

持株会社の支配機構：インサル・グループを中心に

原田，善教
東北学院大学経済学部：助教授

<https://doi.org/10.15017/4492977>

出版情報：経済學研究. 56 (1/2), pp.1-18, 1991-03-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

持株会社の支配機構

— インサル・グループを中心に —

原 田 善 教

目 次

- I. はじめに
- II. インサル・グループの成立
- III. 持株会社によるピラミッド型支配の構造
- IV. 結びにかえて

I. は じ め に

1920年代のアメリカ経済の発展の主たる動因は、1つには耐久消費財に対する広範な需要であり、いま1つは自動車産業や公益事業といった新興産業の発展であった。公益事業——特に電力産業の発展は、工業電化と家庭電化の急速な普及に伴なって20年代前半に著しく進展し、アメリカ経済の主導的産業の地位についた。

電力産業は、各地域における発電設備を基礎として成立し、それぞれ独立した事業会社として電力供給を行っていたが、経済過程への電力の普及に伴なって各地方の発電設備、電力供給システムの統合化が進むことになった。このことは発電技術面からの要請であった。この統合化を可能にした企業形態こそが持株会社なのであった。持株会社形態を利用することによって、電力産業における資本集中は著しく進展することとなったのである。もちろん、こうした持株会社形態の利用は、技術面からだけ要請さ

れたわけではない。莫大な固定設備投資を必要不可欠の要因とする電力産業においては、固定資本投資のための資金調達を可能とするためにも、この持株会社形態が利用されたのであった。すなわち、事業会社証券を代位する持株会社証券の発行によって資金調達が可能としたのである¹⁾。

こうして展開する電力産業における資本集中運動は、電力供給を行なう事業会社の側から要請されて生じ、1920年代前半に一応の確立をみるに至る。やがて、1920年代後半に入ると、持株会社を利用しての支配集中は変容をとげ、今度は持株会社の側に起因して支配集中がすすむことになるのである。このことは、持株会社の支配機構を通じて事業会社収益が持株会社のもとに集中されたこと、合併に伴なって事業会社資産の水増しが行なわれ、これに基づく過大な証券発行によって発行利得の追求がなされたことを意味している。この点はおりからの株式ブームとあいまって一大投機証券として電力持株会社証券が注目を集めることになったことに表われている。また、このことは莫大な発行利得に引き付けられて、それまでは電力証券とほとんど関係をもたなかった投資銀行を中心とする

1) 拙稿「1920年代アメリカの電力産業について」『東北学院大学論集(経済学)』第110号、1989年参照。

金融機関と電力持株会社が深く係わりあうようになる要因であった²⁾。こうして確立した持株会社の支配構造の下では、持株会社は支配した事業子会社の収益をあらゆる方法を駆使して搾り取る (milking) ことになる。

したがって、まず本稿ではこうした点を、強固な電力持株会社として1920年代に注目を集めたインサル・グループを中心にして、持株会社の支配機構とはいかなるものであったかということについて考察することにした。

II. インサル・グループの成立

1920年代の最大電力会社グループの1つに数えられるインサル・グループは、サミュエル・インサルによってつくりあげられた電力持株会社集団である。ここでは、インサル・グループの成立と発展について考察する³⁾。

19世紀末、S. インサルはトーマス・エジソンとの関係を密にし、1889年 Edison General Electric Co. の設立に際し副社長となった。その後1892年にシカゴを中心に電力供給を行なう Chicago Edison Co. を設立し、副社長になるとともに、GE の前身 Thomson-Houston Electric Co. とも接近し副社長に就任するに至った。

1907年に、S. インサルは Chicago Edison Co. と Commonwealth Electric Co. を統合し Commonwealth Edison Co. を設立した。この会社を中核としてシカゴを中心とする地域での電力供給の独占体制の構築へと向かうこととなるのである。Commonwealth Edison Co. は、事業会社でも持株会社でもあるという意味で兼営持株会社と呼ばれる組織であった。この会社の生産基盤は強固なものであり、インサル・グループにおける電力生産量の最大規模を示している。たとえば、1924年時点での電力生産総量544億1300万キロワット時のうち、Commonwealth Edison Co. の電力生産量は27億5600万キロワット時にのぼり、実に5.1%のシェアを持っていたのである⁴⁾。

しかしながら、1920年代に「インサル帝国」と呼ばれるほどに発展する原動力となった会社は Commonwealth Edison Co. ではなく、1912年に設立された Middle West Utilities Co. であった。この会社は、中西部を中心とした地域の電力会社の支配を目的として設立された純粋持株会社であった。インサル・グループは1920年代においては、この会社を中核にして積極的に他の電力会社を買収・合併し、その支配権を地理的に飛躍的に拡大していったのである。

1914年以前には有力電力会社のうちにその名を見出すことができなかったインサル・グループは、こうした持株会社を通じた支配権の拡大によって、1924年時点で発電能力、生産シェア、販売額、粗収入のいずれにおいても第2位にランキングされるほどになったのである。なお、1929年には、巨大電力持株会社グループとして United Corporation が登場することによって、

2) アメリカの電力産業の動向については森杲「1920年代アメリカの工業電化と電機事業」『経済学研究』第20巻第3号、1970年、同「アメリカ資本主義史論」ミネルヴァ書房、1976年、鎌田正三、森杲、中村通義『講座帝国主義の研究3、アメリカ資本主義』青木書店、1973年、西川純子『アメリカ企業金融の研究』東大出版会、1980年、鈴木圭介編『アメリカ経済史II』東大出版会、1988年、小林健一「1920年代アメリカ電力産業の資本蓄積と証券発行」『経済学』第40巻第4号、1979年、西田博「公益事業持株会社支配機構の構築と企業会計実務」『経営研究』第40巻第2号、1989年、などを参照されたい。なお、西田論文からは多くの示唆を受けた。

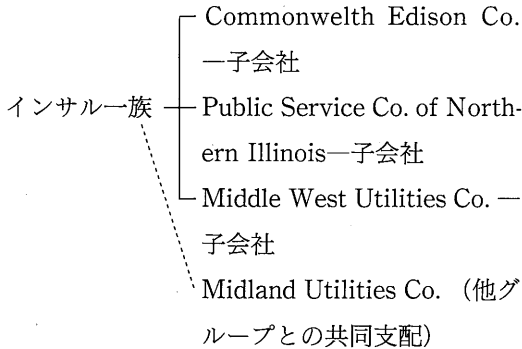
3) 以下の叙述は、F. T. C. *Electric Power Industry: Control of Power Companies* 1927. pp. 251-259 を参照した。

