

第1次M&A運動期とその後における実物資産の重要性

宇土, 至心

<https://doi.org/10.15017/3000422>

出版情報：経済論究. 130, pp.21-35, 2008-03. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

第1次M&A運動期とその後における実物資産の重要性

宇 土 至 心

目次

はじめに

I. 資本化の是正と実物資産

1. U.S.スチールの過大資本化と資産の水抜き
2. スタンダード・オイルの過小資本化と資本の水割り

II. 合併後の独占企業について

1. 合併時の収益力の見込みと実際
2. 実物資産が不十分な独占企業の失敗

III. 第1次M&A運動期後の企業の資本化

1. 設立時の消極的な資本化
2. 資本化の基礎としての実物資産

結びに代えて

はじめに

世紀転換期の米国において、企業のM&A（合併および買収）運動が生じた。特に、1899年と1901年は大規模であり、1899年だけで約1,200社もの企業がM&Aの対象となった。1901年にはこの時期のM&Aを代表するU.S.スチールが設立され、資本金だけでも約10億ドルという巨大な企業が誕生した。この第1次M&A運動の背景としては、それ以前のトラストに対する反トラスト運動や、固定資本の巨大化、競争の激化、規模および範囲の経済性の追及などがあり、それに加えて企業の資本化に生じる金融利得をねらった独立プロモーターや投資銀行が、積極的に企業の合併・買収・統合を推し進め、独占企業を新設した。そのときに、その企業が将来獲得できるであろう超過収益力をもとに、実物資産を遥かに超える証券（中でも普通株）が発行された。

このような状況に対して、佐合絃一 [2006] は「株式会社が一層の商品として売買された」と表現している¹⁾。また、そのことは「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²⁾。確かに、この時期には企業の資本化の基礎として収益力が重要とみなされるようになっていた。しかし、その一方で伝統的な資本化の基礎、あるいは価値評価の基準、である実物資産についてはどうであったのか、という問題が残されている³⁾。収益力は重要な資本化の基礎であるとして

1) 佐合絃一 [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。

2) 佐合絃一 [2006]、148頁。

も、実物資産もまた重要な位置にあったのではないか。収益力と実物資産という2つの異なる基準において、収益力は実物資産に取って代わるほどの重要性を得たのか。これが、本稿の問題意識である。

そこで本稿では、米国の第1次M&A運動期とその後という時期を対象に、企業の資本化の基礎としての実物資産の重要性について議論する。まず、第1節ではU.S.スチールの過大資本化とスタンダード・オイルの過小資本化を取り上げ、資本化が実物資産に対して過大であれ過小であれ、結局はその不適切な状態が修正されたことを述べる。次に、第2節では独占企業の合併後について2つの点を考察する。1つは合併時に見積もられた利益（期待超過収益力）と実際の利益との関係であり、もう1つは資本化と実物資産との関係である。合併によって期待される利益は過大であり、実際には期待された利益を十分に実現することは困難であった。また、実物資産を大幅に超える証券を発行した企業は、たとえ十分な市場占有率をもっていても存続することが困難であった。最後に、第3節では第1次M&A運動後に設立された企業の資本化について述べる。これらの企業は、実物資産に対して消極的な資本化を行っており、価値評価基準としての実物資産という存在は依然として重要であったことが示される。

1. 資本化の是正と実物資産

第1次M&A運動の活発化に伴って、当時の米国では過大資本化の問題が議論された。資本化(capitalization)とは企業が証券をどれほど発行するかということの意味するが、過大資本化の場合には、それが何と比較して過大なのかという問題となる。その対象は大きく分けて、実物資産か収益力かの2つであった。企業や投資銀行家は、収益力を資本化の基礎とすることで、実物資産を超える証券の発行を積極的に進めた。一方、裁判所や公的な規制の強い鉄道・公益事業では、実物資産を資本化の基礎としていた。

本節は、実物資産からみた場合にひどく不適切な資本化を行なっている2つの企業を取り上げ、最終的には実物資産が資本化にとって重要であったことを示す。1つは実物資産を上回る資本を発行していたU.S.スチールであり、もう1つは実物資産を下回る資本を発行していたスタンダード・オイルである。

3) 企業の資本化の基礎として、実物資産が収益力に対して伝統的であること、あるいは逆に収益力が実物資産に対して新しいことは、Veblenの次の文章に示されている。「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ばあい、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、広くおこ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、一つの営業者体(*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], *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons, pp. 136-137. (小原敬士訳 [1965]『企業の理論』勁草書房, 109頁))。

1. U.S.スチールの過大資本化と資産の水抜き

U.S.スチールは1901年に設立されたが、そのとき約7億ドルの実物資産に対して約10億ドルの資本金をもっていた。社債等をふくめた証券総額は約14億ドルであり、過大な資本化を行なうことによって設立されたことがわかる⁴⁾。

設立時点では過大資本化の状態にあったU.S.スチールは、その後の利益の獲得と実物資産への投資によって過大な資本を水抜きしていく。その過程は、大きく分けると以下の4つである。まず統合により生産コストを下げ利益を獲得することができた。次に、純利益を計算する過程で過剰な減価償却費を控除することによって投資可能な資金を留保した。さらに、純利益から普通株への配当額をできるだけ小さくすることによって剰余金を積み立てた。これらによって獲得した資金をもとに実物資産への投資を積極的に行なったのである。

図1は、1901年から1910年までのU.S.スチールの資産額と資本額の推移を示している。資本額は、期間を通して殆ど変化していない。それに対して、固定資産が継続的に増加していることがわかる。

