

タイトル	イギリスの株式会社：1880-1914
著者	河西，勝；KASAI，Masaru
引用	季刊北海学園大学経済論集，63(4)：1-30
発行日	2016-03-31

《論説》

イギリスの株式会社

— 1880-1914 —

河 西 勝

(1) 何が問題か

資本家的企業は、原理的に循環資本と固定資本所有との二元的存在である。19世紀末葉から1914年まで、世界大のレッセフェール金融システムによって、流動性リスクが全体として最小化され、貨幣市場を通じて循環資本の循環が促進されると共に、株式市場を通じてより高度な労働生産力と国際競争力の提供を可能にする固定資本の形成が発展する。その金融システムのフレームワークとの調和において、イギリスで如何に国際競争力をもつ株式会社企業が発展したか、またそれを根拠として如何に資本とコントロールの同一性（資本による生産支配＝資本主義経済システム）が実現したか、その解明が本稿の課題となる。株式会社の段階論上の解明を通して、一次大戦以後の脱資本家的企業存在としての「資本のコントロールからの分離」おなじく「所有と経営の分離」——所有と経営の同一性の市場原理が貫徹する段階論上の根拠を欠落するものとして——の現状分析もはじめて可能になる。

「所有の分散化」と「支配と所有の分離」

なぜイギリスは19世紀末から20世紀初頭にかけて相対的な経済的衰退を被ったか、この点を説明することが、現代のイギリス史研究における主要な分析上の課題になっている。イギリスは、産業革命および軍事上の成功に

よって補強されたが、大体19世紀末葉まで世界で支配的な経済大国であった。しかしながらその後のイギリスは、少なくとも相対的な意味では相当に後退した。その原因の説明は、国民経済やより広く社会の多種多様な特徴にわたったが、思考の支配的な方向としては、イギリスは、この時代に「法人遅れ」を被ったというものである。これが原因となって、イギリスの産業企業は、合衆国やドイツのライバルに対して相対的に形勢不利になり、主要な産業部門において落伍者の立場に追いやられた。それに応じて、イギリスの相対的な経済的名声は傷ついた。「イギリス病」の分析家たちは、ほぼ一致して次のように結論づけた。「イギリスのビジネスマン」はたいていは、自分が所有する会社を「単なる金儲けマシン」というよりも、むしろ養育されるべき家族財産とみなし、相続人に継承することを目的にしていた。相続人への継承性に対する熱情は、法人意思決定の中枢における生産の効率性、採算性、成長性というよりもむしろ家族コントロール志向に置かれていた (Cheffins 2008, 175)。

チャンドラー (1977『ビジブル・ハンド』) は、いかに技術上の進歩が19世紀末葉と20世紀初頭に「ビッグビジネス」の出現のための舞台を設定したかを説明し、そして自分が勤める会社の株はもたないが技術的に熟達した有給のマネージャーが、「規模と範囲」にわたる大企業の効率的な経済を発展させる上で極

めて重要な役割を果たすことを強調した。チャンドラーははじめはもっぱら合衆国における発展に焦点を絞っていたが、1990 年の著書『スケール&スコープ』では、歴史的に世界の三つの指導的な産業国家、イギリス、ドイツ、合衆国における「経営者資本主義」の始まりと成長を研究した。チャンドラーにとっては、三つの国の中で、イギリスは遅れがちなものとして際立ち、合衆国とドイツの産出が産業の最初の国であるイギリスを上回るそのスピードには、特別に目立つものがあった (Cheffins 2008, 222)。

