

A. S. Dewingにおける「企業の擬制資本化」の成立

宇土，至心

<https://doi.org/10.15017/3000414>

出版情報：経済論究. 129, pp.19-38, 2007-11-30. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：



A. S. Dewingにおける「企業の擬制資本化」の成立

宇 土 至 心

目次

はじめに

I. Dewingの評価論と「企業の擬制資本化」の理論的成立

1. Dewingの評価論とその変化
2. 企業評価と流動資産の取り扱い
3. 企業そのものという考え方
4. 唯一の評価基準としての収益力

II. 「企業の擬制資本化」の理論的成立に影響した経済的背景

1. 産業企業の成長と流動資産の重要性
2. 第2次M&A運動と垂直的結合
3. 株式ブームと証券発行

III. 株価の変動と収益力の関係について

結びに代えて

はじめに

現代における企業のM&A（合併および買収）の動きは活発であり、近年ではその規模および範囲が大きく拡大している。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。日本もこうした世界的な動きの中で、2000年以降にはM&A件数が急激に増加している。M&Aに関して重要な点は、企業がリターンという観点から売買の対象となることである。また企業評価に際して、企業の収益力が重視されることである。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、企業もリターンに基づいて価値が求められる。そのことは、企業さえも、株式や債券といった金融資産と同様に、単なる投資対象として並列化されることを意味している。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。

こうした状況に先立ち、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観察し、とりわけMM理論の理論的な特徴に関して、「企業そのものが擬制資本化される」ことを論じている。ただ、彼は擬制資本の本質を譲渡可能性と不労所得に求めており、企業がその生み出す利益の資本化によって価値評価され売買されるという「企業の擬制資本化」はあくまでも「観念的」なものであるとした¹⁾。しかし、近年のM&Aの活発さや擬制資本に関する議論の流れをみると、まさしく不労所得でないものがどのように資本化されるようになったのかという点が重要である。そのためには、（不労所得ではない）利益を生み出す企業がその収益力の資本化によって評価される考え方がどのよ

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。

うに現われてきたのか、という問題を設定することが必要である。

本稿では、A. S. Dewing の評価論に生じた理論的な変化を指摘することによって、川合のいう「企業の擬制資本化」が理論的に成立したことを示す。またそのような変化に影響した背景として、1920年代の第2次M&A運動や株式ブームについて考察する。さらに、1920年代の株式ブームに関して、企業価値（普通株価）が配当・利益・資産とどのような関係にあるのかについても考察し、理論的にも現実的にも当時の米国において「企業の擬制資本化」という現象が生じていたことを示す。

1. Dewingの評価論と「企業の擬制資本化」の理論的成立

1. Dewingの評価論とその変化

Dewingの著書*The Financial Policy of Corporations*は、5版まで版を重ねている。まず、1919年から20年にかけて第1版が著され、第2版が1926年に、第3版が1934年に、第4版が1941年に、最後の第5版が1953年にそれぞれ出版されている。本書が伝統的財務論の代表的著作とされていること、加えて20世紀前半の主要な時期に改訂されていることからして、本書の内容とその変化を分析することで、当時の米国における一般的な考え方を概観することができると思われる²⁾。

第1版から第5版にわたる変化の中で最も重要なことは、第1版では扱われていなかった評価(Valuation)に関する議論が第2版で登場し、その後も重要な項目として論じられたことである。すなわち、第2版で発起(Promotion)に関する議論の一部として初めて登場し、第3版では内容の充実によって1つの独立した編へと拡大された。第4版では評価と発起は1つの編へとまとめられたが(Valuation and Promotion)、内容としては独立しており、第2版のように評価が発起の一部として扱われることはなかった³⁾。とりわけ、第2版と第3版での評価論の内容変化はDewingの企業評価論において重要な意味をもっている。以下では、第2版と第3版との間の評価論の変化について考察する。第2版では企業評価において流動資産と収益力との関係が不完全であったものが、第3版では流動資産も収益力の資本化に結び付けられるようになった。このことは、企業そのものという側面が前面にあらわれることで、企業そのものがその収益力の資本化によって価値評価されることを意味する。これは、川合のいう「企業の擬制資本化」の理論的成立であると考えられる。

2. 企業評価と流動資産の取り扱い

第2版では、Dewingは企業評価が「既存企業の取得による新規企業の設立だけでなく、既存企業が競争相手の企業を取得し、統合企業を設立するとき」にも必要となると述べており、発起の一部とし

2) 以下、「第2版」といった版番号を示すことがあるが、これはDewingの*The Financial Policy of Corporations*の各版を意味する。すなわち、第1版はDewing, A. S. [1919-20], *The Financial Policy of Corporations*, The Ronald Press Company, 第2版はDewing, A. S. [1926], *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, The Ronald Press Company, 第3版はDewing, A. S. [1934], *The Financial Policy of Corporations*, third revised edition, The Ronald Press Company, 第4版はDewing, A. S. [1941], *The Financial Policy of Corporations*, fourth edition, The Ronald Press Company, 第5版はDewing, A. S. [1953], *The Financial Policy of Corporations*, fifth edition, The Ronald Press Company, を表わす。

3) 評価論に関する、第4版と第5版との間の特筆すべき変化は見られない。

て評価に関する議論を取り上げた⁴⁾。また、具体的な例として、鉄道や公益事業の適正な料金決定に関して企業価値の評価の必要性を挙げている⁵⁾。1910年代後半から1920年代前半の公益事業のM&Aブーム・持株会社化が影響している。

これに対して、第3版では「第2編 評価」となり、4章からなる1つの独立した編へと拡大された。Dewingは、企業の発起時、再資本化や権利の再配分、企業の合併・統合、さらには企業の倒産時に企業評価が必要となるとしている。このことは、企業評価が単に企業の発起時においてのみ扱われるものではなくなったことを示している⁶⁾。1920年代後半における第2次M&A運動と、大恐慌以後の企業の倒産・再編成という背景から、企業評価がますます重要な問題となった。

Dewingは、企業を構成する要素として流動資産 (quick assets)、固定資産 (fixed assets)、(無形資産を表わす) 経営 (management) の3つを挙げている。

第2版では、流動資産は現金への交換容易性によって、固定資産と経営はあわせて収益力の資本化によって、それぞれ計算された。簡略に記述するならば、

$$\begin{aligned} \text{企業価値} = & (\text{固定資産} + \text{経営の価値}) \sim \text{収益力の資本化により計算} \\ & + \\ & (\text{流動資産の価値}) \sim \text{現金への交換容易性により計算} \end{aligned}$$

という関係になる。「収益力 (earning power) が企業価値の評価基礎となる」と述べているものの、次のような問題点がある⁷⁾。すなわち、収益力は一方で企業価値の基礎であるものの、流動資産の価値評価には関係しないのである。収益力は企業の純利益でありながら、それは企業の固定資産と経営の価値を計算するための基礎にしかない。

この欠点は第3版で次のように修正された。企業活動に最低限必要な流動資産、固定資産、経営の3つの要素全てが収益力の資本化によって計算され、それに必要額以外の流動資産 (例えば過度の現金など) を現金への交換容易性によって計算された額が追加されることになったのである。簡略化して記せば、

$$\begin{aligned} \text{企業価値} = & (\text{流動資産} + \text{固定資産} + \text{経営の価値}) \sim \text{収益力の資本化により計算} \\ & + \\ & (\text{必要以上の流動資産の価値}) \sim \text{現金への交換容易性により計算} \end{aligned}$$

4) Dewing, A. S. [1926], p. 258.

