

研究

公益企業評價論(二)

武若時一郎

第二章 投資者の見地

現投資者對新投資者

投資者に對する「公正」の見地より料金基準決定問題を論議する際には、現在の投資者のみを考慮することを要すること、及びその投資後に於ける統制方策に後天的性質の變更が加へられるといふ理由に因つてのみ、これらの者が考慮さるべき價值を有することを認識する必要がある。新投資者(一定の方策が決定せられ且つ宣言せられた後に參

加した者)は自由なる行爲者であつて、新しい統制下に在つてその資金の投資を意識的に且つ自發的に選定するものであり、また彼等の欲する安定性又は投機的可能性の程度を選択する機會を有するものである。従つて、新投資者への考慮は「公正」とは無關係であつて、興味ある企業投資——即ち一般の投資者の是認を受け、従つて企業をして如何なる時期に於てもその所要資本を迅速且つ經濟的に獲得することを得しめる傾向を有する投資を可能ならしめる統制方策の採用の問題となる。諸州の法律や聯邦證券法 Federal



Securities act は公益企業會社の投資者に對しても、他の投資者に對すると同様に必要な一切の「保護」を與へることにしなければならぬのである。

現投資者に對する公正

然し現投資者に對しては、或る種の「公共的」侵害が行はれる。彼等は既存のものと同様の型式の統制が將來も行はれるであらうといふ豫想の下にその資金を投資してゐるのである。今統制方策に變更が加へられるとすれば、それはその限りに於ては、後天的事實となるであらう。従つて彼等の寧ろ不定且つ不可侵の「契約」の諸條項を決定することが、可能なる範圍内に於て、統制方策の實質的變更は、彼等が「相當に (reasonably)」豫期することを得べかりしところのものになるべく近い様な規定が現投資者の利益のために挿入されてゐる場合に限り採擇される様にしなければならぬのである。

不幸にして、この「契約」の下に於ける「相當」の豫期とは何であるか、については完全なる意見の一致を見ない。

公益企業證券の現所有者の中には、數箇の統制方策の 하나가優位を占めてゐた場合に買入を行つたといふものもあり得る。然しこれらの證券は現在では、再造時價主義が料金基準決定の指導方針となるであらうといふ豫想の下に評價されることは、恐らく間違のないことであらう。蓋しアメリカの各種委員會の決定及び裁判所の判決の傾向は明かにこの方向に向つて進んでゐるからである。再造時價を料金基準決定の根據として支持する主要なる判決例は既に十指に餘るのである。(註一)

従つてこの根據より急激な轉向を行ふことは、現投資者に對する「公衆」の附託と嚴に合致する所以のものではない様に思はれる。この點は數多の取得原價論者が、現存財産は現在に於ては恐らく再造時價に依つて料金基準の中に加へらるべきであるといふ點まで「讓歩」して來た事實を説明するものである。蓋し、彼等と雖もこの主義に據る方が他のいづれの主義に據るよりも現在の投資者に對して損害を與へることの最も少ないことを確信するが故である。

之即ちこの再造時價主義が數年來幾多の判決例に於て最も有力な主義となつて來てをり従つて大多數の投資者はこれに似た政策が將來行はれるものといふ豫想の下に彼等の證券を購入(又は保持)して來たために外ならないのである。

註一 スミス對アメス事件、ウイルコックス對合同瓦斯會社事件、ミズリー西南部電話會社對ミズリー委員會事件、ブリューフィールド水道改良會社對西ヴァージニア公益事業委員會事件、マツカードル對インデヤナポリス水道會社事件、セント・ルイススロファロン鐵道會社對合衆國事件、ルチモア聯合鐵道電力會社對メリーランド公益事業委員會事件、デンヴァー聯合家畜集散場會社對合衆國事件、ロサンゼルス瓦斯電氣會社對カリフォルニア鐵道委員會事件