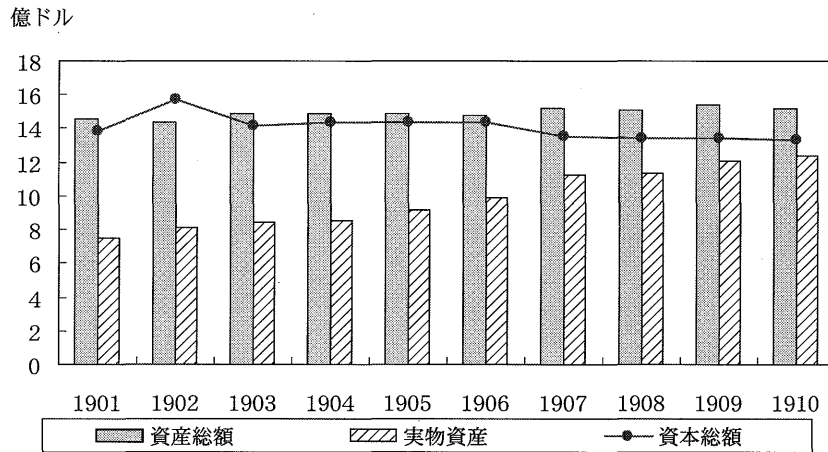
図2はU.S.スチールの優先株価と実物資産との関係を示している。棒グラフは実物資産額を優先株数で除した額を表わし、いいかえれば優先株1株あたりの実物資産額である。これをみると、優先株価と優先株1株あたり実物資産額は絶対額では異なるものの、関係としては、比例的な関係にあることがわかる。1903年くらいまでは、実物資産の増加に対して、優先株価は下落の方向にあった。その後は、一部を除けば、実物資産の増加に伴い、優先株価も上昇している。

それに対して、図3は同じ優先株価を配当額および利益との関係でみたものである。配当額は優先株配当額を優先株数で除したものを、利益は純利益を優先株数で除したものを、それぞれ用いている。これによると、この時期の優先株価は配当額に対して明確な関係をもっていないことがわかる。1903年から1910年までの優先株1株あたり配当額はおおよそ7ドルで変化がなかったが、優先株価の方は50ドルから130ドルまで変動し、かつ上昇傾向にあった。次に、利益との関係でみると、株価と利益との比例的な関係も否定できないが、それほど強くないともいえる。例えば、1906年以降でいえば、1906年の利益額は1909年および1910年の利益額よりも多いが、株価では後者の方が高い。また、1907年から1908年にかけて利益額は減少しているものの、株価はむしろ上昇している。

図2と図3より、1901年から1910年にかけてのU.S.スチールの優先株価を実物資産と利益のどちらがより説明できるかを考えると、利益よりはむしろ実物資産の方がこの時期の優先株価、とりわけその上昇傾向を説明できると考える。その他の要因も様々に考えられる。また、1903年および1907年には2つの恐慌が生じており（1903年の“リッチマン”恐慌および1907年の信用恐慌）、この時期の株価

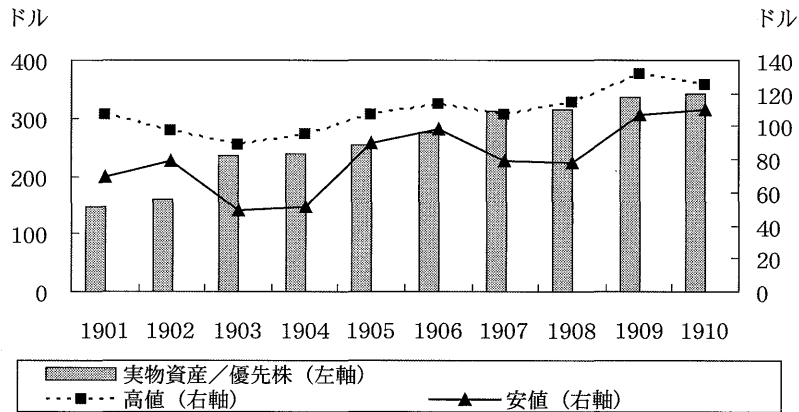
4) U.S.スチールについては、以下の文献を参照した。鎌田正三 [1982]『アメリカ企業金融史』御茶の水書房、第1章第1節、23-47頁；黒川博 [1993]『U.S.スチール経営史—成長と停滞の軌跡—』ミネルヴァ書房；佐合紘一 [1986]『企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—』同文館；醍醐聰 [1973]「初期U.S.スチールの減価基金会計」京都大学『経済論叢』第112巻第3・4号、53-72頁；高寺貞男・醍醐聰 [1979]『大企業会計史の研究』同文館、第2章、24-42頁；溝田誠吾 [1982]『アメリカ鉄鋼独占成立史』御茶の水書房；森杲 [1967]「トラスト形成後のU.S.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；Bunting, D. [1974], *Statistical View of the Trusts: A Manual of Large American Industrial and Mining Corporations Active Around 1900*, Greenwood Press; 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.

図1 U.S.スチールの資産額と資本額の推移 (1901-1910年)



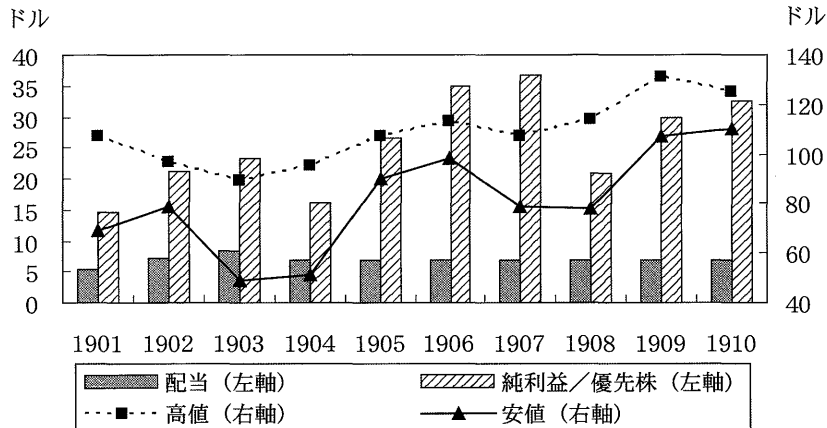
出所) 佐合紘一 [1986] 『企業財務と証券市場—アメリカ株式会社金融の成立—』 同文館, 216頁, 表VI-10; *Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry, Part 1, 1911, pp. 312-342*; Bunting, D. [1974], *Statistical View of the Trusts: A Manual of Large American Industrial and Mining Corporations Active Around 1900*, Greenwood Press, p. 9, より作成。

