

19世紀後半および20世紀初頭における アメリカ鉄道リースの考察 —アメリカ鉄道で生成したリース資本化論—

石井 明

- 1 はじめに
- 2 鉄道における合同リース
- 3 鉄道の規制および会計報告
- 4 PRRにみられたリースに係る財務報告
- 5 合同リースを含む鉄道の経営分析—リース資本化の実務の揺籃
- 6 鉄道の経営分析—Moodyによるリースの資本化論
- 7 おわりに

要約

本論文では、19世紀後半から20世紀初頭において、アメリカの鉄道会社間で大いに用いられたリース契約の内容、合同リース、および鉄道の会計基準の概要をまず考察する。次いで、財務報告や経営分析の手法のひとつとして編み出されたリースの資本化の実務や理論を考察する。そして、全米の鉄道網が確立した20世紀初頭での鉄道報告書に係る経営分析において、Snyderは鉄道会社毎にリース資本化の計算を示し、またChamberlainはリース資本化の理論的な考え方を示し、さらにリース資本化の精緻化および鉄道全般の包括的な経営分析を行ったMoodyによる鉄道会社の財務報告に対する具体的な手法等を検討して、アメリカで生成したリース資本化の根本的論理を明らかにする。

キーワード：リース資本化、鉄道合同リース、会社情報の公開（パブリシティ）、運輸法、州際商業法、州際通商委員会、統一会計制度、名目資本化額、グロス資本化額、ネット資本化額、ペンシルヴェニア鉄道（PRR）

1 はじめに

財務会計上のリースの資本化（lease capitalization）については、20世紀の中央（第2次大戦後）から、今日の21世紀初頭に至るまで、会計諸概念の議論および貸借対照表能力論に関する論争や会計測定上の技術的な手法が検討され激しく議論されてきたことは、21世紀に入った今日、よく知られてきた財務会計の「常識」のひとつであろう。その際

に提起され大いに論争されてきたリース資本化の理論を大別すれば、結局のところ、割賦購入説、財産使用权取得説、および未履行契約取引説、の3つとなるだろう¹⁾。

そして、リースの資本化の必要性や理論的な基礎としての「資本化論」は20世紀中央、セール・リースバック金融の流行が契機となったアメリカにおいて初めて提起され²⁾、またその後、多くの論争を経てリース資産やリース負債の賃借対照表への計上が提唱されていったことが、アメリカ会計界において遍く定説とされてきたと言っても過言ではない。

しかしながら、それ以前、すなわち第2次大戦前の、19世紀や20世紀前半での会計実務においてはリースに関する資本化という実務は存在せず、また資本化の必要性等が全く議論されてこなかったのであろうか。別言すれば、「リース会計史」の起源、とりわけ「リース契約から生じるリース負債、あるいはリース資産の測定」に関する論理の生成、特に原点について疑問が生じる。Cannon[1948]では、それらの疑問について、鉄道リースに対して証券アナリストが既にリース資本化の手法を使っていることを単に一行指摘している箇所がある³⁾。そこで、アメリカの鉄道会社において大いに使われたリース、そしてリース資本化に関する会計の研究をこれまで筆者が深めてきた成果が本論文となる。

結論を言えば、現代の設備機械リース会計の「前史」として、車両設備信託リースおよび鉄道合同リースという独特のリースが既に存在していたのである。車両設備信託リース、いわゆるフィラデルフィア方式といわれたリースの会計の課題については、拙稿「20世紀初頭における鉄道車両設備リース会計—鉄道車両信託リースの「実質」の考察—」⁴⁾に譲ることにしたい。

本論文では、19世紀において大いに発展したアメリカの鉄道業に焦点をあてて、主に19世紀後半から20世紀初頭において鉄道会社間において用いられた合同リース (combination lease, あるいはcombination by lease)、および財務報告におけるリース資本化の萌芽を考察する。まず第1に、鉄道業全体としての生成発展を概観したうえで、鉄道会社間のリース契約の内容、および歴史的な支配の事実や合同リースの特徴を指摘する。第2には、アメリカでの鉄道に対する規制、主要な鉄道会社の行った会計、規制当局によって検討された会計問題・会計基準の内容、そして第3には、競合する他鉄道を主にリースによって支配し北東部・中西部における鉄道網を完成させ、長い間アメリカの代表的鉄道会社のひとつであったペンシルヴェニア鉄道 (PRR) の比較的創業期の頃の財務報告、および1874年時点での同社投資委員会によるリースに関する取扱いを検討する。

そして後半部の5および6では、アメリカの19世紀末から20世紀初頭にかけての証券業界やアナリストたち—PoorからJohn Moodyに至るまでの実務研究者たち—が鉄道業におけるリースをどのように扱い、そしてリース資本化の技法を用いてどのように経営分析を深化させていたのかを考察する。最終部6では、リース資本化の精緻化を試みたJohn Moodyによる鉄道会社の経営分析の具体的な手法等を検討した上で鉄道の投資効率の比較可能性を追究していた証券アナリストたちの経営分析を総括する。

2 鉄道における合同リース

アメリカの鉄道は、1827年にボルティモアからオハイオ河畔の特定地域までの鉄道建設の認可をメリーランド州の議会から得、そして1830年にその一部の鉄道線—Baltimore & Ohio (B&O) 鉄道—の成功もあり、鉄道建設は、運河輸送の代替運輸システムとして、その頃北東部の諸都市（例えば、ボストン）などを起点とする建設機運が生じた。とりわけ北東部各州の議会は、自らの州の経済発展のために鉄道建設を進める特別法を制定し、プロモーターに対して積極的に鉄道建設や運営の許可を与えた。加えて多くの場合、各州は鉄道建設に必要な土地の供与や資金的な支援をし、また州政府が主導する鉄道建設や車両設備製造のための経営体が創設され運営された。鉄道技術者は、West Point陸軍大学 (U. S. Military Academy)⁵⁾の卒業者や運河建設の技術者、あるいは鉄道技術者の養成学校を卒業した者等が鉄道建設や運営の現場での経験を得て、主要な経営者や現場の有力な技術者として活躍した。

(1) 鉄道業の生成発展とリースの活用

アメリカの鉄道リース、および鉄道リース会計を検討するには、鉄道業自体の生成発展の歴史的事実やリース契約の内容、或いは州および連邦ベースの法的な規制や基準を十分に踏まえなければならないだろう。まず、それらの諸要素を分析する前に、背景となる鉄道業の経済的発展あるいは規制段階を区分する。簡潔に言えば、Clark [1891]による区分を主に参照して⁶⁾、ここでは1830年以降の鉄道建設の初歩段階から激烈な競争を経て寡占・独占状態に行き着き、さらにその後、全米にわたるアメリカの鉄道路線網が整備・統合されると同時に、合同に対する全米を挙げての批判が強まって鉄道業に対する連邦規制が次々と出た暁に、一応の完成をみたといわれる1920年の運輸法 (Transportation Act) の制定までの期間を以下のように4段階に分ける。

- (a) 熱狂的な建設期間 (construction) 1830-1850年、
- (b) 激しい競争の期間 (competition) 1850-1870年、
- (c) 広範な合同の期間 (consolidation) 1870-1887年
- (d) 連邦規制の期間 (federal regulation) 1887-1920年

このような時代区分において、鉄道の始まり(a)の時代は、B&Oの営業開始から20年間で、当初は馬車鉄道から出発して、徐々にニュー・イングランド地方における多数の人口を抱える諸都市やエリー市（ペンシルヴェニア州の北西隅、エリー湖南岸）を起点とした鉄道建設が開始された。すなわち、この時代を一言でいえば、鉄道建設や鉄道運営の揺籃期である。州議会を支配する地元の有力者や資本家等がプロモーターとして私財を投じ、

州は議会の承認により州財政から資金を提供し鉄道建設が徐々に行われ活発化された。そこで、鉄道会社が作成した計画書や報告書は、州議会、株主、債権者に提出された。

この時代の後半にはリースは結合の手段として使われたが、アメリカの鉄道業全体にリースがよく用いられたのは主に(b)および(c)の時代である。

(b)の時代には、南北戦争（1861～65年）が含まれる。その影響があつて北東部や中西部では一時、鉄道建設はあまり進まない状況となつたが、Meck & Masten[1940]の調査によれば、1850年頃より幹線の鉄道による小さな鉄道との接続、およびリースによる鉄道の合同は継続的に行われていた⁷⁾。ただし、戦争による将来の不透明性から、北東部および中西部では10年程度の短期のリース契約が主に締結されていた。リースは、支線（branch line）や培養線（feeder）を獲得する手段としてよく使われた。また、この時代に限定されないが、リースは、会社の取得とほぼ等しい経済効果を有すること、また簡便性・即効性の点で、鉄道建設や運営の行き詰まりを打開する方策として利用され出した（19世紀半ばでは、アメリカ国内の資本市場の規模に限界があつたことが推察される）。南北戦争の終了後の1866年からは（1873年の大不況の前まで）、鉄道ブームが起こつて、鉄道への大規模な投資が起きたが、これは主にイギリスなどの欧州の投資家がアメリカの鉄道会社の発行する社債を積極的に購入したことから生じた。この期間の終盤、1967年には北東部の幹線のひとつ、ニューヨーク・セントラル・システムが形成され、ニューヨークからシカゴへの旅は一挙にそれ以前かかった時間の半分の時間までに短縮された⁸⁾ように、大いに鉄道建設がアメリカの各地域にわたって進捗した幹線が整備された。

(c)の時代は、中西部から太平洋沿岸に向けて敷設された大陸横断鉄道を除くと、同じ州内、あるいは他州の鉄道を含めて、平行して走る競合線が幾つも建設され、徐々にアメリカ全土の規模において鉄道建設—最後の鉄道建設ブーム—が行き渡つて、全米各地域で集荷や運賃の競争が激しくなつていった。全般的に鉄道業の採算が徐々に悪化していつて財務力が劣る鉄道の多くが倒産するかその瀬戸際までに行く状況にあつた時代であつた。

そこで、鉄道会社（あるいは、鉄道の支配者）は自らの存続をかけて、当初は他鉄道とのカルテル結成、運賃の規制、また共同運行や共同経営を意味するプール（pool）やトラスト（trust）の形成を進め、さらに次には鉄道会社グループ間での激しい競争（運賃の引下げ競争、リベート支払いなど）に突き進んでいった。鉄道業以外の産業界では、有名なトラストであつたStandard Oil Trust（New Jersey州）は1882年1月に形成されている（その当時、石油業界の約90%を集約した）。鉄道業では、鉄道同業者のプールやトラストの形成により、徐々に運賃の安定化や集荷の独占化、さらには差別運賃が恒常化した。

州毎の鉄道委員会を通じて規制を行うルールが設定されていつたが、鉄道に関する問題は、州を超えた連邦ベースで扱わないと解決を見い出せない種類のものも多くある。その点から州毎ではなく連邦政府による鉄道統制、干渉の方向に議論は大きく動いていつた。

具体的には、採算の悪化した鉄道に対して、1873年の大不況（1878年まで継続）が起

きて多数の巨大鉄道が清算や会社更生手続に入り、それを契機として州をまたぐ広範な鉄道の合同が進んだ。一方、自社の競争力を維持・拡大する目的で、力のある鉄道会社どうしがプール協定を編成し、また運賃協定を結んだ。1886年までに南部鉄道協会という運賃や業務の調整のための業界組織が結成されてプールが進展した。また広範に及ぶ合同は強力な投資銀行家の下で強引に進められていったが、これらの鉄道会社が形成した寡占化や独占化の弊害に対するアメリカ社会全般での批判が高まって行って、州や連邦で寡占や独占の是正や排除が叫ばれた。

そこで、主に鉄道会社を規制するために、最終的に1887年には州際商業法 (Interstate Commerce Act : ICA)、および州際通商委員会 (Interstate Commerce Commission : ICC) が成立して、州単位から連邦ベースでの独占規制の新たな段階に入った。

(d)の時代は、アメリカ全土にわたる企業結合の進展、あるいは独占体の形成に対して、鉄道業をはじめとする全産業に係る合同への批判および連邦ベースでの鉄道規制の時代である。簡単に言えば、1887年に創設されたICCの主導によって鉄道業においては各種の小委員会が設けられて、連邦としての鉄道システムの安全のほか、適正な運賃の設定、統計・会計、課税の共通ルールを設定するために、州あるいは鉄道毎に規定されていた計表類や会計基準は、広範な審議を経て徐々に統一に向かって進んでいった時代である。

本論文では、鉄道規制が相当進み、またICCにより統一的な鉄道会計基準や細目 (後述される) が決定した時を出発点として、第1次世界大戦中での鉄道連邦規制を民間に戻すための連邦法、1920年の運輸法の制定をもって一応区切ることとする。

この時代は、強力な幹線会社、および投資銀行家の主導による、主に合併・買収を手段として、鉄道システムの集約にまで進展した時代であった。大きな鉄道会社グループによる競争下、全米規模にわたった1893年の恐慌によって、既存の鉄道会社 (または企業グループ) の多くが倒産、あるいは倒産の瀬戸際までに追い込まれたことから、全米規模での鉄道の維持・再建・統合が必要となった。それを契機として、モルガン商会 J.P. Morgan、クーン・ローブ Kuhn Loeb、ハリマン Harriman 系列を中心とした鉄道買収が進み、これら系列等による鉄道の支配が確立していった。最終的に90年末には、モルガン商会の鉄道界における支配がほぼ決定的なものとなった。また、鉄道業以外の産業分野においては、1898-1902年に大きな合同運動—第1次企業結合運動—がもくろまれて、トラスト形態から持株会社の仕組みを利用した合併・買収が大いに進んでいって、各業界を支配する巨大会社が幾つも現れた。

そのような企業結合の進展に対して、連邦ベースでの独占規制法の制定による規制強化が進むと同時に、アメリカ実業界を中心とした会社情報の公開 (publicity) という観念⁹⁾が大いに叫ばれ、企業活動の概況を一般大衆にも知らせると同時に財務公開の議論が進んでいった。

鉄道の合同で特に使われた方式のひとつが、取得または新設合併 (merger and

consolidation) であり、もうひとつがリースであった。前者は個別の州の特定の鉄道の一部として、取得または新設合併の手続きの創設である。この手法は、新会社や存続する会社の株式の発行または交換が生じて、議決権による支配が確定する。後者のリースは、一般に州の法律により規制されていたわけで、当時では、鉄道路線に関係する州の不動産法を借用した支配の手法であった。19世紀から様々な方式でリースは鉄道において大いに使われたが、20世紀に入って、鉄道リースは、レシー(lessee, 賃借人)・レサー(lessor, 賃貸人)の所得税の二重課税の短所、その他の理由によって数を減らし、またアメリカの証券市場の大規模化や様々な種類の証券発行とともに、普通株式を使った経営の議決権を確保する合併・買収手法が会社の支配権を得る中心的手法となっていく¹⁰⁾。