5) ただし、Dewingは適正な料金決定という観点からの評価の場合には、その企業の物的な資産が評価基礎となるために、このような観点からの議論は行なわないとしている (Dewing, A. S. [1926], p. 259.)。

6) さらに重要なことは、第3版の序文で、企業の社会的な存在としての重要性について触れていることである。1920年代後半の株式ブームとその後の大恐慌によって、企業は社会一般的にその存在意義を高めた。これは、第4版において企業それ自体の発展過程や組織形態の違いを扱う章 (第1編第1章「法人」および第2章「企業組織の形態」) の新設へと発展した。

7) Dewing, A. S. [1926], p. 264.

と表わすことができる。これにより企業の収益力は、企業の3つの構成要素の計算の基礎となり、まさしく企業価値の評価基礎となる。

3. 企業そのものという考え方

Dewingの評価論の大きな特徴の1つは、企業の評価主体として事業家あるいは経営者 (business man)の視点から企業評価を論じていることである。これは、Dewingの評価論に影響を与えたBadger, R. E. [1925]と大きく異なる。そのため、第2版の内容はBadger, R. E. [1925]に多くを負っているものの、

「事業家は収益力を買うのであり、物的資産を買うのではない (He (business man) is buying earning capacity and not physical assets.)」⁸⁾

と述べる一方で、

「投資家は企業を買わない、彼はただ企業の株式を買うにすぎない (The investor does not buy a business; he buys only a share of a business.)」⁹⁾

と述べており、根本的な違いが生じている。事業家あるいは経営者が企業の収益力を重要視していること、企業の買収が収益力の獲得を目的としていることから、企業価値が収益力に基づいて評価されることになる。

このような見方は、前述の企業の構成要素と収益力の関係の変化をもたらす。第3版において、Dewingは公益事業の合併・買収においては、多くの場合、収益力の資本化額に流動資産の価値を追加して企業価値が決定されていたこと、加えてそのような公益事業以外の企業では、流動資産が企業の重要な構成要素であり、収益力の資本化とは切り離すことができないこと、を述べている¹⁰⁾。

4. 唯一の評価基準としての収益力

第2版では、企業の性質や事業内容の区別といったものは特にないが、内容をみれば、主として公益事業が例示的に対象とされているように思われる。例えば、収益力の資本化比率の箇所では、水道会社や電燈会社、鉄道会社、製鉄会社の数値が挙げられているし、企業評価方法の具体例としてはガス会社の評価が取り上げられている。

第3版においては、「第2編 評価」という1つの独立した編として取り扱われることになる。この第2編は4つの章からなる。第1章では評価の基本的な考え方、第2章と第3章では産業企業の評価と具体例の考察、第4章では公益事業の評価、を扱っている。

8) Dewing, A. S. [1926], p. 264.

9) Dewing, A. S. [1926], p. 276.

10) Dewing, A. S. [1934], p. 136.

第3版では、評価対象を企業の性質別に不動産、銀行、産業企業、公益事業の4つに分けているが、これらの評価方法は、産業企業は別として、一見すると収益力の資本化という方法が使用できないようにみえる。不動産の場合には、土地の理論的な収益力と建物の取得コストが重要になる。銀行の場合には、資産および負債の大部分が現金あるいは換金性が高い性質をもっている。産業企業の場合には、基本的に収益力に基づいた価値をもつことになる。公益事業の場合には、利益は資産のコストによって制限される。しかし、結論としては、Dewingはどのような企業も収益力の資本化をもとに評価すると考えている。

このことを端的に示しているのが、産業企業の評価方法の具体例を示した第3版の第2編第3章である¹¹⁾。ここでは2つの事例を挙げて、産業企業の評価をどのように行なえばよいのかについて書かれている。注目すべき点は次の2つである。1つ目は、企業価値の評価にあたり、資産の取得費用や再取得費用といったものは全く考慮されず、収益力の資本化によって企業価値を求めている点である。2つ目は、例えば優先株と普通株を発行している企業の評価においては、まず収益力の資本化によって企業全体の価値を求め、そこから優先株の（額面）総額を差し引き、その残りから普通株の価値を求めている点である¹²⁾。収益力から求められる企業の価値が先にあり、そこから優先株と普通株の価値が決定される。このことは、無形資産と有形資産の区別から優先株と普通株について議論する考え方（例えば、Badger, R. E. [1925] や Veblen, T. [1904]）とは、理論的に大きく異なっている。Dewingの第3版では、企業そのものを収益力に基づいて価値評価するという、企業そのものと収益力の資本化との直接的な関係を純化した理論となっている。これは、「企業の擬制資本化」の理論的な成立であるといえよう。

このような第3版における「企業の擬制資本化」の理論的成立、および第2版と第3版の理論的な変化は、なぜ生じたのか。それは当時の、1920年代後半から1930年代初めにかけての経済状況に求めることができよう。Dewingの考え方の変化の背景にはどのようなものがあったのかについてみるのが、次節である。

II. 「企業の擬制資本化」の理論的成立に影響した経済的背景

Dewingの第2版と第3版における最大の違いは、企業価値の評価方法と収益力の関係であった。企業価値の評価において流動資産を収益力の資本化の対象とするのかどうかという論点は、「企業の擬制資本化」にとっては極めて重要な点であった。では、なぜ第2版と第3版との間にこのような理論的な変化が生じたのか。ここでは、次の3点が重要であると考えられる。1つ目は1920年代の米国の産業企業の成長、2つ目は第2次M&A運動、3つ目は株式ブームとの関係、の3つである。

11) Dewing, A. S. [1934], pp. 178-198. なおこの章のタイトルは、“Practical Application of the Theory of Valuation to Individual Corporations: Two Concrete Cases Considered”となっている。

12) 例えば、Dewing, A. S. [1934], p. 186, を参照。

1. 産業企業の成長と流動資産の重要性

第2版において、主に公益事業の評価が議論された背景としては、1910年代後半から1920年代前半にかけての公益事業のM&A運動と持株会社の設立が挙げられる。例えば、電力生産量でみると、1924年時点の電力生産量の約4割が7つの持株会社によって支配されるようになった。また、持株会社の支配下にある企業の占める割合は6割にもおよび、この時期の公益事業のM&A運動が大きなものであったことがわかる¹³⁾。

このような公益事業のM&A運動の主たる目的は新たな需要の創出と生産コストの低下であったが、公益事業を買収し傘下にいれることで、持株会社全体の収益を高め、それをもとに持株会社の株式が積極的に発行された。公益事業の買収は持株会社という新たな企業の設立(あるいは株式の発行)を生じさせた。そのため、第2版の評価論は、発起の一部として登場することになったと考えられる。また、公益事業の資産構成上、流動資産はごく僅かなものであり、Dewingの評価論において流動資産が「収益力の資本化」とは別に評価されることになった。

1920年代に入ると、産業企業(industrial company)が成長してくる。自動車企業や卸売・小売企業などが代表的である。

例えば、ニューヨーク証券取引所に上場する株式の産業別の構成変化をみると、1919年から1930年にかけて、鉄道株は84銘柄から64銘柄へと減少した。それに対して、公益事業株は24銘柄から38銘柄へと増加した。産業株は262銘柄から592銘柄へと大幅な増加となった。また、時価総額に占める割合をみると、鉄道株は約41%から13.7%へと大きく低下した一方で、公益事業株は10.3%から19%へ、産業株は約36%から59%へと上昇しており、産業株の成長が顕著である¹⁴⁾。