新投資者

公益企業證券に對する新投資者については、競争的事業に存在しない特殊の責任などといふものはない。この場合に於ける主要問題は公益企業證券に對して有利な市場を保證する傾向を有する料金基準決定方法、換言すれば新投資者に依つて歓迎される種類の公益企業投資を創造する様な

主義を採用することである。何れの主義もこの市場に對する効果の見透といふ點から分析されねばならぬ。この見地よりすれば、考慮すべき諸點は、(1)資本損失の危険の程度(2)収益の安定性(3)安定性對投機可能性(4)貨幣收入の安定性對實收入の安定性(5)配當金準備金又は剩餘金に依る)の安定性。

「保守的」投資

取得原價主義が「保守的」な投資(投資者に對する貨幣收入が特殊又は一般の物價水準の變動期間に於て比較的變動しないといふ意味に於ての保守的な)を生ぜしめる傾向のあることはいふまでもない(註二)。營業費の變動に因つて、必要となつた料率の更正(adjustment)が實際よりもつと迅速且つ正確に行はれ得るといふ假定が出來るとすれば、「健實」なる公益企業の普通株ですら取得原價主義の下に於ては「保守的」な投資となるであらう。實際「許容」利潤率が利率の變動に一致する様に始終更生されるものとすれば、斯かる普通株の市場價格は、同一會社の社債

及び優先株のそれよりも、變動する幅が狭くなることは明瞭である。蓋し後に擧げた證券に對する利潤は固定されてゐて、「現行」の利率の變動に應じて更正され得ないものだからである(註三)。従つて結論は明白である。即ち公益企業の申込み得る投資の「種類」は縮減されるのである。「保守的」な資金のみが健全な公益企業投資のために利用し得るにすぎないこととなるであらう。「投機的」資金は公益企業界には誘致されないこととなるであらう。ただ基礎の鞏固でない會社の場合は、有利な經營をなし得ることの不確實なために高率の利息を必要とし、従つてこの限度に於て「投機的」な資金を吸引するにすぎないのである。

註二 この所説の間違つてゐないことは、物價水準の變動とは無關係に事業分量が變動しその収益に對する効果も變動する場合があり得るからである。収益に變動があつても均等の配當金(ドルに依る)を維持せんとする方策には相當の條件を必要とするであらう、然しながら、投資者に對する利潤(ドルに依る)が取得原價主義に依る場合の方が再造

時價主義に依る場合よりも變動が少ないことは事實である
註三 たとひこれらの條件が存する場合に於ても、利潤率の變化の「重疊的」又は「複合的」效果に依つて生ずる市場價格の變動は全體の料金基準に適用されるから、普通株の占める割合は狭小なものとなるであらう。

「實收入」對「貨幣收入」

叙上の収益の「安定性」及び「均等性」が實際よりもつとはつきりしてゐることを指摘することは、現在では餘り必要ではないであらう。最近に於ける物價水準の變動、及び一般の物價水準引上げのために特に工風された重要法案の通過に依つて物價水準と貨幣收入(money income)よりも區別された實收入(real income)との間に重要な關係の存することが一般に認識されるに到つた。實際に實收入保護の立場よりすれば、取得原價主義へ賛同することは、公益企業の普通株主に對して、他の普通株投資には見られない危険、即ち一定の貨幣收入の購買力の變動に因る損失の危険を新たに造り出すこととなるのである。

實收入の「安定性」

再造時價主義は投資者たらんとする者に對して、取得原價主義に依る場合と同一の一定のドル收入があるが、然し最終の安全性(これ亦ドルに依る)に關する限り安全率の多少減少した社債及び優先株を提供することとなる(註四)。然しながら再造時價に依れば、普通株は幅の廣い利潤を生ずる場合がある。而してその性質及び程度は(イ)物價變動と(ロ)一定の利潤基準に基づいて獲得された資本(社債及び優先株)總額の歩合との二要素に懸る。