合同による支配と同時に、アメリカ全土での鉄道システムが完備完成されまた列車運行が通貫され時間短縮がはかられていったわけであるが、合併・買収のほか、様々な支配・合同の方法が実施された。具体的には、特定個人（例えば、Cornelius Vanderbilt, Jay Gouldなどの「盗賊男爵」）あるいは一族による会社の議決権ある普通株式の所有、他の会社の資産の直接購入、会社相互の取締役就任、および運行契約（trackage agreement）（今日定義されている「サービス契約」と同じ。一方の会社が自社運営する機関車・車両を一定期間、特定の線路や不随したサービスを使用し、通過して目的地まで運行する契約。線路の使用料（trackage rental）を対価として支払う）の締結などを通じて行われた。特定の個人や金融グループによる、鉄道業をはじめとした全産業にまで及ぶ利益共同体（Community of Interest）と呼ばれる寡占・独占的支配形態が、19世紀後半から20世紀はじめにかけての期間にわたり長期に続いたことから、種々の弊害を取り除くために全米に亘る独占禁止法の制定、情報公開を含む種々の改革案の策定が行われた。

(2) 鉄道会社のリース契約

19世紀より鉄道会社間で使用され合意されたリース契約はどのような条文条項を有するものであったのか。鉄道業のほぼ当初段階から鉄道業界では、鉄道会社が合同し鉄道路線を連結して輸送力を高め、財務力を強化して倒産を防いだり、また競争力を維持拡大する手段のひとつとして、集合会社財産（collective corporate property）に対する包括的リースが使われた。この場合、リース契約は、レシー鉄道が一定の対価を支払う見返りに、レサー鉄道の集合財産を、レシーの経営意思により使用収益することである。レシーは経済的な所有者、すなわち経営あるいは事業の支配者および資金提供者の立場となる。

19世紀後半において実際に締結されたリース契約書の筆者による調査¹¹⁾、並びにMeck & Masten[1940]に依拠すると、リース契約の条項については、個別の業務内容、およびレシーの支配力（control）の程度などによって多少相違があり得るが、鉄道会社の全体に係るリースであれば、経営主体が確定されその単一の経営意思決定の下で事業が遂行されるので、取り決めの精粗があるとしても、その骨子は概ね同じようなものであった¹²⁾。

典型的な鉄道リース契約は、まずリサイクル（前文の箇所）において、この契約の当事者（レサーおよびレシー）が明示され、その後、この当事者（特にレサー）の主要鉄道区間が示されこの契約により鉄道が接続され使用されることが記述される。

そして、本文の最初の部分は、リースおよび譲渡（demise）の条項により始まる。この箇所は鉄道財産に係る抵当権設定契約における典型的な設定条項に類似している¹³⁾。この条項の記載によって、レサー鉄道の所有する機械設備、器具、車両、トラック、駅舎その他の有形設備、および通行権（right-of-way）などの無形資産などの全鉄道財産一切合切がレシーに対してリースされることが概括的に規定される。

次にリース期間が契約に明示される。個別の財産、例えば、車両などのリース契約の場合は、通常5年から10年程度の期間が合意されるが、鉄道財産の包括的なリースの期間は99年のリース（永久的リース（perpetual lease）と呼ばれた）、および99年リースであったと言われている¹⁴⁾。

加えて、レシーのリース料支払方法について記載される。これは、一定の固定額の場合と変動額の場合とに分けられる。良くある固定額支払いの例では、レサーの既発社債の元本および利息、並びに株式の一定の配当額に関する支払いをレシー会社が保証する。それは支払日、および計算方法、金額を明示することもある。一方、変動額支払いの例では、会計年度の営業利益または税引前純利益に対する一定割合をレサーに支払う方式がある。剰余が出る場合は、すべてレシーに当該額が帰属する取り決めが普通である。一定期間毎に、段階的にリース料が変動（上昇）する方式もある。

その次に通常、記載される条項としては、レサーおよびレシーの未履行条項（executory covenants）であった。レサーの未履行条項には、よくレシーが引き受けるリース線の拡張や改善のための、主に証券発行による資金調達を約束する未履行契約が明示された。それに続いて、レシーが享受できるリースのすべての便益を受けられる一般的・包括的な条項が続く場合もある。

そして、レシーの制限条項で記載されるものは、リース実行後にレシーが引き継いで負担すべき基本的内容を確認するものである。例えば、第1に、最も重要で基本的な条項となる、レサー鉄道の社債に関する利息や元本の金額、レサーの資本株式に関する配当額、およびレサーの会社組織を維持するのに必要な組織費（organization fee）、すなわち例えば、株式や社債の発行費用、法務費用、プロモーター手数料などの金額をレサーに支払うという約束である。支払金額の計算式や支払日は通常、規定される。

第2には、通常、レシーの税金支払い（財産税等）に関する条項が続く。そして、通例のレシーの第3の条項は、レサーの財産の維持管理の約束である。「in good order and repair」という文言が典型的に記載され、通常、リース実行後レシーが負担すべき費用になる。この条項に密接に関連する点で、リース線（レサー鉄道線）に係る拡張および改善のコストをレシーが負担する場合には、レサーの制限条項という形式で、幾つかの条項が

加えられる。次いで、レサーの社債が将来満期になる場合に、レシーが社債元本の償還金を支払う旨を確約する文言を記載するが、契約によっては満期償還のためにレサーが新規の社債を発行することを約束することが多い。

第4に、レサーが会計処理を行うための記帳システムを維持すること、およびレシーのレサーの会計帳簿等の閲覧権を規定する。

第5に、リース料の支払不履行（通常、約定された猶予期間が設定された）、または他の条項に対する違反があった場合、一般にレサーの鉄道財産への所有権の再取得（reentry）または再占有（repossession）条項がよく記載された¹⁵⁾。

なお、レサーとなる鉄道が他の鉄道との間でリース契約を既に締結している場合には、レサーの全てのリース契約の譲渡（assignment of lease contracts）を実行するための契約書を通常別途締結して、その鉄道をも占有使用することが行われた。リース契約の譲渡は、同時に当該レサー鉄道に対する将来リース料の受払いを確約する。

(3) リースによる合同の支配の特徴

企業結合を研究対象とする文献によれば、企業結合とは、複数の企業が共通の目的のために形成するすべての手段やスキームを意味しており、既に述べたように、紳士協定、プール、トラスト、リース、持株会社、営業譲渡、合併など、すべてのものが含まれる。

リースは、元々は企業結合の形態のうち、比較的初期の頃の形態、あるいは簡便な合同の形態のひとつであった。アメリカでは、最初は1820年代よりニュー・イングランド諸州を中心として、主に鉱物や農産物を大量に産出する州毎に鉄道建設が検討され着手され、その後の南北戦争以前の1850年から1860年代にかけての鉄道建設、あるいは既存の鉄道の早期の合同の手段のひとつとして広範に利用されてきたと言ってよいだろう。

Ripley[1915]¹⁶⁾ や Kieso[1963]¹⁷⁾ によれば、上記の企業結合の手法のうち、リースは「固い結合」の一つであり、レサー鉄道に財務機能の一部（オペレーション）のみが残され、総じてレシー鉄道の経営層に中央集権的な支配が確立して、グループとしての経営戦略が構築され遂行される結合形態である。すなわち、リースはある鉄道が他の鉄道と合同（combination）する手段のひとつとして、アメリカ鉄道システムの発展や確立の段階において重要な役割を担ってきた。ただし、鉄道会社間のリース契約が締結され、レシーの経営陣の支配・采配により、ひとつの経済実体（economic entity）として鉄道の運営がなされていくと、レシー会社の財務諸表上にレサーの財産や損益を合算する（combine）あるいは連結（consolidate）して、グループ全体の状態を掌握して経営管理を推進する必要性が認識された。とはいえ、レシーおよびレサーとなった鉄道は別々の法人格を有しているので、各々の会計実体（accounting entity）として、会計処理や会計決算が行われ、個別の財務報告が統括的な支配会社（株式所有、リースなどの組み合わせ等にて）に継続して行われていった。小栗[2002]によれば、アメリカの鉄道会社は1870年代より支配してい

るリース鉄道を含めた損益や鉄道財産を単純に合算した財務報告が行われていたことが指摘されている¹⁸⁾。

リースが比較的良好に採用されるケースとしては、ある鉄道が、自社の新規鉄道建設の案件や既発行社債の元利の支払いについて資金繰りや資金調達計画に問題が生じた場合である。鉄道の運営のために財政的支援が必要となる場合、資金の流出の回避または資金手当ての簡便性や緊急性から、鉄道会社は他鉄道とのリース契約を締結してレシー鉄道の傘下に入り、資金の見通しをつけて倒産を回避することがしばしば行われた。これは、リースが実質上の資金提供機能を有する即効的な手段である側面を物語っているようにみえる。

また、レシー会社の財政的規模が大きく、余剰資金が潤沢なレシー会社である場合には一般に強い支配力が存在するので、リース線たるレサー会社の経営や損益はレシー会社によって左右され、レシー鉄道の総合的な経営成績がこのレサー線の将来に大きな影響を及ぼす可能性が高くなり、時間の経過とともに支配の程度が強まる。

この19世紀後半、20世紀前半において、999年リースは取得あるいは合併に近い合同、さらには取得の前段階としてほぼ位置付けてもよく、契約によっては、レサーの発行する普通株、優先株の全額をレシーが同時に保有することもあった。また、多くのリースは実行後、経営の合理化や標準化を得るための、ある程度の準備期間を経て鉄道業務の一貫性を得た後、レサーの全株式を取得したり、レシーの株式との交換を実行して、完全にひとつの会社になるケースも多くあった。

Ripley[1915]によれば、リースによる合同の長所として、一般に買収や合併と比較して、小額な資金提供や株式の発行等に基づいて、大きな鉄道システムを構築できること、加えて大きな営業力（梃子効果）を発揮できることを指摘する一方、リースの短所として、レシー会社の全営業マイルのうち極一部（例えば、25%）のみを所有線とする場合、レシー鉄道がレサーに継続的に支払う固定リース料の金額が大きな負担となることを指摘している¹⁹⁾。固定リース料の支払いは、利子の支払いと同じであって、景気後退時や不況時において企業に重い債務負担を強いるので倒産リスクを高める。

3 鉄道の規制および会計報告

(1) 鉄道に対する規制

既に述べたように、鉄道は会社の設立当初段階から各州の議会の立法により規制を受けて発展してきた。19世紀の1830年から1887年の連邦法のICAが成立してICCが創設されるまでの期間、50年超にわたって、アメリカの鉄道規制はすべて州単位で行われた。それは概ね先進地域のニュー・イングランドを中心として、各州の政府や議会は、鉄道の安全運行（鉄道事故の防止）、運賃の適正化（引き下げ）を主たる目的として幾らかの規制を始めた後、徐々に規制を強めていった。

ニュー・イングランドのひとつの州であったマサチューセッツ州では、最も早期に鉄道会社法が1846年に制定されて、州内で登記された鉄道会社の取締役が、記載し提出すべき、年次での立法府宛鉄道申告書（Rail-Road Return to the Legislature）の諸項目、および明細を規定した²⁰。これは当時の状況、すなわち（a）の鉄道建設時代が一応終了した頃の革新的な試みであり、簡潔な規定の制定によって、アメリカ鉄道の先駆的会計報告モデル（統一された様式）をはじめて表したと位置づけられる。

その法律の第1条には、鉄道運営に係る支出項目のひとつとして、「鉄道の使用に係る他社に支払ったリース料（各社毎）」、および収益項目のひとつとして、接続使用料としての受取りリース料」の記載が単に例示されている。特に、鉄道の支配に至るリースやそのリース料の授受に関する何らの規定はみられない。

次いで、1853年のコネチカット州の鉄道関係法が制定され、そして各州とも鉄道関係の法律の制定が行われていった。また州によっては鉄道委員会が創設されて、鉄道の安全性の確保や運賃の規制を徐々に敷いていくとともに、統計・財務報告を受ける重要な機関として権限を拡大化していった。激しい競争が始まる（b）の時代には、鉄道に関する州判例が蓄積されて規制も一段と厳しいものとなり、また州によっては鉄道委員会に強い権限を与える州が出現していった。

鉄道会社法の施行から20年以上を経過した1869年に、ニュー・イングランドの中核たる州、マサチューセッツ州は、鉄道委員会（Board of Railway Commissioners）を創設した。鉄道委員会は州内の鉄道会社に対して専ら情報公開をもって鉄道会社の行動を是正していくという規制方式である。鉄道は所定の期間、および特定の課題に対する報告を行い、州の鉄道委員会はそれに対して意見、助言、勧告を行うが罰則規定がほとんどないので、当時「弱い委員会」と位置付けられた。

Clark[1891]²¹ および山地[1994]²²によれば、州による鉄道の規制方式を大きく2つに分類している。マサチューセッツ州型、すなわち会計情報公開方式、およびイリノイ州型、すなわち業務規制方式、あるいは運賃規制方式である。マサチューセッツ州型は、1853年のコネチカット州を嚆矢とした情報公開型の規制方式であって、当局が調査をするが鉄道会社に対して助言や勧告にとどまる「弱い委員会」である。

一方のイリノイ州型は、1870年代に入ってから激しくなった鉄道業に対する農民の政治運動（グレンジャー運動）を契機として設立された、運賃を規制した法律を制定する権限を有する「強い委員会」である。ここでは独占的な企業が設定する差別的運賃に対して「公正な運賃」を計算して鉄道等の独占企業をある程度抑え込むことを目的とした。1871年、イリノイ州は鉄道会社設立についての法律を制定して、州の鉄道委員会を創設、加えて乗客や貨物の運賃および料金の最高限度を規定した。アイオワ、ミネソタ、カンザス、ミズーリ州等の中西部を中心としたグレンジャー運動の激しい州においてはこの型での規制方式を採用した²³。

このように州毎に鉄道関係の法律を制定することにより、州政府は種々の鉄道統計、および会計報告の様式を徐々にある程度の統一に向かって整備していった。各州では、鉄道会社が自社に適合した会計処理や財務報告を行っていた一方、アメリカ全体の鉄道業界の連携（プール、運賃協定等）や特定の個人や財閥への権力の集中もあって、主要幹線たる鉄道会社（例えば、B&O、PRR、エリー鉄道）による先進的な会計実務も実践されていた。

イリノイ州型の強い鉄道規制方式が当初は、アメリカ全体としては先導性をもって連邦レベルでの鉄道業における運賃や独占問題に対抗していったが、グレンジャー運動が停滞し、そしてアメリカの経済状況が好転するに従って、マサチューセッツ型の規制方式に傾いて、最終的に1887年のICAおよびICCの創設につながっていった。

(2) 連邦レベルでの鉄道会計基準の萌芽

19世紀半ば以降、州毎に法律の制定によって鉄道委員会等が設置され公共性の高い鉄道会社の運営に対して徐々に州政府や議会は監督・規制を強めてきたが、一方、連邦レベルとしては、各州を跨ぐ鉄道に対して連邦法の制定によって、例えば鉄道会計報告に対する強制的な規制の進展がみられなかった。とはいえ、鉄道に関係する州毎の判例によって、徐々に連邦ベースでの規制が必要であることが明白となっていった。

各州の鉄道委員会の創設時では、運賃の協定が大きな議題のひとつとして採り上げられたが、その後、その他の分野（すなわち会計報告や税金）に対して、有力な幹線鉄道を中心として鉄道会社間で自主的な協議が全国的な規模でもたれ、次いで連邦ベースで徐々に統一化をめざす方向に向かった。

