

ボルコウ・ヴォーン社の株式種類と所有の分散

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学経営学研究所 公開日: 2009-04-15 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 安部, 悦生 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/4517

ボルコウ・ヴォーン社の株式種類と所有の分散

安部悦生

予め断っておかねばならないが、本小稿はそれ自体で独立した論文を成すのではなく、拙稿「第一次大戦前のイギリス工業金融の特質——鉄鋼企業ボルコウ・ヴォーン社の企業金融（1865～1913年）——」（『経営論集』34 卷 1 号，1986 年）の，言わば補論である。そこで通常の論文の体裁を取っていないので，本稿と合せ，上記論文を参照して頂きたい。

I 株式の種類

イギリスの鉄鋼企業ボルコウ・ヴォーン社は，1864 年 11 月にパートナーシップから公開株式会社に改組された。旧所有者のヘンリー・ボルコウ及びジョン・ヴォーンへの売却価格は約 70 万ポンドであり，そのうち 40 万ポンドを新会社の株式で，残りの 30 万ポンドを年賦で支払うことになっていた。⁽¹⁾従って，ボルコウとヴォーンは“Vendors Shares”（「売主株」と訳しておく）と呼ばれる株式を 40 万ポンド所有することになった。この売主株は額面が 100 ポンドで，払込は 50 ポンドとされていた。以上の売主株は，全体で 8,000 株あった。

これに対し，その他の株式は「普通株」(ordinary shares) と呼ばれ，額面は売主株と同じ 100 ポンドであったが，実際の払込額は 17.5 ポンドであった。それ故，普通株は多額の未払込部分を抱えていたことになる。払込部分に数倍する未払込部分が存在するということは，もしも将来に払込請求が行われた場合，それに応じなければ持分は失権する訳であるから，このような株を買うことは十二分の資力の裕りが無ければ不可能であり，一般的にはかかる未払込部分の存在は市場流通性を阻害するであろう。

こうした普通株は 17,000 株あり，売主株と合計して全部で 25,000 株が同社株として存在していた。⁽²⁾この 17,000 対 8,000 という比率であるが，コترلによれば，当時，上場のためには $\frac{2}{3}$ （以上）の株式が公募によって応募されなければならなかった。⁽³⁾従って上記の比率が採用されたと思わ

れる。また売主株と普通株は払込額こそ違うが、1株には同等の1議決権 (vote) が与えられていた。

ところで、最も注意を惹く事柄として、次のことが指摘できる。即ち、1株から200株までの所有に対しては1株は1議決権をもつが、201株以上は5株につき1議決権が与えられるに過ぎなかった⁽⁴⁾。そこで例えば、4,000株をもつヘンリー・ボルコックも現実の議決権は4,000ではなく、960というように、所有持株数よりその議決権は著しく少なくなっていた。逆に言えば、200株以下の小株主が極めて優遇されたことになる。恐らくこのような小株主の保護は、ボルコックやヴォーンという旧所有者 = 大株主と、その他の取締役および彼らによって代表される人々の妥協の産物であろう。しかし孰れにせよ、小株主の利害が特別に保護されたことは注目に値する。

1866年、1867年にそれぞれ5ポンド、7.5ポンドの増資をした普通株は、1871年には払込部分が30ポンドとなっていた。この年、従前の売主株は30ポンド払込の普通株 (額面は100ポンド) と20ポンド完全払込の優先株 (preference shares) に分割された。従って25,000株の普通株と、8,000株の優先株の二種類に株式の種類は変化することになる。優先株は議決権をもっていなかった⁽⁵⁾ので、売主であるボルコック、ヴォーンと、他の株主との力関係には変更が無かった。この優先株には5%の「固定配当」 (fixed dividend) が与えられることになっていた⁽⁶⁾。

翌年の1872年には、普通株を5ポンド増資して払込額を35ポンドにした後、固定資産の評価替えによる75万ポンドを株主に無償増資することとなった。新しく発行された株式は“B Share”と呼ばれ、これに対応して従来⁽⁷⁾の普通株は“A Share”と呼ばれるようになった。「B株」は「A株」1株につき、1株発行され、全部でA株と同じ25,000株が発行された。額面、払込額とも30ポンドの完全払込株であった。議決権はA株の半分とされたが、A株と同様に200株以上の所有に対しては、議決権は $\frac{1}{5}$ とされた。かくして、ボルコック・ヴォーン社はA株、B株、優先株という三種類の株式をもつことになった⁽⁸⁾。

