

市場経済システムの歴史 ②1

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

寡占化・独占化が20世紀の米国経済に与えた第二の影響は、産業企業（一般の非金融事業会社）の自己金融力が強化され、投資銀行を始めとする金融資本への依存度が低下したことである。

自己金融力向上と投資銀行の興亡

20世紀に入ると、株式市場の発達によって株式を新規公開する事業会社が増え、広範な投資家から資金を調達することが可能になった。1880年代には鉄道会社や炭鉱会社を別とすれば、工業株式はニューヨーク証券取引所に上場されていなかった。しかし1889年にニュージャージー州会社法が制定されてからは、持ち株会社を始めとして株式を新規公開する会社が増加し、1901年には1000社近くの工業株が上場された。そして1901年から12年までの期間になると、時価総額でこそ鉄道株がまだ50%以上を占めていたが、新規証券発行額では工業株が半分以上を構成するようになった。

少しさかのぼるが、投資銀行が証券引受業者として台頭したのは、1873年の金融恐慌から景気が回復する過程において、鉄道会社の株式新規公開や企業統合の気運が高まったことによるものであった。JPモルガンを筆頭とする投資銀行は、鉄道会社だけではなく、ゼネラルエレクトリックやUSスチールといった事業会社の株式新規公開も手掛けるようになった。さらに1900年代に入ると、当時まだ新興の投資銀行であったゴールドマン・サックスとリーマン・ブラザーズが繊維、食品、煙草、小売といった軽工業や商業分野の新興企業の株式公開を引き受けた。ゴールドマン・サックスとリーマン・ブラザーズは、ともにドイツ南部ババリア地方から移住してきたユダヤ系商業金融業者であり、相互の信頼関係が強固であった。両社は当初、軽工業者や流通業者の運転資金需要増を商機として捉え、コマーシャルペーパー（単名の約束手形）のディーラーとして頭角を現した。

しかし、社債や株式の引受業者としては、JPモルガンやキダーピーボディのような、ニューイングランド出身の米系投資銀行（ヤンキーハウスと呼ばれた）に遅れをとっていた。それが1900年代に入り、百貨店シアーズローバック、メイシーズ、ウールワースなどの株式新規公開を両社が引き受けて成功させ、ヤンキーハウスに並ぶまでに躍進したのである。

公開によって株式の流動性が高まった結果、今度は買収による企業統合も加速した。こうして1873年の金融恐慌以前にみられた、小規模な非公開会社による完全競争的な市場が、大規模な公開会社による寡占市場ないし独占市場へと変質した。合併や買収によって巨大な産業企業が出現し、その自己金融力が強化されるようになったわけだが、巨大産業企業の自己金融力増大とは裏腹に、投資銀行の産業資金調達面での役割は次第に後退した。これが寡占化・独占化の第二の帰結であった。

利益相反行為の多発

19世紀末から20世紀初頭にかけて、トラストや持株会社の形成過程では、投資銀行が資金調達に一役買ったが、その後産業企業は自己金融力を高め、次第に投資銀行離れするようになった。投資銀行の地位が低下したもうひとつの理由は、金融業界の不祥事多発であった。本シリーズ(18)で述べたように、巨大企業が独占化する過程で、不正取引や投資銀行との癒着関係が目立つようになった。加えて引受シンジケートを構成する保険会社と投資銀行の間でも、利益相反取引が多発した。これは、保険会社の経営や資産運用が、一握りの投資銀行家によって牛耳られたためである。

投資銀行と保険会社の利益相反取引や乱脈経営は、本シリーズ(19)で述べたマックレイカー（醜聞暴露屋）が書き立てるところとなった。特にボストンの証券会社出身のトーマス・ローソンは、

ジャーナリストに転向した後 Everybody's Magazine 誌に金融界の内幕物を連載し、乱脈経営や私腹を肥やす金融業者の実態を暴露した。1905年には、ニューヨーク州議会のウィリアム・アームストロング上院議員を委員長とする調査委員会が発足し、業界関係者を喚問して実情を追求した。

