

US スチール設立時の創業者利得： ヴェブレンとヒルファディングの違い(中)

— 企業所有の価値と機能 (4) —

三 浦 隆 之

世界最初の巨大生産企業はどのようにして生まれたか？

生産企業が成長・発展していく場合、その経路にはさまざまなものがあるが、もっとも一般的な成長類型として、同じ生産段階の規模がヨコに拡大していく水平的な成長、これまでの生産段階の前後に拡大していく垂直的な成長、これまでの生産段階のヨコにもタテにも直接的な連結を前提にしていない多角的な成長に区分することが多い。しかし、こうした区分はあくまでも企業成長を生産単位の成長としてとらえる場合に意義のある区分であって、企業を所有単位あるいは管理単位としてとらえる場合には、その成長が自生的なものであるか併合によるものであるかということが非常に重要になってくる。

自生的な企業成長は、これまでの生産活動の成果がそのアウトプット市場において次第に大きく受け入れられ、そこから生じる利潤の内部蓄積を主たる資本規模拡大の基礎とするものである。企業成長がこうした自生的な成長の枠内に収まっているかぎり、生産単位としての企業と所有単位としての企業とのあいだに、これまでみてきたような価値計算上の格差が生じることはあっても、その企業の生産単位としての領域の広がりとは所有単位としての領域の広がりとは、ほとんどきれいに重なっているとみなすことができる。

これに対して、併合による企業成長は、文字通り、既存企業間の併合によって達成されるものであるから、基本的に、新企業を構成する生産単位の内容はこれまでといささかも変わらないどころか、かえって、いずれ整理統合されて縮小の可能性さえあるかもしれない。しかるに、所有単位としての企業の持分構造は重層化されたりして大きく変化することになるのである。

もちろん、併合による企業成長にもさまざまな経路が存在する。大別すれば、複数の既存企業を合併して新しい統合企業を成立させる場合と、併合企業が被併合企業を完全吸収するか、その支配的な持分所有によって傘下におく場合である。いずれの場合においても、企業所有が階層化するとき、併合企業名と被併合企業名とをそれぞれ独立して存続させることができるために、生産単位としての企業領域と所有単位としての企業領域とが意識的に乖離しやすくなってくる。有価証券報告書を見る場合にも、必要に応じて単体決算と連結決算とが照らし合わせねばならない時代になっている。

わが国には、かつて財閥という企業集団が存在した。その上層支配集団としての財閥本社は、きわめて閉鎖的な持株会社であったが、近代日本の経済力拡大の歩みと共にその支配する領域と規模を拡大した。第2次大戦直後に財閥は解体され、持株会社は禁止されたが、およそ半世紀を経た1997年、持株会社解禁を内容とする独占禁止法の改正が成立・施行された。今後、わが国においても「企業が企業を所有する」という「高次の株式会社金融」は、ますます加速してゆくに違いない。この法制上の変化にあわせて、持株会社の法務などに関する解説書もかなり出版されてきている。

しかし、持株会社制度が、すぐれて企業の所有単位の管理システムでありながら、もっぱら生産単位としてみた組織的な運営の効率化にその解禁根拠が求められたような節がうかがわれる。かつて持株会社が禁止された時にも、生産単位としての支配力が過度に集中することになることが懸念されたのであって、所有単位の重層化にもとづく利益の発生と吸収のシステムが批判さ

れたわけではなかった。今こそわたしたちは、「企業が企業を所有する」ことの経済的な意味について、さらには証券市場を足がかりにして企業の所有関係を再構築することの経済的な意義についてももっともっと問いかけなければならない。

ここでは、企業が企業を所有することの具体的な意味をそのオーガナイザーの立場から確認するために、U S スチール (the United States Steel Corporation, 現在名 U S X) という、巨大な企業合併の成立実態をとりあげることにしたいと思う。

U S スチールといえば、独占資本の代名詞として、これまで少しでも企業経済についてかじったことのある人であれば誰一人知らぬもののないほどの存在である。そのために、なにをいまさらとお思いになる方もあるに違いない。しかし、これまでの U S スチールの取り扱われ方は、もっぱら製鉄産業における生産力ひいては市場力あるいは独占力がいかに大きかったかを主張することにおかれてきた³⁾。

わたくしは、これまでのとりあげ方のように、U S スチールのもたらした生産物市場における強大な支配力形成についてできるだけ屋上屋を重ねることを避けたいと思う。ここで明らかにしたいことは、この巨大企業の成立がじつは生産単位としては何も新たに付け加えることのない再資本化戦略であったということであり、そうした企業併合をつうじた再資本化戦略がその併合を発起し推進したものにどのような利益を与えたのかを例証するために、U S スチールの実態に踏み込みたいと思う。

こうしたアプローチにとって、おそらくもっとも有用で詳細な公刊資料は、U S スチール成立の10年後にまとめられた『製鉄産業における株式会社に関する委員会報告書』やその基礎になった『ヒヤリング資料』であろう²⁾。この報告書のタイトルに使われた原語で corporations (株式会社あるいは法人企業) という表現は、それが複数形をとっていることからして、新しく成立

したUSスチールのみならず、それを構成することになった既存の被併合諸企業や競合する他の製鉄諸企業をも含むことは明らかであるが、もともと会社名には **company** を使用することが多いのであって、他のすべての製鉄企業名には **company** が使われている。しかし、これ以降とくに企業合同によって成立する新企業名に **corporation** という表現も用いられるようになったようである。さらに、この報告書をまとめたのが、当時の商業・労働省内にあった「法人企業局」(Bureau of Corporations) なのであった。ここでは、この『報告書』を柱として、USスチール設立にともなうプロモーター・ボナナスあるいは創業者利得の実態に接近することにしよう。

『報告書』では、(1)この新株式会社設立の理由、(2)その資本化額とは対照的な実際の投資額、(3)その利潤率、(4)製鉄業界におけるその支配力について解説されている。この構成にほぼ準じて、当該『報告書』の全貌を明らかにすると共に、とくに第2部の証券資本化額と実物投資額との対照について、事実関係を整理しておきたいと思う。

【USスチール社設立の理由】USスチール社は、アメリカ製鉄産業のめざましい発展の絶頂期に結成されたといっても過言ではない。1898年頃までは、当該産業業務の大半は、相当数にのぼる企業によって分担されていた。そこには、しばしばプールや価格協定によって多少とも緩和されるようなことがあったにもかかわらず、非常に厳しい競争が存在した。1898年になると、大合併運動の時代がスタートした。そのほとんどは、多数の小規模企業の合併であって、資本化額の規模は3000万ドルから1億ドルに及ぶものであった。こうした合併の意図するところは、それ以前の価格協定のときと同じように、競争を排除することにあった。

しかしながら、そうした合併によっても競争を排除することはできなかった。むしろ逆に、そうした合併運動がいききに広範囲にわたって展開されたために、大規模企業間競争をもたらすことになって、かえって製鉄史上例を

