

市場経済システムの歴史⑱

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

19世紀後半の米国では、金融資本と産業資本が資本市場を舞台として連携するようになったが、そうした連携の中心は鉄道業であった。鉄道会社は近代巨大株式会社の原点でもあり、専門の経営者が多数の従業員を雇い入れ、多額の資金調達を行って路線敷設、車両運行管理、運賃徴収などを行った。鉄道網の発達や郵便の利用によって広域にわたる国内通商が活発化し、米国の広大な国土がひとつの巨大市場として統合された。ジェイ・クックのように、ノーザンパシフィック鉄道（後のバーリントン・ノーザン・サンタフェ鉄道）の建設に巨額の資金を投じる銀行家も登場した。クックは、南北戦争時に連邦政府債の大量販売を成功させて名声を博した人物であるが、銀行経営だけでなく政治家とのコネ、賄賂、汚職、福祉事業、教育、奴隷解放などあらゆる活動に手を染め、最後には1873年の恐慌で破産した。破産の原因のひとつは、普仏戦争（1870年）の影響で欧州から米国への資本流入が細り、クックの銀行が引き受けた鉄道債が売れ残ったためであった。

泥棒男爵と買収合戦

コルネリアス・ヴァンダービルト対ジェイ・グールド、ジェームス・フィスクによるエリー鉄道株の買収合戦（1868年）も、投資銀行や政治家を巻き込む仕手戦の様相を呈した。産業の総帥たちは、鉄道のような在来産業において買収による企業統合を実現し、事業再構築や産業再編成に挑んだ。そうした一面では、シュンペーター流の創造的破壊の実行者であったが、他面では賄賂・恐喝・中傷・乱掘・搾取などによって巨万の富を築いた者もあり、特にグールドやフィスクなどは「悪徳資本家」、「追いはぎ成金」、「泥棒男爵」と呼ばれた。かれらの活動の場である株式市場は一般大衆から危険視され、小口の貯蓄資金が株式投資に向かうことはなかった。現代のバイアウト（買収）ファ

ンドが投資銀行と組み、低格付け社債（ジャンクボンド）や財務制限条項の緩いレバレッジド・ローンによって負債性資金を調達するように、19世紀末の買収合戦でも、投資銀行が一役買って資金を集め企業統合を進めた。投資銀行家が統合された新会社の取締役となることもあった。

企業の外部資金調達は、株式発行よりも社債発行によっていた。投資家（株主）と経営者の間には、地理的な距離や情報の非対称性が存在したし、情報開示義務も緩かったので、利益相反行為に走る経営者も多かった。当時は会計原則も確立しておらず、株式発行目論見書は胡散臭さを帯びていた。その点社債は確定利付きであり、しかも担保付き社債が主体であったから、株式に比べれば投資家の信用を得やすかった。英国では、多数の企業が銀行信用（間接金融）を使って存続し得たが、次号で述べるように、米国では銀行が州や地方に閉じ込められ、間接金融はローカル色が強かった。そのため広域の資本市場（直接金融）で社債を発行できるような大企業が企業統合を進めた。多額の資金を調達できれば、買収によって規模の経済効果を達成できたから、買収合戦は熾烈であった。

企業会計制度と株式市場の発達

米国経済は1870年代の恐慌を経て、1880年代から1890年代にかけて民間主導で復興した。ちなみに1873年の恐慌は史上初の世界金融恐慌であり、世界的な穀物価格の下落を引き起こした。英国の場合などは、その後1896年まで23年間におよぶ長期デフレにつながった。各国政府とも、輸入関税の引き上げや社会保障制度の導入によって窮状打開に乗り出し、経済に介入するようになった。しかし米国では民間経済がいち早く復興し、能力のある若者を惹きつけたから、政治家志望者は少なかった。きこりから大統領になったアブラハム・リンカーンの時代（1861年3月～1864年4