この委員会の報告を受け、1906年以降ニューヨーク州を始めとする諸州で、引受けシンジケート団への保険会社の参加や、保険会社による事業会社株保有が禁じられるようになった。その結果、投資銀行と保険会社の関係も希薄となり、投資銀行の引受能力も低下した。さらに1907年の金融恐慌で株価が暴落したこともあって、投資銀行の信用と産業金融における役割はともに後退した。

株主数の増加

その後1920年代になると、米国が資本輸出国に転じたことからわかるように、米国全体としての貯蓄が蓄積されるようになり、産業企業の内部留保も増大した。そうした過程の中で、自己金融力のある巨大産業企業は株主向けに財務情報開示を積極的に行うようになった。というのは、会社の財務内容に関して株主が依然として不信感を持っており、利益の大半を配当するように求めたからである。そうした状況下であえて内部留保として社内に資本を蓄積するには、財務の健全性や利益率の高さを株主に周知させる必要があった。財務諸表の中では、貸借対照表よりも損益計算書のほうが重視された。もともと米国企業の財務情報開示は、鉄道や電力といった公益事業が公共料金設定の公正さを公衆に訴えるために自主的に行うことから始まった。財務情報の開示は、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改善と利益率向上によって、一般投資家の株式投資が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。

こうして産業企業の経営者が銀行家との個人的なコネやロンドン国際金融資本市場へのアクセスに頼る必要性も薄れ、経営者みずからが支配権を行使できるようになり、経営者資本主義への道を歩み始めた。巨大産業企業の形成過程では、反トラスト法による規制も加えられたが、専門の経営

者層を育成することによって、巨大産業企業の存続と発展が可能になった。

米国企業経営史

寡占化・独占化が20世紀の米国経済に与えた影響の第三は、巨大産業企業の経営の自立性が高まった結果、経営者の独走といった形でコーポレートガバナンス問題が発生したことである。米国の株式会社の経営史をたどると、創業者が会社の主権者であった時代（創業者資本主義）、経営者が主権者となった時代（経営者資本主義）、株主が主権者となった時代（株主資本主義）というように、50年単位の大きな潮流変化がある。最初の創業者資本主義は、創業者である経営者が同時に会社の所有者（原出資者）だったので、これをオーナー資本主義と呼ぶこともできる。それが1920年代に入り、自己金融力の増大によって経営の自立性が高まり、経営者資本主義へと移行した。

第一次産業革命（蒸気機関による動力革命）が起きた18世紀末から、第二次産業革命（内燃機関、発電機、モーターなどによる動力革命）が起きた19世紀末までは、まさに創業者資本主義の時代であり、会社の所有（創業者の出資）と支配（創業者による経営）とは、未分化の状態にあった。この時代（19世紀）の前半は、古典派経済学の時代でもあり、小規模の非公開企業が完全競争に近い市場競争を展開し、金融はヴェイルにすぎなかった。工場制機械工業が発達したが、生産現場の管理者の地位は低かった。当時の慣行からすると、オーナー（原出資者）でもある創業者が直接経営に当たるべきなのだが、なんらかの事情でそれが困難な場合に、次善の策として、支配人や執事といった代理人（専門家）に経営を代行させた。現代のように、支配人や執事のほうが経営センスに優れており、だからこそ経営を任すのだといった考え方は、その当時はまだ希薄だった。それが19世紀後半には、大規模な生産設備と資本を必要とする巨大企業の時代になり、さらに1920年代になると、専門経営者が支配権を行使する経営者資本主義へと移行した。会社所有と経営支配とが分離し、経営の専門家の支配権が株主（出資者）の所有権よりも優勢になる事態が出現したのである。

（以下は次号に続く）

わたべりょう（法政大学教授）