図2 U.S.スチールの優先株価と実物資産との関係



出所) 佐合紘一 [1986] 『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, 212-216頁; 溝田誠吾 [1982] 『アメリカ鉄鋼独占成立史』 御茶の水書房, 593-594頁; *Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry, Part 1, 1911, pp. 312-342*; Bunting, D. [1974], *Statistical View of the Trusts: A Manual of Large American Industrial and Mining Corporations Active Around 1900*, Greenwood Press, p. 9; Cotter, A. [1916], *The Authentic History of the United States Steel Corporation*, Moody Magazine & Book, pp. 226-228, より作成。

図3 U.S.スチールの優先株価と配当・利益との関係



出所) 図2と同じ。

の下落を考えるならば、実物資産と優先株価との間には比例的な関係が十分にあったといえよう⁵⁾。

それでは、普通株の場合はどうであろうか。第1次M&A運動期には、将来の超過収益力を先取りして資本化し、裏付けのない証券が大量に発行された。その代表が普通株であった。図4および図5はU.S.スチールの普通株価の動きを示している。図4は、普通株価と実物資産額との関係を表わしている。ここでの実物資産の数値は、図2と同じように、実物資産額を普通株数で除したものである。1904年までは、実物資産の増加に対して、普通株価は下落傾向にあるが、それ以降は、比例的に上昇している。一方、図5は、配当額および利益額との関係である。配当額は、普通株配当総額を普通株数で除したもので、利益額は普通株配当可能利益額を普通株数で除したものである⁶⁾。優先株価と普通株価でみた場合の最も大きな違いは、配当との関係である。普通株価の場合には、配当額の増減が普通株価の動きに少なからず影響を与えている。

図4と図5をあわせてみた場合、普通株価と実物資産および利益との関係は、一概にはいえない。但し、重要なのは、普通株の場合においても実物資産が重要であることである。細かくみると、1904年までの株価下落は利益および配当の減少によって説明される。しかしその後の株価の着実な上昇は、実物資産額の増加と並行的である。特に、1907年から1910年にかけては利益の増減が大きいものの、株価は(1907年および1908年の安値をある程度無視すれば)上昇しており、実物資産額も増加してい

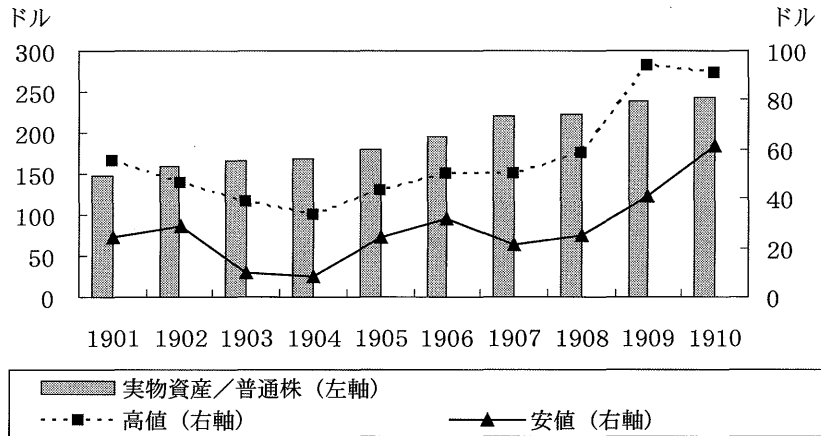
5) 1903年の“リッチマン”恐慌および1907年の信用恐慌については、小林真之 [1998]『株式恐慌とアメリカ証券市場—両大戦間期の「バブル」の発生と崩壊—』北海道大学図書刊行会、65-79頁、を参照。

6) 利益を表わすものとして、図3の優先株の場合には純利益総額を(優先)株数で除したものをを用いたが、図5の普通株の場合には、普通株配当可能利益を(普通)株数で除したものをを用いている。普通株配当可能利益は、普通株配当と剰余金に配分される。それに対して、純利益は、大きく分けて、減価償却費、社債利子、優先株配当、普通株配当利益に分けられる。まとめていえば、

$$\text{純利益} = \text{減価償却費} + \text{社債利子} + \text{優先株配当} + \text{普通株配当} + \text{剰余金} \\ \text{(普通株配当可能利益)}$$

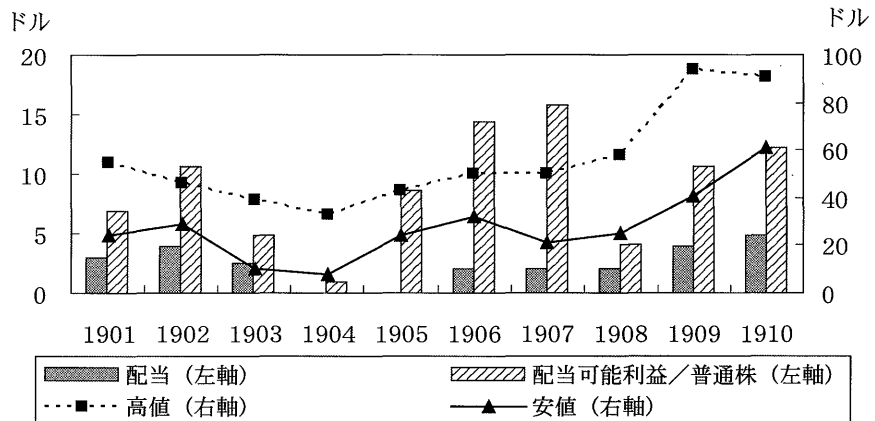
となる。これについては、佐合紘一 [1986]、212頁、表VI-7、を参照(原資料は、Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry, Part 1, 1911, pp. 335-337.)。