見ないほどの厳しい競争に身をおくことになってしまったのであった。このようなプロセスこそ、水平的統合運動とその帰結なのであった。

1899-1900年当時のアメリカ製鉄業界においては、カーネギー会社、フェデラル製鋼会社、そしてナショナル製鋼会社の3大会社が粗鋼および半加工鋼の生産を支配していた。これを第1次集団と呼ぶ。他にアメリカ製鋼線材会社、アメリカ錫引鋼板会社、アメリカ箍鉄会社、アメリカ鋼板会社、ナショナル鋼管会社、アメリカ鉄橋材会社といった6社の大企業があって、完成品段階の鉄鋼製品を支配していた。これらの企業が第2次集団を形成していた。

しかし、これらの企業のうち、どの企業も完全に自己充足できるほど大きな企業はなく、第2次集団は粗鋼の調達を第1次集団に依拠せざるをえなかったし、第1次集団はその製品販売市場を第2次集団に大きく依存するほかはなかったのである。鉄鉱石からスチール製品までの全生産工程を統一的な管理体制の下で運用するような垂直的に完全統合された企業は存在しなかった。

したがって、こうした企業は、ほとんど同時期にそろって生産のタテの系列を整え始めたのである。一つの企業が始めれば、他の企業も自己防衛のために同じことをするという按配であった。第2次集団は、鉄鉱石とか粗鋼生産工場を確保すべく後方統合を開始したのである。たとえば、アメリカ製鋼線材会社は、その原材料の調達をそれまでもっぱらカーネギー社かフェデラル社からの購入によってまかなってきたが、1900年になって、ナショナル鋼管社と同様に、自社専用のスチールを生産することを計画するに至った。そして、第1次集団の方は、かつての主要顧客企業がいまやライバル企業になりつつあることを知り、最終生産物の製造段階に前方統合することによって対抗することとなった。

なかでも特に重要視されるようになったのは、原料の鉄鉱石をいかに確保

するかということであった。自社用の鉄鉱石を確保しないかぎり、このまま製鉄業を続行することはほとんど不可能な段階にきていた。1900年までに、五大湖周辺の鉄鉱山のほとんどは1ダース以下の会社の手中にあったし、石炭コークスもほぼ同様に集中的に支配されるようになっていた。

他企業に依存しないでもやっていけるように垂直的な統合を目指すようになった製鉄会社は、たちまちのうちにスチール生産能力の重複（あるいは急増）とスチール製品の過剰とを招くようになり、製鉄業者間のいわば領域侵犯が懸念されるようになったのである。最適企業としての生き残りを賭けた巨大製鉄企業間の戦いがいよいよ差し迫ってきていた。これが1900年当時のアメリカ鉄鋼業界の状況であった。こうした流れに火をつけたのが、クリーブランド近郊にカーネギー社が巨大な鋼管製造工場を建設し、スチール製品分野に侵攻してくるといふ兆しであった。

こうした競争状況は、これまで製鉄業界の一端を占めて、かなりの収益性を保持してきた半独占的諸企業にとって「大変な危機」(a great danger)として受けとめられたのであるが、こうした状況を回避しようとして、彼らは「大いなる好機」(a great opportunity)がそこに潜んでいることを見逃さなかった。産業の規模が急速に拡大するという時代の基調はまだ続いていたので、一般投資家は、巨額の証券発行をなおも熱心に吸収しつつあった。そこで、相対立してきた半独占的諸企業の利害を一つの巨大な株式会社に収斂させることによって、脅威的な「製鉄戦争」を回避し、証券発行にもとづく莫大な利潤が実現されたのである。

かくして、わずか数週間という驚くべき速さでUSスチールという会社が組織され、1901年の4月1日にその事業活動が開始された。その(社債を含む)総資本化額は、14億200万ドル強にのぼった。それは、まさしく「持株」会社であって、採鉱したり、製造したり、輸送したり、販売したりするようなことはなく、ただ単純に下部構成事業会社の株式を所有しているにすぎな

かったのである。併合された事業会社は、次のとおりである。

1901年に併合された企業

- カーネギー会社 (Carnegie Company of New Jersey)
- フェデラル製鋼会社 (Federal Steel Company)
- ナショナル製鋼会社 (National Steel Company)
- アメリカ製鋼線材会社 (American Steel and Wire Company)
- アメリカ鋼板会社 (American Sheet Steel Company)
- アメリカ錫引鋼板会社 (American Tin Plate Company)
- アメリカ箍鉄会社 (American Steel Hoop Company)
- アメリカ鉄橋材会社 (American Bridge Company)
- ナショナル鋼管会社 (National Tube Company)
- ベッセマー蒸気船会社 (Bessemer Steamship Company)
- シェルビー鋼管会社 (Shelby Steel Tube Company)
- スベリオル湖合同鉄鉱山会社 (Lake Superior Consolidated Iron Mines)

1902年以降に併合された企業

- ユニオン製鋼会社 (Union Steel Company, 1902)
- クレアトン製鋼会社 (Clairton Steel Company, 1904)
- テネシー石炭・鉄・鉄道会社 (Tennessee Coal, Iron and Railroad Company, 1907)

この併合によって、US スチール傘下 (参加) の諸企業間の競争は排除され、証券発行から莫大な利益もたらされたのである。その利益のなかには、発券業務を引受けたシンジケートに対する途方もない株式手数料が含まれていた。彼らが受取った手数料はもともと発券株式の形態であったが、それを

現金化した正味手数料だけでも約6250万ドルにのぼったのである。

USスチールを設立することによって、この巨大企業は、アメリカの粗鋼生産の3分の2を支配し、主要な圧延スチール製品の2分の1から5分の4を支配した。当社は、鉄鉱、石炭、石灰石、天然ガス、鉄道、蒸気船などの会社、溶鉱炉、製鋼工場、圧延工場、最終加工工程などの設備を一本に統括することになった。かくして、当社は、完全な一貫生産のできる管理事業体になったのである。

ただし、この統合企業のほかにも、なおもUSスチールに併合されなかった巨大製鉄企業が第1次集団にも第2次集団にも数多く存在していた。こうした企業群は、USスチールの陰に多少とも隠れてしまったのであるが、なおも強大で、効率的で、成長途上にあつて、十分な競争力を保持していた。

【1901年の資本化過程】USスチールは、その運用総資産の面からしても、国際経済的な面からしても、全米最大の産業企業となった。それは、まぎれもなく大企業を組織するもっとも顕著な例といえる。その資本化額と投資額との関係やその収益獲得能力と投資額との関係は、一般公衆の関心の的となり、USスチール自体も、政府に対して関連情報を提出することになった。

USスチールは、優先株5億1000万ドル、普通株5億800万ドル、社債3億300万ドル、その他の担保付債務などの負債約8100万ドル、計14億200万ドル以上の資本でもって組織された。