次いで、1876年にA株に対して5ポンドの払込を2回行ない、A株の払込額は45ポンドとなった。同年、A株の所有者に対して55ポンドの追加払込と5ポンドの払込を任意に選択させ、結果的に、A株には100ポンドの全額払込株と払込額50ポンドの二種類の株が存在するようになった⁽⁹⁾。当初、100ポンド全額払込の株式は3,465株と50ポンド払込の株式21,535株と比較して圧倒的に少なかったが、そのご次第に増加した。結局、二種類のA株、及びB株、優先株と同社は四種類もの株式をもつことになった。

1879年に10ポンドの追加払込をして60ポンドとされた部分払込株と100ポンドの完全払込株は、同年にそろって額面が100ポンドから20ポンドへと変更された。これに伴ない、それらは12ポンド払込、20ポンド全額払込株に分割された。更に、30ポンド完全払込のB株も分割され、A株全額払込額と同様になった。それ故、A株、B株という区別はなくなり、普通株は20ポンド払

込株と 12 ポンド払込株の二種類になった。このような額面の小額化 (denomination) は株式の流動性を増そうとする動機から行なわれ、それはまた当時の産業界における一般的風潮でもあった。しかしこのようなデノミネーションが行われた後も、小株主保護の制度は堅持され、1株から 1,000株までの小株主は 5株に 1議決権が与えられたが、1,001株以上は 25株に 1議決権をもつものとされた。⁽⁸⁾

さらに 1900 年に至ると、普通株の額面は遂に 1ポンドとなり、株式の市場性を増大させる方向が促進された。但し、1ポンド払込株と 12 シリング払込株との二種類が在ったことから解るように、部分払込株は依然として消滅しなかった。

全額払込株は 163 万株、部分払込株は 186 万株と、株数は全体で約 350 万株にも達した。しかし、この段階でもなお部分払込株を残したことと並んで、やはり小株主保護の方針が取られたことは意義深い。即ち、20,000株までは 100株につき 1議決権が与えられるが、20,001株以上は 500株に 1議決権しか与えられなかった。⁽⁹⁾ 旧所有者のボルコック・ヴォーン両家の系統は絶え、一人で株式の数 % を所有するような大株主もいなかった。⁽¹⁰⁾ 従来と同様の保護政策が継続されていたのである。イギリス社会の「民主的性格」を示す証憑であろうか。

もう一点、普通株は 100ポンド、20ポンド、1ポンドと漸次額面を低下させてきたが、それに反し、優先株の額面には変化が見られず、1900年には普通株より優先株が高額面という状況が生まれていた。本来、優先株は流動性を増大するために普通株よりも低額面で出発したのだが、この段階では逆転現象が起きたのである。

II 株式所有の分散

株式会社に転換した 1864 年に、ボルコック・ヴォーン社には、売主株と普通株という二種類の株式が存在していた。そこで先ず後者の普通株からみていくと、1865年 11月の時点では 17,000株を 419名の株主が所有していた。一人当りに直すと、41株、金額にして 718ポンドである (表 1 参照)。けれども、その分布をみると、10株以下の小株主が全株主の 44% を占め、20株以下になると過半の 62% を占めていた (表 2 参照)。それ故、大部分は 20株以下の小株主であったことになる。尤も小株主と言っても、10株を購入するのに必要な資金は 175ポンドを要し、この金額は 1865年のイギリスの一人当り純国民所得が 28ポンド、成人男子熟練工の年賃金が 50ポンド程度であったことに照らせば、決して容易に調達できる資金ではなかった。また多額の未払込部分を抱えていたので、将来の払込請求の可能性を考えれば、なおさら気軽に投資できる物件ではなかった。⁽¹¹⁾

こうした株主の中で、特にマンチェスターに居住し、綿業と関連が深い株主層が目を見守る。マンチェスターの株主だけでも株主全体の 34% を占め、その周辺の Stalybridge, Oldham, Salford

