

インサル公益企業集団の中枢持株会社Middle West Utilitiesの1929年における財務再建と株価操作

本田, 英夫
龍谷大学経営学部 : 教授

<https://doi.org/10.15017/4493015>

出版情報 : 経済学研究. 57 (3/4), pp.1-29, 1992-08-10. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :

インサル公益企業集団の中核持株会社 Middle West Utilities の1929年における財務再建と株価操作

本 田 英 夫

I. は じ め に

本稿は、1920年代米国における4大公益企業集団の一つであったインサル・グループの中核持株会社ミドル・ウエスト・ユーティリティーズ社⁽¹⁾ (Middle West Utilities Co.以下MWUと略称)の1929年7月財務再建計画に端を發し

(注)

- (1) インサル・グループは、第3番目の巨大公益企業集団であり(1位はUnited Corp.グループ42億ドル、2位はElectric Bond & Shareグループ37億ドル)、約25億ドルの資産を有する5つの巨大公益事業持株会社システムから構成され、そして、このシステムの最大の持株会社がMWUであり、中西部を中心に30の州と4,741の地域にサービス(電気・ガス)を供給していた(1930年)。ちなみに、インサル傘下のこの5つの持株会社の支配資産と系列会社は次の通り(いずれも1930年)。MWU(12億ドル、111社)、Commonwealth Edison Co. (45千万ドル、6社)、Peoples Gas Light & Coke Co. (211百万ドル、8社)、Public Service Co. of Northern Illinois (21千万ドル、1社)、Midland United Co. (325百万ドル、30社)(J. C. Bonbright & G. C. Means, *The Holding Company*, 1969, pp. 108-112.)

また、インサル公益企業集団の特色は、「被支配事業会社を地域毎にグループ化する政策をとった」ことであり、頂上持株会社と各地域の事業会社との間に二次持株会社を設けて、その二次持株会社がグループ化された地域の事業会社を直接に支配・監督する形式をとった事が第一点であり、これをFTCは「投資分散タイプ」と称している。(FTC, *Utility Corporations*, NO. 72-A. Summary Report, 1935, p. 154.) 第二点はインサル家の3人が上記5つの持株会社の経営の中心に位置し、またインサル家以外の重役も相互に他社の重役を兼任する「兼任重役制度」を最大限に利用してインサル・グループ全体を支配した点である。(J. C. Bonbright & G. C. Means, *ibid.*, pp. 111-112.)

て展開されたMWU普通株の株価操作、及びその市場操作に投下された資金回収方法並びに創業者利得の取得方法を、FTC(連邦取引委員会)の詳細な報告書⁽²⁾を基に分析したものである。すなわちMWUを含むインサル・グループは、1932年4月に互解した⁽³⁾が、本稿はMWUの崩壊過程を対象にしたものではなく、1929年の6月から12月までの、高株価時期と株価大暴落の時期の僅か半年間の市場操作状況を中心に、ピラミッド型支配体系を支配するインサル家と投資銀行ハルゼー・ステュアート商会(Hulsey, Stuart & Co.)の行った相場操縦と資金回収の方法(投資会社新設)をできるだけ克明に分析したものである。

- (2) FTC, *Utility Corporations*, 70th Congress, Document 92, No. 67, 1935, pp. 708-903.; FTC, *Utility Corporations, Summary Report*, No. 72-A. なお、No. 67の報告書のタイトルは「Corporation Securities Co. of Chicagoの会計および諸記録の検証報告」となっていて、Thomas W. MitchellとAlbert A. Hartleyによって執筆された。本稿はFTCのこの両文獻に全て負っている。

- (3) MWUは32年6月1日満期のノート1,000万ドル及び銀行ローン2,700万ドルの返済不能を理由に、シカゴ連邦裁に会社更生手続をとり、32年4月15日共同収益管財人としてサムエル・インサルを含む3人が任命された。その後、主なインサル系企業は会社更生手続をとって収益管財人の管理下におかれた。(FTC, *ibid.*, No. 59, p. 253., *Moody's Manual, Public Utilities*, 1933, p. 2139.)

II. Middle West Utilities 社 (MWU) の財務構造

MWU は1929年7月29日に財務再建計画を公表し、財務体質改善のために資本構成を大きく変更させる政策を展開していったが、ここでは、財務再建に至らざるを得なかった財務構造・財務体質について概観する。

MWU の財務構造の最大の特徴は——この特徴は決して MWU 特有のものではなく、公益事業持株会社のいわば共通したものではある⁽⁴⁾が——配当に関して MWU はピラミッド型支配大系のもとの子会社からの収益過大計上によって子会社から過大な配当（その実態は資本配当）を受け、MWU もまた実現利益ではなく資本からの配当を一般化していた点である。FTC の分析によれば、「<MWU の> 事業子会社の収益の過大計上額と営業費の過少計上額ははっきりと測定はできなかつたけれども、インサルの経営者の会計実務は、事業子会社の純利益にか

なりの過大計上をもたらした——不適切に資本化された一般費用を除いても少なくとも7,526,000ドルの規模まで1928年は過大に計上されている——という徴候が見られる。」そして、事業子会社におけるかかる収益過大計上を考慮すれば「MWU によって普通株に支払われた現金配当は、すべてではないにしてもその大部分は資本から支払われたというのが当然の結論である⁽⁵⁾。」

FTC は「超保守主義的な見積」としながらも、MWU の1928年の利益過大計上の最低額は12,085,000ドルであったと試算している⁽⁶⁾。MWU 傘下の諸会社と MWU との1928年の連結損益による過大計上利益の構成を見てみると（1表）、それは事業会社の減価償却費過少部分と会社間利益部分とからなっていて、特に会社

(1表) MWU グループの過大計上利益の構成 (1928年)

減価償却費過少	\$ 6,648,393.34
会社間利益	
子・被支配会社への証券売却	\$ 2,397,302.54
子会社への技術その他サービス	
手数料	356,689.69
事業会社の非営業利益	626,173.21
子建設会社の総収益	347,856.63
事業会社以外の子会社総収益	1,378,694.16
小計	5,106,716.23
営業費控除（見積）	618,951.02
グループ以外への証券売却益	4,487,765.21
	1,804,867.19
合計	12,941,020.74
少数持分に割り当てられる過大計上利益	855,840.00
MWU 過大計上利益（最低額）	12,085,180.74

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 738.

(4) 巨大公益事業持株会社に共通する財務構造は、普通株発行を相対的に少なくし且つその所有を支配者グループが保有する一方で、実際の必要資金は、優先株を公衆に発行して調達することで、最少の投資で最大の支配を可能にする資本構成をとっているのが、第一の特徴であり、第二に、収益源泉が配当収益と利息収益に、特に前者の収益に依存していることである。例えば、America Power & Light Co. は91%（内配当64.8%、1921-27年平均）、The North American Co. 91.7%（77.7%、1923-29年平均）、Columbia Gas & Electric Corporation 95.4%（82.2%、1927-30年平均）、The United Gas Improvement Co. 92.7%（88.3%、1924-30年平均）、などであり、18大公益事業持株会社中、配当利息収益が全収益の80%を超している数は10に及ぶ。この様な収益構造の中で、MWU は65.5%（53.3%、1923-29年平均）と比較的その割合は小さい。しかし、MWU の特徴は、会社間の有価証券売却益が際立って高い割合（28%）を示していることである。（FTC, *ibid.*, No. 72-A, pp. 423-426, Table 50.; 拙稿「1920年代アメリカ公益事業合同運動における持株会社財務方策」北海学園大学経済論集、第20-3号、169-212ページ参照）

(5) FTC, *ibid.*, Summary Report, No. 72-A, p. 571. K. Field は MWU の子会社に対する過大な配当強制を、「配当出血政策」と述べている。（Use of Subsidiary Corporations in Segregating Risks, *Journal of Land and Public Utility Economic*, vol. 9, p. 162, 163.）

(6) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 738.

間証券売却益による利益過大計上要因は減価償却要因に次いで大きく、しかも、以下に見られる様に、本来それは、会社間において相殺され、利益が生れていないにも拘らず、それぞれが利益として計上され、その利益を基に配当が行われているのである。

利益の「大きな要素に、子会社の有価証券を MWU グループの一方の会社から他方の会社への切り替えの結果として計算された利益が含まれている」として、FTC は次の様な具体的事例を示している⁽⁷⁾。すなわち、1928年 MWU は事業子会社である National Electric Power 社に MWU 所有の New England Public Service 社の株式を売却して3,016,715.05ドルの利益を計上したが、この取引と同時に、今度は National Electric Power 社が所有する MWU グループの他の公益事業会社⁽⁸⁾の普通株を MWU に売却して、MWU が取得した利益とほぼ同額である3,014,235.64ドルの利益を計上したのである。この様な「会社間取引は同じコートの方のポケットから他方のポケットへの有価証券の交換に等しいものであり」⁽⁹⁾、結局、

MWU は3,016,000ドルの有価証券売却益を取得したもので、他方ではほぼ同額の利益を子会社に提供したのであるから、両社の利益は本来相殺されるものであるが、現実には MWU において3,016,000ドルの利益が計上され、さらに National Electric Power 社の取引利益は配当によって MWU に還流されたのである。

FTC は、この種の利益を「虚偽の利益⁽¹⁰⁾」と称しているが、MWU は会社間利益と自社所有有価証券売却益の合計は1925年以降2,000,000ドルを超え、MWU 総収益の29.3% (1928年) を占めた⁽¹¹⁾ (2表)。

FTC は、会社間有価証券売却益がそのほとんどを占める「会社間有価証券・資産売却、交換、再評価益」と MWU 普通株配当充当利益 (優先株配当後利益) との間に「かなり一致に近い」関係を指摘している⁽¹²⁾ (3表)。1928年の会社間利益が4,240,000ドルであるのに対し普通株配当充当利益が4,950,000ドルであった。従って、もしこの会社間利益が「架空のものであったならば、普通株配当充当利益はほとんど、あるいは全く存在しないということは明白であ

(2表) MWU の会社間利益及び自社所有有価証券売却益

年度	会社間利益	MWU 有価証券売却益	合計	年度	会社間利益	MWU 有価証券売却益	合計
1922	\$ 313,088	\$ 127,434	\$ 440,522	1926	\$ 2,508,876	\$ 15,737	\$ 2,493,139
1923	937,938	105,644	1,043,582	1927	1,878,044	177,272	2,055,316
1924	1,102,378	1,102,378	1928	2,397,303	4,812	2,402,115
1925	2,715,942	35,162	2,751,104				

CFTC, *ibid.*, No. 67. p. 729.

(7) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 729.

(8) Northwestern Public Service Co., Kansas Electric Power Co., Southwest Power Co. の3社である。(FTC, *ibid.*, No. 67, p. 731., n. 10.)

(9) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 567. なお、No. 67では「内部のオーバー・コートのポケットとチョッキのポケットの間の有価証券の交換」と述べている。(FTC, *ibid.*, No. 67, p. 729.)

(10) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 568.

(11) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 729. *Moody's Manual, Public Utilities*, 1933, pp. 2150-2151.

(12) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 729.

(3表) MWUの会社間利益と普通株配当

年度	会社間有価証券・資産売却, 交換, 再評価益	普通株配当 充当利益	普通株配当	年度	会社間有価証券・資産売却, 交換, 再評価益	普通株配当 充当利益	普通株配当
1922	\$ 555,583	\$ 491,411	……	1926	\$ 3,080,116	\$ 3,420,763	\$ 2,046,666
1923	852,651	759,958	……	1927	3,394,773	3,795,462	2,272,014
1924	1,391,610	1,168,823	……	1928	4,240,785	4,956,977	3,492,469
1925	3,265,583	2,283,279	\$ 1,032,560				

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 729.

(4表) MWUの修正利益(1928年)

支払利息・配当充当利益額	\$ 16,515,136.97
利益過大計上額	<u>12,085,180.74</u>
修正支払利息・配当充当利益	4,429,956.23
利息・配当支払額	11,406,394.75
修正支払利息・配当充当利益	4,429,956.23
充当利益不足額	6,976,438.52

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 739.