図4 U.S.スチールの普通株価と実物資産との関係



出所) 図2と同じ。

図5 U.S.スチールの普通株価と配当・利益との関係



出所) 図2と同じ。

る。確かに、配当額も増加しているが、ここでいいたいのは、普通株にとっても実物資産が重要な存在であったことである。

2. スタンダード・オイルの過小資本化と資本の水割り

スタンダード・オイルは、U.S.スチールやその他の多くの独占企業と異なり、実物資産が資本化額を上回る過小資本化の状態であった。1882年に設立された時点では、資本化額70百万ドルに対して純資産額は55百万ドルであったが、翌年の1883年には、資本化額72百万ドルに対して純資産額73百万ドルと、早くも過小資本化の状態となった。その後1892年に名目的な解体がなされるものの、過小資本化

の状態は維持された⁷⁾。

図6は、1897年から1911年にかけてのスタンダード・オイルの純資産額と株式資本額を示している。株式資本（普通株の額面総額）は、この時期約98百万ドルでほぼ一定であった。それに対して、純資産額は着実に増加傾向にあり、1897年には152.8百万ドルであったものが1911年には660.4百万ドルとなり、約4.3倍の増加となった。

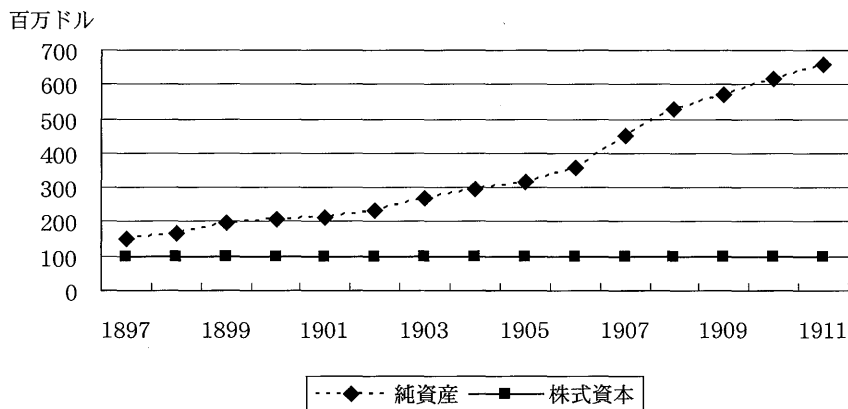
しかし、スタンダード・オイルの過小資本化も修正されることになる。

まず、1911年に連邦裁によってスタンダード・オイル本体（ニュージャージー・スタンダード・オイル）が解体された。そのとき保有していた約660百万ドルの資産のうち375百万ドルが子会社に配分されることになった。それによってスタンダード・オイル本体の資産額は285百万ドルへと減少した。

次に、スタンダード・オイルは1920年以降株式資本額を増加させた。特に1922年には、普通株の株式分割を行ない株式資本額および発行株数が約5倍に増加した。これにより、株式資本は固定資産額を上回ることとなり、設立当初から維持されていた過小資本化の状態が修正されることになった。

図7は1912年から1927年にかけてのスタンダード・オイルの固定資産額と株式資本額および発行株数を示している。株式資本および発行株数は、普通株と優先株をあわせたものである。まず、固定資産と株式資本でみると、1918年までは固定資産が増加する一方で、株式資本は一定であった。1919年から1921年にかけて、株式資本額が徐々に増加している。1922年には、株式資本が大幅に増加し、それ以降株式資本額は固定資産額を超過することになった。1927年には、固定資産額が株式資本額を上回ったが、それでも1921年以前のような大幅な超過ではなかった。

図6 スタンダード・オイルの純資産と株式資本（1897-1911年）



出所) Hidy, R. W. and Hidy, M. E. [1955], *Pioneering in Big Business 1882-1911*, Harper, pp. 636-637, table 51, より作成。

7) スタンダード・オイルの過小資本化については、以下の文献を参照した。鎌田正三[1982], 第1章第2節, 48-89頁; 高寺貞男 [1975] 「スタンダード石油会社における過小資本化とその修正」 京都大学『経済論叢』第115巻第4・5号, 321-340頁; 高寺貞男・醍醐聰 [1979], 第1章, 3-23頁; Hidy, R. W. and Hidy, M. E. [1955], *Pioneering in Big Business 1882-1911*, Harper; Gibb, G. S. and Knowlton, E. H. [1956], *The Resurgent Years 1911-1927*, Harper.

図6および図7から、スタンダード・オイルの過小資本化とその修正の経緯がわかる。スタンダード・オイルは、1918年までは株式資本を一定に保つことで、過小な資本化の状態にあった。しかし、1919年からの株式資本の増加、とりわけ1922年における約5倍の増加、によって、その過小資本化の状態が修正されることになった。このことは、過大資本化が問題とされていた当時の状況においてさほど問題とはならないであろう過小資本化状態も、ゆくゆくは修正されることになったことを示している。すなわち、資本化にとっては、それが過大であれ過小であれ、ゆくゆくは実物資産という裏付けが重要となったのである。但し、図6は純資産であり、図7は固定資産額であるため、必ずしも両者は一致しないが、ここでの論点は資産額と資本化（証券発行額）との関係である⁸⁾。