会計分野に関しては、B&O鉄道やNew York Central鉄道などの主要幹線が行っている実務を土台として、推奨されるごく簡単な最低限の会計基準が1879年にサラトガで設定された²⁴⁾。サラトガ協定（Saratoga Convention）である。サラトガ協定では、次のような記帳原則が提示され、また財務諸表の様式を連邦レベルで統一化する動きでもあった。

- (1) すべての負債は、支払日ではなく、発生月に記載する。
- (2) 費用は、その購入時または支払時に関係なく、使用された限りはチャージされる。
- (3) 支出は、有形固定資産の実際価値を増価させない限りは、有形固定資産勘定にチャージすべきではない。資産の価値を高める場合は、チャージする。（要は、資本的支出と収益的支出の区別）

なお、支払リース料に関しては、損益計算書（General Exhibit）上に固定費用としての「リース料」が独立して掲記されるほか、収益および費用に係る分析書において、費用項目の中で「走行マイル・客車リース料（借方残高）」「走行マイル・貨車リース料（借方残高）」が掲載されているに留まる。

(3) 連邦レベルでの鉄道会計基準の制定

連邦政府は、19世紀半ばを大分超えるまで、鉄道会社への規制の適用、その統計・会計を報告させる権限、および違反に対する制裁権限について、合衆国の憲法上の根拠をもっていなかった。だが1870年代になり、主に中西部においてはグレンジャー運動が活発となり、鉄道への規制政策は漸く州レベルに加えて連邦レベルにまで広がっていった。1871年になって、連邦政府に対して全州を統括する鉄道委員会の創設を求める法案の提出や州議会や連邦議会等に対するロビー活動が展開されたのであった。

1880年、アイオワ州から、州監督下での鉄道規制は困難であるという申し出があって、鉄道に対する訴訟は州裁判所から連邦裁判所に移行する手続きが初めて取られた。この判例を契機として、鉄道規制は州から連邦へと移されることになり、鉄道に係る種々の問題は全米レベルとして取り扱う方向に向かった。

1887年になって、ICAは成立した。この法律は相手（弱い個人か、大企業か）により料金や待遇に差別を設けることを禁じ、適正な運賃設定権限をICCに与えた。それと同時に、本格的な連邦ベースの統一会計基準を設定する協議が開始された。ICCはその強力な権限の下で、連邦としての鉄道委員会の会議を開催して、そのなかに各種の委員会を設置して細かい規定の設定を目指した。その過程で、統計・会計については、まず支出（Expenditures）に関する委員会が設定されて費目や分類が検討されていった。適正な料金の設定に関して統一会計が極めて重要であったのである。当時ハーバード大学の経済学者であったHenry C. Adamsが統計・会計小委員会の委員長として、鉄道統一会計基準の議論を強力に進めていった。まず、ICCは、1888年に鉄道事業分野の営業費用について、その4分類を規定して、会計統一をはかる初めての試みを開始した。当初年度は、事実確認として統計調査や事故防止を主な目標としていたが、ICCは、会計分類に焦点をあてて、その第1次案を1894年に作成し、そして、3年後の1897年には建設費用の分類の提案書を鉄道に配布するに至った。さらにICC委員会はその支出の分類に関する改訂版を1901年に公表して、鉄道に係る会計基準の精緻化を図った。

加えて、連邦レベルでの鉄道の他、船舶などを含む運輸会社で使用する会計ルールの一を進める目的で、鉄道業務の現場レベルでの統計および会計手続を議論する組織、アメリカ鉄道会計役員協会（Association of American Railway Accounting Officers）が創設された。各州を代表する鉄道会社の経理担当者や鉄道委員会の委員が、事務および会計上の問題点を摘出し、鉄道会社の会計の費目や処理方法の細目を決めていった。この手続きにより、鉄道現場の実務や意向を反映させた種々の会計指針が決定し公表された。

ほぼ同時期以降、19世紀後半期での数回にわたる金融大恐慌を経て、モルガン財閥を筆頭とした独占的企業グループの支配が確立してくると同時に、全米規模での鉄道運賃（差別運賃の設定）の問題が継続的に提起された。政府による鉄道独占の調査や激しい法廷論争が展開された結果として、20世紀に入り、鉄道規制の強化をめざすヘップバーン

法 (Hepburn Act) が1906年に制定された。この法律の制定により、国内運輸に関する年次報告書の連邦政府への強制的提出、および統一会計的な規定を制定する強力な権限が改めてICCに付与されて、鉄道会社固有の勘定分類や統一化がはかられることになった。

ICCが策定した鉄道会計基準を解説する標準的な文献のひとつ、Hooper [1915]によれば、鉄道サービスを受ける公衆の観点を重視して、ICCは、貸借対照表には鉄道財産の投資額を示し、運輸サービス原価を計算して、適正な鉄道の運賃を示す目的で、鉄道会社の会計は、原初的なコストを示す原価主義会計を基本とした²⁵⁾。これは、当時アメリカ全土で焦点が当たっていた、過大資本化 (overcapitalization) の議論を踏まえて、報告時点での鉄道財産の取替原価 (cost of replacement) を示すべきという意見を排除するという性質も持つものでもあった。原価主義、加えて「収益的支出と資本的支出の区別」という原則の貫徹により、運輸サービスの原価に対して適正リターンを上乗せした適正な運賃設定の受け入れということになる。また鉄道間の財政状態や経営成績 (投資利益率)、あるいは経済性・効率性の比較可能性を保持する目的で、マイルージ (走行距離) 単位での一定値 (安全マージン等) の開示を求めた。

その後、ICCは、1914年には「蒸気鉄道の鉄道および機械設備に係る投資の分類」(Classification of Investment in Road and Equipment of Steam Roads)、並びに「蒸気鉄道に関する収益、利益および損失、および一般貸借対照表勘定の分類」(Classification of Income, Profit and Loss, and General Balance Sheet Accounts for Steam Roads) を公表 (以下、「ICC1914年会計規定」という) して、蒸気機関車を使う鉄道会社を前提とした、より包括的な項目分類および会計ルールを制定した。この段階で鉄道の統一会計制度の基本的構造はほぼ完成したと見做される。

次いで、1918年にICCは、会計通牒第15号 (Accounting Bulletin No.15)「蒸気鉄道に係る会計分類の解釈」(Interpretations of Accounting Classifications for Steam Roads) (以下、「ICC1918年解釈指針」という) を発出して、設問 (Q&A) 形式にて、各勘定科目に含まれる処理の統一化や精緻化のために、より細部の会計ルールを明確化した。

主要幹線による鉄道会計慣行の確認がなされたサラトガ協定から開始されたといえる鉄道会計の規定は、その後の1887年のICCの設置から強力に協議され開発され、20世紀に入り「ICC1918年解釈指針」の発効に至って全米宿願の鉄道会計統一化のプロセスは完遂することとなった。

(4) 小括

19世紀前半の鉄道建設時代から、アメリカの鉄道会社は、統計・会計資料の作成について、運河会社の会計、および先行している英国の鉄道会社の実務を徐々に学んでいった。19世紀中ばまで、鉄道会社は試行錯誤を通じて会社の実情に合う会計ルールを設定していったが、1870年頃より主に東北部の幹線鉄道を中心として会計ルールの話合いが行わ

れて、1879年のサラトガ協定をもって、実質、州際での鉄道会計基準の設定に踏み出した。とはいえ、各鉄道会社が自社の裁量で会計諸表の作成や統計数値を公表することに変化はないため、この時点では、主要幹線や他の小さな鉄道会社が公表する年次報告書に掲記される計表や記述内容には暫くの間精粗の差があり、また勘定科目や表示方法は不統一な状態が続いた。

1887年、ICC創設によって、このような会計開示の状況に大きな改善の力が加わった。政府はICCの統計・会計部門に経済学者のHenry C. Adamsを任命し連邦ベースでの鉄道会計基準の設定に着手した。彼の采配の下、まず鉄道会社区々であった勘定科目の整理や分類が行われて、鉄道業の財務部門の有力者を集めて着々と会計基準が策定された。その後、1906年のヘップバーン法の制定により、体系的な会計基準は、1910年には強制力ある会計基準として鉄道業界において適用された。この統一的な会計基準は、適正な運賃設定とともに鉄道証券等への投資家に対する有益な情報提供を主な目的として、鉄道の実務慣習を基礎とした、原価主義および「資本的支出と収益的支出の区分」等を骨子とする会計基準であった。

鉄道の会計基準は長年の努力により完成をみたが、19世紀後半や20世紀初めの鉄道を筆頭とする産業や金融のグループの経済的支配構造は複雑であった。鉄道業における種々の取引に対応する会計基準はほぼ完成したとみなしえても、鉄道相互間のリースの絡み合い、あるいは証券を通じての買収・合併、さらには金融あるいは個人的な連携、持株会社等を通して構築された鉄道、あるいは他産業に及ぶ複雑な支配構造が広く全米に横たわっていた。政府にとっても投資家にとっても、企業（金融）集団毎の財政状態や経営成績を的確に把握する必要性があり、他産業に属する企業の会計基準の策定、さらには法人格を越えた経済的実体に対する基本的な企業集団会計の策定が望まれ、会計基準設定の俎上に上っていった。

しかし19世紀末頃のアメリカの鉄道業および他業種に属する企業群は、依然として自由主義経済思想や競争の真っ只中にあり、また「利益共同体」を形成し寡占・独占状態に到達していたといっても、各産業での会社群は生き残りをかけた経営を追求していく。とはいえ、そのような状況下、企業グループの経営管理の必要性から、一定のグループに属する会社の会計数値の合算あるいは「連結手法」を19世紀後半より編み出しグループ全体の総合損益や財政状態を凡そには把握していた鉄道グループが一方では存在していたのも事実であった（次の4において、PRRの例にて後述される）。

アメリカ鉄道証券の売り捌きの問題もあり、会計用語や個別の取引の分類や認識・測定の一統化等の課題については、イギリスの勅許会計士（Chartered Accountant）等の強力な指導もあって徐々に進展していったが、19世紀末頃でのアメリカ経済を支配する巨大な利益共同体の出現—経済的・政治的パワーもあり、さらには「企業秘密の保持」という観点から、今日でいうところの企業集団としての「連結会計」の考えを具体化するような社

会的な要請までには至らず。

この時代では、実務界をはじめ社会全体として「企業集団の会計」実施の巨大な合意形成には大いに時間が必要であった。それとともに、鉄道以外の産業に係る勘定科目の整備をはじめとして、取引の進展に合わせた個別の会計基準の設定がまず必要であり、それがなされた後、鉄道リースを含めた「連結書」の作成および外部への公表には、20世紀に入ってからさらに数十年の歳月が必要であったことは会計の歴史が証明するところである。

4 PRRにみられたリースに係る財務報告

アメリカの主要幹線のうち、19世紀、20世紀前半において、経営戦略や事業推進の有力な手段のひとつとしてリースを多用して発展拡大した代表的な会社は、PRRおよびニューヨーク・セントラル鉄道であった。ここでは、PRRが19世紀の半ば以降に外部の株主あてに作成してきたリースに係る鉄道の財務報告書を観察して、リース料に対して具体的にどのような財務報告が行われ、またリースの資本化が当時どのように検討されていたのかを分析する。

(1) 外部に対する財務報告

鉄道報告書は設立当初より外部に公表されてきたが、既に述べたように、PRRのようなアメリカの先駆的で大規模鉄道会社は、早期より内部にトレジャラーやコントローラーがおかれて会社全体に係る財務や会計業務を行い、鉄道経営に必要な管理資料を整備し、また内部監査を受けていた。

PRRは、1846年にペンシルヴェニア州の勅許 (charter) を得て設立された。B&Oに比較して20年弱の後発であったにもかかわらず、幾つかの鉄道を買収やリースにて組み入れて、同社のHarrisburgからPittsburgに至る幹線が完成したのは1856年1月 (本論文で示した(b)の激しい競争の期間) であり、これにより、PRRは1955年度末の時点には、一挙にPhiladelphiaからPittsburgまでの鉄道と接続して、幹線として全長246マイル、うち複線箇所136マイル、所有機関車118両、各種旅客車119両、各種貨車1,635両の規模をもつ大鉄道のひとつとなった²⁶⁾。

John Edgar Thomson (社長 1852-1874年、エンジニア出身) およびその他の経営陣は、1850年代には、設備の近代化、管理部門の組織化、一部地域の複線化、および幹線の積み替えなしの貫通化 (大凡に言えば、中西部から北東部のNew Yorkまでの鉄路) を進め、アメリカにおける「鉄道帝国」の建設に着手した。Thomsonは、総管区長Herman Hauptとともに、当時先行していたNew York Erie鉄道の経営管理方法や管理組織・会計方法を受け継いでさらに効率化を進め、1858年度 (創立12年後) には当時としては分かり易い貸借対照表の開示を含めた、詳細な年次報告書を公表した。

中村[1991]の1847年度から1858年度までの年次報告書の分析によれば、リースに係る財務開示に関しては、損益計算書上に個別財産のリース料（rental）という費目が記載されるほかに、例えば、1855年度年次報告書においては、以下のようなリース鉄道に関する使用料（tolls）の明細が記載されたPRR全体としての総合損益が示されている²⁷⁾。

表 Thomson社長の営業報告（一部分）

1855年度における当社の総収益	\$4,270,015	56
他の鉄道の使用によって支払った使用料（tolls）等：		
Columbia Railroad	\$453,557	61
Harrisburg and Lancaster Railroad	227,156	22
North Central Railroad, Baltimore to Harrisburg, 貨車のみ	44,248	37
Philadelphia City Railroad	<u>6,720</u>	<u>09</u>
ペンシルヴェニア鉄道の営業収入	\$3,538,333	27
1マイルにつき\$14,267.47に等しい		
トン税を含む本年度鉄道営業諸費用	<u>1,709,055</u>	<u>73</u>
年度利益	<u>\$1,829,277</u>	<u>54</u>

また、年次報告書の末尾には17種の詳細な統計数値が付属明細書として添付されている。そのなかの計算書No.1が損益計算書（勘定式）となっており、収入項目の一部として、車両使用料、機関車貸与料（Harrisburg and Lancaster Rail Road Co.）、およびリース料収入、の3科目が記載されている²⁸⁾。一方の支出項目としては、輸送費・旅客部門、輸送費・貨物部門、等の大きな科目で表示されており、明示的に「支払リース料」が示されていないが、他鉄道への機関車、車両等の動産、および土地・建物の不動産のリースが行われているので、それらの科目〔部門〕の総額のなかにリース料が含まれていると推定される。

そして、PRRはニューヨークに通じる鉄道網の確保のために、設立当初より州内に加えて近隣の州の多くの鉄道の取得やリースを駆使して、アメリカでの鉄道帝国を築き上げていった。1962年に同社は、経営状態が芳しくなく資金調達ができなくなったPhiladelphia and Erie Railroad（旧名：Sunbury and Erie Railroad）を1999年リースにて実質支配下に置いた。次いで、当時、鉄道経営者というより傑出した株プロカーであったJ. Gouldが率いるNew York Centralをはじめとした他の幹線会社とRRRは激しい鉄道生存競争を展開した。また、主に中西部に所在する鉄道の統括を担うPRR傘下の持株会社、Pennsylvania Companyがペンシルヴェニア州の勅許（charter）を得て1870年4月に設立した。さらに、安定した収益力をもつ鉄道システム構築のために、1871年4月には、