る。⁽¹³⁾そして、かかる会社間利益は「MWUによる〈子会社に対する〉強制価格⁽¹⁴⁾」を前提に、利益過大計上の基本構造となっているものであった。

MWUが29年に財務的危機に陥り、財務再建に着手しなければならなくなった最大の理由は、利益過大計上政策を基本に展開された現金配当政策であり、また巨額の支払利息であった。

FTCはMWUが1928年の支払利息・配当充当利益額から過大計上利益最低見積額12,085,000ドルを控除した場合、現実に支払われた11,406,000ドルの利息・配当支払総額の内、実際には6,976,000ドルの利益不足が発生していたのであり、その利益不足分は結局、資本から賄われたという⁽¹⁵⁾(4表)。

この様に、利益過大計上政策は巨額の支払利息・配当を支える基本的政策であったが、それ

ではかかる支払利息・配当が如何にMWUの財務体質を悪化させたかを次に見て行くことにしよう。

MWUは創設以後順調に成長発展し、特に1925年以降の成長は極めて著しく、その急速な拡大は投資額(そのほとんどはMWU系列子会社証券)の増大に見ることが出来る。1913年の創設年度の投資額12,529,000ドルが第一次大戦の好況によって増大し、終戦翌年の19年には32,958,000ドル(1913年比2.6倍)になった。しかし、その後20年恐慌の影響を受けて成長は鈍化し、24年によろやく57,221,000ドル(1919年比1.74倍)となったが、20年代後半期の未曾有の繁栄の中で25年69,622,000ドル(前年度比21%増)、28年172,876,000ドル(同38.6%増)、29年206,814,000ドル(同19.6%増)、30年9月248,235,000ドル(同20%増)と急成長し、25年から30年の間に投資額は3.56倍になったのである⁽¹⁶⁾。

この投資の急成長を可能にしたのは、優先株、普通株による増資であり、社債・ノートの発行

(16) FTC, *ibid.*, No. 38, pp. 580-585. Exhibit No. 1. 巨大公益事業持株会社中、最も資産の拡大が大きかったのは Associated Gas & Electric Co. で1929年には創設時の486.95倍に資産は膨張した。(FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 193. Table 30) この急激な資産の拡大は、他の公益事業会社の買収にもとづくものであり、しかも持株会社間で事業会社の買収競争が展開され、その結果、買収価格は著しく高騰し、持株会社の投資額はそれに応じて急増したのである。(拙稿、前掲論文、180-181ページ)

(13) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 729.

(14) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 727.

(15) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 738-739.

であった。1922年から1930年（9月）までの優先株・普通株資本金、社債・ノートの推移を見てみると、まず資本金と社債・ノートの合計額が投資額とほぼ一致しており（1929年を除き）、29年も剰余金を含めれば両者は大体一致している（5表）。このMWUの投資の著しい増大は他の事業会社の買収のための証券交換にともなって生じたものであるが、このことは新株発行（増資）と社債・ノートの増発を伴う。そして、投資及び有価証券発行の増大は、当然に受取配当・受取利息、支払配当・支払利息の増大に反映するが、ここで重要なことは、受取配当・利息と支払配当・利息との関係である。なぜならば、総収益に占める受取配当・利息が1927年62.3%、28年65.39%と総収益の約3分の2を占める一方、支払配当・利息は27年72.17%、28年77.96%と収益の70%以上が配当、利息で支出されているからである。1924年まで支払配当・利息に対し受取配当・利息は441,000ドルの超過であったが、25年に逆転し、731,000ドルの支払超となり、また28年には両者の格差は一層拡大して

1,730,000ドルとなった。この配当・利息の支払超に転落するのを避けるために25年9月に1,224,000ドルのノートを償還して支払利息を前年の50%以下に大幅軽減させたもの、投資増に伴う新株発行によって現金配当が年間2,000,000ドルの規模で増え続けた結果、支払超の構造が定着し、そのために手許現金が資産全体の伸びと比較して僅かしか増加しないという、極端に手許流動性の低い財務構造が生れた。

普通株配当は1925年から開始された（1株7ドルの現金配当）が、その年の約1,000,000ドルの配当が28年には約3.5倍の3,490,000に増大したのに対し、普通株配当充当利益（優先株配当後利益）は25年の2,280,000ドルから28年の4,960,000ドル（2.2倍）に増大したにすぎず、従って、普通株の配当増加率が利益増加率を上回り、その構造が利益を著しく圧迫したのである。しかも、ここで重要なことは、配当が全て現金であった⁽¹⁷⁾のために、手許流動資金としての現金が常に不足勝ちとなり、しかも、収益の約30%がいわゆる会社間利益であり、それが「大

（5表） MWUの貸借対照表、損益計算書主要項目 （単位千ドル）

年 度	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930
投 資	50,350	51,787	57,221	69,622	105,160	124,734	172,876	206,814	248,235
優先株資本	29,662	33,662	45,035	56,547	70,700	88,989	91,812	52,192	60,756
普通株資本	10,645	10,930	11,966	16,606	32,407	35,041	49,707	134,475	142,349
社債・ノート	18,166	12,632	11,900	1,224	—	—	30,000	—	50,000
剰 余 金	1,304	2,064	3,233	4,470	5,862	6,987	8,452	33,837	35,648
受 取 配 当	1,893	2,462	3,105	3,759	5,640	6,495	8,093	11,703	11,171
受 取 利 息	1,497	1,430	1,146	668	610	1,135	1,582	2,340	2,026
支 払 利 息	1,499	1,362	1,207	567	325	73	1,051	1,868	1,536
支 払 配 当	1,498	1,846	2,603	4,591	6,858	8,095	10,354	11,880	11,777
配当後当期利益	491	759	1,168	1,250	1,374	1,523	1,464	3,269	1,810
現 金	782	758	1,072	2,182	2,560	2,452	2,809	4,309	1,651

注①1929年、1930年の剰余金には資本剰余金22,114(千)ドルが含まれている。

②1930年の支払配当は全て株式配当（普通株）である。

FTC, *ibid.*, No. 38, pp. 606-607. Exhibit No. 5

いに過大計上されていた」ので、財務体質の悪化は表面の数字以上のものであったと言わねばならない⁽¹⁸⁾。

「こうした配当支払いによって現金運転資金のシステムは衰退しつつあった。一時的にはとくに新証券発行収入が現金配当必要額を上回っていたので、資本からの配当が可能であったけれども、このような方法は〈証券市場の〉互解の頂点に至らなくても、いつまでも続けられなかったであろう。もしMWUが存続しつづけ、普通株の配当もまた継続するのであるならば、会社の〈支払〉利息と配当の総額をかなり引き下げることが必要であった。すなわち、普通株配当前にチャージされる利息と優先株配当を削減する必要があるだけでなく、同様に普通株配当をも含む全体を減少させる必要があった⁽¹⁹⁾。」

以上の如く、1925年を境にMWUシステム拡大のための投資の著増は、他方において株式資本、社債資本の著しい増大をもたらし、その結果、受取配当・利息を上回る支払配当・利息の逆転の財務構造が形成され、収益の急速で著しい増加とは裏腹に財務体質は急激に悪化して行った。かくして、かかる配当・利息の収支逆転構造を是正し、現金資産の増大を計る資本構成の変更、配当政策の変更を基本とする財務再建が29年の大恐慌勃発の3ヶ月前に始まったのである。

III. MWUの1929年財務再建計画

MWUは1929年7月29日に財務再建計画を公表したが、その再建計画に関連して、同社の会長サムエル・インサルは次の様にその目的を述べている⁽²⁰⁾。

すなわち「この計画全体の背後には、MWUシステムによってサービスが提供されている地域全体の著しい経済成長があり、その地域において当社は、サービス提供のための施設を引き続き拡大させなければならない責務がある。それを行うために、現在の投資状況の下で投資資金の絶え間ないフローが維持できるような財務構造をもつ必要がある」として、財務体質の改善、現金配当ではなく株式配当 (stock dividends) による新資金源泉の増大、株式分割による投資家層の拡大などが唱われていて、MWU再建の意気込みが伺われるものの、恐慌に直面して、この再建は最終的に失敗に終わった⁽²¹⁾。29年7月16日株主総会決定 (計画そのものは7月29日公表)の財務再建計画の目的は、「MWU普通株の配当前の利益にチャージされる金額〈利息と優先株配当〉を大幅に削減し、また普通株配当を含む支払利息・配当総額を引き下げ、最

(20) *Commercial & Financial Chronicle*, vol. 129, Aug. 3, 1929, p. 795.

(21) MWU倒産の原因について、FTCは次のように述べている。「MWU倒産の原因は何であったか？これは当然の疑問であるが、はっきりと答えることは出来ない。MWU及び二次持株会社の互解の真の原因には、いくつかの要因がある。1929年の株式市場の崩壊とその結果生じた不況が、MWUの倒産と何か関係があったことは疑いないが、しかし、それは主要な要因ではなかった。市場の崩壊は〈MWUの〉倒産を促進させたにすぎず、もし是正されなければ、遅かれ早かれ倒産の原因となつたであろう状況の危機をもたらしたのにすぎなかった。」MWU倒産の真の原因は事業会社買収における過大資産評価(したがって過大な買収価格の支払い)、不健全な会計実践と財務諸政策である。(FTC, *ibid.*, No. 59, p. 253.)

(17) 株式配当 (stock dividends) は1917, 18年に実施されたが、その後12年間実施されず、1930年に財務再建の一環として配当の全額を株式配当で行われた。(FTC, *ibid.*, No. 38, pp. 606-607)

(18) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 566.

(19) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 572.

後に現金で支払われる配当額をなお一層減少させることであった⁽²²⁾。」つまり、「固定費」といわれる利息及び優先株配当を含む利息・配当全体の削減、現金配当の抑制が再建計画の核心であったのである。この目的のために既発行の全ての優先株（4銘柄1,043,924株）とシリアル・ゴールド・ノート（額面20,000,000ドル）を現金で買入償還し、その償還資金143,461,640ドルを優先株と普通株の新株発行で現金調達するというのが計画の中心内容であった⁽²³⁾。

計画の内容をもう少し詳しく見て行くことにしよう。既存の優先株とノートの償還資金1億4,346万ドルの調達計画は6,7表に見られる如く、その特徴の第1は新優先株（6ドル無額面転換優先株521,923株）と新普通株（8ドル無額面普通株477,727株）を発行して資金調達を行うが、

旧優先株、旧優先特権株それぞれ2株に対し新優先株1株の割合で、また旧優先株、旧優先特権株、旧普通株それぞれ4株に対し新普通株1株の割合で新株の全てが株主割当方式で発行されること、第2は発行価格に関して、新優先株は額面価額100ドル、新普通株は当時の市価（159ドルから170ドル程度）を遙かに超える200ドルで発行すること、第3に現金配当に代って株式配当（stock dividends）の実施がうたわれていること、第4に、普通株を29年11月15日までに10対1の割合で株式分割することの4点である。この諸特徴の中で最も重要な点は、新普通株の株主割当価格を市価を上回る200ドルに設定したことであり、そしてこの設定価格に（又はそれ以上に）市価を引き上げるために組織的且つ大規模な株価操作がインサル家及び共同経営者

(6表) MWU の償還有価証券と償還額

有 価 証 券	額面	配当率	株 数	償還価格	償還額
(1) 優先特権株	100ドル	8%	307,000	\$ 125	\$ 38,375,000
(2) 優先株	100ドル	8%	400,000	120	48,000,000
(3) 優先特権株	無額面	\$ 6	73,825	110	8,120,750
(4) 優先株	無額面	\$ 6	263,099	110	28,940,890
優先特権株・優先株合計	1,043,924	...	123,436,640
(5) 5.5%シリアル・ゴールド・ノート	額面 \$ 20,000,000				20,025,000
償還資金合計	-----				143,461,640

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 724.