かかる資本化額の大きさは、この事業体がそうした資本化額に見合うだけの投資収益を正当化するだけの価値をもっているという確信を反映している。ところが、政府の見るところ、その有形資産の公正な市場価値は、資本化額の2分の1よりもわずかながら少ない、おおよそ7億ドルなのであった。この政府による投資分析を前提にすれば、あと半分のおおよそ7億ドル強の資本化額をただ単に余計に水増しされた追加分と見るか、将来収益力の資本化額すなわち「のれん」の大きさと見るか、あるいは真の「のれん」もどどの

つまりは真の「水増し」と同じことになるのか、いずれにしても、その金額の大きさがあまりにも突出していて、われわれはまず無形資産価値が有形資産価値を凌駕したという事実そのものに着目しなければならない。そして、この巨額の無形資産価値は、たとえある程度は統合による生産効率や取引効率の向上からもたらされたとしても、大方のところ、ただ単に競争を排除することによってもたらされるであろう超過収益力が評価されたに過ぎないのである。

こうした超過収益力の企業価値相当分までも、証券発行をとまなう株式配当などのかたちで資本化されたがゆえに、公共政策にかかわる問題として、US スチール社の設立時点における企業価値評価の問題にアメリカ政府が重大な関心をもつに至ったのであった。

1901年当時のUS スチール社の資産価値を洗い直すために、まず3つの異なる方法が用いられた。(a) US スチール社として一本に束ねられることになる下位構成諸単位企業がそれぞれどのようにして形成されてきたかという歴史的な考察にもとづくもの、(b) 下位構成諸単位企業の発行済み有価証券の市場価値額にもとづくもの、(c) 下位構成諸単位企業の保有する有形資産の市場価値額にもとづくもの、がそれであった。US スチール社の価値額は、第1の評価法では6億7600万ドル、第2の評価法では7億9300万ドル、第3の評価法では6億8200万ドルであった。

ただし、これら3つの評価法は、従来の財産評価法を網羅しうるものではあったが、いずれも企業合併や垂直的統合にもとづく独占の要素をまったく考慮に入れたものではなかった。それにもかかわらず、当事者であるUS スチール社自体による企業価値評価において、新たに形成される独占力の増強にもとづく将来の超過収益力を資本化した分が大きく加えられたことは、これまでの通常の財産評価法とは明確に区別されてしかるべき新しい企業評価法の時代に突入したことを象徴する出来事であった。よく言いまわされる表

現に直せば、アメリカ資本主義が競争体制から独占体制へ転換したことを決定的に示す出来事であった。アメリカ合衆国政府企業局の意図するところは、U S スチール社設立時の総発行証券価値額が、U S スチール社の保有する物的資産の評価価値の約2倍にも相当するものであったということと、その企業価値倍増の根拠が独占力という無形資産の価値が評価されたにすぎないことを示すことであった。

第1の評価法は、大方の構成諸企業の保有する有形資産簿価がその優先株発行額を下回っていたという事実を確認することになり、発起者たちが構成諸企業の既存株主たちに現金で売り抜けるのであれば抑制された定額を呈示する根拠にもなったようであるが、既存株主たちは、普通株のボーナス付きで新合同企業の同額の優先株と交換することができた。このことは、ナショナル製鋼、アメリカ錫引鋼板、アメリカ鋼板、アメリカ箍鉄、アメリカ製鋼線材、ナショナル鋼管、そしてアメリカ鉄橋材の各社で実際におこなわれた。フェデラル製鋼社の有形資産簿価は、その優先株発行額を若干上回っていた。カーネギー社は、優先株を発行していなかったが、精査されたその有形資産簿価は社債発行額を下回っていた。スベリオル湖合同鉄鉱山社の有形資産は、その発行済み株式の額面価値に等しいと判断された。発行済み証券額と対照された有形資産額に加えて、1901年4月までの構成諸会社の利益剰余金、設立準備のために投入された新たな現金、企業間信用の相殺額などが算入されて、上記の6億7600万ドルが計上された。

構成諸会社の発行済み証券の市場価格にもとづく第2の評価法では、約7億9300万ドルが計上されて、第1の評価法よりも1億700万ドル大きくなっている。この超過分は、U S スチール設立以前の構成諸会社自体も企業合同によって成立していることからして、すでに無形の合併価値が反映されているからである。

第3の評価法は、アメリカ政府が重視した評価法であり、もっとも詳細に

検証され、もっとも明確な論拠とされた。それによれば、US スチールの全保有資産の市場価値は次のとおりであった。

第1表 US スチール設立時の実物資本の市場価値

溶鉱炉などの製造資産	2億5000万ドル
陸運・水運などの輸送資産	9150万ドル
石炭・コークス資産	8000万ドル
天然ガス・石灰石資産	2400万ドル
流動資産	1億3650万ドル
鉄鉱資産	1億ドル
計	6億8200万ドル

1902年7月には、その資本化額を正当化するために、US スチール自体が同種の市場価値にもとづく評価計算をおこなった。鉄鉱資産を除いた評価でも、US スチールの評価は政府試算よりもほぼ3割増の約1億7500万ドル分高くなっているが、鉄鉱資産については、政府試算では1億ドルであったにもかかわらず、US スチールの評価は7億ドルになっており、なんと政府試算の7倍、6億ドルもの評価差がでたのである。鉄鉱資産は、製鉄産業の雌雄を分かち決定的な要因である。鉄鉱石の採掘は、製鉄産業の川上に位置し、その質、供給量、価格は、川下の製鉄産業にきわめて重大な影響を与えることをこたがますます強く認識されるようになった。距離的に近くて良質の鉄鉱山を確保することの意義に結びつけて、鉄鉱資産は、資本化額のうち有形資産価値を超過する分を象徴的に表現するものとみなされたのである。

政府試算による鉄鉱資産の価値評価は、1901年当時の同種の資産の市場価値の調査にもとづくものであり、US スチールによって支払われた鉱区買取価格や借用鉱区で支払われた鉱区使用料の現在価値計算なども反映されており、一瞥したところきわめて低い見積りにしか見えない1億ドルという評価額が決して意図的に抑制された金額なのではなくて、広く受け入れられてしるべき公平にして寛容な金額であることが強調された。

アメリカ合衆国政府企業局の結論では、U S スチール社設立時における全有形資産の実際の市場価値は、合併、垂直的統合、集中といった要素をすべて取り払えば、その資本化額のちょうど半分くらいにしかならず、7億ドルに満たないということであった。しかし、だからといって、企業局は、資本化額が半分にされるべきであったと主張したわけではなかったし、なにか特定の資本化理論を支持したわけでもなかった。企業局は、この巨大な事業体が保有する物的資産の市場価値とその無形的要因からもたらされる利益獲得能力にもとづく価値とを区別し、両者を鋭く対比したのである。