Pittsburg, Fort Wayne and Chicago Railway (PittsburgからChicago間の路線) 他の中西部や自州における多くの鉄道線を主にリースを用いてPRRの傘下に収めたのであった²⁹⁾。

1970年はじめには鉄道業界の最強会社であるといわれたPRRであったが、1973年に起きた全米をおおう大不況に対して、同社有力株主により構成された投資委員会が1974年に同社の財政状態や収益力を精査し将来の見通しを説明する報告書を作成した。この報告書において、同社が1970年代にリース鉄道をレシーの立場からどのように見ていたかが良く分かるので、以下この報告書を分析する。

(2) PRR投資委員会による財務報告

19世紀後半において、当時の有力な鉄道会社の一社であったPRRの経営側や主要株主が主に収益力の観点から、鉄道リースをどのように扱っていたのかを明らかにする具体的資料がこの『PRR投資委員会による財務報告』である。

1873年に大恐慌が勃発したことを契機として、PRRの経営陣と大株主は、強力に推し進めてきた鉄道集団全体としての鉄道経営を直ちに直視することにした。具体的には、有力株主による調査委員会が設置されて、1873年年度末時点の鉄道グループの財産の価値、投資の担保、会社が実質上責任を負う保証やリース鉄道の損益等を綿密に調査して、経営の観点からの真の財政状態や収益力を探り、会社の将来性に関する意見を付すこととなった。

選出された7人の大株主によって構成された投資委員会は、PRRの経営実態や財政状態を解明する報告書『PRRの投資委員会報告書』(Report of the Investigating Committee of the PRR)を作成して1874年3月の株主総会に提出し承認された³⁰⁾。

本報告書は240頁にわたる大部の報告書で、この当時アメリカの鉄道業の先端を走る鉄道会社の会計システムや財務知識や企業評価の水準を表していると推察される。

まず、報告書の総論、そのなかの負債の箇所において、同社の直接負債に加えて、既存のリース契約に係るレシーまたは保証人としての負債の存在を明示している³¹⁾。リースに関しては、その時点でのPRR直接レシーとなっているリース(自社の不動産リース、他鉄道のリース)、PRRおよび支配下にある他鉄道会社と共同してのリース、およびPRRがレシーとして年度固定額を支払うリースに分けて支払負担額を明示している。

次に、資産の箇所においては、自社の資産を経営の視点から、1.「実際の資産」(actual assets)に加えて、2.「明白な資産」(apparent assets)と3.「見込まれる資産」(prospective assets)に分別している³²⁾。

1.実際の資産とは、鉄道路線、設備、不動産、所有する他会社の社債株式、および債権から構成される、記帳された資産である(すなわち、会計上の資産)。

2.明白な資産とは、簡潔に言えば、資産の帳簿価額と市場価値との差額である。これは、時価の上昇による含み資産、評価益と想定される。

そして、3.見込まれる資産とは、リース資産と「リース鉄道および財産から実現されることが期待される利益」と定義されている。

3.において、PPRがリース鉄道や種々のリース財産が、将来の収益を生み出す源泉、すなわち実質上の資産のひとつであると位置付けていることが明白である。

なお、報告書の最初において、資産評価のベースとなった1873年12月31日付の貸借対照表の時点では、リース鉄道の財産の評価をしその金額を加算することはしていないと明言している。また、鉄道のリースに関連して、同社が保有しているレサー鉄道（すなわち、PPRが支配している鉄道）等の証券類は、買収によって保有した他の鉄道線の証券類と同様に時価評価して資産にその額を加算している。また、保有株式・債券の評価は、市場価値が存在しても、真実の価値とは見做せない株式・社債については、本源価値を推定するとしている。さらに、市場価値や本源価値が分からない株式については、個別に議決権を勘案して価値を推定する、と明言している。なお、保有する証券評価の結果として、鉄道の証券時価の下落で評価損を計上しているが、うち2社はリース鉄道の証券であった。

特筆すべき点として、報告書の第3章「ペンシルヴェニア鉄道会社の裏書人、保証人、およびレシーとしての負債（以下、省略）」の箇所において、PPR単体の損益だけではなく、各リース鉄道に対してリース料の支払債務として負っている内容・金額の明細（レサー鉄道のコスト負担、社債の元利払い、株式配当の保証）が多くの紙幅（16頁にわたる）を割いて記載され分析されている³³⁾。これはPPRの会計組織、収益管理が十全に完備されていなければ完遂することはできないことを物語ると同時に、貸借対照表に記載されていないリースを債務のひとつと認定し計上済みの債務に加算している。この点において同社はすでに経営管理上では、リースの債務性を十分認識していることは明らかであると言える。

最終的なPPRの総合損益の明細として、同社は別表においてリース線各社の最近の損益状況を詳しく計上して、PPRの収益の源泉がどの路線にあるのかを明示しており、さらに全体としての将来展望を記述している³⁴⁾。とはいえ、含まれる財務資料は我々が今日において理解するような「連結計算書」というものでは無論なく、また貸借対照表本体にリースを記載するような手続は一切ない。したがって、本社経費の配分等もなされず、グループ全体として、リース鉄道各社が計上した損益を単純に加算した総合損益を計算している、素朴で大雑把な「連結損益計算」を掲示しているものと考えられるものである。

加えて、鉄道路線の規模を考えると、この時点でPPRの鉄道システムの5割以上にあたる路線は、PPRのリース鉄道が占めている。この点からみると、リース各線の損益状況や将来の変化によってPPRの経営の将来性が大きく動く変動性（リース鉄道線の運営の悪化によっては、倒産の可能性）がある点で、リース鉄道の単純で明瞭な損益状況や予測のほか、支払リース料の固定化の割合、すなわち実質負債額の詳細を分析した上で損益の実態を解明する必要性があることを如実に示していると言えよう。

1870年代当時、リースを用いた鉄道会社（レシー）は、支配している鉄道（レサー）

の財務諸表をどのように記載していたのか、あるいはいなかったのか。アメリカの連結会計論で有名なWalker[1978]によれば、連結計算書の作成は1894年には行われていたと言及されているだけで、鉄道リースに言及したり、または連結に際するリースの取扱い方法について何ら論じてはいない³⁵⁾。しかし、小栗[2002]では、1870年代でのアメリカの連結会計の生成史の一局面として以下の研究成果が示されている。そこには、1870年末のLake Shore and Michigan Southern Railway Co.の年次報告書において、貸借対照表には親会社の資産および負債に加えて、リース線の資産および負債が単純に合算されているケースがある等の指摘や発見がみられる³⁶⁾。加えて、19世紀後半から末にかけての時代でのアメリカ鉄道会社におけるリース関係の会計処理および財務報告の方法については、各鉄道会社まちまちであった様子がこの貴重な労作からも十分に察せられる。

5 合同リースを含む鉄道の経営分析—リース資本化実務の揺籃

(1) はじめに

ある鉄道が他州に登録されている他の鉄道を、リースあるいは買収や合併により合同する場合、鉄道グループ全体としての経営成績や財政状態を如何に正確に把握し分析するのか。この問題は、前述してきたように、鉄道会社（支配会社）の経営自体の根本課題であり、また同時に鉄道に資金を投入する投資家が、投資先の鉄道グループが全体としてどの程度の経営成績を上げ配当等のリターンを齎すかを推察する大きな焦点となる。

既に述べたように、アメリカの鉄道は、19世紀の前半期にその建設時代を過ぎ、徐々に激しい競争の時代に入り、その間にリース、買収合併、共同運航等を駆使して徐々に主に北東部に位置する大幹線の下に集約されていった。特に激しい競争の時代に入ってから、自社の運行状況及び経営状況の的確な把握は必須であり、既に述べたように、4大幹線（PRR、New York Central、B & O、Erie鉄道）を代表とするアメリカの大鉄道会社は、既に1860年代には経営管理のための統計資料の収集、および近代的な会計の基本的技術の開発をほぼ成し遂げていたと言える状況にあった。

鉄道会社の作成する報告書は、最初の建設時代では州政府・議会、そして19世紀半ば以降では、州の鉄道委員会に提出された。鉄道建設が進むとともに、それを扱う専門誌が主に州内で流通するなかで、特に『アメリカ鉄道ジャーナル』(American Railroad Journal)という鉄道業界の雑誌が主に北東部にある州で1832年より刊行され、鉄道で使われる機器、技術情報、アメリカの経済の全般的状況や鉄道建設や証券発行の条件に係る情報が提供された³⁷⁾。Henry V. Poorは、兄のJohn Alfred Poorがそのジャーナルに関係を有しこの発刊会社を1849年に買収したことから、経営者・編集者の立場となり、その情報誌の質を高めた。そして、彼はこの雑誌を使って、実質上、会社情報の公開（publicity）というあるべき方針を掲げて投資家等に対して有用な情報の提供のためのジャーナルに転換さ

せていった。その後、さらに彼は鉄道会社の会計組織や勘定科目の整備が進んだ段階で、『アメリカ鉄道マニュアル』(Manual of the Railroads of the United States)³⁸⁾という個々の鉄道会社の経営分析や証券価値の算定を行えるような資料集・指南書を毎年に取り出版するようになっていった。

1887年のICC創設以降では、鉄道会社が一定の統計や会計データを連邦政府に提出することが義務づけられた。ICCによる本格的な統計資料や会計データの整備される以前から、証券市場において鉄道会社の証券を売買する投資家やアナリストは、公表された鉄道報告書（19世紀末でも、依然として多数の鉄道会社は非公表であったが）を入手して、鉄道各社の株価を判断するために鉄道報告書を使って分析手法を徐々に編み出すようになっていった。すでに前述したように、1887年以降、ICCによる鉄道会社の支出の勘定分類や標準的な財務報告様式が順次確定していったので、19世紀末近くに至っては、一般の証券投資家のための鉄道報告書分析を平易に解説する手引書がアメリカにおいて出版されていった。

(2) 原初的展開

① Poor 『アメリカ鉄道マニュアル』

上述したように、鉄道会社の建設がかなり進展してきた19世紀の半ばより、Poorによる鉄道業を巡る情報提供活動が先駆けとなって、鉄道業を巡る投資情報活動が発達して各州でいろいろな鉄道情報誌が発刊されるに至った。

Henry Varnum Poor (1812-1905年)は、イングランドからの移民の家系としてメイン州のAndoverで生まれた。同州にあるBowdoin Collegeを1835年に卒業して、Bangorにある法律事務所就職、そこで1948年末まで、兄のJohn Alfred Poorとともに法律助言業務を行うとともに同州の木材投資や鉄道事業をも営み鉄道会社情報や投資のノウハウを蓄積していった。そして、1849年、『アメリカ鉄道ジャーナル』という雑誌の編集者(1849年-1862年)となって、Poorは統計資料を掲載したり、また鉄道法の解説や鉄道に関連する訴訟問題の解説等を加えることにより、鉄道会社に関する情報提供ビジネスを拡張して発行部数を大幅に伸ばさせていたが、1868年には同じニューヨークに自分の会社(息子と伴に)を設立し、大部の『アメリカ鉄道マニュアル』を刊行して、鉄道業および各鉄道会社の財務情報等をアメリカ全土に提供したことで著しく有名となった³⁹⁾。

Poorの視野や活動範囲は広範であって、会社の効率的な経営などの、鉄道に関する信頼できる種々の情報を収集した。最初は1948年にニュー・イングランド諸州における鉄道監督者協会の創設、その後全米にわたる鉄道委員会の創設を提唱している。彼は、自らのメイン州やニュー・イングランドでの鉄道業務の経験を土台として、アメリカ全体の鉄道業の健全な発展や会社情報の公開 (publicity)、および投資家保護の考え方を表明した。これは単に鉄道業や鉄道会社に関する情報を提供して販売利益を得るといったビジネスの展

開を超えた、国民経済的さらには社会改革的な見地からのオピニオンの発信でもあった。この『マニュアル』は息子のHenry William Poorの示唆に基づき、1867年に二人が所有する会社を設立して、1840年代より活動していた英国Bradshaw's Shareholders' Railway Manual and Directoryを模範においてアメリカではじめて作成された。なお、『マニュアル』の統計資料は、ICC統計局の設立前において、全米の鉄道に関する唯一の統計値として全米の他、英国・欧州でも使われていたのであった⁴⁰⁾。

『マニュアル』では、経済全般、運輸全般、および金融に関する一切の情報提供に加えて、会社毎の社歴、路線地域、車両の編成、営業成績、一般貸借対照表の概略・数値、取締役名、本拠地などに関する資料を提供している。特に、大規模な鉄道会社に関しては、資本調達状況、営業状況、収益の明細（7年間程度にわたる、客車、貨物等の7分類の収益明細）、費用の明細（7年間程度にわたる、運輸、車両等の5分類の費用明細）などを記載している。

また、支線やリース鉄道の名称およびマイル数などが記載され、全路線マイルのうちでリース鉄道線の占める率が明示されている。とはいえ、これは単に比率が示されているだけで、リース鉄道の割合が鉄道全体に対して及ぼす損益等に対する影響度は不明であり、リース線に関する特段の分析はなされていないわけではない。

総括すると、Poorの極めて先駆的な『アメリカ鉄道マニュアル』は、会社情報誌をはじめとして後述されるVan OssやSnyderの投資手引書の構成項目を示し、さらに現在にまで通じる会社財務情報の提供や企業価値評価の原型モデルをはじめとして提示したものと位置付けられるだろう。

②Greene『鉄道会計』[1892]

鉄道報告書の分析を解説した論文が1892年にPolitical Science Quarterlyという、主に政治を扱う学術誌に掲載された⁴¹⁾。Thomas. L. Greeneは、この論文において、投資家の観点から具体的な鉄道会社の財務諸表モデルを使って、鉄道会社の株価低下の原因を具体的に解説している。注目すべき点は、East & West Railwayというモデルの鉄道会社が子会社（培養線）をレシーの立場でリースしているが、その子会社は「合算」あるいは「連結」されていない（当時では細かな会計規定がないので、当然でもある）。

ここで指摘されていることは、この鉄道会社が、リース子会社の線路を使用して鉄道業を営むが、親会社の財務諸表公開ではこの事実は明らかにされておらず、単に継続的に親一社の純利益が計上されている。しかし、子会社は赤字で、それを親会社が実質補填しているので、合算してみるとグループ全体としての損益は赤字となる。親会社の株式への投資家は、それを察しているので、株価は低下していることが明らかにされる。要するに、論文はこのように子会社の株式等や損益を連結させた鉄道グループ全体の財務諸表を分析しないと、真の財政状態や損益の状況が明らかにならず、株価低下の真の原因が判明しな

いことを指摘している。

本論文では、リースの重要性や（どのような形であれ）連結会計の必要性について触れている点から先駆的な論文と位置付けられるが、単に投資家等に警鐘を鳴らしたに過ぎず、またリースの資本化の実務の追究やその必要性に関する指摘はない。

③ Van Oss 『投資としてのアメリカ鉄道』 [1893]

Van Ossが1893年に著した書、『投資としてのアメリカ鉄道』(American Railroads as Investments, A Handbook for Investors in American Railroad Securities) は800頁を越す大部の鉄道証券投資の手引書であり、主要なアメリカ鉄道会社の概要や統計・財務数値が記述され、各鉄道に対する経営分析がなされている⁴²⁾。