(7表) 優先株、普通株の新旧交換比率と資金調達額

	旧株	新優先株	資金調達額	旧株	新普通株	資金調達額
優先株主	2	1 } 521,923	\$ 52,192,300	4	1 } 477,727	\$ 95,545,400
優先特権株主	2			4		
普通株主				4	1	

(注) 新優先株は6ドル転換優先株（ワラント付）

FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 724-725.

(22) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 724.

(23) *Commercial & Financial Chronicle*, vol. 129, Sept. 21, 1929, p. 1910.

ハルゼー・ステュアート商会 (Halsey, Stuart & Co.以下ステュアート商会と略称) によって行われたのである。

財務再建計画によってどれほど利息・配当が削減できるかを見たのが8表であるが、財務再建前の旧証券をそのまま維持した場合、利息・配当は優先株とノートで総額8,777,544ドルとなり、これに普通株配当6,935,872ドル(1株8ドルの配当。計画では29年7月29日以後7ドルから8ドルに変更されるので、8ドルで計算)を加えると総額15,713,416ドルとなって、28年の総収益14,362,000ドルを約1,351,000ドル超過することになる。ところが、財務再建計画が実施されれば支払配当総額は13,889,226ドルとなって、1,824,000ドルの削減となる。更に新6ドル転換優先株には1株当たり20分の8の割合で現金配当の代りに普通株による株式配当が選択できるオプションが与えられ、また普通株にも

1株当たり年100分の8の割合(8ドルに相当)で同じく普通株による株式配当の実施が計画に含まれているので、普通株の配当を全て株式配当で支払われたならば、配当削減は12,581,878ドルとなり、また優先株においても株式配当が実施されたならば、「[配当に必要な]現金総額は15,713,416ドルの代りにゼロとなるであろう⁽²⁴⁾。]

以上の如く、新資本構成(再建計画)のもとで1,824,000ドルの現金削減が可能となり、しかも株式配当が実施されれば極端には現金配当ゼロも可能となる。この財務再建計画は、明らかに現金配当の大幅な軽減とそれによる利息・配当の収支逆転の改善が志向されたのである。その目的のために新普通株発行価格を200ドルに計画は設定したが、この200ドルの発行価格設定根拠を次に検討することにしよう。

新普通株発行価格の問題は取りも直さず配当問題であり、出来るだけ少ない発行株数で所要の資金調達を計り、しかも配当負担を出来る限り抑えるという財務目的実現のために200ドルが設定されたことは言うまでもないことである。

上述の如く、旧証券償還資金143,461,640ドルのうち52,192,300ドルは新転換優先株を額面価額100ドルで旧優先株主に割当発行して調達されるが、残りの91,269,340ドルは新普通株による増資で調達される(これも全て旧株主割当発行方式で調達)。MWUは新普通株発行価格100ドル、125ドルそして200ドルの3つのケースにおける発行株数と配当負担について試算した⁽²⁵⁾。

9表に見られる如く、発行価格100ドルのケー

(8表) 財務再建前・後における利息・配当支払総額比較

財務再建前の支払利息・配当			
銘柄	発行株数	配当率 (利率)	支払額
\$100優先特権株	307,000	8%	\$2,456,000
\$100優先株	400,000	8%	3,200,000
\$6優先特権株	73,825	\$6	442,950
\$6優先株	263,099	\$6	1,578,594
ノート(額面2千万ドル)	-----	5.5%	1,100,000
計	-----	-----	8,777,544
普通株	866,984	\$8	6,935,872
合計	-----	-----	15,713,416

財務再建後における支払配当(予想)			
銘柄	発行株数	配当率	支払額
転換優先株	521,923	\$6	\$3,131,538
普通株(新)	477,727	8	3,821,816
普通株(旧)	866,984	8	6,935,872
合計	1,866,634	-----	13,889,226

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 725.

(24) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 725.

(25) FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 739-740. No. 72-A, pp. 572-573.

(9表) 新普通株発行価格 3つのケースにおける支払配当

	発行価格		
	100ドル	125ドル	200ドル
新普通株発行株数	912,693	730,154	456,347
新普通株配当 (1株8ドル)	\$ 7,301,544	\$ 5,841,232	\$ 3,650,772
旧普通株配当 (//)	6,935,872	6,935,872	6,935,872
新優先株配当 (1株6ドル)	3,131,538	3,131,538	3,131,538
支払配当合計	17,368,954	15,908,642	13,718,182

FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 739-740. より作成

スでは発行株数は912,693株となるが、200ドルではその半数の45,347株となり、従って新普通株配当も200ドルの時には100ドルの半額となる。発行価格200ドルを基準に他の発行価格の配当負担と比較してみると、100ドルでは3,650,000ドル、125ドルでは1,460,000ドルが配当負担増となる。100ドル、125ドルの配当総額は旧資本構成の支払利息・配当総額(1928年11,405,000ドル。5表参照)を上回り、利息・配当収支逆転の是正にそれは「実際には無益であった」と言わねばならない⁽²⁶⁾。ところが発行価格200ドルの時には、旧資本構成の利息・配当総額(配当条項の配当率が完全に実施された金額15,713,000ドル。8表参照)よりも2,000,000ドル負担が軽減される。いずれにしても、この計画が検討された当時の MWU 普通株の株価(29年5月31日159ドル)で新普通株を発行する財務再建は「無益であった」のである⁽²⁷⁾。かくして償還資金調達のために「新普通株〈の発行〉で1株200ドル以上を獲得することが必要であった」が、同時に市価を200ドル以上(たとえば250ドルから300ドル)に引き上げることが株主にとり「大変うまみのある買い物」であるという印象を与え、彼らの応募意欲を掻き立てることで、

この財務再建計画を成功に導こうとした動機もあつたと思われる⁽²⁸⁾。

従って、新普通株の株価200ドル以上の形成は MWU 財務再建の生命線であるが故に、相場引上げ操作にインサルはその組織力をフルに活用し、そして株価操縦に参加したインサル系企業集団の役員等の主要メンバーに巨額のキャピタル・ゲインを一種の報酬として取得させるとともに、インサル家と公益事業持株会社との支配・従属関係の再編成をも同時に進められたのである。

IV. MWU 普通株の株価引上げ市場操作

— 財務再建計画公表前の

インサイダーによる操作 —

MWU 株はニューヨーク・カーブ取引所(以下 N.Y.カーブ取引所と略称)とシカゴ株式取引所に上場されていた。1929年2月の発行済株数は7%優先特権株30,578株、6ドル優先特権株65,742株、7%優先株40,000株、6ドル優先株223,052株、そして普通株861,506株であった⁽²⁹⁾。

MWU 普通株の株価引上げ市場操作は次の

(26) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 740.

(27) FTC, *ibid.*, p. 740.

(28) FTC, *ibid.*, p. 740.

(29) *Moody's Manual, Public Utilities*, 1930, p. 1108.

二つの段階を経て行われた。第一段階はMWU財務再建計画公表前の主としてインサル系諸会社(MWU自身も含む)のインサイダーによる株価引上げ操作であり、第二段階は29年7月29日再建計画公表後にMWU優先株・普通株引受けシンジケート(Middle West Utilities Preferred & Common Stock Syndicate.以下シンジケートと略称)を設立し、そのシンジケートによる株価操作である。第一段階、第二段階で買い集められた株式の大半は、前年の12月設立の投資会社及び計画公表後の29年10月設立の新投資会社に譲渡されて、この株価引上げ操作は終了する。

前章で明らかにした如く、財務再建計画において増資新普通株の株主引受価格を200ドルとしたもの、この計画が検討された頃(5月末日)の株価は200ドルを遙かに下回る159ドルであった(1928年は123ドルから180ドル。29年に入っても1月～5月末日まで160ドルから180ドルの間を変動していた⁽³⁰⁾)ので、計画公表日までに200ドルを相当に上回る市価(インサルは250～300ドルと考えた)が形成されなければ、200ドルによる株主割当方式の増資は成功しないことは明白であった。つまり、計画公表時点で発行価格200ドルを大幅に超える株価を形成し、公表後においても株価上昇の基調を株主に明示すること、いわば株主の新株引受条件の整備のために、計画公表前に相場を大幅に引上げなければならなかったのである。この新株発行の失敗は財務再建そのものの失敗を意味するために、インサルは緊密な関係のある投資銀行、ブローカー、さらにはインサル系諸会社の役員等のインサイダーを動員して株価引上げに当

た。

以下、FTCの分析に基づいて、インサイダーによる株価引上げ操作の実態を明らかにして行こう。

MWU普通株の株価操作のための市場介入は29年6月5日から始まったが、それ以前のN.Y.カーブ取引所及びシカゴ取引所におけるMWU普通株の出来高はかなり少なく、例えばシカゴでは29年4月1日から6月4日までの56取引日の1日平均取引株数は僅か501株、ニューヨーク取引所では1月2日から6月4日までの1日平均取引は143株という少なさであり、しかもこの期間中に取引が全くなかった日がシカゴで4日、ニューヨークでは実に65日もあった⁽³¹⁾。したがって「<MWU普通株は>通常、この様に少ない取引状態にあるので、投機を目的とした外部の強力な空取引グループが現われなくても、取引所でこの株式の需要を内部者の買いによって増加させ価格を急速に引上げることは容易なことであろう⁽³²⁾。」それ故に、日に2～3,000株の買いで相場を上昇させることは困難な事ではなかったのである⁽³³⁾。

インサイダーの組織的な買いが始まった6月5日から計画公表前の7月27日(7月28日は休日)までに、MWU普通株の市価はシカゴ取引所で166.25ドルから359ドル、ニューヨーク取引所で166.77ドルから355.25ドルへとそれぞれ200%以上に上昇した。約50日間で2倍以上の市価上昇の原動力となったインサイダーは、インサル系諸会社、ステュアート商会、そしてインサル公益企業集団のいわばメイン・バンクともいえるContinental Illinois Bank & Trust

(30) FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 896-897. Table 9.

(31) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 573.

(32) FTC, *ibid.*, p. 573, No. 67, p. 740.

(33) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 716.

社⁽³⁴⁾、ヘンリー L. ドハーティ商会 (Henry L. Doharty & Co.以下ドハーティ商会と略称)、モートン D. カーン (Morton D. Cahn) 及びこれらの企業の役員の個人からなっている。

ところで、投資銀行ステュアート商会がこの MWU 財務再建過程でインサル公益企業集団に対する支配にインサル家と同等の地位を確保したのは、MWU 普通株の相場引上げ操作において、インサル家が同商会の資金力に大きく依拠したことが契機になっている。インサルとステュアート商会との関係は20年代初頭に既に開始されていたが、それは主として証券の引受け及び販売を内容としたものであり、インサル公益企業集団の直接的な支配を内容としたものではなかった⁽³⁵⁾。

ステュアート商会がこの株価操作に深く関わり、またその後の新投資会社の創設に参画した理由について、FTC は次の様に述べている。「MWU 普通株の市価相場を上げるために予定された株式購入には、かなりの資金が必要であった。またその目的と同時に、サムエル・インサルはその株価操作に自分が参加していることを隠すために、仲間である H. L. ステュアートが必要であった。サムエル・インサルは H. L. ステュアートを表面上のパートナーに据えた。その結果、H. ステュアート商会は N. Y. カーブ取引所とシカゴ取引所で、そのほとんどが普通株である MWU 株を購入することになり、そしてこの〈購入した〉株式をサムエル・イン

サルとステュアート商会の共同勘定に蓄積することになった。H. L. ステュアートは本委員会の調査官に対し、彼はこれらの株式購入を行う上で自己の資金と自己の信用を使うが、しかし、もしこの購入株の譲渡先の新投資会社設立計画が失敗したならば、買い集めた株式のうち、彼の所有分を取得原価で負担するという取り決めをサムエル・インサルと結んでいた事を表明した⁽³⁶⁾。」

ステュアート商会はこの市場操作においてインサルのいわば代理として表舞台で、自己の資金と信用を活用して MWU 株を買い集めたが、この投下資金の回収のために新投資会社の創設に参画し、その投資会社を媒介にインサル公益企業集団をインサルとともに支配する共同経営者となったのである。ステュアート商会はインサルに MWU 株の市場操作に全面的に協力する形で、大公益企業集団の支配に喰い込むチャンスを手に入れたのであり、またそのために、Continental Illinois Bank & Trust 社とともにこの市場操作の資金提供者となったのである。

先ずインサイダーの個人グループの購入状況からみて行こう。この個人グループはインサル系諸会社、ステュアート商会及び Continental Illinois Bank & Trust 社のスタッフ・メンバーなどの個人と企業とによって構成されているが、10表に見られる如くそこにはインサル公益企業集団の総帥サムエル・インサルを初めとして、MWU の副会長、インサル傘下の二次持株会社である Commonwealth Edison 社会長と副会長、Continental Illinois Bank & Trust 社の取締役会会長と最高経営責任者等々が含まれており、彼らによって先ず 6 月10日から17日までの

(34) Continental Illinois Bank & Trust の1931年の融資残高は9,150万ドルであったが、その内実に80.9%の7,400万ドルがインサル系企業に対してであった。(呉天降、「大恐慌とアメリカ企業金融(1929～33年)―アメリカ金融資本の再編成と関連して―」証券研究, vol. 74, Oct. 1984, 67ページ。)

(35) 西川純子、『アメリカ企業金融の研究―1920年代を中心として』東大出版会, 297ページ。

(36) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 741.