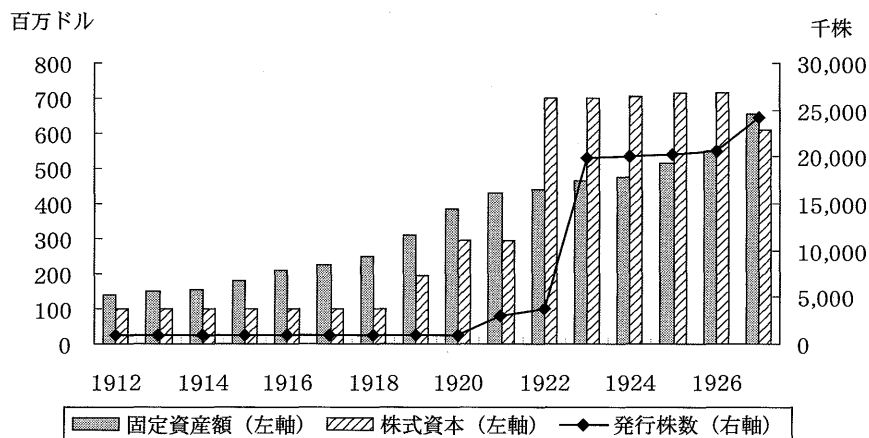
以上、U.S.スチールとスタンダード・オイルを取り上げ、資本化と実物資産の関係をみた。重要な点は2つあり、1つは過大資本化であったU.S.スチールは資産の水抜きを行なうことができたために存続できたことである。これは株価の上昇、特に優先株価の額面回復に表われている。もう1つは、過小資本化であったスタンダード・オイルも結局は実物資産に応じた資本化状態に修正されたことである。この2つの相反する資本化のどちらにとっても、実物資産が重要であったことがわかる。

それでは、U.S.スチールのように過大な資本化を行なった企業は合併後どのような変遷をたどるのであろうか。次節では、利益と実物資産の2つの観点から、独占企業のその後をみよう。

II. 合併後の独占企業について

第1次M&A運動では、競争の消滅や市場占有による独占利益の獲得のため、水平的な結合が行なわれた。また独立プロモーターや投資銀行家は、独占企業の資本化に伴う金融利得のために、M&A運動を推進した。そのようにして誕生した独占企業には、利益の増加が見込まれたが、実際の利益は予想を満たすものではなかった。また実物資産を越える資本化を行なったために、高い市場占有率にも拘

図7 スタンダード・オイルの固定資産と株式資本 (1912-1927年)



出所) Gibb, G. S. and Knowlton, E. H. [1956], *The Resurgent Years 1911-1927*, Harper, pp. 668-670, より作成。

らず、再編成の対象となる企業もあった。ここでは、独占企業のその後について考察する。

1. 合併時の収益力の見込みと実際

Dewing, A. S. [1921] は、第1次M&A運動期に合併を行なった企業について分析している。その内容は、合併時に見積られた利益と実際の利益額とがどのような関係であったのかについてである。

この結論は大きくいえば次の3つである。1つ目は、合併前後の利益で見ると、合併前の利益は合併後の利益よりも20～30%ほど高かったことである。合併によって、企業の利益はむしろ減少したことになる。2つ目は、プロモーターたちは合併後に約1.3倍の利益増加を見積っていたが、実際の合併直後の利益は見積りの約半分しかなかったことである。利益の見積りがあまりにも甘かったことがわかる。3つ目は、合併直後の利益とその後の平均利益を比較しても、それほど大きな差はなかったことである。このことは、合併による規模や範囲の経済性が利益としては表われなかったことを示している。以上から、Dewingは当時の合併は不成功であったと結論づけている⁹⁾。

以上のことをより具体的にみてみよう。表2は第1次M&A運動期に統合した企業の利益額の見込みと実際を示している。統合企業の中でもとりわけ大きな企業を設立年順に並べている。①の列は、合併前の利益額の合計である。②の列は、合併時にプロモーターが合併後に得られると見込んだ利益額である。③の列は、合併初年後の実際の利益額である。④の列は、合併後10年間の利益額の平均で

8) スタンダード・オイルの過小資本化の修正に関して、次の2つの点を付け加えておく。1つは、1911年における解体である。この解体によって、スタンダード・オイル（正確にはニュージャージー・スタンダード・オイル）の資産が子会社に配分されることになった。もう1つは、株式資本の中身である。スタンダード・オイルは普通株式のみを発行していた。1919年に初めて優先株を発行した（約98百万ドル）。1920年にはその2倍に増加し、それ以降に殆ど変化がなかったが、1927年には優先株は0となった。図7の株式資本額と発行株数とは必ずしもその動きが一致していないのはそのためである。詳しくは表1を参照。

表1 スタンダード・オイルの固定資産と株式資本（1912-1927年）（単位：千ドル）

年	固定資産額	株式資本	普通株	優先株	発行株数(株)
1912	138,359	98,338	98,338	0	983,383
1913	150,086	98,338	98,338	0	983,383
1914	154,675	98,338	98,338	0	983,383
1915	182,147	98,338	98,338	0	983,383
1916	210,266	98,338	98,338	0	983,383
1917	222,712	98,338	98,338	0	983,383
1918	249,828	98,338	98,338	0	983,383
1919	312,273	196,676	98,338	98,338	983,383
1920	384,583	295,015	98,338	196,677	983,383
1921	431,569	295,556	98,879	196,677	3,041,572
1922	441,982	698,660	498,687	199,973	3,705,272
1923	464,766	702,072	502,099	199,973	19,820,536
1924	474,766	707,275	507,302	199,973	20,083,407
1925	514,312	714,679	514,706	199,973	20,302,193
1926	550,790	717,371	517,398	199,973	20,585,516
1927	656,645	607,931	607,931	0	24,212,359

出所) 図7と同じ。

9) Dewing, A. S. [1921], "Statistical Test of the Success of Consolidation," *Quarterly Journal of Economics*, 36, pp. 84-101, に対する議論として以下のものがある。Kelly, E. M. [1967], *The Profitability of Growth through Mergers*, Pennsylvania State University Press, は、データやデータ分析の単純さといった不備を指摘している。National Industrial Conference Board [1929], *Mergers in Industry*, N. I. C. B., は、利益額ではなく利益率による分析を行ない、Dewing, A. S. [1921]と同様の結論を導いている。Livermore, S. [1935], "The Success of Industrial Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, 50, pp. 68-96, は企業の標本数を増やし利益率による分析を、Nelson, R. L. [1959], *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER, は配当と株式の利益率による分析を、それぞれ行なっているものの、ともに不十分な結論となっている。

