy, R. W. and Hidy, M. E. [1955], *Pioneering in Big Business 1882-1911*, Harper.
- Hilferding, R. [1910], *Das Finanzkapital*. (岡崎次郎訳 [1982]『金融資本論』岩波文庫。)
- Journal of Accountancy [1907], "Railroad Over-Capitalization—A Symposium," *Journal of Accountancy*, Vol. 4, No. 5, pp. 327-349.
- Lamoreaux, N. R. [1985], *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, Cambridge University Press.
- Lough, W. H. [1909], *Corporation Finance*, Alexander Hamilton Institute.
- Lough, W. H. [1917], *Business Finance*, The Ronald Press Company.
- Markham, J. W. [1955], "Survey of the Evidence and Findings on Mergers," National Bureau of Economic Research Inc., *Business Concentration and Price Policy*, Princeton University Press.
- Meade, E. S. [1903], *Trust Finance*, D. Appleton and Company.
- Meade, E. S. [1922], *Corporation Finance*, revised edition, D. Appleton and Company.
- Nelson, R. L. [1959], *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER.
- Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, Part 1, 1911.
- Ripley, W. Z. [1914], "Railroad Over-Capitalization," *Quarterly Journal of Economics*, 28, pp. 601-629.
- Ripley, W. Z. [1920], *Railroads: Finance and Organization*, Longmans, Green, and Co.
- Schumpeter, J. A. [1926], *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Aufl. (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳 [1977]『経済発展の理論』岩波文庫。)
- Veblen, T. [1904], *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons. (小原敬士訳 [1965]『企業の理論』勁草書房。)
- Veblen, T. [1934], *Essays in Our Changing Order*, The Viking Press, Inc.