(10表) MWU 普通株購入インサイダーと取得株売買益

氏名(企業)	地 位	購入株数	平均買入価格	売却株数	平均売却価格	利 益
G. H. Hamilton	MWU 社副会長	150	\$ 183.50	263	\$ 186.74	\$ 21,589
R. D. Stevenson	MWU 社弁護士	200	185.87	100	216	3,013
E. J. Doyle	Commonwealth Edison Co. 会長	800	203.62	800	259.43	44,650
J. H. Gulick	Commonwealth Edison Co. 副会長	1,500	216.56	—	—	—
F.E.Kruesi	MWU 会長アシスタント	75	226.16	25	224	—
National Securities Investment Co.	インサルと緊密な関係のある G.Pick が会長	3,000	225.64	2,200	402.21	388,454
George Pick & Co.	インサルと緊密なブローカー	8,000	256.80	1,950	442.57	362,251
George R. Jones	インサル系の Public Service Co. of Northern Illinois の副会長	400	240.40	100	285	4,460
George M. Reynolds	Continental Illinois Bank & Trust Co. 最高経営責任者	1,050	184.45	500	196	5,775
Arthur Reynolds	Continental Illinois Bank & Trust Co. 取締役会会長	8,600	225.44	4,150	277.14	214,555 (1)
E.A.Davis	MWU のコントローラー	325	206.80	225	350.77	32,393
E. J. Knight	MWU セクレタリー	605	225.05	200	202.50	—
J. W. Evers, Jr.	インサル系投資会社 Utility Securities Co. セクレタリー	450	220.58	800	317.51	77,544(2)
F. R. Evers	J. W. Evers, Jr の兄弟	500	242.37	500	258.26	7,945
The Chicago Corporation	Continental Illinois Bank & Trust Co. 取締役が同社の取締役	4,000	201.86	1,000	305.20	103,340
Samuel Insull	インサル公益企業集団の総帥	3,450	266.93	—	—	—
H. F. Studt	Continental Illinois Bank & Trust Co. の担保管理会社の副会長	500	268.45	100	430	16,155(3)
Mrs. Elsie Studt	H. F. Studt の妻	700	244.92	—	—	—
Bernard J. Fallon	インサルの被支配会社 Chicago Rapid Transit Co. 副会長	1,500	235.46	—	—	—
H. J. Ludwig	MWU アシスタント・セクレタリー	210	279.35	75	202.25	—
M. J. O'Brien	インサル系の投資会社 Utilities Securities Co. の総支配人	2,300	272.44	1,500	430.13	236,535 (4)
Samuel Ettelson	ブローカー	1,100	333.31	920	414.31	74,520(5)

(注) (1) 8月12日売却分を含む (2) 8月13日までの売却分を含む (3) 8月14日売却分 (4) 8月13, 14日売却

(5) 購入 8月12日, 売却 9月8日の分を含む。

なお、利益は売却総収益を売却株数で割って平均売却価格を出し、平均売却価格と平均買入価格との差に売却株数を掛けて算出した。なお、購入株数より売却株数が多いケースは、この株価操作以前に購入していた分が含まれていることを意味する。

FTC, *ibid*, No. 67, pp. 747-760. より作成

1週間でシカゴ取引所を通じて7,075株の普通株が購入された。また、6月5日から6月17日までの期間に全体として37,500株の取引(買い)があったが、4, 5月の1日当り平均出来高が547株であり、1,000株を超える日が5月に僅か4日しかなかった市況からすれば、6月に入っ

てからのこの出来高増(1日平均4,052株)は驚異的であり、そこに組織的な買い占めが行われた事が、如実に示されているのである。

FTCの調査によれば、インサイダーであると確認できた人々(又は企業)によるMWU普通株の購入総数は7月29日までに39,365株であつ

たが、その多くは 6 月 17 日までに購入されたものである。このようなインサイダーによる購入株数は全取引の約 5 分の 1 程度であるが、しかし、インサイダーによるその取引はインサイダー以外の投資家を市場に誘引する効果をもっていた⁽³⁷⁾。

インサイダーは、取得した 39,365 株のうち 15,408 株を財務再建計画公表前に売却して（一部は 8 月 12 日から 14 日の間に売却）、多額の利益を取得した。例えば、インサル系の Commonwealth Edison 社会長の E.J.Doyle は 800 株を購入したが（平均買入価格 203.62 ドル）、その全てを売却（平均売却価格 259.43 ドル）して 44,650 ドルの利益を僅かな期間で獲得し、また Continental Illinois Bank & Trust 社取締役会会長の Arthur Reynolds は平均価格 225.44 ドルで 8,600 株を購入し、内 4,150 株を 277.14 ドルの平均価格で売却して 214,555 ドルの利益を取得した。インサイダーは、この様に MWU 普通株を組織的な買い占めの初期の安値の段階で購入し、その後のドハーティ商会などによる本格的な相場引上げ操作によってより一層上昇した段階で購入株の一部を売却して利益を取得するという、いわば、典型的なインサイダー取引が計画公表前に展開されたのである。

MWU 普通株の相場引上げ操作は、ステュアート商会の要請で投資銀行ドハーティ商会が買い占めを開始した 6 月 17 日以降にむしろ本格化した⁽³⁸⁾。ドハーティ商会は N. Y. カーブ取引所で 6 月 17 日から 7 月 15 日までに普通株 27,350 株（内 3,000 株は 7 月 9 日までに売却）購入したが、それはその期間中に同取引所の総取引株数

56,300 株の 54% を占めていた。ドハーティ商会の連日の大量購入によって、MWU 普通株の株価（N. Y. カーブ取引所終値）は 6 月 17 日の 184 $\frac{3}{4}$ ドルから着実に上昇して、ついに 7 月 15 日（この日だけで 8,000 株購入）には 307 ドルとこれまでの最高値を付けた。財務再建計画の予定株価 200 ドル（できれば 250 ドルないし 300 ドル）が計画公表 10 日以上も前に達成されたのである。

ドハーティ商会はこの期間中に普通株 24,350 株（買い 27,350 株－売り 3,000 株）を総額 5,460,752.50 ドルで購入したが、その他に 7 月 27 日までに MWU 6% 優先株等の優先株を合計 8,250 株（取得価格 1,098,181.25 ドル）購入したので、購入株 32,600 株、取得価額は 6,558,933.75 ドルであった⁽³⁹⁾。

ドハーティ商会はこの購入株の全てをステュアート商会に、取得価額に購入資金に対する支払利息 126,961.04 ドルを加えた金額 6,629,273.97 ドル（6,558,433 ドル + 126,961.04 ドル－受取現金配当 56,620.82 ドル）で譲渡した⁽⁴⁰⁾。しかし、取得価額でステュアート商会に譲渡しているが、ドハーティ商会はこの買い占めで得た利益は 56,620 ドルの現金配当以外に、3,000 株の売却（594,887 ドル）によって、少なくとも 13,300 ドルの利益をあげたと思われる。

ところで、ドハーティ商会の MWU 株購入資金がステュアート商会から出たものであることは以上の経緯から明らかである。これは「余り重要な事柄ではない⁽⁴¹⁾」にしても、ドハーティ商会への購入資金供与の方法は、この様な内部取引の資金手当の一つの典型を示しているものと思われる。先ず、ドハーティ商会は自己所有

(37) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 747.

(38) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 742.

(39) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 743 & 770.

(40) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 743.

(41) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 771.

の Cities Service 社発行の社債 (額面3,000,000ドルと額面4,700,000ドルの2種類) 7,700,000ドルをステュアート商会に売却して総額6,603,944ドルの現金を取得し、その資金でMWU株を購入 (取得原価6,558,933.75ドル) し、次に購入株全てをステュアート商会に譲渡して、先の社債を取り戻したのである⁽⁴²⁾。

N.Y.カーブ取引所の MWU 株の市価引上げ操作に関しては、この様に表面的にはドハーティ商会が中心的役割を果たしたが、他方のシカゴ取引所ではモートン D. カーン (Morton D. Cahn) が買い占めの中心であった。M.D.カーンは、これまたステュアート商会の意向を受けて7月8日から買い始めて、7月23日までに普通株16,150株 (取得原価4,600,304.26ドル)、その他に優先株12,050株 (取得原価1,582,706.25ドル) を購入し、その全株をドハーティ商会の時と同様にステュアート商会に原価で譲渡した⁽⁴³⁾。ステュアート商会は、このように M.D.カーン及びドハーティ商会より取得原価で譲り受けた MWU 株のすべてを、こんどは10月4日新設の投資会社 Corporation Securities Co. of Chicago に譲り受け価格で譲渡し、最終的に MWU 株買い占めの投下資金の全額を現金で回収したのである⁽⁴⁴⁾ (11表参照)。

N.Y.カーブ取引所での M.D.カーンの積極的な買い占めによって、MWU 普通株の市価は急速に上昇し、購入を開始した7月8日の225ドルから購入を終了させた7月23日の340.50ドルに、すなわちこの半月の間に115ドル、66%上昇したのである。この上昇傾向はその後も止まらず、ついに財務再建計画公表の7月29日には、シカ

(11表) ハルゼー・ステュアート商会が H. L. ドハーティ商会、M. D. カーンより譲り受けた MWU 株

株式の種類	株数	取得原価
普通株	40,500	\$ 10,061,156.76
6ドル優先株	10,850	1,342,025.00
8%優先株	7,300	1,026,975.00
8%優先特権株	2,150	311,887.50
合計	60,800	12,742,044.26

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 769.

ゴ410ドル、ニューヨーク400ドルという、当初の期待株価250ないし300ドルを100ドルも上回る驚異的な相場が形成されたのであった。組織的な株価引上操作を開始した6月5日の株価166ドルに対し、それは240%以上の上昇である。当初の目標以上の成果が達成されたといえる。

しかし、以上の分析から明らかな様に、インサル系諸会社の役員、ドハーティ商会及び M.D.カーンによって購入された (実際はステュアート商会が購入) MWU 普通株は、計画公表日を含めても79,865株で、6月5日から7月29日までのシカゴ取引所における普通株取引総数279,750株に対しそれは28.6%しか占めていない⁽⁴⁵⁾にも拘らず、この様に驚異的な株価上昇をもたらしたのは、インサル=ステュアート商会が、財務再建のために株価引上げを組織的に行う旨の情報を意図的に外部に流した結果、インサル・グループ以外の外部の投資家の購入が殺到し、インサイダーの買い占めとそれが相乗効果を生み株価を飛躍的に高めるという構図が展開された結果であると考えられる⁽⁴⁶⁾。

MWU の財務再建計画による株価引上げ操作の情報と株価との関係を、FTC は次のように述べている。FTC の調査官がシカゴ取引所のブ

(42) FTC, *ibid.*, p. 771.

(43) FTC, *ibid.*, p. 744.

(44) FTC, *ibid.*, p. 769.