【1901-1910年間の経緯の概要】U S スチール社は、設立後の利潤獲得とその蓄積によって、無形資産償却の実施や証券価格の変更などを許容しながら、資本化額のうち有形資産価値を上廻るもとの超過額の大半を修整してきた。1901年当時の超過額は、約7億ドルであり、その超過率は100パーセントであったのが、1910年には、約2億8000万ドルとなり、その超過率は24パーセントにまで縮小した。1910年の総有形資産価値は、11億8700万ドルであった。なお、政府による企業価値計算として、これまでどおり合併価値のすべてを計算から排除してあるし、その結果、実際のコスト計算にも天然資源確保の価値をすべて計算から排除してある。

政府による利潤率の計算においては、発行証券額に対する利潤率の計算ではなく、実際投下資本に対する利潤率が計算された。企業収益から操業費、営業費、管理費、金融費のほか、各種の税金賦課額および減価償却費が減算されたが、政府の精査によれば、U S スチール社の鉱山資源の枯渇や生産設備の陳腐化をふまえた償却許容度は高く、会社による償却実施額は必要額を上廻るものであった。政府は、会社記録を注意深く検証した上で、適切な償却計算をおこない、U S スチール社の実際の高い利潤率を甦らせた。

かくして、政府試算によれば、1901年4月1日から1910年12月31日までの実際投下資本に対する平均利潤率は12パーセントであった。利潤率が一番高

かったのは1902年度の15.9パーセントであり、一番低かったのは1904年度の7.6パーセントであった。年度毎の利潤率の推移は特筆すべき傾向をはらんでいたわけではないが、ごくわずかながら全体的な逡減化が見られた。

数多くの企業のなかで一小企業が12パーセントの利潤をあげたというのであれば、そういうこともあろうというのが一般的な反応ではないだろうか。そうした反応の背景には、その他の幾多の企業はごくわずかの利潤しか稼げなかったかもしれないという憶測がある。しかし、US スチール社の場合はまったく条件が異なっていた。全鉄鋼産業の半分が12パーセントの利潤水準を維持してきたのである。

12パーセントというのは、投下総資本に対する利潤率なのである。そのため、比較的に低率の固定的な利子率だけが課せられる借入金をこの投下総資本から控除すれば、株主によって提供されたものとして措定することのできる残りの投下資本に対する利潤率は、さらに高いものになる。

US スチールは、その設立当初から生産高の面で他の競争業者を圧倒していたし、全競争業者の生産高の合計額をも上廻っていた。しかし、その構成比はこの10年間でかなり減少したのである。銑鉄（ピッグ・アイロン）の生産では、1901年度に43.2パーセント、1910年度に43.4パーセントとUS スチールは当初の勢いをほぼ堅持したのであるが、鋼鉄（スチール）の生産では、1901年度に66パーセントを占めていたのが、1910年度には生産設備の増強にもかかわらず54パーセントまで抑えこまれており、その圧倒的な優位性は多少とも削られてきている。

しかし、生産効率、工場立地、生産設備といった生産能力の面からすれば、こうした生産高に表れた数字が物語る以上の強みをUS スチールは発揮してきた。この強みは、たとえば高品質のコークスを選別する力として作用したし、また、長期化した景気後退の時期における生産調整のためのコントロール力として作用したし、あるいはまた、原材料輸送のための鉄道や船舶の所

有にもとづくコントロール力として作用した。

それにしても、鉄鉱石資源に対する位置づけは、製鉄業にとって他の何にも増して戦略上の重要な意義をもっていた。もちろん、アメリカ全土におけるすべての鉄鉱石資源に対する占有比率の計算を試みることは不可能であり、なおかつさしたる意義もないかもしれないのであるが、その当時のアメリカ製鉄産業が基本的に大きく依拠していたスベリオル湖地域の鉄鉱石については、U S スチールが約75パーセントを所有し、その優位性は、鉄鉱山から五大湖周辺各地に鉄鉱石を運ぶ鉄道網の排他的な支配によってさらに強化されていた。1907年にU S スチールによって制度化された特殊なリースは、俗に丘陵リース (Hill lease) と呼ばれたのであるが、前例のないほど高率の鉄道使用料や面倒な各種の義務負担の条件までついていたので、鉄鉱石に対する高度のコントロール力を維持するためにU S スチールが採用した戦略のなかでもとくに際立った事例として政府の聴聞会において注目された。このリースは膨大な鉄鉱石の保有を下支えたのである。

また、当時は、鉄鉱山をすっかりまるごと購入する替わりに、むしろ使用料を払って鉄鉱山のリースを受けるほうが一般的に広く慣習化していた。スベリオル湖地域の鉄鉱山にもこうしたリース・システムが適用されていたので、鉄鉱山の所有に関してはなんら実質的な制約もなく、容易に鉄鉱石資源の集中を促進することになり、その結果、大量の鉄鉱石をコントロールするのに必要な投資を大幅に節約することができた。リース・システムが、スベリオル湖地域における支配の集中を生み出すのに大きな影響を与えたことは疑いがないのである。

かくして、鉄鉱石に物理的に依拠せざるをえない鉄鋼産業において、U S スチール社はその資本化額の半分を鉄鉱石に注ぎ込んだのであり、その鉄鉱石からあがる利益は大きく、支配・集中の度合も鉄鉱石段階においてもっとも高くなっていた。鉄鉱石こそが、U S スチール社の圧倒的な競争優位性を

第2表 US スチール設立初年度の証券資本の額面価額と市場価格 (ドル)³⁾

資本の種類	額面価額総計	平均価格	市場価値総額	格 差
優 先 株	510,205,743	94	479,593,398	30,612,345
普 通 株	508,227,394	44	223,620,053	284,607,341
5 % 社 債	303,450,000	115	348,967,500	45,517,500
そ の 他	80,963,680	100	80,963,680	
計	1,402,846,817		1,133,144,631	269,702,186

確立するのに決定的な重要性をもっていたのである。

過大資本化によって誰が利益を得たのか？

このように、US スチールの設立に際して、実物資本のほぼ倍額の資本化がおこなわれたのであるが、それは何の根拠もない欺瞞的な水増しではなくて、主として鉄鉱石鉱山を独占することによって得られるであろう将来の超過収益力を資本化した結果であった。そのこともあって、次のようにUS スチール設立当初の資本の額面価額と営業初年度におけるその平均市場価格との間の格差は、額面価額と実物資本価値との間ほどの格差をもたなかったのである。

第2表における「その他」の資本には、担保付社債約5900万ドル強と支払勘定・不動産抵当約2200万ドル弱が含まれており、これら負債の多くは本質的に市場における流通性をもたないので、その額面価額総計と市場価値総計は等しく表現されている。注目すべきは、普通株の市場価値は額面の半分以下に落ちたが、優先株は額面の94パーセントを保ち、5%社債は額面の15パーセント増しをつけたことである。その結果、US スチールの全資本化額とその設立初年度の市場価値との格差は、19パーセント減の81パーセントにとどまったのである。