4) *Ibid.* p. 254 footnote

インサル・グループは第3位となった⁵⁾。

さて、ここで1925年時点でのインサル・グループの組織をみておこう。

S. インサルを中心とするインサル・ファミリーは、下図のように3つの持株会社を直接支配し、その持株会社それぞれが傘下に数多くの子会社をかかえていた⁶⁾。



- 5) 1914年以前での有力電力会社では、GE系(後の Electric Bond & Share Co.)が有名であり、かなりのシェアをもっていた。もちろん、1914年以降、電力産業における持株会社を通じる集中運動が盛んとなるので、持株会社グループが上位に登場することにもなる。なお、1924年時点でのインサル・グループの発電量のシェアは8.9%であった(GE系 Electric Bond & Share Co. がトップでそのシェアは13.0%であった)。また、1929年時点ではインサル・グループのシェアは10.3%、Electric Bond & Share Co. グループのシェアは14.3%で第2位であった。United Corporation グループは20.8%のシェアを有し第1位であった。これらについては、F.T.C., *Utility Corporations*, No.72-A, 1935, pp. 34-39 参照。
- 6) 1924年時点でのこの3社の事業内容は下記のようになっていた。

	Commonwealth Edison Co.	Public Service Co. of Northern Illinois	Middle West Utilities Co.
総投資 (1,000ドル)	168,016	81,327	353,249
総事業収入 (1,000ドル)	53,672	12,944	42,868
発電能力 (キロワット)	867,500	151,715	666,799
生産量 (1,000キロワット時)	2,755,722	480,534	1,212,499

(注) 投資には、証券投資、減債基金など、電力生産に用いられないような資金を含まない。収入も公益事業によるものだけである。

(出所) F. T. C., *Electric Power Industry: Control of Power Companies*, 1927. p. 255

Middle West Utilities Co. による中西部の電力会社の積極的な買収・合併は、1920年代半ばに著しく行なわれるようになり、このことによってインサル・グループによる電力供給地域は1836へと拡大した。このうち Middle West Utilities Co. によって供給される地域は1611にのぼり、その圧倒的部分を占めることになり、インサル・グループの本来の中核的存在であった Commonwealth Edison Co. は、その勢力範囲の拡大の牽引者という点からみて傍系の存在になってしまった。Middle West Utilities Co. は、1925年に Central Power & Light Co. や Central Maine Power Co. など取得するとともに、これらの会社との間に中間持株会社を設立し、ピラミッド型組織を構築した。このことによって Middle West Utilities Co. の地理的勢力範囲は1925年に543もの地域に拡大したのであった。こうした買収のために必要な資金は、上位持株会社 (Middle West Utilities Co.) の証券発行によって調達されていたので、被買収会社の資産は水増しされ、持株会社証券は過大に発行されることとなった(資産の水増しについては後述)。この過程で莫大な発行利得が生じ、この利得こそインサル帝国の形成に不可欠のものであったのである。このことは、インサル・グループとシカゴの投資銀行 Halsey, Stuart & Co. との関係を緊密にすることとなった。また、インサルにとって買収の成功の可否を握るのは発行証券の売却であったから、積極的に証券販売に乗り出していった。また、顧客株主キャンペーンの利用(インサル・グループの社員による株式の訪問販売)によっても電力証券の一般化、普及化に努めたのであった。

1925年末における Middle West Utilities Co. の組織は、図1に示されているように、19の子

図1 Middle West Utilities Co. グループ

- Americam Public Utilities Co. (C)
- Central & South West Utilities Co. (C)
- Central Illinois Public Service Co. (B)
- Central Power Co. (B)
- Citizens Gas Light Co. (A)
- Great Lakes Power Co. (A)
- Hartland Colliery Co. (A)
- Illinois Northern Utilities Co. (B)
- Interstate Public Service Co. (B)
- Kentucky Utilities Co. (B)
- Kincaid Water Co. (A)
- McHenry County Light & Power Co. (A)
- Michigan Gas & Electric Co. (A)
- Missouri Gas & Electric Co. (A)
- Nebraska City Utilities Co. (B)
- New England Public Service Co. (C)
- Niles Gas Light Co. (A)
- Noblesville Water & Light Co. (A)
- North West Utilities Co. (C)

(注) 会社名のあとの () 内の記号は、
A : 事業会社, B : 兼営持株会社, C : 純粋持株会社
を表わす。

(出所) F. T. C., *op. cit.*, pp. 251-3

会社の直接支配から成り立っていた。この19の直接子会社は、9つの事業会社、6つの兼営持株会社、4つの純粋持株会社から構成され、その傘下に128社をかかえていた。この4つの持株会社のうち American Public Utilities Co. だけは、Middle West Utilities Co. によって設立された持株会社ではなく、1912年にデラウェアで設立された独立した電力持株会社であった。残りの3社のうち、特に Central & South West-ern Utilities Co. と New England Public Service Co. の2社は、1925年に取得した多くの電力事業会社（兼営持株会社を含む）と Middle West Utilities Co. をつなぐ中間持株会社として、1925年に設立されたのである。

こうした Middle West Utilities Co. グループの子会社群の純収入は、1924年には1398万ドル、1925年には2129万ドルに達し、それぞれ全

電力会社の純収入の約12%程度を占めるに至った。このグループの頂点に立つ Middle West Utilities Co. は、1924年の子会社の純収入1398万ドルのうち約1/3に相当する425万ドルを配当、利子として受取り、営業アドバイスや金融サービスの手数料として170万ドルを受取ったのであった。この子会社群が電力生産のために行なった投資35億3000万ドルのうち Middle West Utilities Co. が供与した資本は約1/6にすぎなかったといわれており⁷⁾、子会社収入の上位持株会社への上方転化のメカニズムが機能していたといえよう。

さて、1926年9月には、Middle West Utilities Co. は、東部に拠点を持つ大手電力持株会社集団 North American Co. と共同して、同様に東部に電力供給を行っていた North American Light & Power Co. を支配することとなった（互いにその議決権普通株を均等に分有した）。こうして、インサル・グループは前述の投資銀行 Halsey, Stuart & Co. とともに東部への進出の足掛かりをつかむことになった⁸⁾。

1920年代後半になると、事業子会社の収益のあらゆる方策を駆使しての上位持株会社への転換によって、電力持株会社株式の配当は増加し、あわせて株価も上昇し始めた。この頃から、電力証券の発行業務からの利得をめざして有力投資銀行が参入することにもなったのである。