(45) FTC, *ibid.*, pp. 896-893より試算。

ローカー取引記録から得た事実として、「近く行われる買い操作に関する情報を、これらの組織〈インサル系諸会社、ステュアート商会、Continental Illinois Bank & Trust 社〉の経営者その他のスタッフ・メンバーに漏らしたか、あるいは相場師が買い操作開始前に、彼らの多数の仲間に『内報した』かのいずれかであることを〈この取引株数の急増、株価上昇の事実は〉示唆している。」そして、株価操作に関する多くの事実から、「ステュアート商会が融資を受けた銀行は Continental Illinois Bank & Trust 社であった。銀行との信用協定は、恐らく銀行経営者にその計画を明かすことになったであろう。いずれにしても、その銀行の多数の取締役と役員が買い操作が本格的に開始される前に、また株価操作中に MWU 普通株のかなりの量の購入を行ったのであった⁽⁴⁷⁾。」

この様に一部特定の者（又は企業）が最高機密の情報を得て、未だ安値の価格でかなりの株式を購入し高値でそれを売却して利益を取得するという「内部取引」は、資金提供の見返り、あるいは相場操縦の協力に対する報酬の意味が込められていたことは間違いない。（例えば、Continental Illinois Bank & Trust 社からの融資の見返り。）また、情報を意図的に流して投資家の購買意欲を刺激し、彼らを市場に誘引して株式を高値に誘導する戦略もそこには秘められていたと思われる。FTC は、組織的な買い操作

を切っ掛けに、投資家の投機的性向を刺激して相場上昇の相乗効果をもたらした事に関連して、次の様に述べている。

「ドハーティ商会の N.Y.カーブ取引所における〈MWU 普通株の〉購入は、当然その取引所の相場を押し上げる結果となった。ニューヨークの市価がシカゴ株式取引所の市価以上に上昇したので、ブローカーはニューヨークで売り、シカゴで買いに出た。これらの『鞆取り』取引が、ニューヨークとシカゴの両取引所の売買取引量を増大させ、その事によってシカゴの相場は N.Y.カーブ取引所の市価に共鳴して上昇した。シカゴ取引所の上昇傾向は、インサイダー——その内の何人かは上に示した——による大量の購入によって加速化された。そしてそれはハルゼー・ステュアート商会のために 7 月 8 日に始まった M.D.カーンによる購入によって更に加速化された。こうした市場操作によってもたらされた市価の上昇の推移は、両取引所において証拠金勘定その他の方法で、将来の投機的利益取得のために、かなりの量を購入したその他の人々の投機的性向を刺激した。こうした操作のすべての結果として、MWU 普通株の終値は、シカゴ取引所で 29 年 5 月 31 日の 159 ドルから 7 月 27 日の 364 ドルに、N.Y.カーブ取引所では 355¼ ドルにそれぞれ上昇したのであった⁽⁴⁸⁾。」

ドハーティ商会と M.D.カーンによって買い集められた MWU 株は、ステュアート商会が取得価額で購入し、それを次に新設投資会社にその価額で譲渡して、この計画公表前の株価操作のための投下資金のすべてがかくして回収されたのである。

(46) FTC, *ibid.*, p. 747. たとえば、The Magazine of Wall Street は財務再建計画公表前の 7 月 13 日号に MWU は普通株に利益配分をより大きくする目的で、優先株の償還を考えているようである、として優先株の償還価格を明らかにしている。(An Investment Utility Star of First Magnitude: Middle West Utilities Co., *The Magazine of Wall Street*, July 13, 1929, vol. 44, p. 561.)

(47) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 745.

(48) FTC, *ibid.*, No. 72-A, pp. 578-579.

V. MWU株引受けシンジケートによる株価維持操作

既述の如く、MWU財務再建計画は利息・配当負担が大きく財務体質を著しく悪化させている旧優先株とシリアル・ノートを全額償還し、その償還資金を株主割当発行方式で配当率の低い新優先株と株式配当実施が含まれている新普通株を発行して調達するというものである。資本構成変更後の現金配当負担の軽減を計るために、株主引受け価格を優先株100ドル（額面）、普通株200ドルと設定したが、特に普通株の引受け価格200ドルは、この計画が内部で決定された時点の株価を大幅に上回るものであるために、計画公表前に200ドルの引受け価格が魅力的であると思われる株価を形成することが不可欠となり、そこで、主としてステュアート商会の主導で、いわばインサイダーによって株価引上げ操作が組織的に行われた結果、計画公表日にはシカゴ、ニューヨークの両取引所ともに400ドルの驚異的な高値を付けて、初期の目的は達成されたのである。

ところが、引受け価格の2倍の株価が形成されても株主の全員が完全に引受けるという保証もなく、また株主の引受け放棄の分をインサル等のMWU経営者が肩代りして引受けの財務的余裕も当時の彼らにはなく、更に、MWU普通株の市価が今後も確実に上昇するという予想も立てられない状況に対して、旧証券償還、増資の完全実施のために高株価維持を主要目的にMWU優先株・普通株引受けシンジケート（Middle West Utilities Preferred & Common Stock Syndicate 以下シンジケートと略称）が再建計画公表の翌月29年8月に結成されたのである。

シンジケートの結成の事情を、FTCは次のように述べている。「これら〈MWU株〉のオファーが株主台帳の株主に100%引受けられるならば、その新株発行による収入は、既発ノート、旧優先株、旧優先特権株をコール価格で償還するこの計画の特色を実行に移すのに十分であったであろう。ところが、経営者は株主のうち何人かが、これらのオファーに引受け応じないことによるリスクを負う気がなかったのである。それ故に、株主のオファーの成功を計るべく、シンジケートの設立が着手されたのであった⁽⁴⁹⁾。」

シンジケートの幹事は Insull Utility Investments, Inc.の子会社である Insull Son & Co.がたった。1億4,346万ドルの償還資金調達のための株主割当増資を成功させるために、シンジケートは設立されたのではあるが、FTCが言う如く、そこには経営者のリスク負担の回避、つまりリスク回避志向を見ることができ、また同時に「シンジケートに参加して利益が得られる機会を会社支配の諸個人に提供する」場として利用されたことも間違いなく、したがって、その様な利益は計画公表前のインサイダーによって取得された利益と同様に「支配利益集団の支配の価値」を象徴するものであった⁽⁵⁰⁾。

シンジケートのMWU株引受けは決して順調に進んだ訳ではない。インサルがインサル系諸会社及びその取締役、役員、Continental Illinois Bank & Trust社の取締役、役員等の引受け割当て額リストを作成したものの、参加要請された人々の多くが辞退するか、もしくは割当て額以下の引受けしかしないという状況のた

(49) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 777.

(50) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 136.

めに、引受リストが完成するのに 2 ヶ月以上も要したのが現実であった⁽⁵¹⁾。MWU 普通株は確かに株主引受価格の 2 倍の価格が市場で形成されたもの、MWU の財務内容は極めて悪く、ムーディの普通株評価は 9 ランク中上から 6 ランクという低さであって、投資家にとってハイ・リスクの決して魅力のある株式とはいえなかった。この事は当然、インサルの関係者にとっても、株主にとっても同様であったと思われる。

シンジケートの引受けリストが順調に進まないために、インサルは株価を更に上げてリストの完成を急いだ。再建計画が公表されて以降、株価は 7 月 31 日の 489 ドル (シカゴ) をピークに以後、緩やかに下落しはじめ、8 月と 9 月の半ばまで 430 ドルから 450 ドルの間を推移していたが、リスト締切りの迫った 9 月 19 日から締切りの 23 日までの間に 25,750 株の取引 (そのほとんどが買いと思われる。この取引量は 9 月 1 日から 9 月 18 日までの総取引量 9,900 株の 2.6 倍) を行い、株価を一気に 550 ドルに上昇させたのである。すなわち「引受けリストが締切られる日の直前に、MWU 普通株の市価が 9 月 23 日までの 5 日間で 448.50 ドルから 550 ドルに上昇したということは注目すべき事実である。インサルの経営者が多数のインサル系諸会社に引受けを命じることで引受けリストの完成を助けたので、その株価の上昇後直ちにリストは完了した⁽⁵²⁾。」

シンジケートの主要構成メンバーの引受け額は 12 表の通りであるが、インサル系諸会社 27 社 (MWU も含む)、インサル系諸会社の社員投資基金 9、インサル系諸会社の取締役・役員 67

(12表) MWU 株引受けシンジケートの主要構成メンバーと引受額

メンバー	数	引受額
インサル系諸会社	27	\$ 32,078,900
インサル系社員投資基金	9	2,250,000
インサル系諸会社取締役・役員	67	15,325,000
インサル系法律事務所	2	500,000
Continental Illinois Bank & Trust Co. 取締役・役員	13	3,500,000
ハルゼー・ステュアート商会	1	2,500,000
George Pick & Co.	1	2,000,000
S. Samuel と G. Pick との共同勘定	1	1,500,000

FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 778-779.

人、Continental Illinois Bank & Trust 社の取締役・役員 13 人、スチュアート商会その他などによってシンジケートは構成されている。MWU 自身は 4,228,000 ドル、MWU の親持株会社 Insull Utility Investments, Inc. は 5,000,000 ドル引受け、また個人ではサムエル・インサル、その息子 M. インサル, Jr., M.J. インサルの 3 人で 4,500,000 ドル引受けている。総勢 484⁽⁵³⁾ の個人、会社、基金、法律事務所からなる一大シンジケートの引受リストが完了したのは 9 月 23 日であり、引受総額は 147,738,900 ドルであった。この総額の内、34,328,900 ドルがインサル系の諸会社及び投資基金であり、15,325,000 ドルがインサル系諸会社の取締役・役員の引受け額であるので、インサル系だけで 49,653,900 ドルを占めたことになる。発行された株式は、新普通株 477,730 株 (引受価格 200 ドルで 95,546,000 ドル)、新 6 ドル転換優先株 521,929 株 (引受価格 100 ドルで 52,192,900 ドル) であり⁽⁵⁴⁾、この資金で旧優先株及び旧ノートのすべてを償還し、しかもそれは引受手数料その

(51) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 777.

(52) FTC, *ibid.*, p. 777.

(53) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 579. なお、No. 67 の Exhibit 1 (pp. 864-871) に掲載されている引受者及び引受額リストでは 475 である。

他の諸経費を支出しても4,000,000ドルの資金的余裕が出る規模であった。

ところで、MWU 普通株の市価（シカゴ取引所）は、シンジケートの引受けリストが完了した9月23日の550ドルをピークに以後下落し始め、10月1日には460.50ドル、10月9日450ドル、17日420ドルそして21日には400ドル台を割る380ドルまで下げ続けたのである。こうした一直線の下落はその後にも止まることを知らず、10月24日のいわゆる株式市場大暴落の「暗黒の木曜日」には360ドルに下げ、29日には一気に株主引受価格200ドルをも割る190ドルまで下がるという底無しの下落傾向を示した⁽⁵⁵⁾。

この様な相場の暴落状況の中で、シンジケートの引受けリストは完成したものの、引受けのメリットが急速に消失しつつあり、実際にその引受け割当額が会社に払い込まれるかどうかの保証もない、いわば資金調達に危機的状況が発生したのである。この恐慌相場は、MWUの財務再建にとり「大いに脅威となった」のは当然である。「MWU 普通株の相場が200ドルに急速に近づき、ついにはその価格以下に下落したので、シンジケートは株主に引受オファーしていた株式の全部又は大部分を引受け〈現金を〉払い込まなければならない事態に直面したのであった。それ故に、MWU 普通株の市価の下落を抑え、そして市価がシンジケートの努力にも拘らず200ドル以下に下った時には、200ドル以上の十分にマージンのある価格に回復させるために対処することは、シンジケートの利益に非常に適っていた⁽⁵⁶⁾。」

シンジケート・メンバーの新株引受権の放棄を最大限防止し、インサル等の経営者の新株の肩代り引受けによるリスク負担を回避し、円滑な償還資金の調達を成功させる唯一の方法は、株価を引受価格200ドル以上に回復、維持することであったのである。かくして、シンジケートはMWU株の市場からの購入によって株価の上昇または下支えのための相場操縦を開始したのである。シンジケートの市場介入は400ドルを割り380ドルに急落した10月21日に既に開始されていたが、しかしそれがむしろ本格化したのは、恐慌市場で190ドルに大暴落した10月28日からであり、結局12月4日まで（実質的には11月21日まで）市場介入は継ぎ⁽⁵⁷⁾、この結果、10月29日には244 $\frac{3}{4}$ ドル、31日315ドルと3日間で125ドル反騰し回復の兆を見せはじめた。しかしそれは一時的なものであり、基本的に下落傾向は変わらず、11月に入ってずるずると値下がりして、11月13日には215ドルとなって、10月31日の市価から100ドルも下げたのである。これ以降、大体210～220ドルを維持して、株主引受価格200ドルをどうにか超過しつづけることが出来た。なお、普通株は8月1日に株式分割を実施し、旧普通株1に対し新普通株10の割合で分割されたが、取引所では新旧両方の株式が取引され、そして分割後の新株の市価は旧株と基本的には同じ傾向を示していた。

シンジケートは市場操作を開始した10月21日から操作を終了させた12月4日までの期間に、普通株324,750株（新旧合計。旧株は分割後株式に換算）取得原価8,859,000ドル、新優先株87,188株、取得原価8,783,000ドルを買い入れ

(54) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 864. なお, No. 72-A では普通株3株, 優先株6株それぞれ少ない。(*ibid.*, p. 566.)