資本の市場価値がその額面価額を下廻ったのは設立当初だけではない。のちほど見るように、US スチールの普通株式の市場相場は、設立以降の15年

間、平均値や最低値のみならず最高値でさえも額面百ドルを上廻ることは一度もなかったのである。

これだけ見れば、U S スチール社の普通株主は、設立当初はもとより、設立後しばらくの間、株式プレミアムを享受することができなかつたかに見える。ところが、株主たちは、U S スチール設立時点においてすでに大きな利益を得ていたのである。その謎を解く鍵は、旧会社の株式と新会社の株式との交換方法にあった。

U S スチールが発行した証券資本の総額は、U S スチールによって吸収併合された諸会社の発行済み証券資本の総額を大きく上廻っていたのである。

被併合諸会社の証券資本とU S スチールの証券資本との交換条件は次のとおりであった。

第3表 US スチール設立時の構成諸会社の証券資本との交換条件 (ドル)⁴⁾

会社名	証券獲得額	交換率		証券発行額		
		優先株	普通株	社債	優先株	普通株
カーネギー会社						
社債	159,450,000			159,450,000		
株式	160,000,000			144,000,000	98,277,120	90,279,040
					計	492,006,160
フェデラル製鋼会社						
優先株	53,260,200	110			58,586,220	
普通株	46,483,700	4	107.5		1,859,348	49,969,978
					計	110,415,546
ナショナル鋼管会社						
優先株	39,997,400	125			49,996,750	
普通株	39,937,400	8.8	125		3,514,491	49,921,750
					計	103,432,991
アメリカ製鋼線材会社						
優先株	39,998,500	117.5			46,998,237	
普通株	49,901,900		102.5			51,149,448
					計	98,147,685

第3表 つづき

会社名	証券獲得額	交換率		証券発行額		
		優先株	普通株	社債	優先株	普通株
ナショナル製鋼会社						
優先株	26,992,200	125			33,740,250	
普通株	31,969,800		125			39,962,250
					計	73,702,500
アメリカ錫引鋼板会社						
優先株	18,325,000	125			22,906,250	
普通株	27,995,000	20	125		5,599,000	34,993,750
					計	63,499,000
アメリカ箍鉄会社						
優先株	13,997,500	100			13,997,500	
普通株	18,995,000		100			18,995,000
					計	32,992,500
アメリカ鋼板会社						
優先株	24,497,700	100			24,497,700	
普通株	24,498,800		100			24,498,800
					計	48,996,500
アメリカ鉄橋材会社						
優先株	31,348,000	110			34,482,800	
普通株	30,946,400		105			32,493,720
					計	66,976,520
スベリオール湖合同鉄鉱山会社						
普通株	29,413,905	135	135		39,708,771	39,708,771
					計	79,417,542
オリバー鉄鉱業会社・ピッツバーグ蒸気船会社 (6分の1の持分)						
	421,700				9,250,000	9,250,000
					計	18,500,000
シェルビー鋼管会社						
優先株	4,776,100	37.5			1,791,038	
普通株	8,018,200		25			2,004,550
					計	3,795,588

第3表 つづき

会社名	証券獲得額	交換率		証券発行額		
		優先株	普通株	社債	優先株	普通株
直接交換によって獲得された総証券						
	881,224,405			303,450,000	445,205,475	443,227,057
					計	1,191,882,532
シンジケートに対して発行されたU S スチール株 直接交換以外の手段によって獲得された株式						
	174,000					
現金出資と引受業務						
	25,000,000				64,998,768	64,998,837
					計	129,997,605
設立発起人たちに現金で売却された株式 ⁵⁾						
	3,000				1,500	1,500
					計	3,000
計	906,401,405			303,450,000	510,205,743	508,227,394
					計	1,321,883,137
構成諸会社の担保付社債						
					計	59,091,657
構成諸会社の抵当証券・買入債務証券						
					計	21,872,023
発行・引継がれた総証券額					総計	1,402,846,817

既存の構成諸会社のうち、もっとも好条件で株式等の交換がおこなわれたのはカーネギー社⁶⁾であった。もともとカーネギー社は、私的に所有された非公開の株式会社であったため、その評価は容易ではなかったはずであるが、政府による第一評価法によれば、1900年3月時点における当社の有形資産価値は、1億6000万ドルの社債価値を超えるものではないとされたが⁷⁾、当社はほぼ同額の株式も発行していたのである。ヴェブレン的な言い回しをすれば、カーネギー社の社債が同社の有形資産価値を代表し、株式が無形資産価値を代表していたということになる。

こうした3億2000万ドルの証券資本をもつカーネギー社に対して、U S S

チールは、社債だけで3億ドル以上、それに加えて優先株を1億ドル近く、さらに普通株を9000万ドル以上提供したのである。しめてUS スチール社の総証券資本の35パーセントにもあたる4億9200万ドルを超える証券が引き渡されたのであった。またもヴェブレン的な表現をすれば、1億6000万ドルの有形資産価値をもった会社が、有形資産の価値はそのままに、併合吸収されることだけによって、その無形資産価値を一挙に吸収される前の倍額以上に拡大したのである。

ただし、US スチール併合時点におけるカーネギー社の無形資産価値は、新普通株式によって表現されたのではなく、むしろ新社債によって表現されていたと解釈されるべきであろう。主たる売り手であり鉄鋼業界からの引退を考えていたカーネギー本人にとって、当時市場相場の低い普通株ではなく、値を下げずに確実に売り抜け・償還のできる社債が選好されたのではないかと推測できる。

ところで、1901年にUS スチールに併合された12社のうち、第3表にでてこないベッセマー蒸気船会社の株は、その子会社であったピッツバーグ蒸気船会社による親会社のベッセマー蒸気船会社に対する買入債務証券850万ドルを肩代わり相殺することによって獲得された⁸⁾。

ちなみに、なぜピッツバーグ蒸気船会社とオリバー鉄鉱業会社については、それぞれ6分の1ずつの持分獲得になっているのかというと、その時点ですでにカーネギー社が両社の6分の5ずつを所有していたからである。US スチールは、カーネギー社を併合することによって、ピッツバーグ社とオリバー社の全持分を獲得したことになる。両社の6分の1の持分価値はUS スチールの優先株の額面925万ドルに相当すると評価されたわけで、同額の普通株の提供は政府見解によれば特別報酬（ボーナス）とみなされている。

かくして、US スチールの証券資本13億2188万3137ドルは、被吸収構成諸会社の証券資本8億8139万8405ドル(直接交換以外の手段によって獲得され

た株式を含む)よりも4億448万4732ドル分増大した。新たな現金出資分2千500万3000ドルを差し引いても、4億1548万1732ドル、47パーセントの純増を見たのである。