表 1. 株 式 所 有 の 変 遷

1865年		1880年		1895年		1905年	
株主数	419	293	1,564	3,010	3,010		
株式数	17,000	6,391	81,488	1,629,760	1,629,760		
1人当り株数	41	22	52	541	541		
上位10人の株数	3,844	1,986	13,367	125,440	125,440		
同比率	22.6%	31.1%	16.4%	7.7%	7.7%		
普通株							
株主数	423	473	996	1,970	1,970		
株式数	25,000	18,609	93,045	1,860,900	1,860,900		
1人当り株数	59	39	93	945	945		
上位10人の株数	10,950	7,580	20,112	209,954	209,954		
同比率	43.8%	40.7%	21.6%	11.3%	11.3%		
普通株							
株主数	825	825	803	867	867		
株式数	25,000	25,000	23,604	23,604	23,604		
1人当り株数	30	30	29	27	27		
上位10人の株数	8,254	8,254	3,023	3,034	3,034		
同比率	33.0%	33.0%	12.8%	12.9%	12.9%		
優先株							
株主数	325	325	2,560	4,980	4,980		
株式数	12,959	12,959	3,363	5,847	5,847		
1人当り株数	40	40	3,363	5,847	5,847		
上位10人の株数	2,576	2,576	3,363	5,847	5,847		
同比率	19.9%	19.9%	12.8%	12.9%	12.9%		
普通株株主数	1,591	1,591	2,560	4,980	4,980		
総株主数	1,916	1,916	3,363	5,847	5,847		

出典：Lists of the Shareholders, BT31/30734/1705C, Public Record Office.

備考：普通株株主数、総株主数は、各種株主数の単純合計であり、重複がかなりありと思われるので、実際の株主数は、1/2～3/4程度と推測される。A株（百ポンド）は百ポンドの払込を示す。a) 17.5ポンド払込。b) 50ポンド払込。c) 20ポンド払込。

などを加えると、それはおよそ 50% になる。これに対し、製鉄所のあったミドルズブラは 5% 程度、Darlington, Stockton などの周辺地域を合せても 10% そこそこであった。このようにマンチェスター近傍の人々が大量に投資したのは、1860年代に「資本飽和」“plethora of money” と呼ばれる状況がマンチェスターを中心とするランカシャーの綿業地帯に発生していたためである。⁽³⁾

表2. 株式所有の分布

	株式所有の分布							
	1~10株	11~20株	21~50株	51~100株	101~1,000株	1,001~5,000株	5,001~10,000株	10,001株以上
一八六五年	普通株	186名 44%	73名 18%	89名 21%	34名 8%	37名 9%		
一八八〇年	百ポンド株	186名 63%	95名 33%			12名 4%		
	六〇ポンド株	250名 53%	197名 42%			26名 5%		
	三〇ポンド株	477名 58%	312名 38%			36名 4%		
	優先株	114名 35%	180名 55%			31名 10%		
一九〇五年	一〇シクル株	1,103名 37%				249名 8%	34名 1%	8名 0%
	十二シクル株	506名 26%				305名 15%	37名 2%	19名 1%
	優先株	381名 44%	405名 47%			43名 5%		

出典：Lists of the Shareholders, BT31/30734/1705C, Public Record Office.

マンチェスター近辺の綿業資本家等は競って有利な投資先を捜していたのであり、このような資金が有力な企業プロモーターである David Chadwick によって鉄鋼業に流れ込んだのであった。ボルコウ・ヴォーンの場合はその典型的な例である。また、ボルコウ・ヴォーン社の200株以上の

大株主 20 名の中にも、マンチェスター周辺の人々は 13 人を数えている (表 3 参照)。因に、やや意外な点としては、アイルランドの Drogheda という町の株主が約 7% と、マンチェスターに次ぐ位置を占めていることが挙げられる。一つの推測としては、大株主の Benjamin Whitworth がこのドロイダの国会議員を勤めており、その関係で株主が多いのではないかと思われる。⁶⁹⁾