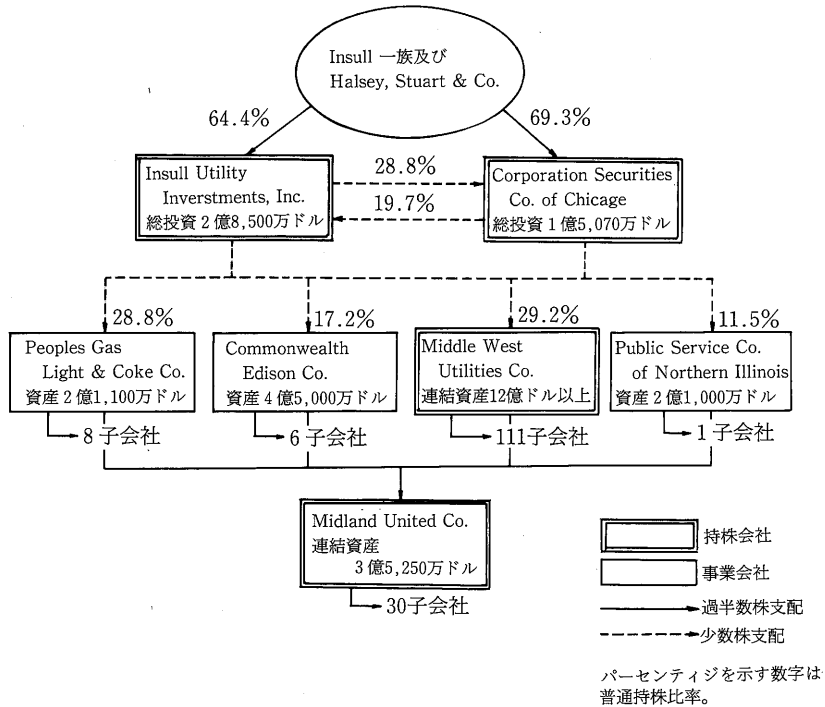
インサル・グループの拡大の原動力ともいえるべき発行利得の追求は、また同時に株式の過大発行によるものであったが故に、すべての議決権普通株を所有することによる支配の安定を果たすことは困難であった。それゆえ、インサル・

7) F. T. C., *op. cit.*, p. 259.

8) *Ibid.*, p. 255, F. T. C., *Utility Corporations*, No. 72-A, p. 111.

持株会社の支配機構

図2 インサル・グループの組織 1930年12月31日



(出所) James C. Bonbright & Gardner C. Means, *The Holding Company*, 1932 p. 109, F. T. C., *op. cit.* p. 160

グループの支配権は、他者による株式の買い占めによって脅威にさられることとなった。1927～28年に C.S. Eaton (投資銀行 Otis & Co.) は、Commonwealth Edison Co. の支配株式を市場で買い集め、Middle West Utilities Co. の株式も購入することによって、インサルの支配を脅やかしたのであった。インサルはこれに対処するために、1928年12月に Insull Utility Investment Co. を、さらに1929年9月に Corporation Securities Co. of Chicago を設立した。この2つの会社は両方とも投資会社である。この両者に分散していたインサル系の電力会社の株式を集中させたのである。この2つの投資会社は相互にその議決権株式を持ち合った。Insull Utility Investment Co. は、Corporation Securities Co. of Chicago の株式を28.8%、後

者は前者の株式を19.7%所有し、インサル・グループの頂上に位置するインサル一族と投資銀行 Halsey, Stuart & Co. は前者を64.4%、後者を69.3%所有したのであった⁹⁾。この投資会社の設立経緯に関しては、インサルによる証券市場操作が深く関わっている。とにかくもこのようにしてインサル・グループは1920年代末に確立をみたのであった。インサル・グループの1930年12月31日時点での組織は、図2に示されている。こうして確立したインサル・グループは、ピラミッド型支配の下で、発行利得の追求を目的として傘下の事業会社の収益を持株会社の下に集中する機構として機能したのであった。こ

9) James C. Bonbright & Gardner C. Means, *The Holding Company*, 1932, pp. 108-113., F. T. C., *op. cit.*, p. 160.

のことによって持株会社株式の配当を増加し株価を上げてゆくことが可能になったのだが、やがて発行利得の追求のあまり過大資本化された持株会社は、配当・利子の支払いに窮するようになってピラミッド支配の構造は破綻をむかえることになった¹⁰⁾。

Ⅲ. 持株会社によるピラミッド型支配の構造

電力産業におけるピラミッド型持株支配の構造は、底辺の事業会社の収益の上位持株会社への転化を意味していた。ここではまず持株会社の支配構造における各段階での資本構成を検討し、それに基づいて事業会社の収益が上位持株会社に吸収され、したがって持株会社の普通株収益率の著しい上昇をもたらされることを明らかにする。このことがまた電力株式の価格上昇をもたらす要因でもあった。このような例示は、持株会社によるピラミッド型支配の1つの目的である支配資本の節約という側面から明らかにされる。このことをインサル・グループにおける巨大持株会社 Middle West Utilites Co. について考察する。

しかしながら、20年代の電力産業における持株会社を通じた合併・買収は、被買収会社資産の著しい水増し (Write-ups) を伴っていた。それゆえ、この買収過程でどのような形で水増しが行なわれ、またそれはどの程度であったかを検討しなければならない。このことは、20年代の実態にそくしていえば、持株会社のピラミッド型支配は単に支配資本の節約という側面だけで論じることはできないということの意味し

ている。それゆえ、こうした検討をふまえて資産の水増しが行なわれた状態でのピラミッド型支配の構造を明らかにする。

1.

電力事業会社による設備投資は20年代を通じて高水準にあり、そのための資金調達はおもっぱら証券発行に依存していた。それも事業会社は社債発行によっていたのである。表1は、頂上

表1 持株会社と事業会社の資本構成 (%)

	頂上持株会社 (18社)	中間持株会社 (42社)	事業会社 (91社)
普通株	52.3	53.6	29.9
優先株	22.1	28.4	21.2
社債	25.6	18.0	48.9

(注) 各社のデータ年度はまちまちであるが、ほとんど1929年から31年までである。

(出所) F. T. C., *Utility Corporations*, No. 72-A, 1935. p. 313.

持株会社、中間持株会社、事業会社の三段階での資本構成 (発行証券の構成) 比を表わしている。この表から注目されねばならないことは、事業会社と持株会社ではその資本構成に著しい相違がみられることである。事業会社では社債発行が約5割を占めるのに対して、持株会社では普通株発行が約5割を占めているのである。なお、インサル・グループの中核的持株会社の Middle West Utilities Co. とその子会社の資本構成は表2のようになっていた。このことは、事業会社の必要とする設備投資資金が持株会社による証券発行によって調達されていたことを意味している。つまり、必要資金は持株会社証券の発行によって調達され、事業会社はその見返りとして事業会社証券を持株会社に対して発行したのであった。このことは、そもそも電力産業において持株会社形態が必然化されざるをえなかったことからくるものであった (証券代位)。

10) この2つの投資会社の設立経緯とそれらによる証券操作、したがって過大資本化による持株会社支配の破綻については別稿を用意している。

持株会社の支配機構

表2 インサル系Middle West Utilities Co. グループの資本構成

	普通株	優先株	社債
頂上持株会社			
Middle West Utilities Co. (1930. 9. 30)	59.7	22.1	18.2
中間持株会社			
Central & South West Utilities Co. (1930. 12. 31)	46.1	53.9	—
Midland United Co. (1931. 12. 31)	69.5	22.1	8.4
National Electric Power Co. (1930. 9. 30)	39.7	37.6	22.7
事業会社			
Central Illinois Public Service Co. (1930. 12. 31)	21.6	25.8	52.6
Florida Power Corporation (1930. 12. 31)	45.4	7.9	46.7
West Texas Utilities Co. (1930. 12. 31)	26.9	20.6	52.5