Solomon Frederik Van Ossは19世紀の後半に証券業に身を投じた証券分析家、および情報提供者の一人であった。名前からしてオランダ系アメリカ人であろう。対象とする読者は金融や証券の専門家に置いているが、本書は平易な解説を目指していると記している。英国市場で得た経験の蓄積から、Van Oss[1893]では、英国の鉄道業や鉄道会社とアメリカ鉄道業との比較がなされていたりする。アメリカ全土を6つの地域に分けて、PRR等の主要鉄道については過去20年間の趨勢を十分に分析している。ここではアメリカ経済の状況、鉄道業界の競争・寡占化、連結、資本化（資本調達）、株式および社債、鉄道の収入と費用に関する総論的説明に続いて、主要な鉄道に関する鉄道毎の歴史概略、鉄道路線の特徴、損益状況、財政状態が簡潔に指摘されている⁴³⁾。

本書には主要な鉄道システムを形成している各会社のリース鉄道に関する鉄道会社名や業況に関する説明はあるが、一社あたり通例1、2頁のデータ開示や補足説明に終始しており、リース鉄道に関する詳しい説明はない。各社とも同一の表形式で損益が記載されているので、一覽的に他社や他のグループとの損益比較を行うには有効ではあろうが、単に各鉄道の主要線の損益を羅列しているのに留まっている。鉄道会社の全体像を得るには良好であるが、どの会社の株価が割安とか、買いであるとかの意見表明はない。したがって、1890年頃発刊された本書は鉄道報告書の詳しい分析や価値に対する意見の表明はされておらず、社債株式の売買の判断は専門家あるいは一般大衆に委ねている。

連邦レベルの統一会計制度や基準がまだ明確化されていない時期での出版では、本書の解説は概略的なものにならざるを得なかったとも推察され、またリース線を含めた合算あるいは連結の損益を示しているわけでもないので、本書は単に鉄道証券に関する様々な情報を提供するに止まっているといえる。

④ Woodlock 『鉄道会社報告書解剖学』 [1895]

Van Oss[1893]から2年後にアメリカで出版された鉄道分析の書籍が、Woodlock著『鉄道会社報告書解剖学』(The Anatomy of a Railroad Report)(第1版, 1895)である。

Thomas F. Woodlockは1866年にアイルランドで生まれ、イギリスのLondon Stock Exchangeのメンバーとして鉄道業や証券業等に精通し、1892年にアメリカに移住、直ちにWall Street Journalの編集者になった。Woodlock [1895]の出版により、当時のアメリカの投資業界は鉄道報告分析の大きな一歩を踏み出すことになり、本書は一般投資家を意識した、その当時の鉄道分析の標準的なテキストとなった。

本書では、19世紀後半までに報告様式が大分整備されてきた鉄道報告書の概要を説明した後、その分析方法を簡潔に指摘している。イギリスの証券監督の経験があったWoodlockから本書が上梓されたので大きな評判を呼んだが、一方でアメリカの証券業界に関しての解説は概略的なものにならざるを得なかったとも推察される。

Woodlock[1895]では、鉄道報告書の目的を、物的および財務的両方の鉄道財産の状況を正確に所有者 (proprietors) に伝達することと措定している。鉄道会社が公表している3つの基本計算書について、1. 鉄道会社の収益力 (損益計算書で表示)、2. 鉄道会社の財政状態 (貸借対照表に表示)、3. 鉄道会社の物的特徴および状況 (鉄道諸統計資料に表示)、と規定している⁴⁴⁾。

次に、損益計算書のひな型を示して、項目毎に科目を明示してその解説を加える。貸借対照表については、大項目をa. 固定負債計算書、b. 固定資産計算書、c. 流動負債計算書、d. 流動資産計算書とにおいて、各細目の解説を加える。最後の鉄道諸統計資料では、a. 鉄道の距離および特徴、b. 設備の数、明細、および実績、c. 営業の量および特質、を記載する⁴⁵⁾。

鉄道の収益の箇所では、2つの主要源泉が、(1) 営業活動、および(2) 貸付・投資からの利息またはリース料、であるとして記載しており、リース料やリース鉄道の事業については以下のような説明が付されている。

「2 「貸付金および投資として保有する社債からの利息」、「所有株式に係る配当金」、および「リース財産に関する受取リース料」は、すべて極めて単純な項目である。報告書には、保有株式および社債、リース財産に関する受取リース料の細目を記載して、この種類の収益がその源泉から生じたかを適切に表示すべきである。(筆者挿入：しかし現実には) 非常にまれにしか、十分な方法でその源泉を記載している会社はない。一部の会社では、「その他収益」を、未稼得配当に関連させて「流動資産」に計上している⁴⁶⁾。」

「リース財産に係る「収益項目」は、報告書において別途示すべきである。すべての株式が所有されている会社の収益 (筆者注：リース料) は、一般損益計算書に記載されるべきである。すべてのリース財産がどうなっているか、そしてレシー鉄道がその事業活動を営んで利益を出しているか否かを、報告書から分かるようにすべきである⁴⁷⁾。」

次の項目、営業費用 (Operating Expenses) の運輸費用 (Conducting Transportation) の箇所では、「1つの費目として、「トラック、ヤードおよびターミナル・リース料」が示されている。この費目には、直接の営業に関連して支払われたすべての金額が含まれるべきである⁴⁸⁾」と主張している。

本文の中では、鉄道合同リースに関する部分や車両や設備に係る信託リースについて幾らか言及し注意を促しているが、特に具体性や理論もないのでこの論文では割愛する。

なお第2版、Woodlock [1900]では、Woodlock [1895]に具体的事例として掲載されていたPhiladelphia and Erie Railroadの経営分析の記述は全て削除された。

⑤Moody『ウォール街投資の技術』[1906]

John Moodyは、1868年にニュージャージー州で生まれた財務アナリストである。彼は投資に関する実務経験を積んで、長年にわたり編集者の立場にいて投資情報の統計資料や解説を行ない、John Moody & Co.という会社を1900年に創設、Moody's Manualといわれる画期的な投資情報誌を創設した。彼は主に実務的に投資支援業務を大いに展開させる必要性から、当時のアメリカ経済全体、独占的状況の分析をも行っており、『トラストに係る真実：アメリカのトラスト運動の説明と分析』(The Truth About The Trusts: A Description and Analysis of the American Trust Movement)という大部の研究書を1904年に出版している。

彼はさらに、Moody's Investors Service会社を1909年に創設して、社債の格付業務を本格的に開始した点で、とりわけ証券業界で有名となったわけであるが、その前の1906年に投資の指南書といわれた『ウォール街投資の技術』(The Art of Wall Street Investing)を上梓した。本書は、証券業界での自らの実務経験を土台として、鉄道を含めた上場会社の証券すべてに対する基本的な投資方法を平易に解説している。

本書の冒頭「序」では、投資の基本前提を安全性（元本の維持）において、企業のもつ恒久的または平均的な収益力を基本として会社を分析し当該流通証券の売買を推奨している。本書の構成（章立て）は、安全と担保、債券、株式、鉄道証券の分析、産業および運輸、投資対投機、詐欺の手口、会社更生およびシンジケート、ニューヨーク証券取引所、ウォール街での専門用語、となっている。

鉄道証券に関する解説は、第4章「鉄道証券の分析」の箇所（約25頁）⁴⁹⁾で行われている。そのなかで、リースに関係する記述は少ないが、注目すべき点としては、鉄道報告書において、リース鉄道線からの収益、すなわち受取りリース料の計算書を別途作成すること提案をしている⁵⁰⁾。また、それは一般損益計算書の内訳項目として記述されるべきとする。その他、固定費用（fixed charges）の一項目としてリース費用の別記⁵¹⁾の必要性にも言及している。簡単に言えば、利息などの財務費用のなかに、支払リース料が独立して掲記されていれば、その規模の大きさや固定的な負担比率が判るわけで、この比率が高ければ鉄道システム全体の損益に対するリース線の影響度が判明するわけである。

また貸借対照表では、車両信託に関する支払（積立）額を一般の社債に対する減債基金と同様な方法で詳しく記載することを要求している⁵²⁾。

総括すれば、一般投資家のための全般的な投資入門書であった本書では、リース料を一

定の倍数（乗数）を掛けて負債額相当を計算するというような「資本化」の手法はまだ説明されてはいないが、鉄道会社の経営に大きな影響を及ぼすリース線への彼の問題意識がすでに垣間見えるものと解されよう。

(3) リース資本化の萌芽

① Snyder [1907] 『投資としてのアメリカ鉄道』

アメリカにおいて初めてリース資本化の手法を具体的に示した本は、Carl Snyderの『投資としてのアメリカ鉄道』(American Railways as Investments)である。本書はJohn Moodyが率いるMoody Corporationから1907年に出版された。

Snyderは、アイオワ大学の経済学部で統計学を学んでいる。本書において彼は、投資家の観点から1906年度末でのアメリカ主要幹線の詳細な比較分析を行っている。彼はこの700頁を超える大部の本以外には証券分析の出版を行っていない。出版会社が当時の証券業界の財務情報会社の統帥であったMoody社から出版されている点、およびSnyderは本書以外には証券業に係る著作がない点から、実質上Moodyの申し出、共同作業により出版した本であったと推測される。

当時としては証券（株式）の本源価値（intrinsic value）を提示するという、意欲的な著作であったと思われる。

本書は、一般的枠組みとして、鉄道会社毎に概ね以下の構成を取っている（但し、中小規模の鉄道の場合は幾らかの項目が省略される）。

・重要および留意事項、・社史、・鉄道の走行領域・距離（マイルージ他）、・所有関係（取締役、株主数）、・関係する会社（利益共同体、すなわち株式の持合い、個人や財閥の連携）、・資本化（リースその他を含む）、・所有株式の価値、・資本化のスタイル、・1900年からの資本化の増加、・運輸の性格（旅客利益、その他）、・利益の安定性、・鉄道敷設の維持更新（付加の作業の金額、その他）、・利益の改善、・剰余利益、・配当履歴（および「諸権利株」）、・貸借対照表、損益、・投資価値（株価および利回り）

本書の特徴は、第1に、各鉄道会社に対する多面的なデータが記載され、時として、株価等への筆者の幾らかの意見が付される場合がある（ない場合もある）。加えて、各鉄道会社の分析・評価の最終部あたりに投資価値に関する総合的意見が付される場合が多くみられる。ただし、投資家は計表・データを自ら検討を行って本書が出した意見の妥当性を判断すべきこと、つまり「投資の自己責任原則」が言及されている。投資の自己責任原則とは、最終的な投資判断は投資家自身で行い、したがってその判断により生じた投資損益についてはすべて投資家が負担するという考えを明言した。

第2に、本書は、株価等の本源的な価値を見積りしており、単なる鉄道会社のデータの提供を超えた投資情報サービスを展開している。鉄道会社の経営環境、あるいは財務力や

収益力の現状から推論される株式の本源的な価値と現在の株価とを比較して、割安株か割高株の判断を行使する手助けとしている点は投資情報サービスの大きな前進であり深化である。

第3に、本書は単に本年度や最近の年度での経営成績や財政状態を調査するのではなく、数年間にわたり、そして様々な状況の下で、鉄道がなにをなしてきて収益基盤や業績等を上げてきたかを記述しており、さらに将来の展望を提供して投資判断の広い基礎を提供している。投資では会社の長期的傾向を分析することが重要であり、特に鉄道会社は確立した基盤の上に営業を継続的に行う経営体であり、極めて重要なインフラ産業のひとつに他ならないとしている。

第4に、本論文の焦点となる、リース鉄道を含む場合の鉄道会社の経営分析手法を深く解説している。簡単に言えば、鉄道の名目資本化額（nominal capitalization）、すなわち貸借対照表の表面上の資本調達額（株式と社債）では、リース鉄道を含む場合には、実際の資本化額を表してはいないと指摘する。リース鉄道がある場合、レシー鉄道の損益計算書に支払リース料が表示されるわけであるが、そのリース鉄道会社（レサー）の所有証券（securities owned）が支配しているレシー会社の資産側に計上される一方、何ら対応する負債（すなわち、リース債務）は計上されていないことになる。

そこで、Snyderは、資本化額を名目資本化額（nominal capitalization）とネット資本化額（net capitalization：NC）とに分けた上で、リース債務相当額等を考慮して、真実の資本化額であるNCを概算して、本当の投資効率を計算すべきと主張する。これは従来までの投資業界では示されなかった手法で、主にリースで調達した鉄道財産の部分を負債に勘案して、NCという概算値を算定し真実の投資効率を求めると説明している⁵³⁾。

本書では、「NC」の計算方法について、導入部〔鉄道価値の見積方法〕においてまず一般的な解説を行っている。

- 1 ある鉄道会社の株式と社債の名目金額を合算する。（名目資本化額を算定する）
- 2 次に、リース債務相当額を計算するために、支払済リース料を4%の率（25倍率）で資本化する。

[解説]

他の鉄道とリースを行っている場合、リースは通常、保証と同様と想定されるので、リース鉄道（レシー）は、鉄道の実際の利益に対する、その時点での普通預金利子率相当のものを（リース料として）支払うと（理論上）想定される。一般的な実務においては、現時点のリースの測定の基礎は約4%であると仮定して、レサー鉄道に関して支払ったリース料に対して、単純に乗数25を掛けて、リース債務を計算する。

- 3 次に株式と社債の名目発行額に、上記で計算された金額を加算して、グロス資本化

額 (gross capitalization) と称する見積額を算定する。

- 4 次に、鉄道会社の一般貸借対照表に目を転じて保有証券の帳簿価額を見つけて、上記で得たグロス資本化額から、保有証券の価額を差し引いて、NCを算定する。

なお、保有証券の価額は一般に証券の簿価である。一方、その証券投資が良好で市場価値があり、適正にこの金額が決定できる場合はそれを使用する。

上記の計算により、稼働している鉄道のマイレージに相応した投資額、すなわち資本額に近い値を得ることができる。最終的に、NCをマイル数で割ると、マイル当たりのNCを算定できる。この数値をもって、その他の鉄道会社との比較が可能となる。

Snyder[1907]には、多数の有力な鉄道会社の分析やマイル当たりのNC (見積値) が記載されているわけであるが、例えば、PRRについて、1906年度での資本化計算が提示されているので、さらに具体的な資本化計算方法を確認してみよう。それは、各鉄道会社の「資本調達」(Capitalization) という箇所において説明がなされている。

「PRRの名目資本化額 (Nominal Capitalization) は、非常に大きいですが、PRR自体は主要幹線の1,200マイルのみを直接所有して、総走行距離のうち、残りの2,575マイルはリース、または代理 (agent) として運営している。この点から、ペンシルヴァニア鉄道は毎年、自社の債券を中心とする債務の支払利息額よりも、支払リース料の金額の方が大きい結果となっている。⁵⁴⁾」

したがって、名目資本化額は鉄道の資金調達の真実の姿からは大きく乖離しているために、レシー鉄道が、営業しているレサー鉄道に支払っているリース料を当該レシー鉄道の債務と同様のものとみなしてレシー鉄道として資本化する必要性が生じる。

このようなリース利用による資本調達が多くの点で、PRRの実質上の資本調達金額を決定することは非常に困難な仕事となるわけだが、実際のリースによる実質上の資本調達金額を大凡得ることができると想定して、1906年度に支払われたリース料\$12,346,754の資本化計算 (4%率) から、\$278,537,500 (下の (6) の数値) を取得する。結果として、PRRのネット資本化額 (NC) \$577,128,169は、1907年1月1日付けで以下のように計算された⁵⁵⁾。