表 2 第 1 次 M&A 運動期の統合企業の利益の見込みと実際¹⁰⁾

会社名	設立	合併前 ①	見込み		初年度			10年平均			
			②	②/①	③	③/①	③/②	④	④/①	④/②	④/③
U.S. Leather	1893	4,800	4,900	1.02	1,340	0.28	0.27	3,754	0.78	0.77	2.80
Inter. Paper	1898	4,100	5,600	1.37	2,845	0.69	0.51	2,393	0.58	0.43	0.84
Am. Car & Foundry	1899	2,900	4,000	1.38	4,916	1.70	1.23	5,051	1.74	1.26	1.03
Am. Woolen	1899	2,593	3,000	1.16	3,287	1.27	1.10	2,809	1.08	0.94	0.85
Pittsburgh Coal	1899	4,078	5,414	1.33	3,182	0.78	0.59	3,388	0.83	0.63	1.06
Republic Iron & Steel	1899	2,679	3,445	1.29	3,644	1.36	1.06	2,013	0.75	0.58	0.55
Crucible Steel	1900	4,000	4,000	1.00	3,250	0.81	0.81	1,877	0.47	0.47	0.58
Am. Locomotive	1901	3,000	3,600	1.20	3,107	1.04	0.86	4,447	1.48	1.24	1.43
U.S. Steel	1901	108,000	100,000	0.93	98,552	0.91	0.99	92,932	0.86	0.93	0.94
Inter. Merc. Marine	1902	6,108	16,100	2.64	4,001	0.66	0.25	3,440	0.56	0.21	0.86

注) 利益額の単位は、千ドル。

出所) Dewing, A. S. [1926], *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, The Ronald Press Company, pp. 892-898, より一部加筆修正。

原資料) Dewing, A. S. [1921], "Statistical Test of the Success of Consolidation," *Quarterly Journal of Economics*, 36, pp. 84-101.

参考) 高寺貞男・醍醐聰 [1979] 『大企業会計史の研究』同文館, 52-53頁, 第 3 章第 1 表。

ある。

まず、見込み額と実際額との比較を行なうと、多くの企業で合併前よりも過大な利益見積りがなされていることがわかる。そのような過大な利益見積りに対して、合併直後の利益が上回った企業もあるが、下回った企業もあった。U.S. LeatherやInternational Paper, Pittsburgh Coalなどがそれである。これらの企業は合併後の利益額でも見込み利益を達成することができなかった。次に、合併前と合併後の利益額を比較すると、合併が必ずしも利益を増加させたわけではなかった。合併前利益に対して、合併初年度と合併後10年平均の利益がともに上回ったのは、American Car & Foundry, American Woolen, American Locomotiveの 3 社である。それ以外の企業の中には、合併後10年平均でも利益額が合併前利益を上回ることができない企業もあった。また、見積りの過大な企業は、合併後の利益が見積りだけでなく合併前の利益をも上回ることが困難であった。

なお、合併前の利益の見積りの甘さの一番の要因は、企業の設立を積極的に行なったプロモーターが企業の経営には興味がなく、もっぱら証券発行による金融利得の獲得にのみ関心があったことである。

10) 表 2 に関して、次のことに注意されたい。まず、利益の見込み額とその実際(合併前, 合併初年度, 合併後10年平均)の比率について、Dewing, A. S. [1926]は実際額に対する見込み額を示している(Dewing, A. S. [1926], *The Financial Policy of Corporations*, revised edition, The Ronald Press Company, p. 897, table III.)。それに対して、ここでは、合併前の利益に対しては、見込み額÷合併前利益を示している。それは、見込み額が合併前利益に対して過大であることを示すためである。また、合併初年度および合併後10年平均の利益に対しては、見込みに対してどれだけ実現したかを示すために、たとえば合併初年度÷見込み、のように見込み額で除した比率を示している。

次に、U.S. Leatherの見込み利益に関してはいくつかの数値があるが、ここではDewing, A. S. [1926] にしたがって、4,900千ドルとした。高寺貞男・醍醐聰 [1979] では、4,000千ドルとなっている。

2. 実物資産が不十分な独占企業の失敗

第1次M&A運動期には多くの独占企業が登場した。しかしそれらの企業の多くは、過大な資本化を行っていた。

競争の消滅を目的として設立された独占企業の市場占有率をみると、確かに高いものが多い。例えば、American TobaccoやAmerican Chicle Co.はほぼ100%の市場占有率を獲得した。そのほかでも、スタンダード・オイル (Standard Oil) は90%の占有率を、Glucose Sugar Refining Co.やAsphalt Co. of Americaは80%超の占有率を、それぞれ手に入れた。

しかし、市場占有率の高さが必ずしも利益の増加や安定を保証するわけではなかった。新規参入の容易な産業では市場占有率の低下と競争の激化が生じた。また過剰な証券発行のために、利子や配当の支払いが重くのしかかった。そのために、独占企業を設立したにも拘らず清算や再編成、合併の対象となる企業も現われた。例えば、Glucose Sugar Refining Co.は1897年に設立されたものの、1912年には再編成されCorn Productsとなった。また、Asphalt Co. of Americaは1899年に設立されたが、早くも1903年には再編成されGeneral Asphaltとなった。このような企業の失敗は、収益力の不足だけでなく、実物資産を超える資本化を行なったことも大きな原因である。

表3は、表2で挙げた企業の社債利払い額と優先株配当額を合併前利益および合併後1年目の利益と比較したものである。これをみると、多くの企業において、利益に対する利払い・優先株配当額の割合が高いことがわかる。利益に対する利払い・優先株配当額の割合が、合併前および合併後ともに、50%を下回るのはAmerican WoolenとU.S. Steelの2社にすぎない。逆に、U.S. LeatherとInter. Merc. Marineは、社債利払いと優先株配当額を超える利益をあげることができなかった。中でも、その割合が非常に高いU.S. Leatherは設立後わずか12年後の1905年には早くも更生の対象とされた。実物資産を超えた資本化を行なった企業が、利子や配当の支払いに苦しんでいたことがわかる。