再造時價主義の下に於ける普通株の地位は、寧ろ複雑である。全資本が單一の普通株發行に依つて獲得されてゐて固定利潤債務(Fixed Return obligations)の皆無(又は比較的小額)の場合に於ては、普通株のドル利潤は物價水準の變動に隨伴する傾向を有するであらう。従つて實收入は比較的一定に保たれ、斯くてドル收入の均等な場合よりも一層實際的な安定性を有する收益が供給されるのである(註五)。

註四 茲に述べた社債及び優先株の安全率の所謂減少は單に

ドルに關するものであつて購買力に關するものでないことは、容易に證明されることが出来る。社債三割五分、優先株三割、普通株三割五分より成る資本を假定する。三割五分の普通株の平衡が四割の物價低落に依つて完全に拭ひ去られ、また三割の優先株の地位が脅かされたとすれば何うなるか。優先株の平衡は一厘六毛乃至一割六分方低減されてゐる。然し物價水準は四割方の低落である。優先株の購買力は實際上は三割九分の増加となり、社債のそれは六割六分の増加となるのである。

註五 投資者の實收入は料金基準の更正に依るよりも寧ろ利潤率の變更に依る方がよりよく保護され得るであらうといふ意見が從來屢々述べられてゐる。然し料金基準額の決定といふ問題は依然として残り、また利潤の所要増加又は減少が利率の變更に依つて行はるべきものであるが、それとも料金基準の變更に依つて行はるべきものであるかは、比較的重要性に乏しい様に思はれる。これに似た今一つの提案は「運轉價格(Going value)」なる項目を變更し、再造時價の變動に應じて更正せよといふのである。

「投機的」投資

然し現在の狀態に於ては、公益企業資本の大部分は、通

常は社債及び優先株の發行に依つて獲得せられるものであつて、これらの固定利潤債務の平均は既得資本總額の六割乃至七割五歩に達してゐる(註六)。普通株の割合を考へて料金基準の更正を行ふにあらざれば、斯かる状態は大いに普通株の投機的性質を増大することとなるであらう。料金基準の變更隨つて利潤額の變動は全部普通株の収益に反映せしめられる。従つて普通株主に對しては、斯かる變動の效果は數層倍に擴大される場合がある(註七)。例へば、資本總額の僅か二割五歩が普通株及び剩餘金に依つて供給されてゐるとすれば、料金基準に於ける一割の増(社債及び優先株の利率に異動なし)は普通株収益を四割方増加することとなるであらう。逆に、料金基準及び許容収益に於ける二割五歩餘の低減は普通株の収益を完全に滅却して終ふであらう。斯かる低減は恐らく公益企業會社の「失敗」といふことになるであらう。然し注意深く分拆すれば、特定の割合(主として普通株主の割合)が滅失したといふ意味に於ての「失敗」たるにすぎないことがわかる。優先株主

又は社債権者のドルに依る割合を減少することもあり、また會社の改造を要求する場合もある。然し他の意味に於ては、財産の實際價值又は収益力に關する限りは「失敗」たることを要しない。そして何故企業が苦境に立たなければならぬかが首肯し得べき理由は一もない。現金収入は依然として現金支出を超過してゐる場合がある。蓋しこれは各種證券の相對的収益とは無關係だからである。改造後に於て、社債権者と優先株主とが會社を所有することがあり、又は全然新規の資本計畫が樹立されることもあるが、財産の總購買力價值は必らずしも減少せず、會社も多くの場合は、普通株主の「退出」に依つて中斷されることなしに該事業を繼續して行くのである(註八)。

公益企業普通株の占むる割合の狭小なこと及び再造時價主義に依る料金基準決定方法の下に於ては高度の投機的性質を帯びて來る問題については、他の見地からもこれを論ずることが出来る。もし斯かる状態が不都合なものであり斯かる高度に投機的な條件の下に於ては資本の獲得が不可