資本株式	\$305,951,350(1)
借入債務	191,561,270(2)
車両信託 (純額)	45,141,362(3)
水資源信託証書	<u>10,000,000</u>(4)
名目資本化額	\$552,653,982(5) = (1) + (2) + (3) + (4)
リース料資本化額 (4%率)	<u>278,537,500</u>(6)

グロス資本化額	\$831,191,482……………(7)=(5)+(6)
保有証券額	<u>△254,063,313</u> ……………(8)
ネット資本化額 (NC)	<u>\$577,128,169</u> ……………(9)=(7)-(8)

(以下、省略)

上記計算プロセスに関して、筆者が解説を加えれば以下である。

名目資本化額(5)は、貸借対照表上に記載された(1)株式資本、および(2)借入債務に加えて、非計上（オフバランス）の支払債務、(3)車両信託（純額）および(4)水資源信託証書の諸項目を加算した結果である。(1)および(2)の項目は、貸借対照表に必ず、記載される債務項目である。(3)は同社の車両や設備が「フィラデルフィア方式」の信託リースにより占有され使用されている場合、流動資産として計上されている「減債基金」の金額を差し引いた残高である。(4)は車両信託と同様に、貸借対照表上に債務が非計上となっているものである。これは、特定の地域において水資源を確保するために信託方式による設備資金調達が行われ、その返済債務が貸借対照表上に非計上となっていることが推定される。

次いで、当年度の支払リース料総額から計算されたリース料資本化額 (\$278,537,500) と、上記(1)(2)(3)(4)を合計して算出された名目資本化額 (\$552,653,982) を合計して、グロス資本化額を得る。したがって、(7)グロス資本化額は、(5)+(6)により、\$ 831,191,482となる。

さらに、リース会社（レサー）から社債等の支払いの見返りとして受け取っている(8)保有有価証券があるので、ある種両建てとなった部分を差し引いて、最終的に(9)ネット資本化額 \$ 577,128,169を導き出す（すなわち、(7)-(8)）。

名目資本化額を算定する際、上記のPRRの場合の加算項目は、車両信託債務(3)、および水資源信託債務(4)の2つであったが、同書におけるその他の鉄道会社の分析例を見ると、それ以外の種々の加算項目があると認められる。

例えば、設備信託 (Equipment Notes) が散見され、また管財人の証明書 (Receiver's Certificate) などが見い出される。フィラデルフィア方式やニューヨーク方式の車両設備信託リースは、貸借対照表上に社債以外の項目として別途記載されているケースが多くみられるが、債務のひとつとして加算されなければならない。そして、管財人の証明書は、鉄道会社等の会社更生法の適用に基づく再建プロセスにおいて管財人より発行された債務の認定書である。

加えて、会計年度の支払リース料費用にそのリース料が含まれているものであっても、レシーとして直接の債務額が判明しているものは、その債務額を切り出し明示しており、名目資本化額の加算項目として記載されている場合もある。例えば、リース鉄道社債 (Leased Line Bonds)、リース鉄道保証配当株式 (Leased Line Guaranteed Stocks)、などの債務項目がそれに該当する。すなわち、リース鉄道に対する特定の社債元利の支払保証、あるいは特定の株式配当保証が予め判明している場合は、直接その債務金額を同じく、

名目資本化額に加算している。そのような場合、リース料資本化額の計算においては、個別に抜き出した債務に対して支払ったリース料は減額した上で、一定の乗数（率4%）をもって計算していると想定される。

その他、貸借対照表上に記載されていない債務項目として、金ノート（Gold Notes, 金を基準としたより短期償還の証券）、ディベンチャー・ストック（Debenture Stock, 每期一定率の利息を支払う無償還株式）などの実質債務もあるので、それらも加算項目に含まれる。

総括すると、本書は鉄道報告書の比較可能性を意識して、アメリカ証券業界においてリース資本化の手法をはじめて盛り込んだ画期的な投資手引書であったと位置付けられる。

② Chamberlain 『社債投資の諸原則』 [1911]

1911年に社債を中心に据えた投資の解説書として『社債投資の諸原則』(The Principles of Bond Investment) が出版された。Lawrence Chamberlainは、当時は投資銀行であったKountze Brothers（後身はFirst National Bank）のニューヨークに勤務し、同時にニューヨーク大学（New York University : NYU）の商業、会計およびファイナンスの講師を務めていた。

著者は、自らの経験やいろいろな投資銀行家からの証券に係る情報を集めて本書を纏めている。講義ノートを土台として、本書はほとんど箇条書きで記述しているので、厳密な理論書とは言えないが、証券業務の現場で検討を重ねてきたことが種々記述されていて、証券業の事実の指摘や参考になる箇所が多くある。焦点のひとつであるリース資本化の手法については、本書では計算例がないので詳しい検討ができない一方、資本化が必要となる背景や理論的な説明と思われる箇所があるので、本論文では、以下それらを検討する。

本書は、主に鉄道会社の債券や株式に関する投資原則を記述しており、まず冒頭では投資家がどのような考え方で債券等に投資すべきかの意見を述べている。すなわち、既に証券業界で有名であったMoodyと同様、本書は資金の投下に際して、投資家は「賭博、投機、および投資」の分別を明確に意識すべきことを前提とし、このなかで投資とは元本額の確保が基本であることを述べている。また特に本書では、鉄道証券については、社債投資、および車両設備信託投資について大いに頁数を割いている。

Chamberlainは、本書のパートIII「コーポレート・ローン」の部の第20章「鉄道債券：資本主、経営、および工場」の箇所で、他の鉄道をリースで使用する鉄道の損益計算および収益性の把握等の問題を指摘しているので、この箇所におけるリースの考察について以下検討する。

(1) 損益計算における支払リース料

鉄道リースを考察する前提として、ICCの規定する鉄道の損益計算書フォームのうち、「固定費用」を、粗利益からの控除額：固定費用（Deductions from Gross Corporate

Income : Fixed Charges) として明確に規定している⁵⁶⁾。固定費用の明細は以下である。

〔項目〕

- ・他の鉄道リースに関して生じる支払リース料
- ・設備リース料—残高
- ・共同施設使用料
- ・その他リース料
- ・別個の営業の財産—損失
- ・借入債務に係る発生利息
- ・損益に入る減債基金
- ・その他控除額

上記の固定費用項目のうち、まず他の鉄道リースに関して生じる支払リース料（保証配当その他を含む）、および鉄道間の共同施設の使用料が、最近（19世紀初め）では大凡、固定費用の4分の1を占めていると指摘する⁵⁷⁾。この2費目が、会社の新規設立（合同）、および関連会社の発展と共に重要となっている。また、リース線の支払リース料は、単なる一費目を超えた、グループ経営の重大なリスク要素を表わしていると注意喚起をしている。

一方、「リース鉄道線はまた交通の利点を取得するために仕組まれ、通常、リース料または保証支払額を超えた便益をもたらす。リース線の損益が良好で配当などができる余力がある場合には、不況などの困難な状況が生まれ交通量の減少が生じることがあっても、（筆者挿入：グループ全体として）収益が生まれるかもしれない⁵⁸⁾」との意見を述べている。

Snyder[1907]と同じように、同書は鉄道会社の収益力の分析に関しては、マイルージに引き直して、利益額の大きさ、および営業の効率性ととともに、ネット資本化額（net capitalization）に関連させて、収益性を検討すべきであると指摘している⁵⁹⁾。

(2) 貸借対照表におけるリース鉄道

Chamberlainは、鉄道会社の貸借対照表に記載される財産について、現状（当時）では無形資産を表示していないし、「諸権利」「免許」、特に「リース契約」と呼ばれる、必要で価値ある財産を表示していない理由から、不適切であると指摘している⁶⁰⁾。

加えて、リース契約時において、レシーに対するリースの価値は、支払リース料または保証配当により大凡表現できるのか、という疑問を呈し、そして鉄道リースの価値は、「当初原価や物的な取替原価にはほとんど関係がない。レシーはリースを不動産または商品への投資としてではなく、恐らく鉄道会社間の消耗的な競争を阻止、排除、または回避する目的か、または線路の接続によって、貨車の運搬を改善するという目的、または完全に良好な鉄道に導くというような様々な理由によって、その運輸の性格を修正するためにリー

スを行う⁶¹⁾」と分析している。

次いで、Chamberlainは、この頃（20世紀初頭）には既実践されてきたと想定されるリースの資本化について、以下のように述べている。

「固定負債は、会社が発行、または引き受けた様々な種類の株式や社債である。これらの証券（および、存在すれば、管財人の証明書）の総額面金額は、その鉄道の名目資本化額の金額の中に含まれる⁶²⁾」。

「リース料の資本化計算を行う理由としては、リース子会社の利益は、レサーの損益勘定を膨れ上がらせ、またレサーの適正な資本勘定を示していない。一方のレシー鉄道は、レサー鉄道を直接的に操業しているが、現状、レシー鉄道（親会社）の固定負債中にリースは含まれてはいないので、一般的に子会社に支払ったリース料を使って、リースの負債評価を実施している。⁶³⁾」

「しかしながら、このリース料の資本化については、子会社の株式や社債の額面価額に基礎づけられるというよりも、むしろ親会社の「収益力」に基づいて資本化の計算をすることが妥当であるとして、子会社のリース料コストを一定の率で資本化した金額を親会社の負債の評価額のひとつとして計上すべきである⁶⁴⁾」と主張する。

(3) 資本利益率や資本負債比率

当時のリース鉄道が路線に占める割合を鑑みて、Chamberlainは結局のところ、鉄道証券の所有者等の投資家すべてが関心を有しているのは、計算されたネット資本化額に対する純利益の比率であり、またその利益というのは固定費用を除く全ての費用の控除後の残額とすべきであると主張した⁶⁵⁾。そして、当該利益率（Income Ratio）こそが、マイル当たりの「投資」資本化額が高いか低いを見極める重要な率（指標）となり、さらにマイル当たりの投資資本化額、すなわちネット資本化額に基づく利益率が、真の収益力の指標になると主張している⁶⁶⁾。

次に、彼は借入債務と資本化（資本調達）との関係、すなわち財務比率としての資本負債比率の重要性を指摘している。

「ネット資本化額（筆者注：ここでは、名目的資本）の純利益との関係を知るだけでは十分な経営分析とはならない。債務の金額が大きければ大きいほど、財産価値（資産）との比較において、安全性は低くなるので、リースに係る債務を加算した資本負債比率を計算すべきである。そして、資本利益率の調査は、借入債務にリース料の資本化額を合計した実質上の債務額、すなわちネット資本化額に対する利益率の調査を含むべきである⁶⁷⁾。」

(4) 小括

Chamberlain [1911]は、Snyder[1907]のようにリース資本化の具体的計算を示してはいないが、実務上の経験を土台として、理論的に考え得るリースを含めた『社債投資の諸原則』をほぼ箇条書きの形で指摘したのであった。そして、レシー鉄道会社の財務報告に実質上の負債たる鉄道リース契約の計上が欠落しており、したがって財務諸表そのままでは

真の資本調達の実態や財務比率を表わすに至っておらないことから、リース資本化を行うことが必須であり、またリース料の資本化計算を行う際に使用する倍率については理論上では、鉄道毎の親会社の収益力に基づくことが妥当であると主張した。

6 鉄道の経営分析—Moodyによるリース資本化論

(1) はじめに

John Moodyは、1912年にAnalyses Publishing Co.から『鉄道報告書の分析方法』(How to Analyze Railroad Reports)という鉄道報告書分析の詳しい実務書を出版した。既に本論文で紹介したMoody[1906]による、一般的な鉄道証券の説明、およびリース鉄道の問題点の指摘、さらに『マニュアル』での記述内容、および各社のいろいろな統計および会計資料とを比較すると、Moody[1912]では、鉄道会社に的を絞ってリース資本化の手法を組み込んだ、格段に精緻化された財務分析の理論を提示した。また本書により、鉄道会社に対する投資分析、さらには一般的な産業会社の財務諸表に対する投資分析の基礎をも築いたと言っても過言ではないだろう。

この文献は、20世紀前半期、アメリカの経済および証券業の隆盛がイギリス経済を凌駕する時代に、アメリカの巨大な証券市場や鉄道債券等を知り尽くしたMoodyが執筆した本格的な鉄道分析の解説書である。この本の出版目的は、20世紀に入ってから会社情報の公開（パブリシティ）の動向の下で益々高まる証券市場における鉄道他の債券や株式の売買のなかで、ICC主導により鉄道会計制度の統一化がほぼ完成した時点での、鉄道報告書分析の解説本であった。読者は一般大衆を含む投資家であるとしているも、記述された内容は極めて専門的で詳しい。

鉄道業界、公表されてきた鉄道報告書、および会計基準を深く理解したMoodyならではの詳しい分析がなされている一方、鉄道の事業、リースおよび支配構造等が複雑であることもあって、その説明は幾分か平易ではない箇所もある。

本論文では、できるだけこれまでの説明との重複を避ける目的で、Snyder [1907] およびChamberlain[1911]で紹介してきた事項以外の項目で、リース資本化に関して筆者が重要である判定した背景や論理や指摘事項、加えて、具体的なリース資本化の計算について論述する。

(2) 鉄道の合同リースの状況と問題点

Moodyは、本書の第31章「マイル当たり流通株式および社債」の箇所で、20世紀初頭での鉄道業界でのリースの実態について以下指摘している⁶⁸⁾。

「鉄道報告書は、・・・多くの興味深いことを示している。東部諸州の歴史のある鉄道の多くや南部諸州の一部の鉄道は、非常に負担の重いリース料債務を有している。一方、

ChicagoやCincinnatiから西部諸州にある鉄道は、通常、損益計算書で名目的な金額のリース料を示すだけである。東部にある鉄道、例えば、New Haven、New York Central、PRR、Reading、およびErie鉄道が公表する報告書では、極めて大きなリース債務が記述されている一方、St. Paul、Atchison、Union Pacific、およびGreat Northernなどの西部にある鉄道の報告書では、リース料債務のことは全く記述されていない⁶⁹⁾。」

そして、この出版時には、ICCにより鉄道等の財務諸表の様式や会計の統一化がほぼなされていたことから、Moodyは、近年では鉄道報告書が、財産投資勘定にチャージされる全支出（「資本的支出」）の各年度の項目毎の記録を提供しており、また新規投資が社債またはノートの売却を通じて、または自己資本や損益または株の売出によって資金調達が確保されているか否かを説明しているの、投資家の理解は容易である⁷⁰⁾と前置きした後、鉄道会社の貸借対照表の資産の一項目である「投資その他の資産」の項目が、多くの場合、重要性を有していること。次に、New York Central鉄道、PRR、Union Pacific鉄道のように、多数の子会社を支配する鉄道が子会社グループの事業から生まれる利益に大きく依存していること⁷¹⁾を指摘している。子会社の利益は、主に所有証券の配当金や受取利息の形でもって親会社に計上され、そして、鉄道のその他利益の金額と鉄道会社の貸借対照表において繰り越される所有証券の評価との間には深い関係が存在することも指摘している。したがって、「この特定項目（「投資勘定」）の重要性は、鉄道会社が時として有するかもしれない外部イントレストの金額（筆者注：おそらく、買収・合併、リースによって生じる所有証券の額）に応じて変化することが起き、したがって鉄道グループの支配形態やその変化に伴って鉄道報告書を理解することが困難となる⁷²⁾」ことを指摘している。