さらに、総生産高に占める製造業の割合をみると、1929年価格ベースで、1889-1899年間では21.1%であったものが、1919-1929年間では23.8%と上昇している。この割合は、1953年には29.6%にまで上昇している¹⁵⁾。

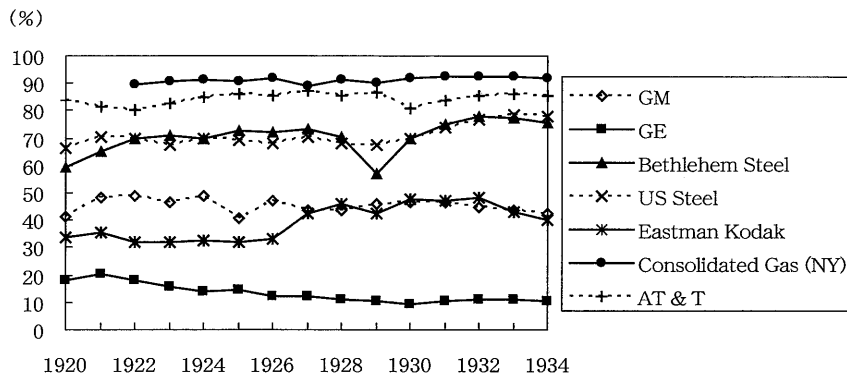
これらの産業企業の資産構成は、公益事業とは異なり、流動資産の割合が大きかった。例えば、GM(General Motors)の1929年末の資産総額は約1,324百万ドルであったのに対し、流動資産は約368百万ドルと30%弱を占めた。同じくGE(General Electric)の1929年末の資産総額は約515百万ドルであったのに対し、流動資産は約280百万ドルと過半を占めていた。図1は1920年から1934年までの、主要企業の総資産に占める固定資産の割合の推移を示したものである。最も高い比率を示しているのはConsolidated Gas(NY)とAT&Tであり、総資産の80%から90%が固定資産で占められていた。前者はガス会社であり、後者は電信電話会社であり、どちらも公益事業会社である。それに続くのはBethlehem SteelとUS Steelであり、60%から70%を示している。GMおよびEastman Kodakは30%から40%を示している。これらから、産業企業においては総資産に占める固定資産の割合が、公益事業会社と比べて、低いことがわかる。産業企業の成長により、流動資産の重要性が無視できなくなり、第3版

13) 西川純子 [1980]『アメリカ企業金融の研究—1920年代を中心として—』東京大学出版会、277-278頁。

14) 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、116頁。

15) Kuznets, S. [1971], *Economic Growth of Nations: Total Output and Production Structure*, Mass, pp. 160-161, table 22.

図1 総資産に占める固定資産の割合（単位：％）



注) 固定資産に含まれるものは企業および時期によっても異なるが、土地、建物、設備、機械等が該当する。
出所) *Moody's Manual of Investments* 各号より作成。

のような変化が生じたと思われる。

2. 第2次M&A運動と垂直的結合

1920年代後半において第2次M&A運動が生じてくる。アメリカにおける大規模な合併運動には大きく分けて4つの時期がある。1つ目は19世紀末の1890年代から1900年代の時期であり、多くの独占企業が登場することとなった。2つ目は1920年代、特に1920年代の中頃から大恐慌までの時期であり、株式ブームを背景に関連する企業の合併が盛んに行なわれた。3つ目は1960年代後半の時期であり、関連のない企業の合併いわゆるコングロマリットが登場した¹⁶⁾。4つ目は1970年代から現在に至る時期であり、規模の巨大化、範囲の拡大（産業間および国家間）、金融手法の活用（LBO、ジャンクボンドなど）などが特徴である。

合併件数は、第1次M&A運動以後は停滞しており、1910年代後半に幾分増加するにとどまっている。これが1920年代に入ると徐々に増え始め、とりわけ1925年から1931年までの期間では、合併件数は5,846件となり、合併件数に関しては第1次M&A運動時の約2倍となっている。表1は、第1次M&A運動期と第2次M&A運動期にあたる10年間の推移を示している。また、図2は、1895年から1954年までの、鉱工業部門における消滅企業数の推移を示している。これらをみても、第2次M&A運動が第1次M&A運動と比較しても、十分に大きなものであったことが伺われる。以下、第2次M&A運動の特徴を示すと以下のようなになる。

16) 村松司叙 [1987]『合併・買収と企業評価』同文館、3-9頁。なお村松は1970年代から現在に至る時期を4つ目の合併運動の時期としているが、4つ目のM&A運動に関しては、その特徴や時期区分に関して議論が分かれている。とりわけ重要なのは、1980年代を境に第4次M&A運動と第5次M&A運動に分けるか否かであろう。第3次M&A運動までに関しては、議論が一致しているように思われる。

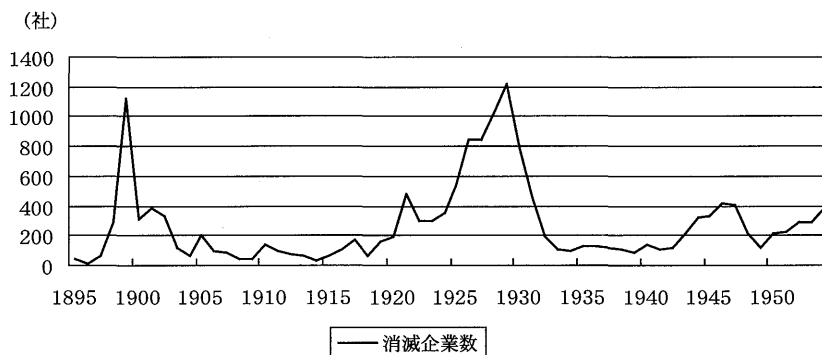
表1 米国における合併による消滅企業数の変化（鉱工業部門）
第1次M&A運動期 第2次M&A運動期 大戦後

年	合併件数	年	合併件数	年	合併件数
1895	43	1921	487	1945	333
1896	26	1922	309	1946	419
1897	69	1923	311	1947	404
1898	303	1924	368	1948	223
1899	1,208	1925	554	1949	126
1900	340	1926	856	1950	219
1901	423	1927	870	1951	235
1902	379	1928	1,058	1952	288
1903	142	1929	1,245	1953	295
1904	79	1930	799	1954	387

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

参考) 村松司叙 [1973]『企業合併論』同文館, 14頁, 表2-1。

図2 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) 表1と同じ。

まず、第1次M&A運動が水平的結合が主であったのに対して、第2次M&A運動では垂直的結合が主となっている。同じ産業の企業ではなく、その企業の製造工程の川上や川下の産業に位置する企業と合併することが目的であった。そのため、第1次M&A運動期のような独占利益を期待することはできない。また、自社の製品とは異なる製品を製造する企業と合併するという同心円的合併もこの時期から増加している。合併形態の推移をみると、1920年では水平的合併が約55%、垂直的合併が約45%であったが、1930年になると前者は60%、後者は35%、同心円的合併は5%となっているが、水平的合併の割合はこのときをピークに、その後は同心円的合併、さらには1940年頃からコングロマリットの合併がその割合を増加させている¹⁷⁾。つぎに、合併1件当たりの企業数が少ないと推測される。第2