能であるとすれば、それは再造時價主義に依る料金基準決定の結果であるといふよりは寧ろ普通株の占むる割合の狭小なことの結果であらう。普通株の割合が増大すれば、この種の投資の投機的性質を相當に緩和し同時に優先株及び社債の安定性（ドル）に因る損失を回復する傾向を有するであらうことは疑ふべくもない。新資本は投資者の購入し得る種類の投資證券の發行に依つて獲得されねばならぬことはいふまでもない。従つて一般投資者の要求に應ずるため、必要の時期及び場所に於て、證券の型式は變改されるであらう。その結果が普通株の占むる割合の漸次的増大（従つて再造時價主義に依るこの種證券に付きもの高度の投機的性質の減退）となれば、この主義に依る料金基準決定方法に對する主たる反對は除去されたこととなるであらう（註九）。

註六 公益企業資本の約七割五分が固定利潤主義を根據として獲得されてゐるといふのは、ブランドリース判事（西南部電話會社對公益事業委員會事件）及びポーア（Public Utility

ity Formigliaty, may 5, 1929, P. 507）が述べたことである。これに對してモシーヤード及びクロフオードは「上級證券（senior securities）即ち社債及び優先株は所要投資總額の二分の一乃至四分の三を占めるのが普通である」と云つて（Moshier and Crawford, Public Utility Regulation, P. 182）

註七 「乗數」は普通株及び剩餘金の額を以つて料金基準總額を除することに依つて決定される。普通株の占める割合から逆算して資本總額算出する場合の方法と大體同様である。事業會社が自己の資本の一部を固定利潤主義の債務に仰いでゐる持株會社に依つて所有されてゐる場合には、事業會社の料金基準の變更が持株會社の普通株主に及ぼす効果は、以上の手續に準じて算出される第二の「乗數」に依ることはいふまでもない。

註八 競争企業の普通株主は常にこれと同じ種類の危険に曝されてゐる。製品及び役務の販賣價格の趨勢は生産原價よりも寧ろ生産時價の變動に對應する傾向を有するのが普通である。従つて料金基準の決定方法として再造時價主義を使用するとしても、公益企業普通株主に對して他の種類の株主なら負擔してゐないといふ様な特別の危険を負擔せし

めるものではない。公益企業資本に多く見受けられる普通株の割合の比較的狭小なことに依つてその危険が擴大されることはいふまでもない。

註九

これ以外にも公益企業普通株の高度の投機性を除去する方法がある。この方法は同時に固定利潤投資者に對してもその實收入變動の危険を除去することになるであらう。

この方法といふのは、社債及び優先株の利潤を貨幣單位よりも寧ろ實收入單位（物價指數を基とする）に依つて「固定」せんとするものなのである。この着想は理論上は正しい。もし物價が過去二十年間に示した様な幅廣の變動を依然として繼續してゆくものとすれば、恐らく有ゆる種類の證券——事實上、有ゆる種類の金錢債務——は元本及び利息の何れについても物價指數に應じて更正する様にしなければならぬこととなるであらう。然しながら實際は、現代の傳統的な「延拂標準」として斯かる極端に趣を異にした主義を導入することよりも、物價を調節し變動を防止することの方が恐らく容易であらう。

社債及び優先株の所有者に對する貨幣收入を一定せしめ且つ普通株主に對する實收入を比較的安定せしめる今一つの方法は、料金基準に於ける普通株（及び剩餘金）の占む

る割合の範圍内に於て、料金基準を再造時價に從つて更正するものである。この方法に對する主なる反對は需要者が再造時價法の利益を充分に蒙らないといふ點にある。この反對は次章で述べる需要者の見地よりする討論を参照すれば、一層明確に理解されるであらう。

準備金に依る安定性

再造時價に依る料金基準決定方法は公益企業普通株の收益及び市場價格に極端な變動を生ぜしめる虞があるといふ反對に對しては、他にも辨明の途がある。利益は必ずしも總て配當金に依つて支拂はれることを要しない。物價の高率は年に於ける高率の收益はその一部を準備金 (Reserve) の設定に使用し、この準備金の中から物價の低い従つて収益も低い年の配當金を支拂ふ様にすれば、収益の多寡に拘らず配當金の安定性を維持することが出来るのである。各種の準備金に關する提案中には次の如きものがある。