月)は終わり、産業界や金融界が社会進化論の実験場となった。リンカーン以降マッキンレーまでの約30年間の大統領の中で、後世に名を残した者は少ない。一方民間経済ではJPモルガン、クーンローブ、ゴールドマンサックス、リーマンブラザーズといった投資銀行が台頭した。学歴や縁故とは無縁な者でも、切磋琢磨によって能力を開花させ、立志伝中の経営者や実業家として出世した。

そうした中で鉄道や電力といった公益事業は、公共料金設定の公正さを公衆に訴えるために会計制度を整備し、財務情報を積極的に開示するようになった。会計開示は、株主への報告が第一目的ではなかったが、それでも開示内容の質的向上と配当増加によって一般投資家の株式投資も次第に盛んになった。全米の株主数は1900年50万人、1920年200万人、1930年1000万人へと増加した。米国とは対照的にドイツでは、鉄道がビスマルクの時代(1880年代)に国有化され、資本市場との関係を絶ってしまったため、会計開示制度も発達しなかった。

米国のトラスト

19世紀後半から20世紀初頭にかけて米国産業界では、トラストと呼ばれる企業組織が企業統合の中核となった。トラストは日本では「企業合同」と訳されるが、一種の持株会社である。トラストみずからは事業経営を行わず、各州に分散する事業会社を傘下におさめて利益を吸い上げた。最初のトラストは、1879年に設立されたスタンダードオイル(現在のエクソンモービルやシェブロンの子会社)だが、鉄鋼のUSスチール、金融のJPモルガンなどもトラストを形成した。ほかにも砂糖トラスト、ウイスキートラストなどが続々と形成され、産業の総帥自身がトラストの受託者(トラステイ)となった。1900年代初頭には、全米で約300のトラストが存在して、米国製造業資本の40%を占めるまでに増大した。

もともと米国では、政府による民間経済への介入を避ける意識が強く、うっかり法人企業組織の株式会社にしてしまうと、政府など公的機関の介入によって、解散させられたり資産を没収されたりするおそれもあった。そこで、英国の「法人格なき会社」のアイデアが、19世紀後半の米国で

盛んに利用されるようになった。「法人格なき会社」が、信託法を根拠法にして設立されたことに因み、米国では「法人格なき会社」をトラストと呼ぶようになった。ひとつには、英語のtrust(信託)の中に「受託者の管理下に移管された地所」といった意味があり、それが米国では、地所の代わりに株式が委託され、委託先の企業組織をトラストと呼ぶようになった。

フレデリック・メイトランド著『信託と法人』(邦訳は日本評論社刊)によると、米国におけるトラストの発生は、信託と会社を結びつける出来事であった。トラスト発生の一因は、州の経済自治権が強かったことにもよる。というのはこの当時、ある州の州法によって設立された株式会社が、別の州の法人の株式を保有することが禁じられていたからである。そこで他州法人を買収するために、買収者側はトラストを作り、他州法人(被買収会社)の株主にたいして信託証書(受益権証券)を交付し、その信託証書との交換で被買収会社の議決権株を株主から供託させる方法がとられた。

企業合同の当初の目的は、規模の経済効果を達成することにあつたが、次第に競争制限が目的となった。トラストが信託本来の機能を超越、競争制限的な資本結合を行う独占企業となったのである。投資家から資金を集め、受託者を中心とする企業組織を形成し、傘下の事業会社から生まれる利益を巨大な資本として集積する、そういった企業組織形態がトラストであった。

発生史的に言えば、英国の「法人格なき会社」は、東インド会社のような特許主義の公的独占企業とは違って、国家介入を回避する目的で設立されたのだが、それが米国に渡って私的独占企業へと変質した。また英国の産業革命は分業による生産性向上をもたらしたが、米国では分業がさらに専業へと進化し、専業企業が独占や寡占を形成するようになった。広大な市場が存在する米国では、企業統合によって規模の経済効果を最大限に発揮できたから、産業の総帥たちが競ってトラストを形成したが、それがさらには価格支配力も強めることにもつながった。(以下は次号に続く)

わたべりょう(法政大学教授)