17) 村松司叙 [1973]『企業合併論』同文館, 28-31頁。

次M&A運動の規模に関する研究がないために実際の数値は定かではないが、1895年から1920年までの合併1件あたりの企業数の減少傾向はこの時期においても続いたのではないと思われる。また、第1次M&A運動が鉄道企業や重化学工業といった産業におけるものであったのに対して、第2次M&A運動は自動車産業や小売業といった、より規模の小さな産業におけるものであった。そのため、合併が必ずしも超過利益を確実にもたらすことを期待できないことに加えて、合併によって必ずしも新規企業が設立されるわけではなく、企業活動において企業の買収、そのための企業価値の評価が必要となったと考えられる。

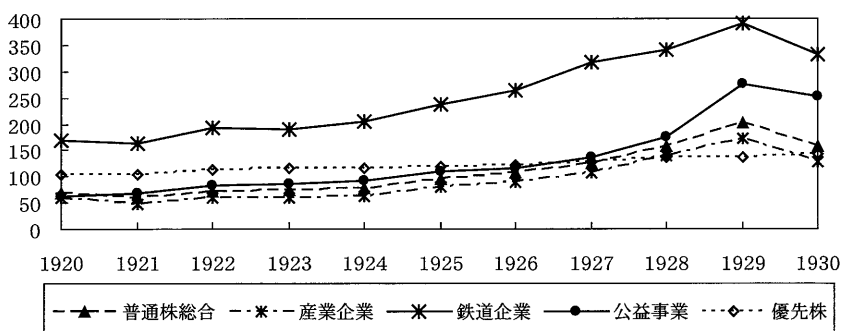
3. 株式ブームと証券発行

1920年代には株式ブームが発生し、それに伴い証券の発行も急増した。図3は、1935年から1939年にかけての株価を100とした場合の、株価の推移を示している。それをみると、普通株、とりわけ産業企業および公益事業会社の普通株の上昇が顕著である。産業企業の普通株は1920年から1929年にかけて約2.9倍上昇し、公益事業会社の普通株は同約3.3倍上昇した。普通株全体でも、1929年の高値では約1.5倍の上昇を達成している。

このような株式ブームを背景に1920年代の米国では新証券の発行も増加した。図4によれば、1920年から1929年の10年間で新証券の発行は約2.8倍にも増加した。これらの証券の多くは新資本の獲得が目的であり、約80%を占めていた。企業の新証券の発行をみると、大半を社債発行に依存しているものの、1928年と1929年には株式ブームを背景に普通株の発行が大幅に増加した¹⁸⁾。

さらに、重要なことは、この時期に証券発行によって調達された資本の約3分の1は、他企業の買収に用いられていたことである。表2は、1927年から1929年までに発行された新規証券発行額と、その目的別の割合を示している。公益事業では新規に発行された証券のうち約38%が買収目的に用いら

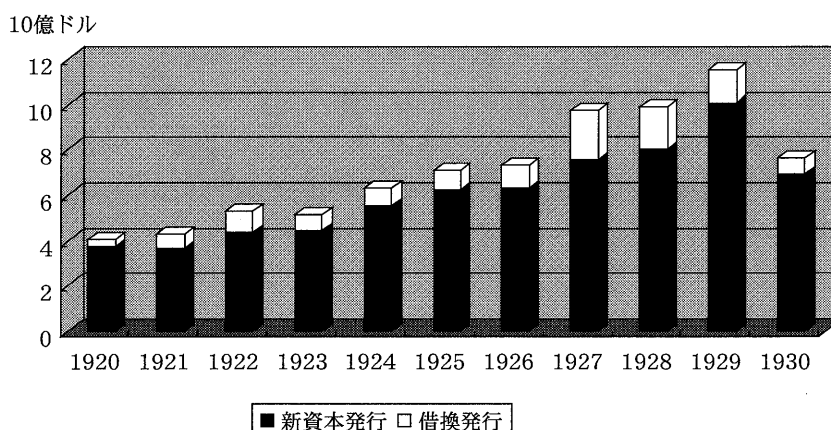
図3 1920年代における株価指数の推移
(1935-1939年を100とした場合)



出所) Federal Reserve System [1943], *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*, p. 479, より作成。

18) Federal Reserve System [1943], *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*, p. 487.

図4 米国における新証券の発行（単位：10億ドル）



出所) Federal Reserve System [1943], *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*, p. 487, より作成。

表2 生産的産業の新規資本調達用証券の発行（1927-1929年）（単位：%）

産業	合計 (100万ドル)	設備投資	他会社買収	運転資金	短期資金返済
産業企業	3,401,497	43.36%	27.06%	23.92%	5.65%
公益事業	6,734,231	31.88%	37.97%	27.36%	2.80%
鉄道	1,654,764	49.77%	14.93%	28.48%	6.83%
合計	11,790,492	37.70%	31.59%	26.52%	4.19%

出所) 西川純子[1980]『アメリカ企業金融の研究—1920年代を中心として—』東京大学出版会, 95-96頁, 表24, より作成。

れたことがわかる。同数値は、産業企業では約27%，鉄道企業では約15%となっている。公益事業会社は持株会社制度を用いて、持株会社だけでなく買収によって子会社化した公益事業の証券も発行・売却し、大量の証券が発行された。株式ブームは企業の合併・買収にとって重要な背景であるとともに、両者は相互密接な関係にあったといえる。

III. 株価の変動と収益力の関係について

I 節では, Dewing において収益力が企業の価値を決定するという考え方が理論的に純化されたことをみた。本節では, そのような考え方が当時の米国において実際に存在していたのかを, 株価の推移と利益・配当・資産との関係でみよう。すなわち, 株価の動きに対して利益・配当・資産はどのような関係であったのか, 株価は何に影響されたのか, このような問題を立てるのは, 普通株価を用いて, 企業あるいは証券の価値が配当の資本化ではなく, 配当に未処分利益を含めた(純)利益の資本化によって求められるという考え方が当時の米国において一般的なものであったかどうかをみたいためである。「企業の擬制資本化」にとって重要である, 「収益力の資本化」という発想が理論的だけではな

く現実的にも存在していたのかどうかは、考察の必要があろう。

結論を先取りするならば、次のことがいえよう。すなわち、配当に未処分利益（内部留保）を加えた純利益と株価との関係を見ると、1929年を除き、株価の上昇は利益に対して安定的であった。また、この関係は、企業ごとにみてもよりはっきりしているが、とりわけ1929年以降の株価下落は利益の減少に対して並行的な関係にあったといえる。