(一) 普通株に對する最高配當率

高物價時期の収益の殘額を剩餘金に加算し且つ

(イ) 料金基準に加算すること、又は

(ロ) 料金基準より控除すること(マサチュセッツ法)
(低物價時期に於ける配當準備とする)

(二) 取得原價主義よりも再造時價主義を使用することによつて生ずる收益額の五割(又はその他の歩合)に相當する額を準備金として積立てること(及び配當より控除すること)並びに再造時價に依る收益が取得原價に依る收益よりも少額なる場合に於てはこの準備金の中より配當に充當すること

(三) 普通株の最高配當金を超過する收益の全部又は一部を聯邦政府及び又は洲政府が取戻すこと

これらの諸案はいづれも、高物價時期に於ける普通株の利潤を低減する傾向を有し、また最初の二案は低物價時期に於いては利潤を増大するであらう。配當より控除された額が後の時期に於ける低収益を補給するために必要となつたときまで料金基準の中に加算されてゐる限りに於ては、斯かる準備金は投資者に對して「公正」であり、また普通力に於ても、利潤増減の非常に重い危険を負擔することが

株利潤、従つてその市場價格に安定的影響を與へる。然し配當金の中より或る金額を控除しそれを料金基準より除外する方法又は最高配當率を越ゆる収益を國又は公共團體に「取戻す (reap the)」方法は、投資者に對して「不公正」であり、斷じて再造時價主義の精神に副ふものではない。蓋し收益が取得原價に依るよりも少額の場合には何等相殺の利益が存しないからである。料金基準に依る公正の利潤を超過する收益の「取戻」は全然別個の提案となる。何となればこの後の方法は料率を不正確に餘りに高く定められたことを是正するに役立つものだからである。この場合に於ても完全に正義を保障するには、この様にして取戻された額は、料率が誤つて正當の利潤を擧げ得ない程度にまで低く定められた年に於ける収益を補給するために使用せらるべきものである。

經營改善の誘因

以上に述べたところに依つて、再造時價主義に依る料金基準決定方法に依れば、普通株主は金額に於てもまた購買

明かとなる。事業經營改善の見地よりすれば。この状態に一つの顯著な長所が認められる。通常、普通株が經營を

支配し、また經營が（絶對的最低事業要求の限度に於て）擴張及び建設の時期の選擇を支配する。取得原價主義の料金基準決定方法に依れば、建設について低物價時期を選定し高物價時期を回避する誘因が少くなる。取得原價が利潤の基準を決定するのであつて、建設の時期の如何に依つて投資者が得をした又は損をしたりすることは殆ど無い（註一）

○（これに反して再造時價主義は、建設擴張及び任意取換（optional replacement）に關する事項について健全なる事業上の判断を用ゐることに對する眞の誘因を提供するものである。低物價時期を選定すれば、その後に於て物價が再び騰貴したときは普通株に對する利潤を増大せしめるが、反對にもし判断を誤り比較的高物價時期に建設又は擴張することになれば、低物價時期が再びやつて來た場合には株主に對する負擔を重くするのである。従つて再造時價に依れば、事業上の貧弱なる判断に對して制裁が與へられると

同時に、善良なる判断に對しては褒賞が與へられるのである。

高物價時期には建設を全然見合はせるといふ譯にゆかないことはいふまでもない。事業の増加に依つてどうしても新規の設備をしなければならぬ場合がある。費用を無視しても取換を行はねばならぬものもある。將來二度とない様な事業上の好機を利用するために大規模の擴張を行はねばならぬ場合もある。然し、この種の建設が既存の役務を維持し又は擴張するために必要である場合には、これを役務の適應化と兩立し得る最小限度に止めることが出来る。大抵の場合には、その歩合は投資全體から見れば比較的少額のものである。この高物價時期に於ては、一切の投資（前の時期に於ける低物價建設を含む）に對する利潤は、現在の高物價時期に於て必要なる小額の高物價建設に對する低利潤（その後の低物價時期に於ける）を相殺するに足る以上の準備金を積立つべきである。これらの不利益な例外はあるにもせよ、再造時價主義の下に於て、後の時期に