(55) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 780.

(56) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 781.

(57) FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 780-782.

た。13表は1930年1月7日現在の買入れ証券の構成を示したものであるが、株主の新株引受権放棄を肩代り取得した分71,392株（普通株、優先株合計）、ブローカーを通じて市場より購入した分232,696株（普通株、優先株合計）、そして市場で購入した株式の新株引受権行使によって取得した分107,800株から、それは構成されている。これらの株式取得の総価額は17,720,000ドルであったが、シンジケートはこの購入資金を次の様な方法で調達したのである。

14表は1930年1月7日のシンジケートの資

(13表) シンジケートのMWU株買入れ証券の構成

普通株・優先株	株数	金額
普通株		
市場より購入（新株）	63,500	\$ 1,910,913.75
（旧株）	161,000	3,735,232.50
権利行使によって取得した新株	65,530	(1) 2,518,846.25
株主引受権放棄によって取得した旧株	34,720	694,400.00
小計	324,750	8,859,392.50
優先株		
市場より購入	8,196	846,927.93
権利行使で取得した分	42,270	4,264,013.69
株主引受権放棄によって取得した分	36,672	3,667,200.00
その他	50	5,000,000
小計	87,188	8,783,141.62
受取株式配当（普通株）	36,372.25	77,717.95
合計	448,310.25	17,720,252.07

(注1) この金額には権利のコスト分1,208,246.25ドル含む
FTC, *ibid.*, No. 67, p. 787.

産・負債状況を示したものであるが、まずシンジケート参加者の引受額に対し6%の拠出金8,864,334ドル（147,738,900×6%）を徴収したが、それだけでは資金として当然に不足するので、Continental Illinois Bank & Trust社から8,900,000ドルの融資を受け、さらにシンジケートは独自にシリアル・ノート25,500,000ドル（当初は28,500,000ドルを発行したが、間もなくその内3,000,000ドルを銀行融資の一部で償還した）を発行して調達した⁽⁵⁸⁾。つまり、自己資金はシンジケート参加者拠出金の僅か8,864,000ドルしかなく、不足分を銀行融資及びシリアル・ノートの合計34,400,000ドルをMWU株と繰延株式引受勘定を担保に調達し、それらの資金を2ヶ月半の市場介入に使用したのである。

ところで、シンジケートは銀行ローン、シリアル・ノート及び雑債務の全ての満期が、シンジケート参加拠出金の返還前に到来するという状況にありながら、手許資金が僅か211,000ドルしかないという極めて悪い財務状態であった。

「もし、シンジケートがMWU株投資を取得原価で現金化し、上述の様な負債の返済に使用したならば、シンジケート参加者の拠出現金の返還に必要な金額を482,931.87ドル超過する金額

(14表) シンジケートの資産・負債状況（1930年1月7日）

資産	金額	負債	金額
現金	\$ 211,220.50	銀行ローン	\$ 8,900,000.00
その他流動資産	505,490.78	シリアル・ノート	25,500,000.00
繰延株式引受勘定	26,088,332.99	雑債務	778,030.47
MWU株式（原価）	17,720,252.07	シンジケート参加拠出金	8,864,334.00
		資産超過額	482,931.87
合計	44,525,296.34	合計	44,525,296.34

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 786.

(58) FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 785-786.

しかくシンジケートには〉残らないであろう。それはくシンジケート参加拠出金に対し〉5%を僅かに上回る利益しかもたらさない」状態であった⁽⁵⁹⁾。

この5%の利益は、シンジケート参加者にとって極めて不満であることは言うまでもない。かくして、「シンジケートは債務すなわちシンジケート参加者に6%拠出金を返済し、且つ利益をシンジケートに残すだけの十分な現金を獲得するために、これらの株式を如何に処分するかという問題に直面した⁽⁶⁰⁾。」つまり「少なくとも〈株式の〉取得原価に等しい現金額、出来るならばより大きな利益が残るような金額」でこれらの株式を如何に処分するか、という問題に突き当たったのである⁽⁶¹⁾。ここに、シンジケート保有株の現金化方法に関する「興味のある物語」が生れた⁽⁶²⁾のであるが、シンジケート参加者の大半がインサル系の諸会社及び取締役、役員であるために、「問題解決の発見は困難ではなかった⁽⁶³⁾」。

このシンジケート保有のMWU株448,310株をもし恐慌市場で処分すれば、株価はさらに大

幅に下落し、結局、取得原価以下の現金しか得られないために、シンジケートはインサル系の次の3投資会社にこの株式を嵌め込んだ。

まず Mississippi Valley Utilities Investment社(1926年デラウェア州設立、最高経営責任者S.インサル)に普通株30,700株(売価@28.08ドル, 862,300ドル)を売却して、1930年1月24日に代金はシンジケートに支払われた。残りの普通株330,426.2株, 優先株87,188株を28年12月8日創設のインサル系投資会社 Insull Utility Investments, Inc. (1928年イリノイ州設立、最高経営責任者S.インサル)及び29年10月4日に創設しインサルとステュアート商会が共同支配する投資会社 Corporation Securities Co. of Chicago (イリノイ州設立、最高経営責任者S.インサル, なお、取締役役にステュアート商会会長H.L.ステュアート, 同商会副会長C.B.ステュアートが加わっている)に全く均等に分割売却して、売却代金9,298,415.60ドルをそれぞれから現金でシンジケートは得た。ところが、この両投資会社に売却処分されるまでに、若干複雑な手続を経ている。創設間もないCor-

(15表) シンジケート購入MWU株の嵌め込み先

売却MWU株式			売却相手会社			
株式の種類	株数	取得原価	投資会社	株式種類	株数	売価
普通株	361,126.20	\$ 8,937,110.45	Mississippi Valley Utilities Investment Co.	普通株	30,700	\$ 862,300.00
優先株	87,188	8,783,141.62		Insull Utility Investments, Inc.	普通株	165,213.10
			Corporation Securities Co. of Chicago	優先株	43,594	4,569,245.00
				普通株	165,213.10	4,729,170.60
				優先株	43,594	4,569,245.00
合計	448,314.20	17,720,252.07	合計	—	448,314.20	19,459,131.20

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 788.より作成

(59) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 787.

(60) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 582.

(61) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 788.

(62) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 581.

(63) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 788.

poration Securities Co. of Chicago には、シンジケートからこれらの株式を買取る資金力がないために、第一段階として、Insull Utility Investments, Inc. が全株を一括購入して、代金 18,596,831.12 ドルを現金でシンジケートに支払い、次に第二段階として資金不足の Corporation Securities Co. of Chicago は、30年1月30日に6%要求払いノートを発行して、Continental Illinois Bank & Trust 社から8,500,000ドルの資金を調達し、その資金で Insull Utility Investments, Inc. から半数の株式を同社が買入れた価額で取得したのである。

ところで、シンジケート保有の MWU 株のこれら投資会社への譲渡価格が、シンジケートに利益をもたらすか否かの「重要な問題」であるために、「シンジケートの経営者はこの譲渡価格決定についてかなりのエネルギーを費やしたと思われる⁽⁶⁴⁾。」普通株の譲渡価格を1株28 $\frac{5}{8}$ ドルとしたが、それは当時の時価を明らかに上回っていた。1月8日26 $\frac{7}{8}$ ドル、22日26ドルそして28日まで決して28ドルを超えることはなかったのである。

譲渡価格を時価を上回る1株28ドル以上にすることによって「シンジケートは Continental Illinois Bank & Trust 社からのローン及びその他の負債を返済し、シンジケート参加者がシンジケート基金に拠出した資金の全部を彼らに返還し、更にシンジケートへの彼らの投資に対し約25.06%に相当する利益をシンジケート参加者に分配するだけの十分な現金を獲得したのであった⁽⁶⁵⁾。」シンジケートは結局、保有の MWU 普通株を市価より高い価格で系列の投資会社に嵌め込むことで、総額2,221,971.30ド

ルの利益を上げ、それを参加者の拠出額に応じて分配した⁽⁶⁶⁾。

以上の如く、シンジケートはその結成の当初の目的である MWU 新株の引受けによる旧優先株・旧ノートの全額償還という目的から、株式市場大暴落による MWU 普通株の急激な市価下落の状況に直面して、積極的に相場上げもしくは下支えという目的に転ずるとともに、系列の既存及び新設の投資会社に時価以上の価格で、全株譲渡することで、25%の利益を取得し、それをシンジケート参加者に分配したのであった。

このシンジケートの利益は、これら投資会社の犠牲によるものであることは言うまでもない。

このシンジケートの MWU 株操縦においてもまた、Corporation Securities Co. of Chicago の存在が重要且つ決定的な意味をもっていた。財務再建公表前のインサイダー、とくにステュアート商会によって買い集められた MWU 株、さらには公表以後のシンジケートによって買い集められた MWU 株がともに Corporation Securities Co. of Chicago に譲渡された（シンジケートからの約半数の株式）ことは、MWU のその後の財務的破綻のリスクをインサル＝ステュアート商会に代ってこの投資会社が直接的に負うことを意味し、また支配関係においてはインサル＝ステュアート商会は同社を媒介に間接的に MWU を支配するという構造に変貌していくことを意味した。

(64) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 788.

(65) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 583.

(66) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 789.