ここで注目すべきは、この証券資本増大分の構成である。社債の形態で新たに発行されたのは実際上アンドリュー・カーネギー個人に対して発行された1億4400万ドルだけにとどまっている。ところが、構成諸会社の発行した優先株式総額が2億5321万3500ドルであったのに対して、新会社の発行した優先株は5億1020万5743ドルにのぼり、2億5699万2243ドルの増大を見たのである。優先株は2倍強に拡大したわけである。ちなみに、普通株は、4億6873万4905ドルから5億822万7394ドルとなり、3949万2489ドルの拡大であった。

それにしても、シェルビー鋼管会社以外のすべての構成会社が軒並み好条件で株式を交換している。はたして構成諸会社の株式の市場価値はそれに見合っていたのであろうか？

次表は、併合直前の1899年から1900年にかけての2年間における構成諸会社の平均市場価値を示したものである。

第4表 US スチールによって獲得された証券の市場価値 (ドル)⁹⁾

構成会社	額面価値	平均市場価格 (対額面比率)	市場価値
常時市場相場のついた株式			
フェデラル製鋼会社			
優先株	53,260,200	76.38	40,680,141
普通株	46,483,700	50.04	23,260,443
アメリカ製鋼線材会社			
優先株	39,999,000	89.41	35,763,106
普通株	49,981,400	48.26	24,121,024
ナショナル鋼管会社			
優先株	40,000,000	94.20	37,680,000
普通株	40,000,000	48.72	19,488,000

第4表 つづき

構成会社	額面価値	平均市場価格 (対額面比率)	市場価値
ナショナル製鋼会社			
優先株	26,996,000	91.16	24,609,554
普通株	31,970,000	41.67	13,321,899
アメリカ錫引鋼板会社			
優先株	18,325,000	84.77	15,534,103
普通株	28,000,000	34.77	9,735,600
アメリカ籐鉄会社			
優先株	14,000,000	77.34	10,827,600
普通株	19,000,000	32.11	6,100,900
アメリカ鉄橋材会社			
優先株	31,357,600	93.10	29,193,926
普通株	30,946,400	43.88	13,579,280
シェルビー鋼管会社			
優先株	4,776,100	56.48	2,697,541
普通株	8,018,200	10.90	873,984
實際上それまでほとんど市場取引されることのなかった株式			
アメリカ鋼板会社			
優先株	24,499,600	65.88	16,140,338
普通株	24,499,600	19.00	4,654,924
スベリオル湖合同鉄鉱山会社			
	29,413,905	75.00	22,060,429
カーネギー会社			
社債	159,450,000	105.00	167,422,500
株式	160,000,000	100.00	160,000,000
オリバー鉄鉱業会社・ピッツバーグ蒸気船会社 (6分の1の持分)			
	421,700		9,250,000 ¹⁰⁾
計	881,398,405 ¹¹⁾		686,995,290
抵当証書・買入債務証書			21,872,023
担保付社債・仮債券			59,091,657
現金出資			25,003,000
総計			792,961,970

この当時、構成諸会社のいくつかは、ニューヨーク証券取引所において活発な取引の対象になっていたが、一方において、カーネギー社とスベリオル湖合同鉄鉱山社の二社は、どの証券取引所にも上場されておらず、発行済み

証券の売買流通はごくわずかしかなかった。しかし、(普通)株式相場が相対的に高かったのもこの2社だけであり、他の構成諸会社の普通株式相場は軒並み低く、良くて額面の半額、悪ければ額面の1割にしかならなかったのである。

それにしても、一番高い(普通)株式取引相場が、カーネギー社の額面価値に対して百パーセントだったのである。カーネギー社の株は、1900年に取引があったという記録がない。1901年2月初旬の3日間に、わずか総計13株だけの取引があった。その時に成立した取引相場が、すべて額面価値と同じ1株千ドルであった。

かくして、第4表における構成諸会社の市場価値表示は、かなり便宜的な計算の部分を含むものではあるが、それにしても、USスチールはその設立にあたりおおよそ6億8700万ドルの市場価値をもつ証券資本に対して、12億ドルもの新証券資本を発行したことになる。

USスチールに併合される直前の構成諸会社の証券資本の市場価値は、第2表におけるUSスチール社設立時の実物資本の価値6億8200万ドルにほぼ近似している。しかしながら、USスチール併合前の構成諸会社の額面価値は8億8140万ドルであり、USスチール設立時の総証券資本の額面価値は14億ドルを超えたのである。

合併に次ぐ合併によって、急激に独占化の進んだ時代にあっては、企業資本の流通市場は企業の将来収益力を評価するよりもむしろ企業の実物資産価値を評価するほうにまわり、企業資本の発行市場だけがもっぱら企業の将来収益力を評価する側にまわっていたのである。

トラストの形成をもくろんだプロモーターや引受シンジケートは、トラスト結成後の資本流通市場によってじっくり資本価値の上昇を待つのではなく、この合成巨大企業の独占力の強化にもとづく将来収益力を確信して、トラスト結成時にいっきに発行証券量を拡大することによって、その利益獲得権を

いわば先取りしたのである。

発券引受業務に対する巨額の報酬

かくして、このように膨張した資本化によっていったい誰が利益を得たのが次第に明らかとなってきた。といっても、U S スチールに併合されていく構成諸会社の経営幹部たちの一部が、U S スチールという巨大トラストの結成を企画したプロモーターとなり、その発券業務を引受けたシンジケート集団のメンバーにもなって、ついには結成後のU S スチールの実質的な支配者兼最高経営幹部になっていった。そして、U S スチールの確立に重要な役割を担った4つの集団をつなぐ車軸の役割を担ったのが、J P モルガン商会という発券引受集団のリーダーなのであった。J P モルガンを中心にして、これら4つの集団は陰に陽にある程度重なり合いながら、アメリカ鉄鋼業界を大きく再編成したのである。

そのため、かかる再編成は、時には激しい駆け引きの場で展開されたにもかかわらず、いたるところで内部取引の様相も呈していた。旧株式と新株式との水増し交換や引受業者への過大な報酬などがそのあらわれであった。

ただし、水増し交換といっても、額面価値で最大でもせいぜい1.5倍程度にとどまり、しかも鉱山や生産設備はすべて新会社に移譲したのに対して、J P モルガンを中心としたシンジケートは、新たな生産設備を追加することもなく、提供した再編のための現金資金の約5倍もの新株式を受取ったのである。

アメリカ政府も、U S スチールがその発券引受けシンジケートに対して巨額の報酬を支払ったことに特別な関心を払っている¹²⁾。

当該シンジケートは、U S スチールに対して2500万ドルの現金資本を提供し、既存構成会社のごく一部の株式の買い取りなどに300万ドルを費やした¹³⁾が、基本的に既存構成企業の証券資本をU S スチールの証券資本にそれ