(出所) F. T. C., *op. cit.*, pp.315-317

事業会社の物的資産のほとんどは社債金融によってファイナンスされ、持株会社はこの事業会社証券に投資し、支配の維持のために普通株だけを保有して他の証券は後に売却して事業会社への投資資金を回収することができたのであった。このようにして、事業会社の必要とする資金は上位持株会社によって供給され、その持株会社は事業会社の議決権普通株を所有することによって支配を維持したのであった。さらに、その頂上持株会社は中間持株会社の普通株に投資し所有することによって中間持株会社を支配したのであった。その必要資金は頂上持株会社の証券発行によって調達された。たとえば、インサル系 Middle West Utilities Co. グループの中間持株会社 Central & South West Utilities Co. の事業子会社の普通株の購入のために必要とされた資金は、この中間持株会社の優先株の売却によって得られたし、また中間持株会社の普通株を購入した Middle West Utilities Co. によって供給されたのである。また、Middle West Utilities Co. によって供給された資金は、この会社の優先株の売却によって大部分獲得されたのであった¹¹⁾。この点を逆にいえば、事業会

社の必要資金は頂上持株会社の証券発行によって調達され、それが中間持株会社を経て事業会社に貸付られたのである。この貸付（事業会社では固定債務）の支払のために事業会社の証券発行が行なわれたのであった。上位の持株会社はそれぞれ普通株だけを所有することを通じて支配を貫徹し、貸付資金は社債及び優先株の売却によって回収されたのである¹²⁾。

このことはまた電力産業の証券発行高が著しく高かったことを説明する1つの要因でもある。20年代後半において、電力事業会社による設備投資額は約7億ドル程度であったのに対して、持株会社を含めた電力産業全体の証券発行高は

12) このような持株会社から事業会社への貸付に対して、事業会社の手元現金に余剰(cash reserve)が生じた場合には事業会社から持株会社への貸付(upstream loan)がなされた。事業会社から持株会社に貸付られた資金は、持株会社によってこの持株会社の支配機構内の他の会社に貸付られるか、または、株式市場へのコール・ローンに用いられた(F. T. C., *op. cit.*, p. 312)。現金の貸付とは形態が異なるが同じ事業会社から持株会社への貸付として、社債による持株会社への貸付がある。Electric Bond & Share Co. グループの中間持株会社 American Power & Light Co. は、その子会社 Nebraska Power Co. から何の対価もなしに、額面13.5%割引の8%社債110万ドルを受け取った(子会社から持株会社への社債形態での貸付)。この社債の満期は1.5年とされた。これを担保として中間持株会社 American Power & Light Co. は、社債を発行したのである。このことから、持株会社は年20%もの利子支払を受けとることになった(*Ibid.*, p. 358)。

11) F. T. C., *op. cit.*, p. 154.

表3 インサル・グループのピラミッド支配

1930. 12. 31

	(1) 議決権普通株 の比率 (%)	(2) 上層会社保有 の議決権普通 株の比率 (%)	(3) = (1)×(2) (%)	底辺の事業会 社支配に要す 資本の比率 (%)
Insull一族・Halsey, Stuart & Co.				0.02
投資会社2社 ¹³⁾	69.7	66.0	46.0	0.05
Middle West Utilities Co.	80.4	28.1	22.6	0.20
National Electric Power Co.	19.1	99.0	18.9	1.04
National Public Service Corporation	7.9	93.0	7.3	14.24
Seaboard Public Service Co.	72.3	100.0	72.3	19.7
Tide Water Power Co.	19.9	99.0	19.7	100.0
North State Beach Development Co.	100.0	100.0	100.0	……

(注) Corporation Securities Co. of ChicagoとInsull Utility Investments, Inc. の各財務諸表を連結して導出した数値を(1), (2)には示している。

(出所) F. T. C., op. cit., p.160

その約2倍を大きく上回っていたのである¹³⁾。もちろん、20年代後半の証券発行の増大の大きな部分は、他の会社の買収を目的としていた。

「新規のプラント建設とともに、合併による他の事業会社の資産の取得は追加的融資を必要とし、さらに資本金（証券発行）の増加を結果する決定的要因である」¹⁴⁾。この時期の資本金の増加テンポは、事業会社では82%であったのに対して、持株会社では290%に達していた¹⁵⁾。そして、株式ブームの展開は、持株会社による買収を促進し、巨大なピラミッド型支配体制が確立されたのであった。

ここでピラミッド型支配の構造を具体的に示しておこう。インサル・グループの中核であるMiddle West Utilities Co.傘下の子会社を底辺にまで遡って示したのが図3である。これを議決権普通株の所有比率で示したものが表3である。ここから、最底辺の事業会社North State

Beach Development Co.を支配するのに、頂点に立つInsull一族及びHalsey, Stuart & Co.はわずかに0.02%しか要しない、頂点の1ドルの投資は底辺の5000ドルを支配しうることが明らかにされる。著しい支配資本の節約である。ここにピラミッド型支配の典型をみることができる。

2.

ピラミッド型支配の確立によって、事業会社収益はどのようにして上位持株会社へと吸収されていくことになるであろうか。前述の資本構成を参考にしながら、上位持株会社への事業会社収益率のレバレッジ作用を考えてみることにしたい。以下では次のように前提する。事業会社の資本構成は社債50%、優先株25%、普通株25%とする。持株会社は、社債25%、優先株25%、普通株50%とする。また事業会社の普通株は第1持株会社がすべて所有し、第1持株会社の普通株は第2持株会社が所有する……とする。なお、事業会社社債は5%利子とし、優先株は6%配当とする。また、持株会社のそれはそれぞれ6%、7%とする。そして、事業会社収益