表 3. 1865 年 11 月の取締役及び大株主の株式所有状況

株 主 名	持 株 数	住 所
* Henry Bolckow	3,900**	Middlesbrough
* Carl Bolckow	100**	"
* John Vaughan	3,800**	"
* Thomas Vaughan	200**	"
* Benjamin Whitworth	515	Manchester
* James Holden	400	"
* John Cheetham	200	Stalybridge
* George Wood	150	Manchester
* Henry Pochin	200	"
* Thomas Vickers	105	"
James Lees	487	London
Eli Lees	428	Oldham
Fred Fyrey?	420	Manchester
David Chadwick	400	Salford
Richard Barrory	300	Chesterfield
Thomas Elwon?	300	Redcar
William Whitworth	290	Manchester
A. Hardie	255	"
C. Stewart	250	"
Thomas Smith	250	"
A. Welsh	250	"
John H.	215	Worcester
Julius Behreus	203	Manchester

出典：List of the Shareholders, BT31/30734/1705C, Public Record Office.

備考：* は取締役を示す。取締役資格を得るための最低株式保有は 100 株。** "Vendors' Shares"

一方、売主株は旧所有者の側にしっかりと握られており、Henry Bolckow の甥、Carl と John Vaughan の息子、Thomas にも株が分け与えられ、これら 4 名が取締役となっていた。

さて、1865 年に売主株の所有者 4 名を加えると 423 名を数えた株主は、1880 年に 1,916 名 (各種株式の単純合計で、重複を除いていない、以下同様)、1898 年に 3,363 名、1905 年には 5,847 名と順調に増加している。⁷⁰⁾ 更に第一次大戦直前の 1911 年には 8,100 名に達している。⁷¹⁾ 50 年間で株主

が約 20 倍増加したことになる。

また所有株式の一人当り金額は、1865 年の場合、売主株を除くと、718 ポンドであった。それが 1880 年には 100 ポンド払込株は 2,200 ポンド、60 ポンド払込株は 2,340 ポンド、30 ポンド株（B 株）は 900 ポンド、優先株は 800 ポンドと、株式種類に応じた相違を示していた。A 株は 100 ポンド株、60 ポンド株とも、一人当り 2,000 ポンドを越える株式を所有しており、1865 年と比べると約 3 倍に増えている。この現象は時折実施された追加払込の結果である。これに対し、B 株、優先株の一人当り所有株式は 1865 年とほぼ同水準であり、やはり額面が小さく、完全払込の両者に小株主が多いという状況が生まれていた。

1895 年には、20 ポンド株は一人当り保有額、1,040 ポンド、12 ポンド株は 1,116 ポンドと半減し、優先株も 580 ポンドと若干減少した。更に 1905 年には 1 ポンド株は 541 ポンド、12 シリング株は 567 ポンド、優先株は 540 ポンドに減少し、株の拡散・大衆化が進められた。とりわけ 1905 年段階では、三種の株とも一人当りの所有額はほぼ同水準となり、普通株における低額面化の効果が現れている。このような動向の中で、1880 年には一人当り所有額は増大しているが、それ以後は、株主数の増大だけではなく、一人当り所有額の低下という株式所有の分散がもたらされた点が注目される。

ところで、企業を現実的に支配するためには株式の 20% あるいは 10% でさえも可能であると言われている。そこで取締役および大株主の株式所有の実態を調べてみよう。売主株が存在していた 1865 年には、旧所有者のボルコウ・ヴォーン両家が 697,500 ポンドの株式資本の中、40 万ポンド (61%) を所有し、金額的には圧倒的であった。但し、支配の点では売主株は 8,000 株に過ぎず、しかも 201 株以上は $\frac{1}{8}$ の議決権という規定から彼らの力は大幅に制限されていた（議決権は全体の 11%）。他方、残りの取締役の所有株は 27,475 ポンドで、それは全体の 4% に過ぎなかった（議決権は約 6%）。しかしながら、企業の支配権という意味では、マンチェスター在住の大株主と一体であった取締役 H. D. Pochin 以下のマンキュニアン・グループが支配権を保持していた。⁽⁹⁾ このように、ボルコウ・ヴォーン社は所有と支配という点で出発当初より奇妙な混合体を成していた。