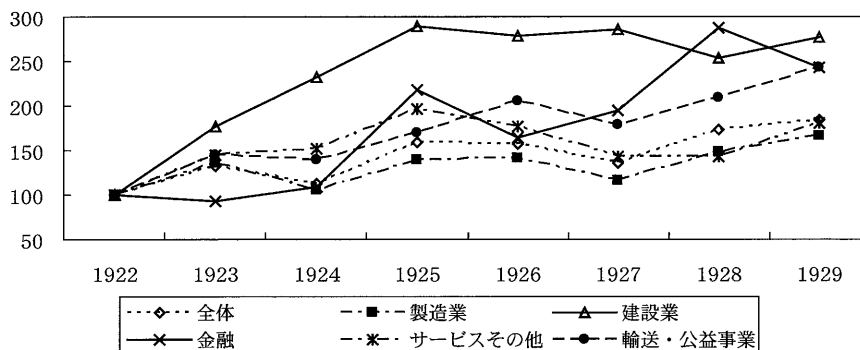
まず、企業全体でみてみよう。図5は1920年代の企業の純利益の推移を示している。これによれば、1922年から1929年にかけて企業の純利益は全体で約80%の増加となっている。とりわけ、建設業（約180%の増加）と金融（約140%の増加）、公益事業（約140%の増加）の分野での増加が著しく、製造業においても約70%の増加を達成していることがわかる。

これらの増加した利益はどのように配分されたのであろうか。図6および図7は1922年から1929年までの製造業における純利益の配分を示している。図6はその絶対額、図7はその割合である。企業の純利益は1920年代には増加傾向にあったが、その配分方法としては配当も留保利益も増加している。両者間の配分割合は、配当が約6割、留保利益が残りの4割であった。配当への配分の割合が幾分上昇傾向にあったようだが、期間を通して安定している。

その一方で、物的資産額はそれほど増加していない。表3および図8は1924年から1929年までの製造業における物的資産額・純資産額・純利益額の推移を示している。全製造業および鉱業における物的資産は420億ドルから430億ドルへと僅かにしか増加していない。これらから、この時期の株価の上昇は、物的資産によっては説明できない。ただし、純資産は1924年から1929年にかけて増加しているが、これは純利益の増加と蓄積によるものと思われる。

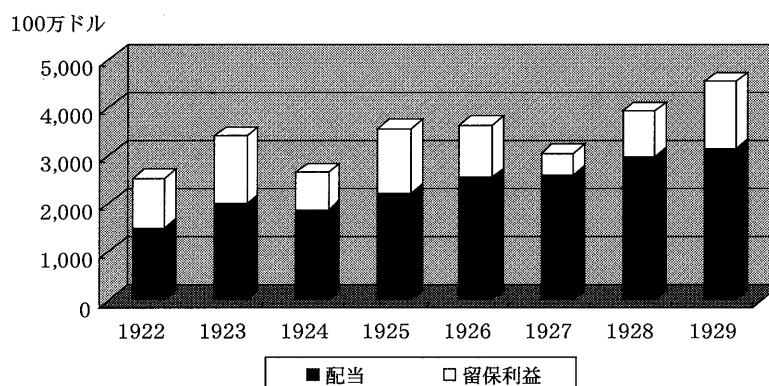
一方で、企業の純利益の増加、および配当への配分比率の安定性をあわせて考えると、株価の上昇に対して配当も重要な要素であるように推測される。表4は1922年から1929年までの利潤率、利子率、株式利回りの動きを示している。株式利回りで見ると1928年および1929年には利子率を下回るほどに

図5 1920年代の米国企業の純利益の推移
(1922年を100とした場合)



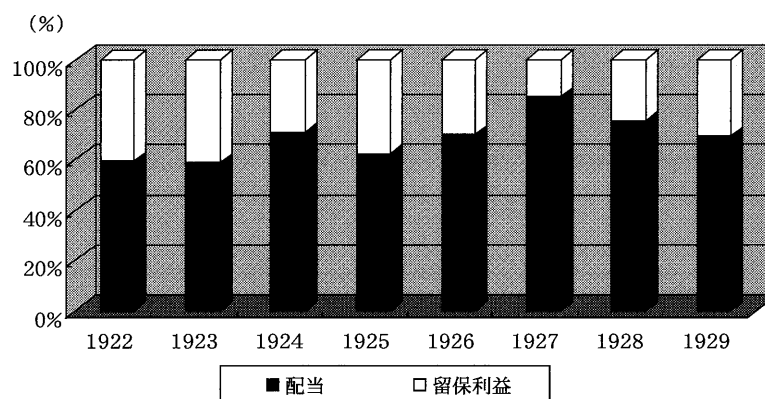
出所) Mills, F. C. [1932], *Economic Tendencies in the United States: Aspects of Pre-War and Post-War Changes*, NBER, p. 482, Table 192, より作成。

図 6 全製造業における純利益とその配分：絶対額
(単位：100万ドル)



出所) Dobrovolsky, S. P. [1951], *Corporate Income Retention 1915-43*, NBER, p. 109, Table C1, より作成。

図 7 全製造業における純利益とその配分：割合
(単位：%)



出所) 図 6 と同じ。

表3 資産および純利益と株価との関係 (1924-1929年)

年	物的資産	純資産	純利益	株価
1924	4.394	3.792	2.649	62.9
1925	4.367	4.288	3.562	79.9
1926	4.451	5.068	3.640	90.3
1927	4.470	5.066	3.050	107.0
1928	4.335	5.344	3.936	139.4
1929	4.347	5.575	4.537	171.1

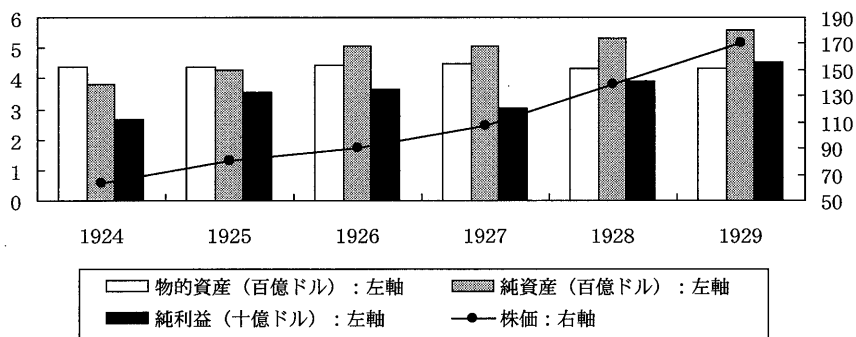
注1) 物的資産は、全製造業および鉱業の合計。単位は百万ドル。

注2) 純資産および純利益は、全製造業の合計。単位は百万ドル。

注3) 株価は、1935-1939年を100とした場合の、産業企業の普通株価指数。

出所) 物的資産は、Dobrovolsky, S. P. [1951], *Corporate Income Retention 1915-43*, NBER, p. 113, Table C5; 純資産および純利益は、Dobrovolsky, S. P. [1951], p. 109, Table C1; 株価はFederal Reserve System [1943], *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*, p. 479.

図8 資産および純利益と株価との関係 (1924-1929年)



注1), 2), 3) 表3と同じ。

出所) 表3と同じ。

表4 1920年代における利潤率、利子率、株式利回りの推移 (単位: %)

年	利潤率	利子率	株式利回り
1922	9.7	4.52	6.74
1923	11.2	5.07	6.92
1924	10.1	3.98	6.88
1925	12.4	4.02	5.86
1926	12.7	4.34	5.77
1927	9.8	4.11	5.20
1928	11.3	4.85	4.40
1929	12.8	5.85	4.17

出所) 利潤率は、Mills, F. C. [1932], *Economic Tendencies in the United States: Aspects of Pre-War and Post-War Changes*, NBER, p. 486, Table 194; 利子率は、Federal Reserve System [1943], *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*, p. 448; 株式利回りは、Mills, F. C. [1932], p. 455, Table 180.