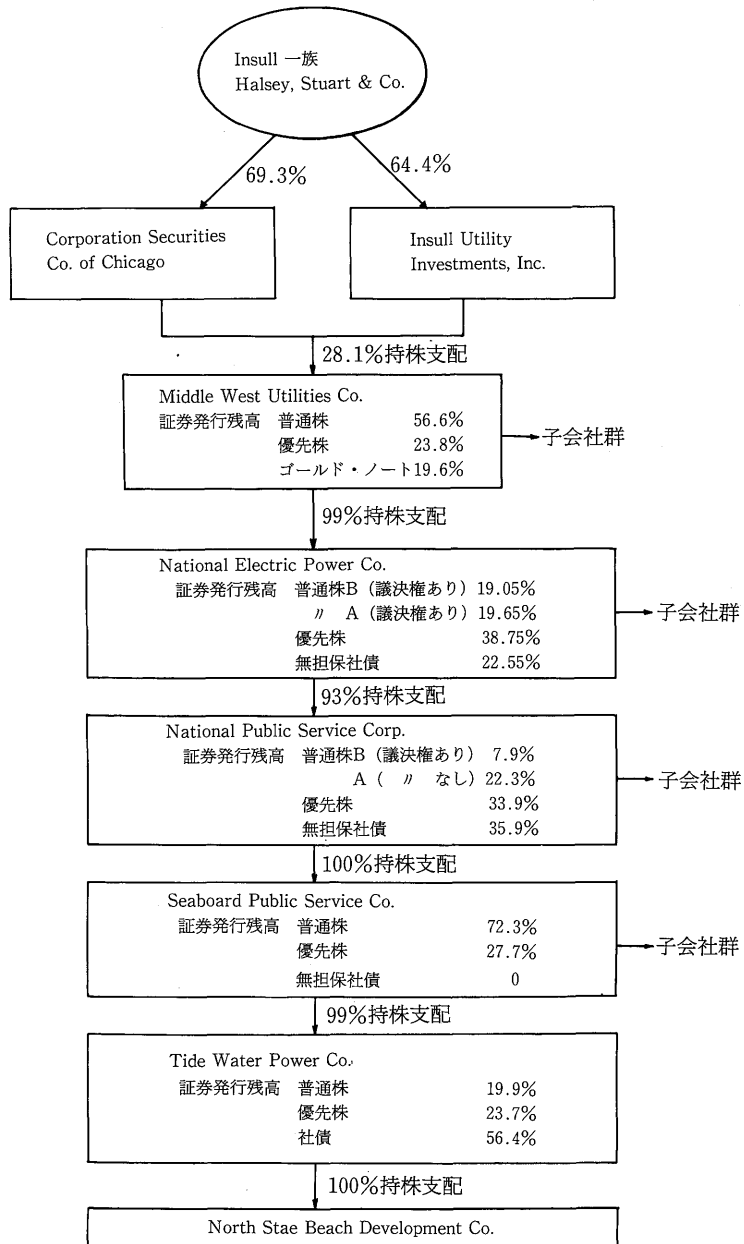
13) T. N. E. C., *Investigation of Concentration of Economic Power: Hearings*, Pt. 9, p. 4014.

14) F. T. C., op. cit., p. 321.

15) *Ibid.*, p. 320-322.

持株会社の支配機構

図3 インサル・グループのピラミッド支配 1930. 12. 31



(出所) F. T. C. *op. cit.*, p. 160

を総投下資本に対して8%、7%、5%とした場合のそれぞれの普通株に対する収益率を考察する(図4参照)¹⁶⁾。

社債及び優先株の利子・配当は固定レートであるので、事業会社収益率が高ければ高いほど

持株会社の普通株に対する配当は高くなる。事業会社の総投下資本収益率が8%のときには、第5持株会社の普通株の収益率は実に310.5%にまで達している(表4参照)。底辺の事業会社から何層にも積み重ねられた頂上持株会社は支

図4 持株会社のピラミッド支配の例示（資産の水増しが行われていない場合）

		収益8%	収益7%	収益5%
事業会社				
5%社債(50%)	800	400,000	400,000	400,000
6%優先株(25%)	400	240,000	240,000	240,000
普通株(25%)	400	640,000	480,000	160,000
計	1600万\$	1,280,000\$	1,120,000\$	800,000\$
第1持株会社				
6%社債(25%)	100	60,000	60,000	60,000
7%優先株(25%)	100	70,000	70,000	70,000
普通株(50%)	200	510,000	350,000	30,000
計	400万\$	640,000\$	480,000\$	160,000\$
第2持株会社				
6%社債(25%)	50	30,000	30,000	30,000
7%優先株(25%)	50	35,000	35,000	.....
普通株(50%)	100	445,000	285,000	.....
計	200万\$	510,000\$	350,000\$	30,000\$
第3持株会社				
6%社債(25%)	25	15,000	15,000	.....
7%優先株(25%)	25	17,500	17,500	.....
普通株(50%)	50	412,500	252,500	.....
計	100万\$	445,000\$	285,000\$	.....
第4持株会社				
6%社債(25%)	12.5	7,500	7,500	.....
7%優先株(25%)	12.5	8,750	8,750	.....
普通株(50%)	25	396,250	236,250	.....
計	50万\$	412,500\$	252,500\$	.....
第5持株会社				
6%社債(25%)	6.25	3,750	3,750	.....
7%優先株(25%)	6.25	4,375	4,375	.....
普通株(50%)	12.5	388,125	228,125	.....
計	25万\$	396,250\$	236,250\$	.....

配の利益を用いることによって、その株式投資収益率を数倍にもすることが可能であったといえよう。この例で頂上持株会社の普通株への投

資額12.5万ドルは、事業会社の総投資額160万ドルに対してわずかに約0.78%にすぎないのに、その収益率は310.5%となり、事業会社の収益の約30%を獲得することができたのである。さらに、その優先株及び社債が投資大衆に売却されて収益を獲得できることとなるので、持株会社の収益は一層大きなものとなる。このことは、実際の電力供給に必要とされる設備投資額のほぼ99%以上を投資大衆に負担させることによ

16) このような例示には次のものを参照した。F. T. C., *op. cit.*, pp. 157-166, E. Winston Clemens, *Economics and Public Utilities*, 1950, Leonard S. Hyman, *America's Electric Utilities: Past, Present and Future*, 1983, pp. 74-79, Emery Troxel, *Economics of Public Utilities*, 1947, pp. 105-6, Charles F. Phillips, Jr., *The Regulation of Public Utilities*, 1984 pp. 529-531.

持株会社の支配機構

表4 普通株投資に対する収益率

	収益8%の場合	収益7%の場合	収益5%の場合
事業会社	16%	12%	4%
第1持株会社	25.5%	17.5%	1.5%
第2持株会社	44.5%	28.5%	.....
第3持株会社	82.5%	50.5%	.....
第4持株会社	158.5%	94.5%	.....
第5持株会社	310.5%	182.5%	.....

て、頂上持株会社はわずか1%に満たない投資額によって支配と莫大な収益を手にすることができるということを意味していた。さらに、持株会社は収益の増加のために様々な方法を用いた。たとえば、設備プラントの建設にあたっては建設コストを大幅に水増ししてグループ内に抱えていた建設会社に発注したり、またマネジメント・サービスやファイナンス・サービスを通じて手数料を事業会社に課した（事業会社にとってはいずれもコストである）のである。これらはすべて持株会社の収益としてあらわれた。しかし、逆に事業会社収益がわずか3%下落し、5%になった場合には、第2持株会社の優先株配当を支払えなくなってしまうのである。もちろん普通株にもなんの配当もないことになる。このことから、ピラミッド型支配の頂上持株会社の普通株は、「事業会社収益のわずかな変化によっても頂上持株会社の収益に極端なレバレッジ作用を引き起こすので、過度に投機的である」¹⁷⁾といわれたのである。こうしたことが、20年代後半での株式ブームの際に電力持株会社証券が投機的にもてはやされ、同時に莫大な発行利得をもたらしたので、電力証券の一層の過剰発行を導くこととなったのである。また、その後の30年代の大恐慌時に、こうしたピラミッド型持株支配の構造が崩壊していく原因とも

なったのである。

3.