VI. Corporation Securities Co. of Chicago
(CSC) の設立とその役割

Corporation Securities Co. of Chicago (以下 CSC と略称) は29年10月4日に設立された。その設立の目的として、第1に創業者(インサル家とステュアート商会)が MWU の財務再建のために市場で買い占めた MWU 株の受け皿として、第2に従って MWU 株の相場操縦に投下された資金の回収のため、第3に創業者であるインサル=ステュアート商会が CSC 設立前の28年12月27日に創設した投資会社 Insull Utility Investments, Inc. (以下 IUI と略称) への出資資金の回収、そして第4に CSC 設立による創業者利得の獲得が挙げられる。

CSC は、かなり複雑な過程を経て設立されている。本来、MWU 株の株価操縦投資の回収だけであるならば、既存 IUI の存在だけで十分事足りるのにも拘らず、更にいわば屋上屋を重ねる様に別に投資会社(持株会社)を設立したのは、IUI 設立投資をも同時に回収し、しかも株式交換において最初の投資額よりも高く譲渡証券を評価させて創業者利得を獲得するという目的がそこに秘められていたからに外ならない。1図に見られる如く、インサル家保有のインサル公益企業集団の一次持株会社である MWU, Commonwealth Edison Co.等4社の株式が

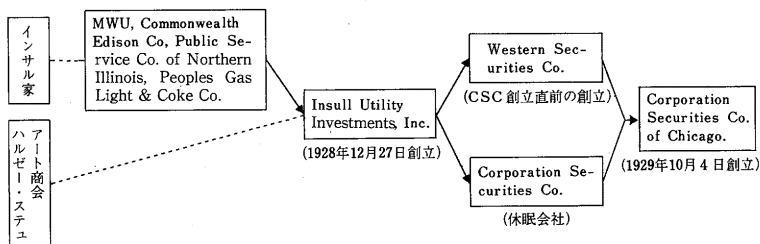
IUI に譲渡され、見返りに取得した IUI 株が最終的に CSC に譲渡されて行く過程は、かなり迂回的であるのも、最終段階の CSC の創設において譲渡株式を高く評価させて創業者利得を取得する事を可能にし、且つ少ない投資で支配の安定と強化を計るとともに、その少ない投資をも出来る限り回収するための方策であったといえよう。

それでは、第一段階として IUI の設立過程から分析して行こう。

[1] Insull Utility Investments, Inc. (IUI) の設立過程

IUI は1928年12月27日イリノイ州会社法のもとで設立された投資会社であるが、その基本機能は既存の一次公益事業持株会社(MWU等の4持株会社)の支配を目的とした純粹持株会社である。最高経営責任者はサムエル・インサル、取締役会会長はその息子のサムエル・インサル, Jr.である。

インサル家は Cyrus Eaton (1928年 MWU の副会長) が Continental Shares, Inc.と共同で、インサル公益企業集団の一次持株会社である MWU, Commonwealth Edison Co., Public Service Co. of Northern Illinois 及び Peoples Gas Light & Coke Co.のインサル系中枢持株会社4社の買収を計ったことの防戦として、新



1 図 Corporation Securities Co. of Chicago 創設過程

たに投資会社を設立して、その新投資会社にインサル家保有の上記 4 社の株式全てを譲渡し、且つ上記 4 社に株式を追加発行させ、それを全て新投資会社に引受けさせる方法で対抗した。したがってこの新投資会社 (IUI) の設立によって MWU 等に対するインサル家の支配は、後に設立された CSC も加わることで強化、固定化されたのである⁽⁶⁷⁾。

インサル家は保有する上記 4 社の株式全てを IUI に譲渡し、その見返りに IUI 株 669,878 株を取得した⁽⁶⁸⁾。この内 152,270 株がこれまた新設の投資会社 Western Securities Co. (創設は CSC 設立直前) の株式 76,135 株 (10 株は現金 1,000 ドルの出資に対するもの) と交換に譲渡されたのである。Western Securities Co. に譲渡された IUI 株の評価額は 3,407,601.92 ドルとされたが、FTC の分析によれば 1 株当り 13.2149 ドルの 2,012,232.82 ドルの原価であった⁽⁶⁹⁾。従って、IUI 株の原価 2,012,232 ドル (@13.21 ドル) のものが Western Securities Co. に譲渡された時点で 3,407,601 ドル (@22.37 ドル) に引上げられ、その差額はインサル家の「潜在的利益」となるものであった。

他方のステュアート商会は、IUI 株を 152,270 株保有していた。それは、先ず額面 100 ドルで購入した IUI 優先株 60,000 株をインサル系の証券子会社 Utility Securities Co. に 1 株 95.50 ドルで転売した結果発生した損失 270,000 ドルの

補償として IUI 普通株 27,000 株及び IUI 社債 6,000,000 ドル (額面) の販売手数料として IUI 普通株 30,000 株、計 57,000 株をインサル家から取得し、またサムエル・インサルから購入した 43,000 株、IUI から直接購入した 46,458 株等からなるものであるが⁽⁷⁰⁾、この保有 IUI 株の原価は 3,407,601.92 であった⁽⁷¹⁾。

ステュアート商会は IUI 株 152,270 株の投資額 3,407,601 ドルの回収と、併せて利益の取得のために同商会の完全子会社であるが休眠中であった Corporation Securities Co. に全株を譲渡した。FTC は次のように述べている。「ハルゼー・ステュアート商会はこの〈IUI に対する〉投資を現金で回収するとともに新設会社〈CSC〉の株式で利益を取得し、しかもこの利益が課税されない方法で獲得するために、株式が〈ステュアート商会によって〉所有されている休眠会社を利用した。⁽⁷²⁾」

5 年間休眠していた Corporation Securities Co. の発行済株数は 100 株で、その全株をステュアート商会が所有し、しかも資産はほんの名目的な額であったこの会社に、当然 IUI 株を買い入れる資金がないために、ステュアート商会はこの会社に要求払いノートを発行させて Continental Illinois Bank & Trust 社から 3,500,000 ドルの資金を引き出し、その資金で商会保有の IUI 株 152,270 株を原価で購入させ、こうして商会は IUI 投資の全額を現金で回収したのであった⁽⁷³⁾。

以上の如く、一方のインサル家は IUI 保有株のうち 152,270 株 (評価額 3,407,601 ドル。実際

(67) FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 135. なお、S. インサルは 1930 年に Cyrus Eaton 保有の MWU 等の公益企業を時価よりかなり高い 1 株 350 ドル (総額 5,600 万ドル) で購入する契約を、ステュアート商会の H. L. ステュアートの強い反対にも拘らず結び、購入した。(FTC, *ibid.*, No. 72-A, pp. 135-136.)

(68) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 762. インサル家は最終的に 925,879 株を取得した。(*ibid.*, p. 762.)

(69) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 763. n. 25.

(70) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 761.

(71) FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 761-762.

(72) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 762.

(73) FTC, *ibid.*, p. 762.

の原価は2,012,232ドル)を新設証券会社 Western Securities Co.の株式76,125株との交換で譲渡し(1,000ドルの現金出資で10株を別に取得),他方のステュアート商会は同じく IUI 株 152,270株を(評価額3,407,601ドル)を休眠会社 Corporation Securities Co.に評価額で買い取らせた。インサル家はステュアート商会の保有株に合せる形で Western Securities Co.に同数の株式を譲渡しているのは, Western Securities Co.とステュアート商会の Corporation Securities Co.とを対等合併させ,新設会社(CSC)に対する議決権支配を平等にして,インサル公益企業集団の経営に投資銀行ステュアート商会を引き入れる戦略であったことに間違いなからう⁽⁷⁴⁾。つまり, MWU をはじめインサル系諸企業の財務体質の悪化に対する梃入れとして,ステュアート商会の資金力と信用をインサルは期待した結果である。

[2] Corporation Securities Co. of Chicago (CSC) の設立過程

1929年10月4日,インサル家の Western Securities Co.とステュアート商会の Corporation Securities Co.が対等合併して CSC が設立された。Western Securities Co.と Corporation Securities Co.の拠出資産は16表の如くであるが,両社とも IUI 株152,270株を取得原価

(16表) CSC への拠出資産

Western Securities Co.		Corporation Securities Co.	
IUI普通株	152,270株	IUI普通株	152,270株
原価(評価額)	帳簿価額	原価(評価額)	帳簿価額
\$ 3,407,700	\$ 15,227,000	\$ 3,407,700	\$ 15,227,000

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 763.より

3,407,700ドルで譲渡したが, CSC においてはそれを15,227,000ドルに評価増して帳簿に計上しているが,この評価額は,1株当たり100ドルとなって当時の市場価格を大幅に上回っていた(ステュアート商会が IUI 普通株を市場から購入した時の価格40.34ドル⁽⁷⁵⁾)。

Western Securities Co.と Corporation Securities Co.との合併によって,インサル家は保有する Western Securities Co.の76,135株の放棄の見返りとして, CSC の普通株1,000,000株及び3ドル・オプション優先株1株と普通株1株から構成されているユニット45,436ユニットを取得した。他方のステュアート商会は Corporation Securities Co.の株式100株の放棄の見返りとして CSC 普通株1,000,000株を取得した。ステュアート商会は既に Corporation Securities Co.に IUI 株を譲渡して現金3,407,700ドルを得ているので,取得した1,000,000株はその全てが商会にとり「潜在的利益」であった。また, Corporation Securities Co.が Continental Illinois Bank & Trust 社から受けた融資3,500,000ドルは CSC に全額引き継がれたので,結局,商会は IUI 株152,270株の譲渡の見返りに現金3,407,700ドルと CSC 普通株1,000,000株を取得した事になろう。

インサル家においても,取得した45,436ユニットが,公衆への発行価格1ユニット75ドルで計算すれば3,407,700ドルとなって,これまた

(75) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 762. 創業者から CSC への IUI 株譲渡は,譲渡時点の市価よりも低い価格で行われた。(FTC, *ibid.*, No. 72-A, p. 574.) 西田氏は「当時設立された大規模公益事業(投資=)持株会社創設のいずれの事例においても,プロモーターからの譲受証券は譲渡契約上,従ってまた,貸借対照表上,市場価額よりも抑えて保守的に評価される傾向がみられ」たという。(西田博,「米国プロモーター利得としてのワラントまたはオプションの考察」経営研究, v. 35-2, 65-64ページ, 注16.)

(74) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 763.

(17表) CSC の設立取引

	CSCへの譲渡株	CSCの提供		
		現金	普通株	ユニット(普株1+優株1)
インサル家	IUI 普通株 152,270株 (3,407,700ドル)	-----	1,000,000株	45,436
ハルゼー・ステ ュアート商会	IUI 普通株 152,270株 (3,407,700ドル)	3,407,700ドル	1,000,000株	-----

FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 762-763.より作成

IUI 株投資の全額が現金で回収できる。したがって、インサル家が取得した CSC 普通株 1,000,000株はステュアート商会と同様に「潜在的利益以外なものでもない⁽⁷⁶⁾」のであり、インサル家の創業者利得であるといえる。

CSC の設立によって、インサルとステュアート商会が取得した創業者利得はこれにとどまらなかった。設立 4 日後の 10 月 8 日に CSC 取締役会は次の様な決定をしたのである。

「サムエル・インサルとハルゼー・ステュアート商会の CSC 設立に対するサービスの報酬として、また最初の資金調達及びその他の有益な対価に対する報酬として、CSC はサムエル・インサルとハルゼー・ステュアート商会のそれぞれに、また彼らのそれぞれの受託者に CSC の未発行無額面普通株 250,000株を……各 25ドルで購入できるオプションを与えた。」そして、このオプションは両者又は一方の者が、250,000株を購入し終るまでいつでもその権利を行使できるという内容のものであった⁽⁷⁷⁾。このオプションの目的の一つが、「その株式は少なくとも 1 株 25ドルの価値があるということを公衆に信じさせることにあった⁽⁷⁸⁾」にしても、完全な無出資に対し提供された創業者の「純粋な利益⁽⁷⁹⁾」で

あることに間違いのないものである。CSC 普通株の市価が 25ドル以上であれば、オプションによる権利行使価格と市価の差が創業者に「純粋な利益」を与えることになる。

ところで、インサル家とステュアート商会が CSC から無償で取得した普通株 2,000,000株の全てをサムエル・インサル、その息子サムエル・インサル, Jr.及び H.L.ステュアートの 3 人の受託者に 5 年間の議決権信託を行い⁽⁸⁰⁾、従って、この受託者の 3 人が CSC を議決権支配し、CSC 並びに IUI を通じて MWU, Commonwealth Edison Co., Public Service Co. of Northern Illinois, Peoples Gas Light & Coke Co., の 4 持株会社を支配したのである⁽⁸¹⁾。

なお、CSC 設立時の貸借対照表は 18 表の通りである。投資有価証券は IUI 普通株 304,540株を 1 株 100ドルで評価計上したものであり、現金、コール・ローンは Corporation Securities Co. がステュアート商会保有の IUI 普通株 152,270株を買い入れるために Continental Illinois Bank & Trust 社から融資を受けた際の残額である。

IUI 普通株は、以上の如く、インサル＝ステュアート商会が取得した段階の取得原価 6,815,203.84ドル (@22.378ドル) が、合併前

(76) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 764.

(77) FTC, *ibid.* p. 764.

(78) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 765.

(79) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 764.

(80) FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 872-873.

(81) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 814. No. 72-A, p. 78.