参考) 原田善教 [1985] 「1920年代末アメリカの証券市場と貨幣資本形成」九州大学『経済論究』第61号, 113頁, 表5。

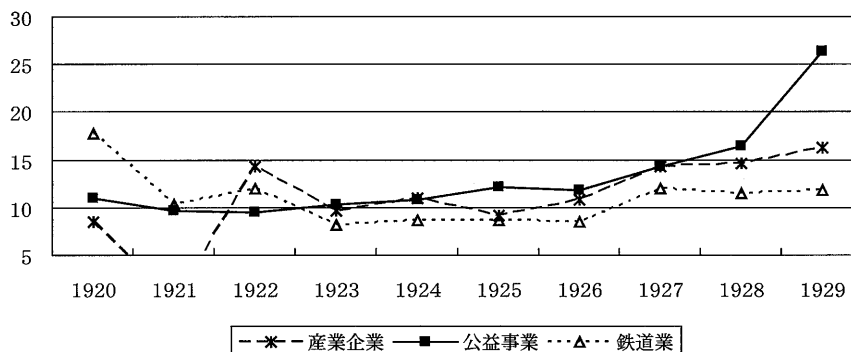
株価が上昇していることがわかる。そのため、この時期の株価は配当では説明できない。

Dewingの評価論の大きな特徴は、企業価値を企業が生み出す収益力に基づいて評価する点にある。企業の収益と株価の関係を示すPER（株価収益率）を示すと、図9のようになる。確かに、1929年の公益事業のPERは約26倍という高い比率になっているものの、その他のところではそれほど大きな変化はなく安定的であるように思われる。一方で株価の急騰と、もう一方でPERの安定は、この時期の株価が配当や資産ではなく、企業の生み出す収益に影響されたといえよう。このような状況は、Dewing評価論の特徴である、収益力を企業価値評価の基礎とする考えを示すものであると考える。ただし、全体の動きでは、純利益の増加とともに、安定的な配当性向のため、株価の上昇は、純利益だけでなく配当や純資産と並行的な関係があることも否定できない。そこで次に代表的な企業について考察しよう。

ここでは、米国を代表する5つの企業を取り上げる。うち3つが産業企業（そのうち1つは製鉄業）、2つが公益事業会社である。ここでは、1924年（GMのみ1925年）から1934年までの普通株価と、一株当たり自己資本（純資産）額、一株当たり配当額、一株当たり利益額との動きをみる¹⁹⁾。

図10は、GMの普通株価の推移である。1927年から1929年にかけての株価、および1932年から1934年にかけての株価は、一株当たり利益と強い関係がある。自己資本および配当が増加ないし安定している中で、利益の動きが株価の動きを上手く説明できると思われる。

図9 普通株のPER（株価収益率）の推移



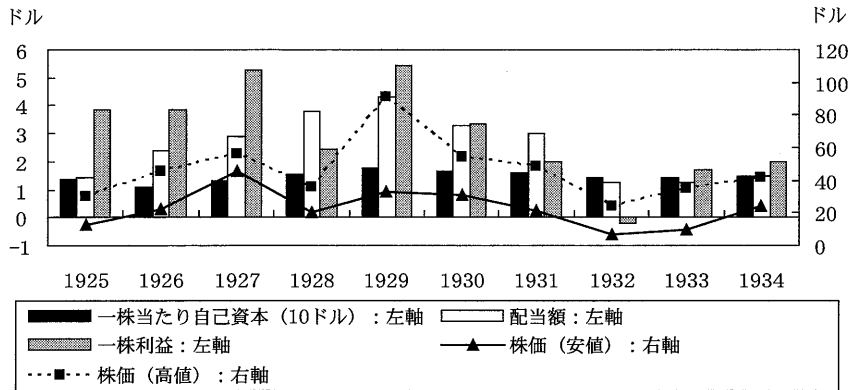
出所) 吉富勝 [1965]『アメリカの大恐慌』日本評論社, 112頁, 表50, より作成。

原資料) Joint Economic Committee [1957], *Productivity, Prices and Incomes*, p. 140.

19) ここでの考察に際し、以下の点に注意されたい。まず、一株当たり利益は普通株配当と留保利益との合計を普通株数で除したものである。次に、株価はその年の高値と安値を示している。一株当たり配当額は、額がわかるものについてはそれを用い、それ以外は類推ないし近似の数値である。一株当たり自己資本は、普通株資本金と剰余金との合計を普通株数で除したものである。資料として、*Moody's Manual of Investments*を用いた。年・企業により各項目やその数値に連続性・統一性のないものもあるが、極力調整した。また、普通株式数も年により変化するため、遡って修正した。

なお、物的資産額と株価との関係も重要である。本稿では具体的な数値等を示さないが、結論のみを記せば、株価の推移は物的資産額との明確な関係を示さず、一方で（純）利益額との関係が強い。このことは、AT&Tのような公益事業会社にも当てはまる。

図10 GM：普通株価の推移



注1) 普通株式数が、1927年に2倍、1929年に約2.5倍に増加している。

注2) 1925-26年の数値はそれぞれ5分の1に、1927-1928年の数値はそれぞれ2.5分の1に、修正。

出所) *Moody's Manual of Investments*各号より作成。

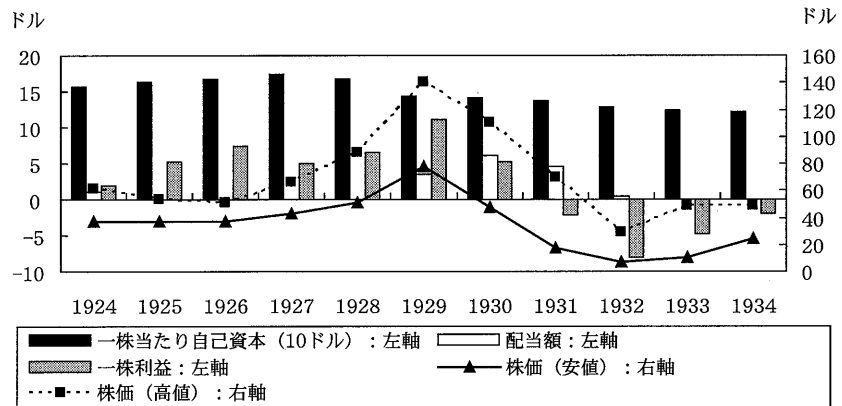
図11は、Bethlehem Steelの株価である。1929年から1931年にかけての株価の下落は、一株当たり利益の減少に一致している。ただ、Bethlehem Steelの場合、普通株配当を実施した期間が少なく、一株当たり利益も1931年から赤字となっているため、関連性を求めるのは困難だが、それでも株価と利益との関係は総じて強いであろう。

図12はEastman Kodakの株価である。1929年から1931年にかけての株価下落は利益の減少に並行的であるし、1932年から1934年にかけての株価上昇も利益の回復に一致する。

次の2つは公益事業会社である。図13は、Consolidated Gas (NY) の株価である。一株当たり自己資本は一貫した増加傾向にある中で、株価は1929年を境に上昇と下落を示している。特に、1929年から1932年にかけては配当額が増加しているにも拘らず、株価が下落している。これにあわせて、一株当たり利益も減少しているが、株価の下落が幾分先行している。また、図14はAT&Tの株価である。AT&Tの場合、一株当たり自己資本だけでなく配当額も一貫して増加しているものの、株価は1930年を境に下落している。この動きも、一株当たり利益に並行した動きであることがわかる。