(3) 非計上のリース債務等の問題

Moody[1912]は、資産項目「投資その他の資産」に対して、貸借対照表日の時点で負債側にあると認められるリース債務が非計上であることを指摘する⁷³⁾。

大規模な鉄道システムの場合、合併前の会社、または主たる法人に合併された会社群（被合併会社）によって発行された社債は、合併時に、合併を行った支配会社の直接の債務として扱われ、支配会社の側の負債の一部に計上されるので問題は生じないが、鉄道会社の貸借対照表を子細に検討すると、多くの場合、投資家は厄介な問題に遭遇すると指摘する⁷⁴⁾。

すなわち、「投資家は、貸借対照表に記載されている債務に加えて、鉄道会社が直接に営業している重要な鉄道線、およびその鉄道が発行した通常の株式や社債に関連した通常の費用とは別に、一定の債務を有していたり、株式を所有し、リースその他の契約等によって他の鉄道を支配している⁷⁵⁾」ことを知る。

「多くの鉄道システムの営業路線のかなりの部分は、リース線によって構成されている。

リース鉄道線は、1年間あたり固定リース料を支払う契約で、または純収入や総収入の一定割合のリース料の契約で、さらには変動しない、または変動する保証額の契約でリースしている⁷⁶⁾」とその実情を語っている。

このようなリースを含む鉄道会社の財務報告書を対象とする経営分析は、非常に困難な状況にあい、その結果、Moody[1912]は投資家がミスリードされることになることを以下指摘している（Moodyの記述内容が正確でない点は、筆者の判断で修正している）。

「鉄道の経営成績において、（リースあるいは）リース料の項目が重要な要素であることから、（筆者挿入：リース債務を推算するために）鉄道会社の貸借対照表の分析の際にリース料が何らかの方法で賢明に調整されない場合、貸借対照表を分析することは不可能となる⁷⁷⁾」。さらに「換言すれば、貸借対照表に表示されている一定の資本項目（筆者：債務および資本）だけの総額を（筆者挿入：全ての調達資本額であると）考える場合、また、（筆者挿入：全ての運用）資本に対する純利益、または粗利益、その他の利益項目の比率（筆者挿入：諸利益率）となるのかを理解しようとする場合に、さらに鉄道全体として、リースによって利息および配当を支払わねばならない株式や社債を保有しているという事実を検討しない場合には、投資家やアナリストは非常に意味のない分析結果を得る筈である⁷⁸⁾」と明言している。そこで、Moodyは、例えば、1910年前後でのLackawanna鉄道の鉄道報告書を例に挙げて、純利益や資本化の過去の歴史や財務実績の経緯を検討して、貸借対照表に資本化して一定の想定負債を計上することが必要であり、その際に固定費用に掲載されている「リース料項目」を使うこと、すなわち「リースの資本化」が論理的に必要であることを主張している⁷⁹⁾。

Moodyは、鉄道リースの資本化の課題に加えて、さらに固定負債のリストにおいて示される項目にも注意を向ける。「その他永久ローン、ノート他」項目は、「一般に、鉄道会社がある固定設備購入のために債務を負った短期ノート、銀行その他からの特別な貸出金を含む。当該項目は通常「流動債務」(floating debt)に含まれるが、時として、長期債務とすることが正しい性質のものもある⁸⁰⁾。」と付言する。総括すれば、貸借対照表に非計上の車両設備信託に係るノート、加えて、早晚固定の社債債務に転換するノートや銀行借入は、すべて債務として鉄道財産の包括的なリース同様に、資本化の対象となる債務であり、よって加算されるべき項目であることを記述している。（これらの指摘事項は、Snyder[1907]およびChamberlain[1911]と同様である。）

(4) リース資本化の方法

Moody[1912]は、第30章「リース料の資本化」(Capitalization of Rentals)において、詳しいリース資本化の方法について議論している。

Moodyは、リース料の資本化について、個々の鉄道ごとにいろいろなケースが想定されるので、個別会社毎に計算された倍率を設定する方法を採用することは、比較可能性を

損ねるので採用すべきではない(すなわち、すべての鉄道会社に同じ資本化の倍率を使う)と立論する⁸¹⁾。

また他の論者が、リース鉄道財産の株式および社債を単純に加算して、その金額をマイレージの基準に引き直して表に含めることについては、これは極めて非論理的で、誤解を招く可能性があるとして指摘している⁸²⁾。

多くの興味ある鉄道の資本項目を比較して財務体質をみることは、投資家にとって当然の要請であるので、「リース期間およびリース料の両方のリースの条件が、ケース・バイ・ケースで非常に変化に富んでおり、そしてリース条件や支払いに関して鉄道報告書に記載される数字が様々で非常に不完全であることから、比較可能性の観点よりリース料の資本化はある裁量的な方法(arbitrary method)―経験則5%―にて、一律に採用される⁸³⁾」べきであるとMoodyは主張する。

「鉄道報告書を調べる場合、統一会計制度が既に鉄道業に対して実施されており、様々なリース料項目が各々に詳細に記載され、それらの金額を確認することは簡単なことである筈であるが、ほとんどの場合、鉄道会社毎に依然として報告が様々であるので困難かもしれない。したがって、経営分析の見地から統一的に5%の率で鉄道会社のリース料債務を資本化することを採択すべきである。経験上、多数のリース債務の概算率は5%であり、財務諸表の比較にとってこれが適正であり保守的な水準である⁸⁴⁾」とMoodyは述べている。

リース料の資本化計算に使用する5%の率について、いろいろな鉄道リースのケースがあるので、Moodyはさらに考察を進めている。

「運営している会社が支配しているリース鉄道線(レサー会社)は、通例、運営会社の資本調達額の額面金額(レシーの株式+社債等)を無視して取得されており、またこの率は多かれ少なかれレサーの収益力基準に基づいて取得されてきた⁸⁵⁾」と指摘している。多くの場合、リース鉄道は、その社債発行のみの(支払い)保証を通じて取得されている可能性が高く、またリースが続く場合は、そのリース線の株式の部分については無配当などの状況に置かれる場合が生まれるので、株式は無価値となる。

一方、レシー鉄道が「例えば、長期間にわたり、リース鉄道の資本の額の例えば、10%または15%のような高い配当率を長期間保証する場合は、レサー鉄道には高い価値を与えていると考えられ、結構多くの事例がある。この場合、その鉄道財産(レサー鉄道)の流通株式の価値は、当然インカム・リターン(配当金)によって測定された額面ベースでの価値よりもはるかに高くなる。それはリース鉄道(レサー)が責任をもつ資本債務(すなわち長期債務)であることを意味しており、事実上、リース鉄道の証券の額面よりもずっと高くなるかもしれない⁸⁶⁾。」そこで、Moodyは、結論として、鉄道会社の真実の評価は、株式および社債の額面に記載された単なる名目価値ではなくて、鉄道会社の収益力および利益の実績に基礎づけられねばならないことを指摘している⁸⁷⁾。

(5) ネット資本化額の計算

Moody[1912]は、第32章「ネット資本化」(Net Capitalization)において、まず鉄道会社の「投資」の部または所有証券の箇所注目した上で、ネット資本化額を導き出す計算方法を説明している。

基本的に、鉄道会社の真実の資本化金額（概算値）を得るために、貸借対照表上の鉄道会社が報告する「投資」、すなわち所有証券を検討する必要があることを指摘している。

「会社が所有する証券は、時として鉄道システム自体の株式および社債から構成されたり、また時には、支線またはリース線の証券発行から構成されたり、その他、まったく独立した鉄道の証券から構成されるかもしれない。そして、例えば、PRRのようにリース線を多用する鉄道会社は、所有証券が（資産の部において）非常に大きな金額を占めており、またそれらの証券に関する受取利息や受取配当金という収益が損益計算書において非常に大きな金額をもたらす⁸⁸⁾」という事実を指摘（再論）する。また「鉄道会社が、リース鉄道（レサー）または支配する鉄道の社債や株式の全部、またはほぼ全部を所有し、そしてその鉄道会社が所有する証券に関する保証によって生み出される収益をすべて受け取ることが頻繁に生じる⁸⁹⁾」。

「そのような場合、それらの項目は無論、損益計算書の貸借両側に表示され、そしてリースが仮に5%の率で資本化されたとした場合、この資本化された項目（リース債務相当額）の一部が、所有有価証券の対応項目によって相殺されることになる可能性が高いことになる⁹⁰⁾。

上記のことを踏まえて、Moodyは、次のように真の、理論的な資本化額を以下求める⁹¹⁾。

鉄道会社の「ネット資本化額」は、常に次の単純な方法によって確定させることができる。第1に、現在時点に存在する株式、社債、ノート、設備信託、流動債務その他の金額をすべて合計する。第2に、損益計算書に計上されているリース鉄道のリース料に関して、固定費用の一部として支払済みとなった金額を確認する。これら支払リース料は、レサー鉄道の株式に関しての保証配当金、リース鉄道の社債に関して保証する利息、または単に取り決められたリース料としての支払いの形態かもしれない。

鉄道線は時々、リース鉄道自体の粗利益または純利益に対するある比率を乗じた額をリース料として支払うことがある。この場合であっても、支払リース料として損益計算書上、固定費用の部に記載されている。ある年度のリース料支払額の総額を確かめた後、第3に、この支払リース料総額を、例えば、5%の率で資本化（すなわち、その総額に単純に20を掛ける）して、鉄道幹線システムの流通株式および社債の金額に相当するもの（つまり、リース料の資本化額）として、その数値を直接資本に加算してグロス資本化額を計算する。

第4に、貸借対照表の資産側にある証券投資の金額を確かめる。多くの項目が含まれているかもしれない。その金額を、既に確定済みのグロス資本化額から引き算する。その残額がその鉄道財産のネット資本化額（NC）と計算される。NCとは、現代的に言えば、「リ

ース負債相当額から関連する証券価額を調整した後の正味資本調達額」であると言えるだろう。

比較分析する際、このネット資本化額 (NC) は、その鉄道システムの全路線マイルあたりの金額に換算し直して、最終的には、次で説明ように路線1マイルあたりの純利益の値が算出される⁹²⁾。

(6) ネット資本化額に対する純利益

Moody[1912]は、最終章である第33章「ネット資本に対する純利益」(Net Income on Net Capital) において以下のように、実質的な資本利益率の詳しい計算方法を説明している。

「鉄道のネット資本は、鉄道の財産の大凡の価値を提供し、そしてこの大凡の財産価値と、示された収益力とを比較することを可能とする。それゆえ、我々は表面的な額面の金額と比較して、鉄道が過大に資本化されているか否かを即座に確認できる、すぐれた方法となる。ある会計年度での純利益と大凡のネット資本額とを比較することによって、我々はその鉄道財産の財政状態や財務体力 (financial strength) に関する明確な見解を持つ。このネット資本に対する純利益が平均的なリターン (収益力) 以上で、年々改善する傾向を示す場合、我々はその鉄道財産の財務体力が良好であることを知る⁹³⁾」。

他方、「仮にリターンの下降傾向が示される、すなわちネット資本に対するリターンの比率が異常に低いことを発見した場合、それはその鉄道が、額面金額によって測定した場合に過大資本化の状態であること、そして、鉄道会社の資源 (財産) が小さく、鉄道の収益力が証券所有者の観点からは相対的に貧弱である (低い) ことを直截に意味する。この数値 (すなわち、ネット資本に対する純利益) と安全余裕度 (Margin of Safety) の比較は、その鉄道全財産の運営・維持の状態に対する全般的な指標を与えてくれる⁹⁴⁾。安全余裕度は、社債保有者の利益の観点から、社債保有者が、社債発行体の利益獲得能力の高低による社債の安全性を知ることが可能とする一方で、ネット資本に対する純利益の比率の方は、証券が社債であろうが株式であろうと、あらゆる証券保有者に対して、極めて重大な利益指標を提供する」のである⁹⁵⁾。

Moody[1912]は、ネット資本 (リース資本化手法を組み込んで計算した金額) を分母とした実質的な資本利益率の算定の必要性および卓越性を言明する。

(7) 総括

John Moodyが1912年に公表した『鉄道報告書の分析方法』は、まさに長年にわたるアメリカのトラスト全般の研究書 (Moody[1904])、鉄道業の実態、および証券業の情報の蓄積、投資案内書、自社の信用格付け、さらには鉄道報告書分析に対する同氏の極めて豊富な経験が土台となって執筆された理論的で決定的ともいえる投資家のための実務書であ

る。Moody[1906]と比較して、Moody [1912]では、格段に精緻化された鉄道会社特有の財務、鉄道会社に対する財務諸表分析の理論を提示した。それはまた、リース鉄道を含めた鉄道会社の投資分析、とりわけリース資本化の手法の精緻な理論体系の構築は、当時のアメリカ経済・証券アナリストのなかで一頭地を抜くものであり、それは彼の人生・執念の賜物でもあったと高く評価される。

5 おわりに

本論文では、19世紀後半からの鉄道におけるリースの原初的・発展的な形態を概観した上で、鉄道会計基準や金融証券業を十分に理解した「先覚的」証券アナリストたちが鉄道等の経営分析手法を創出するなかで生成したリース資本化の理論を検討してきた。鉄道財産に対する包括的な99年、999年などの長期リース契約は、支配の一手段として、買収・合併、新規設立と同時並行的に19世紀から使われてきたわけで、リースの経済効果は合併・買収の手段とほぼ同等であったと言っても過言ではないだろう。リースの多用な使用の結果、PRRの例でみたように、会社経営としてリース鉄道線一社一社の管理が必要であり、そして鉄道会社の全体的な見地から、リース財産の良好な運用や損益計算の適正化を図る必要性が出てくる。マイルあたりの費用率や安全余裕度、加えて損益の観点で、自社所有線との比較等の問題が生じてくる。外部の証券投資家としても、リース債務を考慮に入れた鉄道会社間の比較が必須となる。リース契約の内容の箇所を検討したように、リースは鉄道事業の運営と同時に、レサーの社債の元利支払債務を負い、さらには株式に対する一定の配当を保証するという将来の約束が付随するかもしれない。レシーのレサー会社の支配および管理上の理由もあって、既発行債や流通株式をレシーが譲渡を受ける場合は、保有証券（「投資」）という資産も生じ、それから得る配当金や利息も生じるので、損益計算が複雑化する。

実務上では、証券業界やそれに携わる俊敏な証券アナリスト等が、いつかどこかの段階でリース資本化の実務を行い出したものと想定されるが、本論文でみてきたように、具体的には、Snyder[1907]によって名目資本化額およびネット資本化額という概念が初めて文献上に現れ、さらに、本格的で詳しい鉄道のリース資本化論は、Moodyの『鉄道報告書の分析方法』の発刊によって明確化された。詳しく言えば、リース債務は支払リース料に対して一定の倍率をもって見積値として測定されたが、この率は、当時の最低限の利子率を考慮して、その当時4%か5%かが慣習上使われてきたことが解る。結局のところ、ChamberlainおよびMoodyが指摘するように、理論上は鉄道全体（あるいはレサー鉄道）としての収益力（投資利益率）が考慮されるべきものであろうが、既発社債等の保証額をリース料とする多くの例もあり、鉄道間の財務力や収益力の比較可能性の観点、および実務上の簡便性の要請があって、低目であろう一定の率を全鉄道のリースに対して用いてり