それぞれの交換比率で（そのほとんどが水増して）引き換えることが中心業務であったために、新会社の総発行証券資本が14億ドルを超えたにもかかわらず、シンジケートの現金支出額は総計2800万ドルにとどまったのである。こうした現金支出や引受業務に対して、シンジケートは、U S スチールから当社の130万株の株式（普通株と優先株を半々）を受取ったのである。一株の額面金額は百ドルだったので、事実上1億3000万ドルの株式は、総発行証券資本のほとんど1割にもなる大きさであった。もっとも、シンジケート所有分の株式は9050万ドルで売却された（未売却分の優先株の額面価値400万ドルを含む）ので、シンジケートの純利得は6250万ドルということになる¹⁴⁾。

この純利得の5分の1にあたる1250万ドルはシンジケート・マネジャーのJ・P・モルガン商会に、残りの5000万ドルはシンジケート加盟者に配分された。モルガン商会とシンジケート加盟者のあいだで締結された契約書¹⁵⁾によれば、モルガン商会は、このシンジケートのマネジャーであると同時に加盟者でもあったので、商会の得た実際の利益は1250万ドルをかなり上廻ったものと思われる。

シンジケートに対するこのように巨額の報酬にもかかわらず、シンジケートは、なんとしてもU S スチールを形成するという義務をいっさい負っていない上、シンジケート・マネジャーは、何時いかなる時にも任意にこの取引を全面的に破棄する権利を明示的に保持していた。したがって、シンジケートは、2800万ドルの現金支出以外に何もリスクを背負っているとは思われなかった。シンジケートによる元々の名目上の引受け義務は2億ドルであったが、当初からシンジケート加盟者から払い込まれる予定の現金は2500万ドルだけにとどまるとあらかじめ想定されていたのであり、これが実際に払い込まれた金額のすべてであった。

シンジケート・マネジャーは、U S スチールによって吸収される複数の構成諸会社の経営者であり、U S スチール自体の経営者でもあった。つまり、

シンジケート・マネジャーである J・P・モルガン商会の 3 人のパートナーは US スチールの取締役であり、そのうちの一人は財務委員会の議長であった。さらに、この発券引受けシンジケートには、モルガン財閥系以外の構成諸会社の社長たちも含まれていた。こうした事実が、シンジケートへの巨額の手数料支払を是認するもとなった。US スチールの経営者であり、なおかつ発券引受業者でもある集団は、いわばみずからの引受業務の報酬を自在に決定できる立場にあったのである。

こうした引受業者に支払われた手数料の巨額さは、もともと構成諸会社のプロモーターたちがかつてそれぞれの構成諸会社をやはり合併によって形成した時に受領したきわめて高額な引受手数料を算段するやり方をそのまま踏襲したものであった。かくして、この巨額の引受手数料として、過剰ともいえるほどの証券発行がおこなわれたのである。概数によって表現すれば、それぞれ額面価値 6500 万ドルずつの優先株と普通株を引受ける際に、現金ベースでの引受保証としてそれぞれ 2800 万ドルずつが想定されていたので、残りの額面価値 3700 万ドルずつ、総計額面価値 7400 万ドルが純引受手数料として想定されていたことになる。しかし、現実には、シンジケートは 2800 万ドルの手出ししかなかったため、当時の慣例的な方法を踏襲して、普通株は優先株の 100% ボーナス（あるいは優先株は普通株の 100% ボーナス）とみなされていたようである。

同様に、US スチールが構成諸会社と交換した株式のうち、少なくとも 1 億 5000 万ドル（優先株 4000 万ドルを含む）は、直接的・間接的に創業あるいは引受業務に対して発行されたものであり¹⁶⁾、その金額は、具体的な現物資産の提供に対する特別報酬として発行された巨額の普通株式の価値を凌ぐものであった。

US スチールの普通株式の市場相場は、設立以降の 15 年間、最低値のみならず最高値でさえも額面百ドルを上廻ることは一度もなかった。この事実、

普通株式の「水増し」状況を市場的に裏付けるものであった。しかし、この間これとは逆に、U S スチールの優先株式の市場相場は、設立5年目以降、最高値はつねに額面百ドルを上廻るようになり、設立9年目以降、最低値でさえ額面百ドルをつねに上廻るようになったのである¹⁷⁾。このことは何を物語っているのであろうか？

(続)

(2003年12月24日脱稿)

注

1) わが国における US スチール研究の主眼は、その企業金融上の含意よりもむしろ圧倒的な生産力の独占化のほうに向けられてきた。たとえば、US スチールの生産体制確立以降の労使関係を詳しく分析した、黒川博著『U・S・スチール経営史』ミネルヴァ書房、1993年を参照。また、US スチール成立までの過程をとくに3大構成企業の発展過程にまで詳細にさかのぼった研究として、溝田誠吾著『アメリカ鉄鋼独占成立史』御茶の水書房、1982年を参照。なお、US スチールにおける独占的な生産力の形成と維持の概要について、有澤廣巳・脇村義太郎・鈴木鴻一郎著『カルテル・トラスト・コンツェルン』御茶の水書房、1977年、100-110頁を参照。US スチールのプライス・リーダーシップに関する分析あるいは解説としては、たとえばキーフォーヴァー著・小原敬士訳『少数者の手に』竹内書店、1966年、127-169頁や伊東光晴著『現代経済の理論』岩波書店、1998年、91-102頁を参照。

US スチール社の独占体制の確立をふまえた上で、設立後の10年間における財務政策の展開にも注目した貴重な研究として、佐合氏の業績がある。その論点は、設立時の「水増し」資本政策から設立後10年間にわたって、利益の内部留保にもとづく「水抜き」財務政策が展開されたことを強調するところにおかれている。佐合絃一稿「U・S・スチール会社の独占体制と財務政策 (3)」『大阪市立大学経営研究』第32巻第2号、1981年、101-118頁。

- 2) この『報告書』は、それに先立つ『ヒヤリング資料集』(全8巻)の最終巻に収録されている。House of Representatives, *United States Steel Corporation: Hearings Before the Committee on Investigation of United States Steel Corporation (in eight volumes)*, Washington Government Printing Office, 1912. そのポイントをとらえた概要は、当時の会社局長官ハーバート・ノックス・スミスによる大統領への『答申書』Herbert Knox Smith, "Letter of Submittal: Report of the Commissioner of Corporations on the Steel Industry: Part 1," Department of Commerce and Labor, Bureau of Corporations, Washington, July 1, 1911, op.cit., Vol.8, pp.xvii-xxiv. reprinted in Felix Flugel and Harold U. Faulkner, *Readings in the Economic and Social History of the United States*, Harper and Brothers Publishers, 1929, pp.566-573を参照。
- 3) House of Representatives, op.cit., Vol.8, p.242.
- 4) Ibid., pp.113-114. この表に記載された獲得証券額は、1901年の4月から12月まで