表3 第1次M&A運動期の統合企業の利益と利払いおよび優先株配当との比較

会社名	設立年	社債利払い 優先株配当		合計 ③=①+②	合併前利益 割合 (%)		合併後利益 割合 (%)	
		①	②		④	③/④	⑤	③/⑤
U.S. Leather	1893	360	4,982	5,342	4,800	111.3	1,340	398.7
Inter. Paper	1898	522	1,437	1,959	4,100	47.8	2,845	68.9
Am. Car & Foundry	1899	0	2,100	2,100	2,900	72.4	4,916	42.7
Am. Woolen	1899	0	1,120	1,120	2,593	43.2	3,287	34.1
Pittsburgh Coal	1899	0	2,240	2,240	4,078	54.9	3,182	70.4
Republic Iron & Steel	1899	0	2,750	2,750	2,679	102.7	3,644	75.5
Crucible Steel	1900	0	1,750	1,750	4,000	43.8	3,250	53.8
Am. Locomotive	1901	0	1,750	1,750	3,000	58.3	3,107	56.3
U.S. Steel	1901	15,200	29,750	44,950	108,000	41.6	98,552	45.6
Inter. Merc. Marine	1902	3,140	3,276	6,416	6,108	105.0	4,001	160.4

注) 単位は千ドル。

出所) Dewing, A. S. [1921], "Statistical Test of the Success of Consolidation," *Quarterly Journal of Economics*, 36, pp. 95-96, Table I, より一部加筆。

Ⅲ. 第 1 次M&A運動期後の企業の資本化

1. 設立時の消極的な資本化

第 1 次M&A運動で設立された企業の合併後の動きは、その後に設立された企業の資本化に少なからず影響したと思われる。

表 4 は、1911年あるいは1912年に株式会社化した企業の資本化を示している。まず優先株と有形資産を比較すると、表 4 に挙げられる企業の全てが優先株の額以上の有形資産を保有している。逆にいえば、有形資産を超えるような過大な優先株発行を行っていないことがわかる。次に、有形資産額を優先株と普通株の合計を比較すると、有形資産額を大幅に上回る株式を発行している企業は少ない（表 4 でいえばB.F. GoodrichとWoolworthの 2 社のみが、株式資本が資産額を大幅に超過している）。中には、優先株に普通株をあわせても、その額が有形資産額を上回らない企業もある。特に、Rumelyは株式資本額が有形資産額よりも少ない。以上のことから、この時期の資本化が消極的であったということができよう。第 1 次M&A運動期の過大資本化問題とあわせて考えると、この時期の資本化の消極性がうかがえる。このことは、企業の資本化に対して実物資産が重要であったことを示すとともに、価値評価基準としての収益力が第1次M&A運動期において必ずしももう 1 つの基準である資産に取って代わるまでには至らなかったことを示していると考えられる。

2. 資本化の基礎としての実物資産

表 5 は、表 4 で挙げた企業とその優先株に対する有形資産の比率の推移をみたものである。まず、RumelyとGoodyearは比率が大きく低下している。2 社は元々比率が高かったため、その分が修正されたことになるが、それでも 1 倍を大きく下回るようにはなっていない。次に、B.F. Goodrich,

表 4 第 1 次M&A運動期後に設立された企業の資本化

会社名	優先株	有形資産／優先株	普通株	有形資産／（優先株＋普通株）
Deere	37,800,000	1.18	18,400,000	0.79
J.I. Case	12,000,000	1.66	8,000,000	1.00
Rumely	8,000,000	2.32	9,000,000	1.09
Moline	9,000,000	2.04	18,000,000	0.68
Emerson-Brantingham	12,000,000	1.45	10,000,000	0.79
B.F. Goodrich	30,000,000	1.13	60,000,000	0.38
Goodyear	5,000,000	2.00	5,000,000	1.00
Studebaker	13,500,000	1.77	30,000,000	0.55
Woolworth	15,000,000	1.00	50,000,000	0.23
Kresge	2,000,000	1.23	1,000,000	0.82

注) 優先株および普通株の単位はドル。

出所) Simpson, K. [1921], *The Capitalization of Goodwill*, The John Hopkins Press, pp. 44-45, より一部加筆修正。

参考) 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, 48頁, 表2-1。

Studebaker, Woolworth, Kresgeの4社は、その比率を大きく上昇させている。そのうち、B.F. Goodrich, Studebaker, Woolworthの3社は、表4の株式資本(優先株および普通株)に対する有形資産の比率が低い企業であり、表5の比率上昇は、これらの企業においてもその資本化の消極性を与えたことになる。

表4と表5をあわせて考えれば、この時期の企業の資本化が消極的であり、優先株だけでなく普通株でも資産の裏付けを求められていた。実物資産が依然として企業の資本化にとって重要な存在であったことを示している。

この時期の企業の資本化の特徴を、例えば過大資本化を行なったU.S.スチールと比較すると、次の2点がわかる。1つは、設立時における資本化は実物資産との関係を重視していることである。優先株と有形資産との比率は1倍を超えており、普通株を含めた株式資本と有形資産との比率でも1倍を超えている企業もある。もう1つは、設立時には対有形資産比率が比較的低かった企業でも、設立後には比率が上昇していることである。U.S.スチールの場合には、資産の水抜きのためには利益の留保と投資による実物資産の蓄積が必要であった。それに対し、この時期の企業の資本化は過大ではなかったにも拘らず、比率が上昇している。確かに、企業の性質(産業企業)、資本化の目的(既存投資額の回収)、経済環境に違いはある。しかし、資本化の基礎について考えるならば、この時期の企業の資本化においては、実物資産が重要であったということではできらる。また、第1次M&A運動の積極的な資本化と、その結果としての過大資本化状態の企業の不成功、という反省から、実物資産の重要性が再度見直されたという面もあろう。その意味で、この時期の企業の資本化を、実物資産との関係でみることは非常に重要であると考えられる。

結びに代えて

本稿は、米国の第1次M&A運動とその後の時期を対象に、資本化の基礎としての実物資産が依然として重要な位置にあったことを論じた。

表5 優先株に対する有形資産の比率の推移(1912-1917年)