以上のようにみてきたピラミッド型支配機構において、事業会社と持株会社の発行証券はいずれも事業会社の実物資産を反映することを前提していた。「各会社の普通株は、その表示された金額だけ実際の投資を表わしていると前提してきたが、そのような前提は実際の経験上の事実としばしば異なっている」¹⁸⁾。つまり、実は20年代の電力証券は著しく水増しされて発行されていたのである。事業会社資産の水増し（write-ups）、過大資本化が行なわれていた。したがって、この水増しがどの程度行なわれたかを検討することにしよう。

持株会社機構のもとでの固定資産の水増し額とその割合は、表5に示されている。この表から事業会社における水増しが最も大きかったことがわかるが、持株会社の固定資産として表示されているものは証券投資に他ならない。その中でも普通株投資がほぼ8割を占めていた。持株会社支配のピラミッドにおいて、頂上持株会社は中間持株会社の普通株に投資し所有したし、中間持株会社は事業会社普通株に投資し所有したのであった¹⁹⁾。つまり、電力生産のための実質的な設備・プラントのような固定資産は、事業会社にしか存在しないのである。このことから、

17) F. T. C., *op. cit.*, p. 162.

18) *Ibid.*, p. 158.

表5 固定資産の水増率

(1,000ドル)

	総資産額	固定資産額 (%)	水増額	水増率 (%)
頂上持株会社 (18社)	4,119,770	3,116,208 (75.6)	273,420	9.6
中間持株会社 (42社)	3,155,031	2,186,302 (69.3)	309,495	16.5
事業会社 (91社)	3,987,854	3,306,894 (82.9)	599,327	22.1
計	11,262,655	8,609,404 (76.4)	1,182,242	—

(注) 調査年度はそれぞれ異なるが、ほぼ20年代末～30年代初頭である。

持株会社の固定資産は、証券投資(中でも普通株投資が約8割)である。

水増率は(固定資産-水増額)を水増額と比べたものである。

(出所) F. T. C., *op. cit.*, pp. 181-188

資産の水増しの程度をみるためには、事業会社の固定資産と持株会社機構全体の水増額とを比較しなければならない。表5から事業会社の固定資産額は約33億ドルであり、全体の水増額は11億8224億ドルに達し、実質的固定資産額は約22億ドルとなるので水増比率は55.6%にもなる。つまり、事業会社の固定資産は全体として1.5倍強に水増しされていたとすることができる。なお、インサル系 Middle West Utilities Co. の水増率は、表6のように57.8%となっていた。但し、事業会社の固定資産は全体の平均82.9%を適用して算出している。それゆえ、こうした資産の水増しに応じて発行された証券は「発行企業の貸借対照表上の健全価値によって支持され

ない」²⁰⁾ ことになった。つまり、会社倒産の時に「この証券を簿価で清算するための現金が企業資産の売却によって獲得できるかどうかはきわめて疑わしい」²¹⁾ のであった。また、水増しによって過大に発行された証券に対して利子・配当を支払うことも疑問視されることになる。このことが、20年代末に電力持株会社による証券の市場操作を引き起こしていくこととなるのである。

さて、このうした資産の水増しはいかなる方法によって行なわれたのであろうか。この点を西田博氏はF.T.C.のレポートによりながら次のようにまとめておられる。「(1)持株会社が担当した事業子会社の建設工事費に含まれている持株会社の利益、事業子会社証券の割引発行差額で建設後の固定資産に含まれた額。(2)持株会社の取得した事業会社資産または議決権の「譲渡」による新設合併・吸収合併に伴う評価増額、及び、持株会社が所有する事業子会社とのサービス契約、建設契約等の関係会社への譲渡に伴う当該諸契約の評価額、(3)事業子会社の組織変更に伴う固定資産の評価増、(4)固定資産の再

19) 頂上持株会社18社と中間持株会社42社の固定資産(Capital Assets)の内容構成比は以下に示すようになっていた。

	18頂上持株会社	42中間持株会社
普通株投資	77.9	80.3
優先株投資	11.7	6.7
社債及びノート投資	8.6	8.5
その他	1.8	4.5
総資産に対する 固定資産の割合	75.6%	69.3%

(出所) F. T. C., *op. cit.*, pp. 183-4.

20) *Ibid.*, p. 322.

21) *Ibid.*, p. 327.

持株会社の支配機構

表6 インサル系Middle West Utilities Co. グループの資産水増し

	総資産	固定資産	水増額
頂上持株会社			
Middle West Utilities Co. (30. 9. 30)	305,658,828		39,938,204
中間持株会社			
Central & South West Utilities Co. (30. 12. 31)	52,282,789		
Midland United Co. (31. 12. 31)	112,496,078		
Midland Utilities Co. (31. 12. 31)	80,581,847		
National Electric Power Co. (30. 9. 30)	55,648,135		
National Light, Heat & Power Co. (30. 12. 31)	3,443,897		
Notional Public Service Co. (29. 12. 31)	56,220,204		
New England Public Service Co. (30. 12. 31)	46,481,444		
North West Utilities Co. (30. 9. 30)	28,493,715		
United Public Service Co. (30. 9. 30)	21,953,733		
United Public Utilities Co. (30. 9. 30)	30,008,529		33,557,720
事業会社			
Central Illinois Public Service Co. (30. 12. 31)	111,449,394		
Central Power & Light Co. (30. 12. 31)	64,636,843		
Florida Power Corporation (30. 12. 31)	27,258,424		
Georgia Power & Light Co. (30. 12. 31)	6,385,473		
Public Service Co. of Oklahoma (30. 12. 31)	45,327,159		
Southwestern Gas & Electric Co. (30. 12. 31)	37,253,671	事業会社の	
Tide Water Power Co. (30. 12. 31)	10,089,378	総資産合計の	
Twin State Gas & Electric Co. (30. 12. 31)	13,245,819	82.9%	
West Texas Utilities Co. (30. 12. 31)	50,186,082	303,274,929	42,576,808
事業会社資産合計	365,832,243	水増率57.8%	111,072,732

(出所) F. T. C., *op. cit.*, p. 182, p. 187, p. 302より作成

評価＝剰余金の創出実務による評価増額、(5)合併、組織変更の際に新事業子会社または旧会社の株式または社債の割引発行差額で固定資産価額に算入されてしまった額、(6)廃棄固定資産の未控除額²²⁾。これらの方法によって事業会社資産の水増し(＝評価増)が行なわれ、それに伴って過大資本化＝証券発行がなされたのであった。以下では、その水増し＝過大資本化の具体的事例をみておくことにしよう。

建設コストの水増しについて。Public Service Co. of Colorado (Cities Service Co. の子会社) がバーモントにプラントを建設する際、Cities Service Co. は自らのグループの建設子

会社 Lakeside Construction Co. に建設を担当させ、必要資金(建設コスト448万5944.32ドル)を支払った。一方、Public Service Co. of Colorado はプラントの建設のために A 級社債537万5000ドル、7%無担保社債225万ドル、普通株250万ドル、合計762万5000ドルの証券を発行し、Cities Service Co. に渡した。その後 Cities Service Co. は普通株以外の証券を売却し、669万9145.48ドルの現金を手に入れた。この結果、Cities Service Co. は221万3201.16ドルの現金と普通株250万ドル(額面)の利益を得ることができたのである。発行証券の額面からみると建設コストの水増しは、313万9055.68ドルであった(水増率約70%)²³⁾。このプラントの建設によって獲得された利得から考えると水増率は実に

22) 西田博, 前掲論文28ページ, F. T. C., *op. cit.*, pp. 299-303.