さて売主株が消滅し、優先株や B 株が発行された後の 1880 年になると、ヴォーン家の系統は既に同社から消え去り、ヘンリー・ボルコウの死後はカール・ボルコウが旧所有者の唯一の代表者として残っていた。この時、290 万ポンドの総株式資本のうち、32 万ポンド (11.1%) が取締役により所有されていた。但し、カール・ボルコウ単独で約 22 万ポンド (7.6%) を所有していたので、他の取締役 6 名の株式は 10 万ポンド (3.5%) に過ぎなかった。尤も、他の取締役の比率は若干下がったが、絶対額ではポッチンの 31,500 ポンドを筆頭として、1865 年と比べ、彼らの所有額はかなり増加していた。⁽¹⁰⁾

ところが、創業者の家系を継いでいたカール・ボルコウは株式相場の失敗がもとで1892年に破産してしまい、所有経営者的存在の人物はボルコウ・ヴォーン社から居なくなってしまった。その結果、1895年には20ポンド株、12ポンド株の上位10人の株式保有額は、1880年と比較してほぼ半減した。更に1905年になると、上位10人のそれは1ポンド株、7.7%、12シリング株、11.3%と一段と下がり、株式所有の分散が着実に進展していた。両年の取締役による株式所有の割合は調査していないが、1911年のそれは2.6%⁽²⁰⁾という数値があるので、3%前後と推測して大きな誤りはなかろう。それ故、1890年代にはボルコウ・ヴォーン社から所有に基づいた企業支配という要素は払拭され、株式所有が広範に分散した、だが専門経営者が決定権を握る「経営者企業」でもない、イギリスに独特の「イギリス型経営組織」が出現していたのであった。⁽²¹⁾

- 註 (1) Annual Report for 1865. 以下の叙述は主として、ボルコウ・ヴォーン社の株主名簿、基本定款、付随定款、特別決議、営業報告書等に基づいている。
- (2) Memorandum and Articles of Association of Bolckow, Vaughan, & Company, Limited, BT 31/30734/1705 c, Public Record Office.
- (3) P. L. Cottrell, *Industrial Finance: The Finance and Organization of English Manufacturing Industry* (London, 1980), p. 148.
- (4) Articles, p. 29.
- (5) Special Resolutions, Nov. 11, 1870, Public Record Office.
- (6) Ibid., Sept. 3, 1872.
- (7) Annual Report for 1876.
- (8) Special Resolutions, May 22, 1880.
- (9) Ibid., May 11, 1900.
- (10) 拙稿「イギリス型経営組織の陥穽——鉄鋼企業ボルコウ・ヴォーン社のトップ・マネジメント組織」(『経営論集』32巻2号, 1984年) 78頁参照。
- (11) しかし、このような未払込部分をもつ株式は時代と共に減少していった。
- (12) List of the Shareholders of Bolckow, Vaughan & Co. Ltd. 但し、コトレルはボルコウ・ヴォーン社の工場地域の株主数を全体の32.99%としている(Cottrell, *Industrial Finance*, p. 119)。これは“Area of Works”の範囲を相当広く取ったためであろう。
- (13) J. B. Jefferys, “Trends in Business Organisation in Great Britain since 1856”, Ph. D. thesis, University of London, 1938, p. 306.
- (14) Cottrell, *Industrial Finance*, pp. 114 ff.
- (15) M. Stenton & S. Lees (eds.), *Who's Who of British Members of Parliament*, Vol. II (1886-1918), 1978.
- (16) 各年の株主名簿による。
- (17) *Iron and Coal Trades Review*, 1911, Vol. 82, p. 464.
- (18) 拙稿「トップ・マネジメント組織」54-57頁参照。
- (19) 他の五取締役の保有額は B. Whitworth, 6,100ポンド, J. Cheetham, 18,000ポンド, J. Laing, 13,000ポンド, T. Vickers, 16,800ポンド, J. Wyllie, 16,000ポンドであった。
- (20) *Iron and Coal Trades Review*, loc. cit.
- (21) 「イギリス型経営組織」については、拙稿「イギリスにおける近代企業の成立とその特質——チャンドラーの所説を中心として——」(明治大学社会科学研究所『紀要』に掲載予定) 参照。