会社名	1912	1913	1914	1915	1916	1917
Deere	1.19	1.09	1.20	1.25	1.29	1.25
J.I. Case	—	1.75	1.84	1.89	1.93	1.98
Rumely	2.20	1.59	—	1.03	0.99	0.96
Moline	—	2.19	2.20	2.22	2.23	2.26
Emerson-Brantingham	1.45	1.49	1.45	1.46	1.46	1.53
B.F. Goodrich	—	—	0.96	1.08	1.60	1.73
Goodyear	4.80	2.40	2.68	2.80	1.25	1.55
Studebaker	1.80	2.18	2.19	3.06	3.49	2.95
Woolworth	1.10	1.22	1.40	1.60	1.86	2.11
Kresge	1.22	1.50	1.70	2.25	3.40	4.21

出所) Simpson, K. [1921], *The Capitalization of Goodwill*, The John Hopkins Press, p. 76.

第 1 節では、過大資本化と過小資本化という 2 つの異なる資本化を取り上げ、どちらにしてもその（実物資産からみれば）不適切な資本化の状態が適切な状態へと修正されたことをみた。この場合、適切な状態とは資本化額が実物資産額に対して安定的であること、すなわち実物資産という存在が資本化の基礎であることを意味している。

第 2 節では、独占企業の合併後の動きについて考察した。合併前に期待された超過収益力は必ずしも実現されず、また利益の絶対額も合併によって必ずしも増加しなかった。また、水平的結合により高い市場占有率を手に入れても、過大な資本化のために上手くいかず、再編成される企業もあった。

第 3 節では、第 1 次 M&A 運動期後に資本化した企業を取り上げた。その企業は実物資産額を大きく上回らない資本化を行っていた。中には、優先株と普通株の合計額が実物資産額を下回る企業もあった。これらの資本化の基礎として実物資産が重視されていたといえる。

世紀転換期の米国において、収益力に関する議論が行なわれ、新たな資本化の基礎とされたことは否定しない。しかし、収益力と実物資産という 2 つの異なる資本化の基礎の関係をみると、必ずしも新たな基礎としての収益力が伝統的な実物資産に取って代わることはできなかつただろうと考える。第 1 次 M&A 運動期およびその後の時期においては、収益力が新たに価値評価基準として登場したが、同時に実物資産もまた重要な評価基準であった。

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。
- 鎌田正三 [1982] 『アメリカ企業金融史』 御茶の水書房。
- 黒川博 [1993] 『U.S. スティール経営史—成長と停滞の軌跡—』 ミネルヴァ書房。
- 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。
- 佐合絃一 [1980] 「U.S. スチール会社の独占体制と財務政策—1—」 大阪市立大学経営学会『経営研究』 第31巻第3号、85-105頁。
- 佐合絃一 [1981a] 「U.S. スチール会社の独占体制と財務政策—2—」 大阪市立大学経営学会『経営研究』 第31巻第4・5・6号、145-161頁。
- 佐合絃一 [1981b] 「U.S. スチール会社の独占体制と財務政策—3—」 大阪市立大学経営学会『経営研究』 第32巻第2号、101-118頁。
- 佐合絃一 [1986] 『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。
- 佐合絃一 [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。
- 佐合絃一 [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、144-156頁。
- 信用理論研究会編 [2006] 『現代金融と信用理論』 大月書店。
- 醍醐聰 [1973] 「初期U.S. スティールの減債基金会計」 京都大学『経済論叢』 第112巻第3・4号、53-72頁。
- 高寺貞男 [1975] 「スタンダード石油会社における過小資本化とその修正」 京都大学『経済論叢』 第115巻第4・5号、321-340頁。
- 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。
- 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。
- 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。
- Bonbright, J. C. [1921], “Earning Power as a Basis of Corporate Capitalization,” *Quarterly Journal of Economics*, 35, pp. 482-490.
- Bonbright, J. C. [1937], *Valuation of Property*, McGraw-Hill Book Company, Inc.
- Bunting, D. [1974], *Statistical View of the Trusts: A Manual of Large American Industrial and Mining Corporations Active Around 1900*, Greenwood Press.
- 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. [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.
- FTC [1955], *Report on Corporate Mergers and Acquisitions*.
- Gibb, G. S. and Knowlton, E. H. [1956], *The Resurgent Years 1911-1927*, Harper.
- Giddens, P. H. [1955], *Standard Oil Company (Indiana): Oil Pioneer of the Middle West*, Appleton.
- 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。)
- Hise, C. R. V. [1973], *Concentration and Control*, Arno Press.
- Journal of Accountancy [1907], “Railroad Over-Capitalization—A Symposium”, *Journal of Accountancy*, Vol. 4, No. 5, pp. 327-349.
- Kelly, E. M. [1967], *The Profitability of Growth through Mergers*, Pennsylvania State University Press.
- Laidler, H. W. [1931], *Concentration of Control in American Industry*, Thomas Y. Crowell.
- Lamoreaux, N. R. [1985], *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, Cambridge University Press.
- Lintner, J. [1971], “Expectations, Mergers and Equilibrium in Purely Competitive Securities Markets,” *American Economic Review*, Vol. 61, No. 2, pp. 101-111.
- Livermore, S. [1935], “The Success of Industrial Mergers,” *Quarterly Journal of Economics*, 50, pp. 68-96.
- Meade, E. S. [1903], *Trust Finance*, D. Appleton and Company.
- Meade, E. S. [1922], *Corporation Finance*, revised edition, D. Appleton and Company.
- National Industrial Conference Board [1929], *Mergers in Industry*, N. I. C. B.
- Nelson, R. L. [1959], *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, NBER.
- Reid, S. R. [1968], *Mergers, Managers, and the Economy*, McGraw-Hill.
- Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry*, Part 1, 1911.
- Simpson, K. [1921], *The Capitalization of Goodwill*, The John Hopkins Press.
- 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。)