(18表) CSCの貸借対照表

		'29年10月5日(開始)	'29年12月31日
資 産	投資有価証券	\$ 30,454,000.00	\$ 51,576,263.63
	現金, コール・ローン	65,750.83	9,242,596.42
	未収利息・配当	-----	2,823,069.04
	その他	36,647.25	839,894.17
負 債 ・ 資 本	3ドル・オプション優先株	2,271,800.00	34,999,850.00
	普通株(無額面)	24,774,598.08	13,500,022.50
	銀行ローン	3,500,000.00	-----
	購入契約	-----	10,889,600.00
	資本剰余金	-----	3,455,827.86
	利益剰余金	-----	280,093.29
	その他	-----	1,356,429.61
	合 計	30,556,398.08	64,481,823.26

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 839.

の段階で30,454,000ドル(@100ドル)に(市価以上に)評価増され、その評価増の価格でCSCの開始貸借対照表に計上されている。つまり、原価の4.47倍に投資有価証券は水増しされたのである。

この水増しされた投資有価証券資産(IUI普通株)を資本化して、CSCは普通株2,045,436株と優先株45,436株を発行したが、公衆に発行売り出した優先株1プラス普通株1のユニット価格75ドルを基準に換算すれば、優先株は1株50ドル、普通株2,045,436株のうち45,436株については1株25ドルで評価されたことになり、この価格はオプションで普通株を購入する際の普通株応募価格と同価格である。この25ドルは普通株の当初評価額100ドルの4分の1に過ぎず、しかもインサル家とステュアート商会に無償で提供された普通株2,000,000株に至っては1株11.82ドルにしかならない。

IUI普通株の評価額が22.38ドル→100ドル→11.82ドル(ユニット分を含めると12.11ドル)と激しく変動したのは、取りも直さず創業者に無償提供した2,000,000株を捻出するための術

策によるものであったといえよう。

[3] Corporation Securities Co. of Chicago (CSC) による MWU 株の購入

「合併計画の完了は市場操縦者〈インサル=ステュアート商会〉の目的の一つを達成させた。次の仕事の目的は、操縦者が1929年6月と7月にMWU株の買い占めのために支出した現金を、彼らに払い戻すことが出来るように、CSCに現金を供給することであった。⁽⁸²⁾」

CSCの設立によって、インサル家及びステュアート商会がインサル公益企業集団に対する支配の安定と強化の手段として創設された投資会社(持株会社)の投資資金の回収という第一の目的は達成されたものの、インサル=ステュアート商会がMWUの財務再建計画の関連でMWU株の株価操作のために投下された資金の回収という第二の目的は未だ残されていた。

CSCはMWU株を2回引受けた。1回目は、

(82) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 765.

ステュアート商会が中心となって6、7月に買い集められた60,800株（普通株40,500株、優先株20,300株。優先株はその後MWUによって償還された。⁽⁸³⁾）、2回目はシンジケートが買い集めた208,807株（分割後新株）である。2回目のシンジケートの分は、前章で述べた如く、30年1月31日に Continental Illinois Bank & Trust 社より8,500,000ドルの融資を受けて購入したものであり、その融資は同年3月10日と4月30日の2回に分けて全額返済された⁽⁸⁴⁾。

第1回目の分は29年10月14日ステュアート商会から12,877,016.41ドル（普通株、優先株及び保管費用）で購入したが、その購入資金の調達のため（創設後には現金は僅か66,000ドル程度しかなかった）654,564ユニットを公衆向けに1ユニット75ドルで発行して、49,092,300ドルを調達した。この資金で Corporation Securities Co.より引き継いだ銀行ローン3,500,000ドルも返済したのである⁽⁸⁵⁾。

ところで、CSC の設立初年の29年12月31日の決算書には、株価大暴落の影響を受けて保有有価証券価値の大幅下落による損失を償却した（資本償却）その方法が如実に表われている（18表参照）。CSC は設立時に普通株2,045,436株を

創業者向けに発行して24,774,598.08ドルを普通株資本金として計上した。加えて、10月14日には上述の如く、ステュアート商会からのMWU株購入資金調達のために654,564ユニット（普通株654,564株）を発行して16,364,100ドル（普通株@25ドル）を調達したので合計41,138,698.08ドルが創業時の普通株資本金であった。ところが、投資有価証券の時価下落による評価損失の償却財源の獲得のために、普通株資本金から31,750,000ドルを資本剰余金に組入れ、残り9,388,698.08ドルを普通株資本金とした。他方、ステュアート商会から購入したMWU普通株を時価評価して11,611,301.92ドルの再評価益を資本剰余金に組入れた結果、資本剰余金として43,361,429.42ドル（優先株から普通株への転換によって生じた剰余金127.50ドル含む）が計上された。奇妙な事にも、この資本剰余金から4,111,301.92ドルが普通株資本金に移され、最終的に普通株資本金として13,500,022.50ドルが計上されたのである⁽⁸⁶⁾。

CSC は10月4日設立から12月末日までに投資有価証券評価増と評価減を経験している。設立時の時価でIUI, MWU, 及び Peoples Gas Light & Coke, Commonwealth Edison, Public Service Co. of Northern Illinois 並びに自社株の各株式を評価することを12月4日に決定して総額86,530,416.83ドル（簿価）を投資有価証券として計上したが、その2日後の12月6日に株価暴落後の11月15日の時価に調整することにして、総額34,954,153.20ドルの簿価切下げ（簿価に対し40.4%）を実施した⁽⁸⁷⁾。この切下げ損失は先の資本剰余金で全額償却されたのである。

(83) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 772. MWUは10月14日に旧優先株を償還したが、CSC保有の優先株（20,300株）も償還された。償還価額は2,351,408.51ドルであったが、この株式の取得原価は2,680,887.50ドルであり、329,478.99ドルの償還損失が発生した。この事についてFTCは次の様にいう。「これらMWUの旧優先株と優先特権株がコール価格で償還されるということは、CSCが創設される前にできえ経営者は知っていたにも拘らず、これらの株式が〈ステュアート商会に〉売られた価格でCSCに売却したのは、この損失329,478.99ドルを新会社に故意に課したのであった。」(*ibid.*, No. 67, p. 772.) 本来、償還の損失はMWUが負うべきところ、意図的に取得原価を引き上げて、CSCにその損失を転嫁したのである。

(84) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 820.

(85) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 765 & 767, n. 27.

(86) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 853 & 890.

(87) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 776.

(19表) CSCの投資有価証券の簿価と時価

投資有価証券	1929年12月31日	1930年12月31日	1931年12月31日	1932年4月16日
切下げ前の簿価	\$ 86,530,416.83	-----	-----	-----
切下げ額(29年11月15日の時価)	34,954,153.20	-----	-----	-----
各年度の簿価	51,576,263.63	\$ 140,696,328.70	\$ 144,927,234.28	\$ 140,841,028.19
各年度の時価	60,502,438.30	95,448,578.96	33,970,252.09	9,658,164.13
簿価と時価の差	8,926,174.67	(-) 45,247,749.74	(-) 110,956,982.19	(-) 131,182,864.06

FTC, *ibid.*, No. 67, p. 840.

この結果、12月末日の投資有価証券の簿価は51,576,263.63ドルとなる。なお、29年12月末日段階では未だ約8,926,000ドル、時価が簿価を超過していたが、翌30年末には45,247,000ドル、31年110,957,000ドルそして倒産した32年には実に131,183,000ドルそれぞれ時価が簿価を下回っていたのであり、32年において140,841,000ドルの有価証券が実に9,658,000ドルの価値しかなかったのである⁽⁸⁸⁾ (19表)。

以上の如く、CSCは10月4日の創設の段階では恐慌前の高株価の時期を反映して、取得有価証券を大幅に評価増して創業者に普通株の無償提供を行い、同時に資産再評価益として多額の資本剰余金を計上したが、大恐慌の発生によって事態は逆転し、巨額の簿価切下げ損失を計上せざるを得なくなり、その損失償却の財源として普通株資本金から資本剰余金へ多額の組入れが行われたのである。この様に、CSCは創設から僅か3ヶ月間で天国から地獄へ財務構造は急変し、とくに30年から財務体質は急速に悪化(悪化の最大の原因は収益の大半が株式配当であり、その受取株式配当を時価評価して収益として計

上していたことにある⁽⁸⁹⁾して行き、ついにMWU等インサル系の主要会社とともに32年4月にレシーバー・シップに移行し、実質的に倒産したのである。

V. おわりに

本稿は、MWUの財務構造の改善のために行われた財務再建は、MWU株に対する市場操作を必然的なものとし、そこに投下された資金の回収を目的にCSCの設立が行われた事を明らかにした。最少の投資による最大の支配を実現するために、屋上屋を重ねるように投資会社(持株会社)が設立されたのも、投下資金の回収、創業者利得の獲得とともに、インサル=ステュアート商会の財務的負担を投資会社に転嫁し、出来るだけリスクを回避する目的がそこにあったからであると思われる。

CSCの設立に際してインサル=ステュアート商会は、新会社は総額80,000,000ドル以上の資産で営業を開始し、その内30,000,000ドル以上が現金、50,000,000ドル以上が市場性有価証券であると述べていたが⁽⁹⁰⁾、既述の如く、開始資産の内容はそれと大きく掛け離れていた。CSCの投資有価証券のリストは公開されな

(88) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 840 & 852.

(89) 例えば、1929年の受取現金配当が174,000ドルであったのに対し、受取株式配当は279,000ドル、30年は1,901,000ドルに対し実に5,180,000ドルであった。(FTC, *ibid.*, No. 67, pp. 859 & 860.) FTCは受取株式配当は「未実現収益」としてしている。(Ibid., No. 70-A, p. 448.)

(90) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 714.

ったのである。『CBS (多分 Charles B. Stuart
一原文, ステュアート商会の副会長であり
CSC の役員) からハルゼー・ステュアート商会
のシカゴ事務所の F.K. Shrader への書簡にお
いて, 新会社の株式をブルー・スカイ法で要求
されずに販売する方法, またその他の方法でも
会社資産の公開が要求されない方法を計画して
いる事の希望が表明されていた。また『私
〈CBS〉の見解では, 会社資産が公開されるや
否や, この全体の目的を大いに挫折させること
になろう』とも述べた⁽⁹¹⁾。』

この様に, CSC の創設は秘密のベールに包ま
れた中で行われたのであり, この秘密性は, イン
サイダーによる株価操作, 創業者利得, 保有
有価証券の評価増と無関係ではなかったのであ
る。

この CSC の設立過程で行われた財務は, 先
ず CSC に保有有価証券 (IUI) を取得原価で譲
渡して, 有価証券投資資金の全額の回収が行わ
れ, 次に CSC において譲り受けた証券を時価
評価 (もしくは将来の超過収益を含めて時価以

上に評価) して資本化し, 取得原価と時価評価
の差額を創業者利得として創業者に普通株 (經
営者株) を無償で提供し, 同時に CSC はその差
額を資本剰余金として計上したのであり, また,
「第二次合同運動においては…、まず, 同一の
持株会社による複数の子会社に対する持株関係
が先行し, 爾後に子会社間の形式上の合併がお
こなわれるという」津守教授の卓見が, このケ
ースにおいても貫徹しており, インサル=ステ
ュアート商会の Western Securities Co. と
Coproation Securities Co. という 2 投資子会社
に対する持株関係の確立後は, この両投資会社
を合併させて CSC という投資会社を新設した
のである⁽⁹²⁾。こうした合併形態は, 投下資金の回
収をより確実なものにするとともに, 株式の「こ
ろがし」によって創業者利得の取得を保証する
方法でもあった。この一連の財務において株価
操作は不可欠なものであった。

MWU の 1932 年倒産に関する財務分析は別
稿で試みたい。

(龍谷大学経営学部教授)

(91) FTC, *ibid.*, No. 67, p. 715.

(92) 津守常弘稿「アメリカ・ドイツ合併会計と支配構
造」荒川邦寿編著『会社合併・分割の会計』所収,
中央経済社, 84, 86-89 ページ。