ースの資本化額（実質上の債務）の計算が行なわれてきたものと判断しても問題はないと思われる。

一方、19世紀後半から20世紀まで鉄道会社が利用してきたリース、すなわちフィラデルフィア方式の車両設備信託リースについて付言すると、本研究のプロセスからも、いろいろな鉄道会社やアナリストがこの債務性にも十分気づいていたことが判明した。例えば、Snyder[1907]におけるPRRのネット資本化額の算定では、鉄道財産の包括的リースの資本化額に加えて、車両信託（純額）等の価額をグロス資本化額を算出するときに加算している。これは車両信託リースが鉄道会社の貸借対照表上に非計上となっても、貸借対照表の負債の部に掲記されるべき実質的な債務のひとつであることを認めていることを物語っている（拙稿『20世紀初頭における鉄道車両設備リース会計—鉄道車両信リースの「実質」の考察』—をも参照）。

また再論するが、本論文のテーマである鉄道財産全体に対するリース資本化論で使用する乗数に関して、筆者は当該鉄道会社の資本調達に係る長期的な限界的利子率を使用することが理論的に妥当であり賢明ではないかと直感するも、(Moodyは正面から指摘していないが)鉄道の多くが当時、採算など度外視したリースや合併を頻繁に繰り返していたり利益共同体を形成していたという、激しい競争環境下にあったという背景を鑑みて、Moody[1912]が主張するごとく、リースでの鉄道財産の即時的な調達に係る資本相当額の計算には、かなり低率の最低限の収益率（あるいは普通預金金利率）をその換算率（乗数）と措定しすべての鉄道の支払リース料に一律に適用するのが現実的・合理的であったと考えられる。

<注>

(注1) リース資本化論の第2次世界大戦後からの歴史的変遷を考えると、主に法律的な考え方をベースとして理論を展開させている。割賦購入説とは、実質割賦購入と判定されるリースはリース債務を資本化して借方・貸方に両建て計上する、財産使用权取得説は財産使用权が発生したリース契約は資本化して借方・貸方に両建計上する、および未履行契約取引説は、リース以外の未履行契約についても、資本化して借方・貸方に両建計上するとする考え方で、リースを契機とした会計の認識・測定の拡大理論である。

(注2) Cannon[1948], Myers[1948], Kircher[1948], Cary[1948]などがリース資本化の問題提起をした。その主たる分析対象はセール・リースバックであった。

(注3) Cannon[1948], pp.312-319.

(注4) 石井明「20世紀初頭における鉄道車両設備リース会計」pp.1-34. 財務会計研究学会『財務会計研究』第7号、2013年。

- (注5) West Pointでの陸軍大学は、1802年3月、Thomas Jeffersonにより創設された士官学校である。先端的な工学技術を学んだ多くの人材をも供給した。
- (注6) Clark [1891], pp.11-108. その他、例えば、Oss[1893]p.63に記述されたアメリカ鉄道の時代区分もほぼ同じような指摘がなされている。
- (注7) Meck and Master[1940], pp.633-72.
- (注8) Previts and Merino[1998], p.105
- (注9) Publicityとは、アメリカで19世紀の後半期、特に終りに近づいて、鉄道業のほか大規模企業群、特にトラストが形成されて経済社会に大きな悪弊を及ぼすようになった時点で、以前は「企業秘密」として外部に出さなかった重要な情報を、(会計制度の統一化を成し遂げることによって、) 大凡の事業、サービスや財務に関する情報を主に投資家に対して提供する理念や行為をさす。当初（1950年頃）、Henry V. Poorが提唱したと評価されるも、Henry C. Adamsの立論が代表である。これが今日の企業財務情報の公開、ディスクロージャーの先駆をなした。
- (注10) Bogen and Shipman [1968], pp.20.31-34.
- (注11) 例えば、以下のリース契約をはじめとして10の契約書を参照した。
Philadelphia and Erie Railroad and PRR Agreement (1970年)
Ruthland Railroad Co. Lease and Contract (1971年)
Penn Lease and Contract (1877年)
West Shore Railroad and New York Central Lease (1885年)
- (注12) Meck and Master[1940], p.633
- (注13) Meck and Master[1940].
- (注14) *Ibid.*
- (注15) リース契約において、レサーは一般に財産を再び取り戻し、そのリースが失効したことを宣言する前に、レシーに一定期間（例えば、90日）のリース料支払不履行の猶予を与えているのが通常である。鉄道会社の財産所有権の再取得条項は、レサーたる鉄道会社が鉄道財産をレシー鉄道の占有から取り戻すことが出来るように規定されているわけだが、それをレサー鉄道が行使する場合、米英国におけるコモロー・ドクトリンの下では、レサーが残存リース期間のリース料受領権を失うことを意味した。つまり、レサーが再取得する場合、仮に数百年のリース期間が約定上残っていても、残存リース期間のリース料受領権は喪失する。そこで、この条項は、通常の不動産リースの場合と同様に、レサーを十分に保護する目的で設計されたものである。
Meck and Master[1940], p.633.
- (注16) Ripley[1915].
- (注17) Kieso[1963], p. 107.
- (注18) 小栗[2002].

- (注19) Ripley[1915].
- (注20) An Act relating to Rail-road Corporations, Massachusetts, 1846.
- (注21) Clark[1891].
- (注22) 山地[1994], p.128.
- (注23) *Ibid.*
- (注24) Hooper [1915], p.28
- (注25) Hooper [1915], p.4
- (注26) 中村[1991], p.265., Burgess & Kennedy [1949], p.73
- (注27) Ninth Annual Report of the Pennsylvania Railroad.1855., 中村[1991], p.266.
尚、筆者は「リース鉄道に関する使用料 (tolls)」は、線路使用料 (trakage rental) と判断している。
- (注28) 中村[1991], p.266.
- (注29) Schotter [1927], pp.52-105.
- (注30) The Investigating Committee of the PPR [1874], p.1.
- (注31) *Ibid.*, p.2.
- (注32) *Ibid.*, p.8-9.
- (注33) *Ibid.*, p.27-42.
- (注34) *Ibid.*, p.266-268.
- (注35) Walker[1978], p.120.
- (注36) 小栗[2002], pp.38-39。小栗[2002]は、主にアメリカにおける鉄道会社の連結会計の発展を探究する貴重な労作である。19世紀後半において鉄道会社の連結会計を考察するに際して、鉄道間のリースに係る会計の課題が大きく横たわっていることを大いに教えてくれる。
- (注37) Chandler, Jr.[1956], pp.31-47.
- (注38) Chandler, Jr.[1956], p.248. 正確に辿れば、1860年にHenry V. Poorは、“History of the Railroads and Canals of the United States” という「米国の鉄道および運河の歴史」の解説書を出しており、それを基礎として統計・会計数値等加えて、『アメリカ鉄道マニュアル』を新会社から出版している。
- (注39) *Ibid.*, pp.205-225.
- (注40) *Ibid.*, pp.247-250.
- (注41) Greene[1892],. 尚、本誌は1886年、コロンビア大学の政治学者John W. Burgessより創設された有名な学術誌のひとつである。
- (注42) Van Oss[1893], pp.1-11.
- (注43) *Ibid.*
- (注44) Woodlock [1893], p.11.

- (注45) *Ibid.*, p.12
- (注46) *Ibid.*, p.16.
- (注47) *Ibid.*, p.17. Woodlockは、ここでリース事業に注目している。
- (注48) *Ibid.*, p.19.
- (注49) Moody[1906], pp.75-97.
- (注50) *Ibid.*, p.86.
- (注51) *Ibid.*, pp.88-89.
- (注52) *Ibid.*, p.93.
- (注53) Snyder[1907], pp.22-24.
- (注54) *Ibid.*, pp.548-550.
- (注55) *Ibid.*
- (注56) Chamberlain[1911], p.274, 項目 831.
- (注57) *Ibid.*, p.275, 項目 834.
- (注58) *Ibid.*
- (注59) Chamberlain[1911], p.266, 項目 793.
- (注60) *Ibid.*, p.283, 項目 871.
- (注61) *Ibid.*, pp.283-4, 項目 871 and 872.
- (注62) *Ibid.*, p.286, 項目 881.
- (注63) *Ibid.*, 項目 882.
- (注64) *Ibid.*, pp.286-7, 項目 883.
- (注65) *Ibid.*, pp.287-8, 項目 887.
- (注66) *Ibid.*, p.288, 項目 888.
- (注67) *Ibid.*, p.289, 項目 889.
- (注68) Moody[1912], p.205.
- (注69) *Ibid.*
- (注70) Moody[1912], p.186.
- (注71) *Ibid.*
- (注72) *Ibid.*
- (注73) Moody[1912], pp.189-194.
- (注74) *Ibid.*, pp.189-190.
- (注75) *Ibid.*, p.190.
- (注76) *Ibid.*
- (注77) Moody[1912], p.192.
- (注78) *Ibid.*
- (注79) Moody[1912], pp.192-193.

- (注80) *Ibid.*, p.193.
(注81) *Ibid.*, p.195.
(注82) *Ibid.*, p.196
(注83) Moody[1912], p.195.
(注84) *Ibid.*
(注85) *Ibid.*, p.196
(注86) *Ibid.*
(注87) *Ibid.*, pp.196-197.
(注88) Moody[1912], p.207.
(注89) *Ibid.*
(注90) *Ibid.*
(注91) Moody[1912], pp.208-209.
(注92) *Ibid.*, p.210.
(注93) *Ibid.*, pp.211-214.
(注94) *Ibid.*
(注95) *Ibid.*

<主要参考文献>

- Adams, Henry C.[1915], *American Railway Accounting, A Commentary*, Henry Holt and Co.
Baker, George Pierce [1937], *The Formation of the New England Railroad Systems*,
Harvard University Press.
Bennett, R. J. [1917], *Corporation Accounting*, Ronald.
Bogen, Jules I. and Shipman Samuel S. [1968], *Financial Handbook*, the Fourth Edition, Ronald.
Burgess, George H. and Miles C. Kennedy [1949], *Centennial History of the Pennsylvania
Railroad Company, 1846-1946.*, The Pennsylvania Railroad Company.
Cannon, Arthur M.[1948], Danger Signals to Accountants in "Net-Lease" Financing, *The
Journal of Accountancy*, April 1948. pp.312-319.
Cary, William L.[1948], Corporate Financing through the Sale and Lease-Back of
Property: Business, Tax and Policy Considerations, *The Harvard Law Review*,
November, 1948. pp.1-41.
Chamberlain, Lawrence [1911], *The Principles of Bond Investment*, Henry Holt and Co.
Chandler, Jr. , A.D.[1956], *Henry Varnum Poor, Business Editor, Analyst, and Reformer*,
Harvard University Press.
Chandler, Jr. , A.D.[1977], *The Visible Hand, The Managerial Revolution in American*

- Business*, The Belknap Press of Harvard University Press. 鳥羽欽一郎・小林袈裟治
訳『経営者の時代』(上)(下)、東洋経済新報社、昭和54年。
- Clark, Frederick C. [1891], *State Railroad Commissions and How They May be Made Effective*, American Economic Association, No.6(Nov., 1891). pp.11-110.
- Greene, T. L.[1892], *Railway Accounting*, *Political Science Quarterly*, Vol.7. No.4, pp.598-612.
- Hooper, William. E.[1915], *Railroad Accounting*, Appleton and Co.
- The Investigating Committee of the PRR[1874], *Report of the Investigating Committee of the PRR*, Allen, Lane & Scott's Printing House.
- Kieso, Donald Ervin,[1963], *The Development of an Accounting Concept of Business Combinations*, University of Illinois.
- Kircher, Paul[1963], Long Term Leases and the Balance Sheet, *The Controller*, August 1948.
- Kohler, E.H. [1957], *A Dictionary for Accountants*, Prentice-Hall.
- Meck, John M. and John E. Masten [1940], *Railroad Leases and Reorganization : I*, *Yale Law School, Faculty Scholarship Series* 4119, pp. 626-659.
- Moody, John [1904], *The Truth About The Trusts, A Description and Analysis of the American Trust Movement*, Moody Publishing.
- Moody, John [1906], *The Art of Wall Street Investing*, Moody Corporation.
- Moody, John [1912], *How to Analyze Railroad Reports*, Analyses Publishing Co.
- Myers, John H. [1948], *Presentation of Long-Term Lease Liabilities in the Balance Sheet*, *The Accounting Review*, Vol.28, No.4, July 1948.
- Previts, Gary John and Barbara Dubis Merino [1998], *A History of Accounting in The United States*, Ronald and Wiley.
- Ripley, William. Z. [1915], *Railroad, Finance and Organization*, Longmans, Green and Co.
- Schotter, H.W. [1927], *The Growth and Development of The Pennsylvania Railroad Company, 1846-1926.*, Press of Allen, Lane & Scott.
- Snyder, Carl [1907], *American Railways as Investments*, Moody Corporation.
- Stone, Richard D. [1991], *The Interstate Commerce Commission and the Railroad Industry, A History of Regulatory Policy*, Praeger.
- Van Oss, Solomon Frederick [1893], *American Railroads as Investments*, G. P. Putnam's Son.
- Walker, R.G. [1978], *Consolidated Statements : History and Analysis*, Arno Press.
- Woodlock, Thomas F. [1895], *The Anatomy of a Railroad Report*, Effingham Wilson & Co.
- Woodlock, Thomas F. [1900], *The Anatomy of a Railroad Report and Ton-Mile Cost*, S.A. Nelson.

小栗崇資[2002]『アメリカ連結会計生成史論』日本経済評論社。

- 小澤治郎[1991]『アメリカ鉄道業の生成』ミネルヴァ書房。
- 高栢真一[1999]『アメリカ鉄道管理会計生成史』同文館出版。
- 國部克彦[1994]『アメリカ経営分析発達史』白桃書房。
- 武田安弘[1982]『企業結合会計の研究』白桃書房。
- 西村明[1977]『財務公開制度の研究』同文館出版。
- 山地秀俊[1994]『情報公開制度としての現代会計』同文館出版。
- 中村萬次[1991]『英米鉄道会計史研究』同文館出版。
- 中村萬次[1994]『米国鉄道会計史研究』同文館出版。
- 増地庸治郎[1934]「アメリカ鉄道業に於ける持株会社の発達」、『東京商科大学研究年報』3号、pp.29-110.
- 村田直樹[2001]『鉄道会計発達史論』日本経済評論社。

(付記) 本稿は、2019年10月九州大学で開催された日本会計史学会全国大会において報告した論文を大幅に加筆・修正している。なお、アメリカにおける機械設備等の物件毎のリースの研究に加えて、私のリース研究の重要項目リストのなかに19世紀／20世紀に存在した鉄道財産「丸ごと」の包括リース、すなわち合同リースおよびその会計を研究すべきであることを、2008年頃から2013年にかけて一橋大学で開催されていた伊藤邦雄会計研究会の合間で言及された東京経済大学経営学部小野武美教授にこの紙面を借りて感謝申し上げます。