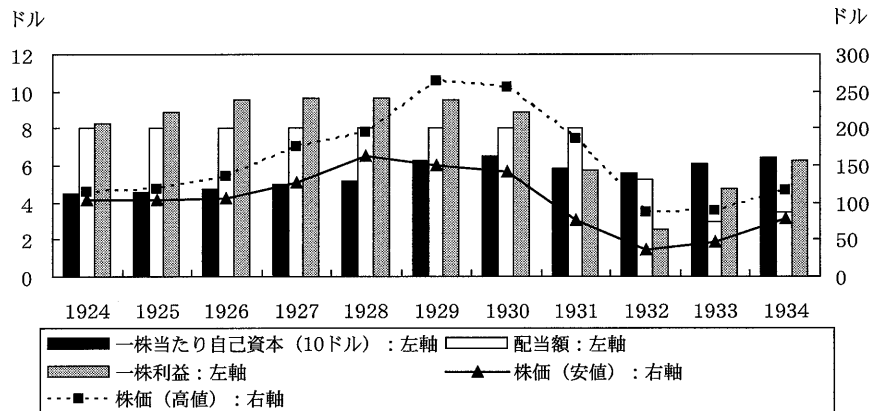
以上、株価の推移を企業の利益や配当、資産との関係でみてきた。ここでは、株式ブームの中でDewingが議論しているような収益力をもって企業価値を評価するという現象が生じているのかを普通株価を中心に考察した。企業全体では、株価の上昇および利益の増加より、株価収益率 (PER) は1929年を除けば安定的であった。このことは、株価と企業の利益との強い関係を示すものである。しかし、配当性向の安定性や純資産の増加も生じているため、必ずしも利益が株価を決定するとはいえない。それでも配当利回りで見ると、高株価を配当では説明できない時期もある。個別企業についてみても、同じようなことがいえる。とりわけ重要なことは1929年以降の株価下落とその動きは利益の動きによって説明されうることである。なかでも、公益事業会社であるAT&Tについてその関係が強く示されていることは興味深い。

図11 Bethlehem Steel：普通株価の推移



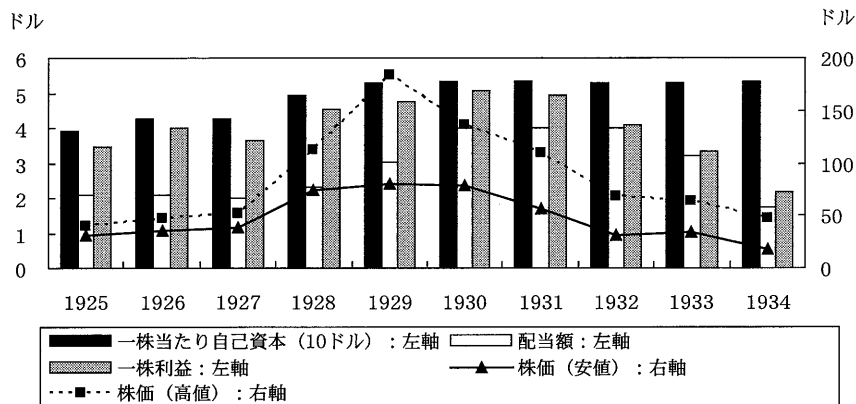
出所) *Moody's Manual of Investments* 各号より作成。

図12 Eastman Kodak：普通株価の推移



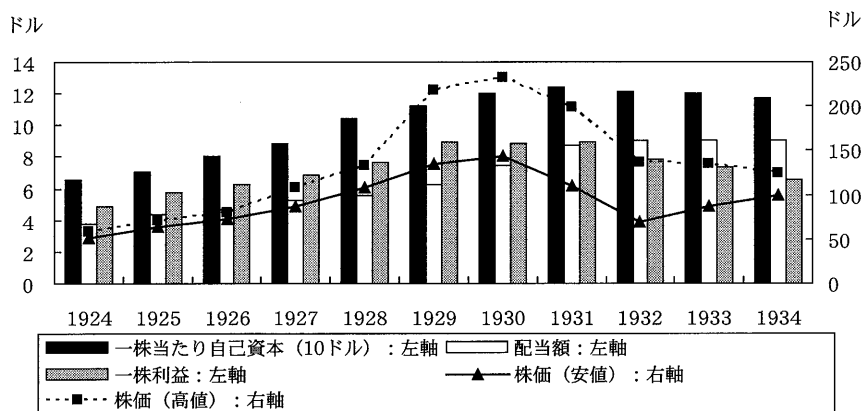
出所) *Moody's Manual of Investments* 各号より作成。

図13 Consolidated Gas (NY)：普通株価の推移



注1) 1928年に、普通株式数が約2.4倍に増加している。
 注2) 1927年以前の数値を、それぞれ2.4分の1に修正。
 出所) *Moody's Manual of Investments*各号より作成。

図14 AT&T：普通株価の推移



注) 普通株式数の増加に従い、それぞれの数値を修正。
 出所) *Moody's Manual of Investments*各号より作成。

結びに代えて

本稿では、Dewingの評価論において、Dewingが企業そのものを企業の収益力によって評価するという考えを純化させたことをみた。I節では、Dewingの*The Financial Policy of Corporations*の第2版 (Dewing, A. S. [1926]) と第3版 (Dewing, A. S. [1934]) を比較した。論点は、企業評価において、企業の構成要素である流動資産をどのように扱うのかであった。第2版においても、Dewingに

は収益力が企業価値の評価基礎であるという考えはあるものの、流動資産は収益力の資本化とは無関係であるという欠点があった。これに対して、第3版では流動資産も、固定資産と無形資産と同じく収益力の資本化と関係するようになった。これは、資産ではなく、企業そのものが収益力に直接的に結び付けられることを意味し、企業が生み出す利益が資本化の対象とされた。これはまさしく「不労所得」ではない収益力の資本化であり、Dewingにおいて「企業の擬制資本化」が理論的に成立したと結論付けられる。

ではこのような第2版から第3版への理論的な変化はなぜ生じたのか、これについては1920年代における産業企業の重要性の高まり、第2次M&A運動、株式ブームに求めた。産業企業において流動資産が相対的に重要であること、第2次M&A運動の特徴としての垂直的結合、株式ブームとM&A運動の密接な関係、について考察し、Dewingの理論的な変化の背景とした。また、「企業の擬制資本化」という現象が理論的だけでなく現実的にも生じていたのかを、株価と利益・配当・資産との関係で考察した。企業全体では幾分不明確ではあったが、個別の企業の株価に関しては、とりわけ1929年以降の株価下落と利益の減少との間にある程度の関連性があったといえる。これらは、株価の動きに対して収益力が重要であったことを示しているといえる。

以上より、1920年代から1930年代にかけての米国において、「企業の擬制資本化」という現象が現われていたといえよう。こうした現実の中で、Dewingは収益力が企業そのものの価値を決定するという考えを純化させたと結論付けられる。