105%にも達している。

合併による資産の水増しについて。Electric Bond & Share Co. グループの中間持株会社 American Power & Light Co. の子会社 Washington Water Power Co. は、1930年1月1日に、下記に示す3社の資産を取得し、その貸借対照表上に「設備購入」として630万4702.59ドルを計上した。そして、この取得のために1500万ドルもの担保社債を発行したのである。資産取得に際しての水増しは250万ドルを超え (Washington Water Power Co. の帳簿上では約630万ドルの資産に対して、取得純資産の簿価は約380万ドルであり、この点での水増率は約66.4%)、取得純資産の4倍以上もの社債が発行されたのであった (発行証券と比べるとその水増率は、約3倍にもものぼっている)²³⁾。そして、社債の売却によって取得原価をはるかに超えた利益を獲得したのである。

Kootenai Power Co., Ltd.	239,272.22ドル
Consumers Co.	290,232.18ドル
Inland Power & Light Co.	3,551,000.00ドル
<hr/>	
計	4,080,504.40ドル
Kootenai Power Co., Ltd.と Consumers Co. の償却準備金	292,416.37ドル
<hr/>	
3社の純資産 (簿価)	3,788,088.03ドル

また、Massachusetts Co. の資産を取得した New England Co. は、このために普通株を7500株、額面75万ドル発行した。ところが、Massachusetts Co. の純資産はわずかに1万ドル (総資産121万7324.79ドルー継承負債120万7324.79ドル) にすぎなかった。つまり、この取得によ

って74万ドルが水増しされたのであった (水増率は実に74倍である)²⁵⁾。これら以外の事例については表7に示されている。

組織変更に伴う水増しについて。Electric Bond & Share Co. グループの Utah Securities Co. は1925年に組織変更され、Electric Power & Light Corporation が設立された。この時、Utah Securities Co. の純資産はほとんどが子会社の普通株から構成されており、簿価で385万4263.98ドルであった。Electric Power & Light Corporation への資産移転に際し、その資産は2951万9080ドル水増しされて3337万3343.98ドルとされた。そればかりではなく、Electric Bond & Share Co. の保有していた証券もこの新会社に引き渡したので、この部分でも1210万2867.02ドル水増しされたのであった。これらを合計すると、4162万1947.02ドルも水増しされたことになる²⁶⁾。これ以外の事例については表8に示されている。

以上のような持株会社機構のもとで持株会社による建設コストの水増し、合併・組織変更に伴う水増し=過大資本化の事例から次のことが明らかにされた。持株会社が取得した他会社の資産は子会社組織に繰り入れられるが、この資産譲渡に際してその資産は水増しされ、子会社は水増しした資産の譲渡の対価として持株会社に社債、優先株、普通株を発行する。持株会社は受け取った証券のうち支配権とは無関係の社債及び優先株を売却して以前の他会社資産の取得に際して支出した投資原価を回収する。時にはこれによって大きな利益を手に入れる場合もある。したがって、持株会社は支配権を表わす普通株を無償で獲得することとなった。

23) *Ibid.*, p. 327.

24) *Ibid.*, p. 325.

25) *Ibid.*

26) *Ibid.*, p. 323.

持株会社の支配機構

表7 公益事業持株会社の事業子会社間の新設合併・吸収合併と資産水増¹⁾

持株会社及び合同による 新設会社または吸収会社	新設合併または 吸収合併の時期	被合併諸会社 の合併前 固定資産帳 簿価額 (千ドル)(A)	合併後の固 定資産帳簿 価額 (千ドル)(B)	水増額 (千ドル) (B)-(A)	水増率
					(B)-(A) (%) (A)
American Gas & Electric Co.					
Appalachian Electric Power Co.	1926年3月	72,621	139,039	66,418	91
American Power & Light Co.					
Minnesota Power & Light Co.	1923年	17,076	38,711	21,634	126
Florida Power & Light Co.	1925年12月	28,213	58,445	30,232	103
Electric Power & Light Corporation					
Arkansas Power & Light Co.	1926年10月	30,301	37,272	6,970	23
Louisiana Power & Light Co.	1927年6月	9,190	19,267	10,076	110
Mississippi Power & Light Co.	1927年10月	9,726	20,441	10,714	110
Cities Service Co.					
Public Service Corp. of Colorado. ³⁾	1924年9月 ～1930年12月	54,186	77,780	23,594	44
Ohio Public Service Co. ³⁾	1921年1月 ～1924年12月	33,003	44,884	11,881	36
Cities Service Power & Light Co. ⁴⁾	1924年1月	40,057	106,104	66,046	165
Southeastern Power & Light Co.					
Mississippi Power Co. ⁵⁾	1924年	12,828 ⁸⁾	26,052 ⁶⁾	13,224 ⁷⁾	103

(注) (1) F. T. C., *op. cit.*, pp. 255-62の記述を中心として作成。

(2) *Ibid.* pp. 328-29.

(3) 吸収合併の事例。

(4) *Ibid.*, pp. 240-41.

(5) *Ibid.*, p. 328, pp. 324-25 & p. 518.

(6) *Moody's Manual of Investments : Public Utility Securities* (1926), p. 168による1926年3月31日現在の数値。(8)は(6)と(7)より逆算した数値。

(出所) 西田博, 前掲論文33ページ

表8 持株会社による子会社の組織変更と資産水増

持株会社と組織変更子会社 (括弧内は旧会社)	組織変更 年次	旧会社の資産帳簿 価額(千ドル)	新会社の資産帳簿 価額(千ドル)	帳簿価額の水増額 (千ドル) (B)-(A)	水増率 (%) (B)-(A) (A)
		(A)	(B)		
Electric Bond & Share Co.					
Nebraska Power Co. (Omaha El. L. & P. Co.)	1917	6,433 (固定資産)	13,500	7,067	110
Electric Power & Light Corp. (Utah Securities Corp.)	1925	3,854 (投資有価証券)	33,373	29,519	766
New England Power System					
New England Power Assoc. (New England Co.)	1926	16,000 (投資有価証券)	33,590	17,590	110
Cities Service Co.					
Brush Electric Co. (Brush El. L. & Co.)	n. a.	380 (純資産)	4,000	3,620	953

(注) F. T. C., *op. cit.*, p. 264, p. 323, p. 329より作成。

(出所) 西田博, 前掲論文36ページ

このような資産の水増し=過大資本化による投資原価の回収と支配権の無償取得こそが20年代の電力持株会社のピラミッド型支配構造の内実であった。ピラミッド型支配機構は支配資本の節約をはるかに超えて、無償で獲得された普通株による支配と化していたのである。

4.