於て充分褒賞せらるべき(又は手非道く懲戒せらるるべき)建設に關して或る程度の裁量及び判断を行使する絶好の機會が存することは疑ふべくもないことである。

従つてこの再造時價主義の下に於ては、公益企業の普通株は、投機を行ひまた同時にその投資の投機的可能性に關聯する事業上の重要決定に對して或る程度の支配權を行使したいといふ人々のために工風された、高度に専門化された投資となることは明瞭である。

註一〇 建設費の浪費に對しては、總て増設(additions)及び改良(Improvement)は、その理由及び經費について、建設前及び建設中に委員會の承認を受くべき旨を定めるところに依つて、或る程度の掣肘が加へられる。

總資本費

料金基準決定に關する再造時價主義は總資本費(Capital cost)換言すれば公益企業に資本を誘致するために必要な總利潤を増加するといはれてゐる。優先株及び社債の安全率は、この主義の採擇に依つて恐く多少の減少(ドルに

於て)を生ずるであらう。普通株の占むる割合が比較的狭小なる場合にはそれ以上の不確實性(常にドルに於て、また實収入に於ても)が普通株に附加されることは疑ふ餘地がない。このより大なる程度の危険が企業に依つて(従つて竟極的に需要者に依つて)現實に償はれるものとすれば、そのときは總資本費は一層高額となり、また投資者に對する總利潤は一層多額となる。然しより高額の資本費が眞實に現在することは、未だ統計的に示されてゐない「危険」は如何なる場合にドルに於ける危険が實収入に於ける相對的確實性を意味するかを定めることが困難である。そして總ての投資の見地より、結局に於て高度の危険が必らずしもより高度に補償されないこと、即ち長期間に亙る平均利潤がより高額とはならないとしても、高利得の機會が資本を誘致するであらうといふことを立證するために種々の企が行はれた。換言すれば「社會」は何等の特別負擔を要せずして危険附の役務を利用し得る場合があるのである。これが眞實であるとすれば、總資本費は再造時價主義に依る料金

基準決定の場合の方が取得原價主義に依る場合よりも必ず多くなるといふことはないであらう。

總資本費は再造時價主義に依る場合の方が取得原價主義に依る場合よりも少ないといふ議論さへ立ち得るのである。建設相數(consuinction indexes)は高物價時期の方が低

物價時期よりも餘計に建築が行はれることを示してゐる。従つて取得原價に依る利潤は高物價建設に従つて測定されるのに反して、再造時價に依る利潤は斯かる根據には依らないであらう。それ故に資本費總額は再造時價主義に依る方が却つて少ないことになるべき筈なのである。(未完)

都市町農村の道路政策 (三)

藤 田 宗 光

五、道路政策と經濟

(一) 國府縣道の改良、道路政策が如何に積極的に考究され、實施されるかは、國の産業開發が如何なる過程の下に進捗し、且つ將來の開發に如何なる餘裕と貢獻を齎らすかを如實に物語る、従つて之が政策に力を注ぐと否とは直ちに國內百般に類を及ぼすは必然なるを以て古來この方面

については洋の東西を問はず考究され、今尙完全なる施設を見るに至らず、更にこの方面に力を注ぎ産業開發と國運隆昌に邁進しなければならぬ。

道路政策は國家の存在する限り永久に考究され、改良され直且行き詰る事のない大きな存在として、時世に君臨する經濟界の暴君であり同時に國礎盤石の母であると云ふこ