参 考 文 献

- 川合一郎 [1959]「貸付資本＝利子・擬制資本＝利回り」大阪市立大学『経済学雑誌』第41巻第6号、1-27頁。
- 川合一郎 [1975]「信用創造論から資産選択論へー信用論から利子うみ資本論へー」大阪市立大学『経営研究』第26巻第2号、1-14頁。
- 川合一郎 [1978]「新しい証券市場論ー信用制度と株式会社・擬制資本の展開と諸相ー」川合一郎編『現代信用論（下）ー現代資本主義の信用構造ー』有斐閣ブックス、第12章、199-214頁。
- 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。
- 川波洋一 [2006]「現代金融と擬制資本」信用理論研究学会編『現代金融と信用理論』第4章第4節、176-185頁。
- 神戸大学経営学部有価証券研究センター編、桂芳男 [1972]『証券と資本主義ー資本主義発達史研究序説ー』千倉書房。
- 吳天降 [1971]『アメリカ金融資本成立史』有斐閣。
- 小林真之 [1998]『株式恐慌とアメリカ証券市場ー両大戦間期の「バブル」の発生と崩壊ー』北海道大学図書刊行会。
- 小宮隆太郎・岩田規久男 [1973]『企業金融の理論ー資本コストと財務政策ー』日本経済新聞社。
- 佐合紘一 [1986]『企業財務と証券市場ーアメリカ株式会社金融の成立ー』同文館。
- 佐合紘一 [1991]「過大資本の二つの側面ーヴェブレンとミードの資本概念ー」大阪市立大学『経営研究』第42巻第1号、1-16頁。
- 佐合紘一 [2006]「擬制資本化の展開ー証券の擬制資本化から企業・資産の擬制資本化へー」信用理論研究学会編『現代金融と信用理論』第4章第1節、144-156頁。
- 塩見治人・溝田誠吾・谷口明丈・宮崎信二 [1986]『アメリカ・ビッグビジネス成立史ー産業的フロンティアの消滅と寡占体制ー』東洋経済新報社。
- 清水泰洋 [2003]『アメリカの暖簾会計ー理論・制度・実務ー』中央経済社。
- 住ノ江佐一郎 [1959]『株価分析の基礎理論ー株価分析論の構造的研究ー』ダイヤモンド社。

- 関俊彦 [1983]『株式評価論』商事法務研究所。
- 副島保 [1968]「企業評価における収益還元評価法の根本問題」福岡大学『福岡大学経済学論叢』第13巻第1号, 33-55頁。
- 副島保 [1987]「A. S. デューイングの株式評価論批判」福岡大学『福岡大学経済学論叢』第32巻第2号, 69-104頁。
- 副島保 [1989]『株式の本質と評価』日本経済評論社。
- 高寺貞男・醍醐聰 [1979]『大企業会計史の研究』同文館。
- 侘美光彦 [1994]『世界大恐慌—1929年恐慌の過程と原因—』御茶の水書房。
- 中井透 [1995]「第2次企業合併ブームと「新時代」のアメリカ経済」岡山商科大学『岡山商大論叢』第31巻第1号, 1-28頁。
- 西川純子 [1980]『アメリカ企業金融の研究—1920年代を中心として—』東京大学出版会。
- 西川純子・松井和夫 [1989]『アメリカ金融史—建国から1980年代まで—』有斐閣選書。
- 西田博 [1990]「1920年代米国合併会計実務の考察」立命館大学『立命館経営学』第28巻第6号, 61-100頁。
- 馬場克三 [1978]『株式会社金融論 改訂増補版』森山書店。
- 原田善教 [1985]「1920年代末アメリカの証券市場と貨幣資本形成」九州大学『経済論究』第61号, 103-143頁。
- 正木久司 [1974]「A. S. デューイングの株式会社論」同志社大学『同志社商学』第26巻第3号, 87-103頁。
- 正木久司 [1976]「A. S. デューイングの株式会社財務論」同志社大学『同志社商学』第28巻第1号, 118-134頁。
- 松井和夫 [1986]『現代アメリカ金融資本研究序説—現代資本主義における所有と支配—』文真堂。
- 村松司叙 [1973]『企業合併論』同文館。
- 村松司叙 [1987]『合併・買収と企業評価』同文館。
- 吉富勝 [1965]『アメリカの大恐慌』日本評論社。
- Badger, R. E. [1925], *Valuation of Industrial Securities*, Prentice-Hall, Inc.
- Berle, A. B. Jr. and Means, G. C. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company.
(北島忠男訳 [1970]『近代株式会社と私有財産 第6版』文雅堂銀行研究社。)
- Bonbright, J. C. [1937], *Valuation of Property*, McGraw-Hill Book Company, Inc.
- Chandler, A. D. Jr. [1990], *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Harvard University Press. (安部悦生ほか訳 [1993]『スケール・アンド・スコープ 経営力発展の国際比較』有斐閣。)
- Cottle, S. and Whitman, T. [1959], *Corporate Earning Power and Market Valuation 1935-1955*, Duke University Press.
- Dewing, A. S. [1919-20], *The Financial Policy of Corporations*, The Ronald Press Company.
- 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.
- Dewing, A. S. [1941], *The Financial Policy of Corporations*, fourth edition, The Ronald Press Company.
- Dewing, A. S. [1953], *The Financial Policy of Corporations*, fifth edition, The Ronald Press Company.
- Dice, C. A. and Eiteman, W. J. [1941], *The Stock Market*, second edition, McGraw-Hill.
- Dobrovolsky, S. P. [1951], *Corporate Income Retention 1915-43*, NBER.
- Eis, C. [1978], *The 1919-1930 Merger Movement in American Industry*, Arno Press.
- Federal Reserve System [1943], *Banking & Monetary Statistics, 1914-41*.
- FTC [1955], *Report on Corporate Mergers and Acquisitions*.
- Graham, B. and Dodd, D. L. [1934], *Security Analysis*, McGraw-Hill. (関本博英・増沢和美訳 [2002]『証券分析—1934年版—』パンローリング。)
- Graham, B. and Dodd, D. L. [1940], *Security Analysis*, second edition, McGraw-Hill.
- Hilferding, R. [1910], *Das Finanzkapital*. (岡崎次郎訳 [1982]『金融資本論』岩波文庫。)
- Joint Economic Committee [1957], *Productivity, Prices and Incomes*.
- Krooss, H. E. and Gilbert, C. [1972], *American Business History*, Prentice-Hall, Inc. (鳥羽欽一郎, 山口一臣, 厚東偉介, 川辺信雄訳 [1974]『アメリカ経営史』東洋経済新報社。)
- Kuznets, S. [1971], *Economic Growth of Nations: Total Output and Production Structure*, Mass.

- Lamoreaux, N. R. [1985], *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, Cambridge University Press.
- Meade, E. S. [1922], *Corporation Finance*, revised edition, D. Appleton and Company.
- Mills, F. C. [1932], *Economic Tendencies in the United States: Aspects of Pre-War and Post-War Changes*, NBER.
- Moulton, H. G. [1935], *The Formation of Capital*, Brookings Institution. (甲斐太郎訳 [1943]『アメリカの資本形成』博文館。)
- Myers, M. G. [1970], *A Financial History of the United States*, Columbia University Press. (吹春寛一訳 [1979]『アメリカ金融史』日本図書センター。)
- Nelson, R. L. [1959], *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER.
- Solomon, E. [1963], *The Theory of Financial Management*, Columbia University Press. (古川栄一監修, 別府祐弘訳 [1971]『財務管理論』同文館。)
- 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。)
- Williams, J. B. [1938], *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press.
- Moody's *Manual of Investments*