さて、すでにみてきたように持株会社によるピラミッド型支配の内実は、資産の水増し=過

大資本化に基づく支配株式の無償取得によって構築されたものであった。したがって事業会社資産が水増しされた段階での事業会社収益の上位持株会社への転化=持株会社の普通株投資の収益率の増加について検討することにしよう。

すべての前提は、前述の資産水増しが全く行なわれていなかった場合と同じであるが、ただ1つ異なる点は、事業会社の資産の水増しが25%行なわれ、それに応じて資本構成も25%水増

表9 持株会社のピラミッド支配の例示 (資産の水増が行われた場合)

事業会社		収益 8%	収益 7%	普通株投資に 対する収益率 (8%) (7%)
5%社債(50%)	1000000	500000	500000	
6%優先株(25%)	500000	300000	300000	
普通株(25%)	500000	480000	320000	9.6% 6.4%
計	2000000\$	1280000\$	1120000\$	
第1持株会社				
6%社債(25%)	1250000	75000	75000	
7%優先株(25%)	1250000	87500	87500	
普通株(50%)	2500000	317500	157500	12.7% 6.3%
計	5000000\$	480000\$	320000\$	
第2持株会社				
6%社債(25%)	625000	37500	37500	
7%優先株(25%)	625000	43750	43750	
普通株(50%)	1250000	236250	76250	18.9% 6.1%
計	2500000\$	317500\$	157500\$	
第3持株会社				
6%社債(25%)	312500	18750	18750	
7%優先株(25%)	312500	21875	21875	
普通株(50%)	625000	195625	35625	31.3% 5.7%
計	1250000\$	236250\$	76250\$	
第4持株会社				
6%社債(25%)	156250	9375	9375	
7%優先株(25%)	156250	10937.5	10937.5	
普通株(50%)	312500	175312.5	15312.5	56.1% 4.9%
計	625000\$	195625\$	35625\$	
第5持株会社				
6%社債(25%)	78125	4687.5	4687.5	
7%優先株(25%)	78125	5468.75	5468.75	
普通株(50%)	156250	165156.25	5156.25	105.7% 3.3%
計	312500\$	175312.5\$	15312.5\$	

しされていることである。前述の例では、事業会社の総投下資本（実質固定資産）は1600万ドルであったので、この例では2000万ドルとなる。また、収益は実質固定資産から生じるものであるから、以前の例と事業会社に生じる収益は変わりはないことになる（表9参照）。

この例から明らかなことは、事業会社の実質総投下資本収益率が8%のとき第5持株会社の普通株投資に対する収益率が105.7%と著しく高いものとなっていることである。さらに上位持株会社による事業会社の普通株投資、頂上持株会社による下位持株会社の普通株投資は、さきの検討で示されたように、後に事業会社及び下位持株会社の社債・優先株の売却によって無償化されていた。つまり投資原価は0であったのである。この場合に、頂上持株会社（第5持株会社）は、投資原価=0の普通株の額面に対してそれと等しい配当を手に入れたことになる。ここで、事業会社の固定資産の水増し分はすべて事業会社の普通株に対してなされたとすると、事業会社の普通株500万ドルのうち実質固定資産を表わすものは、わずかに100万ドルにすぎない。この100万ドルに対する持株会社の投資が何層にも積み重ねられていくが、この実質固定資産を表わす100万ドルを上位持株会社の資本構成に応じて比例的に配分していくとすれば、持株会社の普通株にはその分が割り当てられることになる。そうすれば、第5持株会社の普通株のうちに表わされると考えられる事業会社の実質固定資産は31,250ドルとなり、事業会社の実質固定資産1600万ドルに対してわずかに0.2%にすぎない。この実質固定資産に対する第5持株会社の収益率は、実に528.5%に達することになるのである。

さらに、「事業会社がその水増しされた帳簿上

の投資からも8%の純収益を生み出しうるとすれば、水増しからのいかなる収益も頂上持株会社に生じることとなる。また、持株会社の証券発行も水増しされたならば、実質投資は持株会社の優先株に大きく表わされ頂上持株会社の普通株により一層大きな収益率をもたらすことになる。こうした状況から、利潤総額を増加させようと、一層の事業会社資産の取得への普通株支配の願望が強められ発展することとなった²⁷⁾のである。ここに、持株会社によるピラミッド型支配構造が確立する。

IV. 結びにかえて

1920年代のアメリカ経済の中核的産業として発展した電力産業は、持株会社による支配構造をもつものであった。このことを端的に示していたのが、ピラミッド型支配構造をその内実とするインサル・グループであった。本稿では、インサル・グループを例としながら、この持株会社によるピラミッド型支配の構造について検討を加えた。ここから明らかにされたことは、事業会社収益の持株会社への集中、上方転化のメカニズムが大きく機能していたことであり、そのことによって、持株会社普通株の収益率が異常なまでに高められていたことであった。さらに、事業会社資産は、合併や組織変更に伴って大幅に水増しされ過大資本化が行なわれていた。このことは、事業会社収益を一層持株会社のもとに集中するとともに、持株会社にとっては被買収企業の支配権を無償で手に入れることを可能にしたのである。持株会社によるピラミッド型支配構造とは、支配権の無償取得によ

27) *Ibid.*, p. 166.

る収益の集中機構として存在したということが出来る。『株式所有によるピラミッド化された支配』は、通常、支配に要する資本の節約機構として扱えられるが、……この支配機構は必ずしも持株会社による子会社の、子会社による孫会社の議決権株式の有償取得の上に構築されたものではなかった。むしろ、それは『無償取得株式=資本』による支配と寄生の機構であるというのが真実に近かったのである²⁸⁾。

このような資産の水増しに基づいて過大に発行された証券は売却されるとともに莫大な発行利得をもたらしたので、ますますその証券発行が加速されることになった。事業会社収益がやがて減少するようになった時、この過大に発行

された証券の利子・配当支払が不可能となることは明らかであった。そこで、持株会社は支配権の保持と発行利得を求めて株価操作を行なうことになった。まさに、このためにこそ、インサル・グループの投資会社2社は設立されたのであった。したがって次に、持株会社による発行証券の市場操作が支配のピラミッドの内での投資会社を通じてどのように行なわれたかということを検討しなければならない。このことを通じて「無償取得株式=資本による支配と寄生の機構」、すなわち詐欺瞞着の世界が明らかにされることとなる。これが次稿の課題である。

(東北学院大学経済学部助教授)

28) 西田博, 前掲論文34ページ