のものであって、1901年末の時点では、まだ数社の優先株246,200ドル、普通株289,207ドルが未獲得のままであった。

なお、カーネギー会社の場合、株式はすべて普通株のみであって優先株は発行していなかった。また、そのUS スチール証券との交換比率は公開されておらず、また、全所有者に均一の交換比率が適用されたわけでもなかった。しかし、その内部資料によれば、シンジケートはカーネギー社株式の60パーセント（\$96,000,000）とカーネギー社5パーセント利子保証社債（\$159,450,000）をUS スチール社債\$303,450,000と現金\$1,200,000で引き換え、カーネギー社株式の残りの40パーセント（\$64,000,000）をUS スチールの優先株982,771株と普通株902,790株で引き換えている。発行された社債の総額\$303,450,000から額面交換されたカーネギー社債\$159,450,000を差し引いた残額\$144,000,000がカーネギー株式\$96,000,000に対して発行されたことになるので、その際の交換比率は、現金支払分を除いて、カーネギー株\$100に対してUS スチール社債\$150であったことになる。こうした破格の交換条件は、おそらく、ちょうどカーネギー株式の約60パーセントを所有していたアンドリュウ・カーネギー自身だけが享受したものと思われる。なお、現金\$1,200,000が優先株ないし社債の購入に振り向けられたかどうかは不明であるが、もしこの現金分を算入すれば交換比率はさらにもう少し高いものになる。カーネギー株式の残りの40パーセント分については、シンジケートは、大方のところ、カーネギー株\$100につき新優先株\$150と新普通株\$150を提供したようであるが、交換条件は多様であって、全体的に平均してみれば、カーネギー株\$100につき新優先株\$153.50と新普通株\$141が提供されたことになる。Ibid., footnote 2, p.174.

- 5) JP モルガン商会とUS スチールとの間で交わされた引受業務契約書によれば、1901年2月25日付けでニュージャージー州ハドソン郡において登記されたUS スチールの創業資本は、3000ドルであって、その半分づつが7%累積優先株と普通株とで構成されていた。Ibid., Exhibit 1, p.383.
- 6) カーネギー社自体、US スチール設立の前年、1900年3月ニュージャージー州法にもとづいて、カーネギー製鉄会社とフリック・コークス会社の合併によって設立されたばかりであった。カーネギー社の総証券資本の価値配分は、カーネギー製鉄会社2億5000万ドル、フリック・コークス会社7000万ドルとされた。カーネギー社の設立経緯とUS スチールによるカーネギー社重視の経緯については、See *ibid.*, pp.150-165.
- 7) Ibid., pp.17, 19. ただし、政府の第1評価法にもとづく歴史的有形資産価値の計算は、厳密には、数段階のステップを踏んだものになっていることに注意しなければならない。第1段階のものは、構成諸会社の設立時点における担保付負債を差し引いた有形資産価値であり、第2段階のものは、前者に1901年4月1日時点の剰余金を加えたものであり、第3段階のものは、さらに担保付社債や買入債務を加えたものであって、最後に、第4段階として、現金出資分を加えたものからなっている。カーネギー社の場合、第1段階の160,000,000ドル、剰余金37,563,000ドルを加えた第2段階の197,563,000ドル、買入債務等25,392,000ドルを加えた第3段階の222,955,000ドルということになる。US スチール全体としては、第1段階の452,349,000ドル、剰余金117,727,000ドルを加えた第2段階の570,076,000ドル、買入債務等80,964,000ドルを加えた第3段階の651,040,000ドル、最後に、現金出資分25,003,000ドルを加えた第4

- 段階の676,043,000ドルが示されている。Ibid.,p.167.
- 8) Ibid., p.115. スペリオル湖合同鉄鉱山会社と共にロックフェラー財閥の一翼を担ったベッセマー蒸気船会社は、US スチールが獲得した五大湖における鉄鉱石輸送のための総船舶数112隻のうちのちょうど半分の56隻を所有していた。積載輸送能力で言えば、全499,400トンのうちの45.8%にあたる228,600トンを含めていた。US スチールは、ベッセマー社保有の船舶に対して8,500,000ドルと評価した。平均すれば、1隻当り約150,000ドル、トン当り約37ドルということになる。評価額がそれほど高くないのは、船舶の大半が古くて小さく、しかも蒸気船25隻に対して平底荷船31隻という内訳の所為であった。Ibid., pp.149, 195.
 - 9) Ibid., pp.20, 170.
 - 10) 421,700ドルの獲得持分の内訳は、オリバー社200,000ドル、ピッツバーグ社221,700ドルであり、その合計の市場価値は相場ではなくて、US スチールが発行した優先株の額面価値にもとづいている。
 - 11) この合計額の中には、引受シンジケートが直接交換方式以外の手段で獲得した174,000ドル分の株式も含まれている。
 - 12) Ibid., pp.38-39, Chapter IV, pp.239-251.
 - 13) 300万ドルのうち120万ドルはカーネギー社の株を取得するために用いられた。Ibid., p.251, Table 27, footnote 2.
 - 14) シンジケートが受取ったUS スチールの株式は、精密には、優先株649,987株と普通株649,988株であったが、US スチール設立初年度間における平均株価は、それぞれ94ドルと44ドルであったので、その市場価値はおおよそ89,700,000ドルのところを实际上90,500,000ドルで売り抜けたわけである。Ibid., p.244.
 - 15) Ibid., Exhibit 3, pp.390-396. とくに、その第16条を参照。
 - 16) 精密に表現すれば、被合併諸会社のうちの7社だけで、その設立時に現金・現物拠出分を除いた純粋な引受手数料として、すでに株式額面で63,306,811ドル（普通株62,449,612ドルと優先株857,199ドル）を発行しており、この分のUS スチール株との交換額が76,968,994ドル（普通株72,122,090ドルと優先株4,846,904ドル）であった。したがって、今回のUS スチール設立時の純引受手数料73,997,500ドル（普通株36,998,800ドルと優先株36,998,700ドル）を加えた総計の純粋引受手数料は、150,966,494ドル（普通株109,120,890ドルと優先株41,845,604ドル）になる。さらに、その他の被合併会社の純粋引受手数料や先のシンジケートの現金手出し分に対する株式の2倍発行の半分を加えると、US スチールの総発行資本の約7分の1にあたる総計1億5000万ドル以上の株式が設立プロモーターのサービス業務に対する報酬として支払われたことになるのである。Ibid., p.251, Table 27.
 - 17) Arundel Cotter, *The Authentic History of The United States Steel Corporation*, The Moody Magazine and Book Company, 1916, p.228. 月別平均株価の動きで見ても、こうした基調は、いわゆる大恐慌期直前の数年間に4割配当政策などで急騰した普通株価が優先株価を凌駕するまで続いた。Temporary National Economic Committee, *United States Steel Corporation: T.N.E.C. Papers*, Vol.2, 1940, Reprinted by Nihon Shoseki, 1970, pp.48-49.