チャンドラーにとっては、イギリス・ビジネスの根本的問題は、個人的家族的資本主義に伴う反生産力主義的執着によって、合衆国の会社が開発し、ドイツの会社が適用した洗練された経営階層構造の模倣が不可能になってしまったことにある。イギリス産業企業の創設者とその相続人は、法人の意思決定の中央集権化を頑固に継続しようとした (所有とコントロールの一致)。一方で、ドイツと合衆国では家族所有者は、創設され洗練された経営階層制に権威を譲った (所有とコントロールの分離)。アメリカとドイツの会社は、19 世紀末葉から 20 世紀初頭に発展した新しい資本集約的な産業において、専門的に訓練された有給の幹部職員を配置する広大な経営階層制を作り出すことによって、大きな便益を得た。アメリカの経営者支配的な企業では、主要目標は長期に及ぶ苦労をこえて利益と成長をつくりだすことである。対照的にイギリス企業の第一義的な目標は、新しい機械、生産技術、そしてマーケティングへの投資をやめて、株主、特に家族所有者へのキャッシュのゆるぎない流入を提供することである (Cheffins 2008, 222)。

チャンドラーによれば、イギリスでは、極度に単純化された未発達な経営構造が標準的であった。この種の経営構造は、生産過程が単刀直入で、規模の経済の機会がほとんどな

い場合には成功しうる。しかし個人的資本は株式会社としても軽機械および重機、自動車、電気機器、化学薬品のような基幹産業では行き詰った。イギリス・ビジネスは、大戦間に石油精製、工業化学物質のようないくつかの分野ではキャッチアップした。だが一般的には、機会の窓は短命であり、いったん閉じられると再開が不可能であることを証明した。最初の成功者の有利性を喪失して、イギリス企業はほとんどの場合にアメリカやドイツに遅れがちなままであり、イギリスの相対的な経済的名声はそれに応じて傷ついた (Cheffins 2008, 222)。

以上のようなイギリスの「法人遅れ」テーゼ (家族による強固な株式資本所有の継続、つまり所有分散化の不十分性、それに対応する経営階層の成長および経営の所有からの分離の不十分性、そのような意味での主要な産業部門における株式会社企業形態の未発達と労働生産力および国際競争力の遅れ) に対して、ハンナ (Hannah 2007) は次のように反論した。20 世紀初頭までにイギリスの大会社においては、所有のコントロールからの実際上の分離が存在していた。一次大戦前夜までに、現代風の分散的株式所有を有する様々な会社が存在していた。一方でアメリカの大産業会社においては、1930 年代までに所有はコントロールから分離しつつあったが、しかし 20 世紀初頭では、さまざまな産業部門のみならず、また鉄道、銀行、保険会社でさえも、「富豪の」個人・家族資本主義が、合衆国のコーポレートガバナンスの顕著な特徴であった。対照的に指導的なヨーロッパ・ビジネスにおいて、所有はすでに 20 世紀初頭までに実質的にコントロールから分離——イギリスとフランスが、その分離の最大程度を示していたが——していた。なおハンナによれば国際競争力の意味でドイツや日本に比較してイギリスが明らかに衰退しつつあった時期は、第二次大戦後の 1950 年以後である (Cheffins 2008, 222)。

産業国家における法人所有とコントロールの歴史的分離に関して、チャンドラーとハンナは、イギリス、フランスとアメリカとのどちらをより先進国とみなすかの違いはあるが、共通の認識を持っている。より大規模化し進化する株式会社は本来的に、株式所有の分散化と大株主の欠落の故に経営と所有が分離する。このような共通認識はいつれも、バーリ・ミーンズ(1932)の『現代株式会社と私有財産』に由来するものであるが、大きな問題を含んでいる。第一次大戦以後にアメリカを始め先進国で現実化した「所有と経営の分離」を、大戦前夜までのヨーロッパとアメリカにおける株式会社の産業企業への普及の時代の解明に先験的に投影してしまうからである。株式会社が発展するとともに、株式証券を通じて固定資本の集中化に対応する資本所有の分散化が多かれ少なかれ進むことは、株式会社の本来のあり方として当然である(ランダスやチャンドラーのようにイギリスの家族株式会社企業を事実上の大規模パートナーシップ企業に解消することなどできない)。だがそのことと、一次大戦以後、大企業において所有からコントロール(経営)が分離し経営者支配が確立していくこととは、直接的には相互に何の因果関係もない歴史的に全く別の事柄である。

産業企業における株式会社形態の普及

イギリスでは夥しい数の会社が、1880年と1914年の間に、最も急速な局面は1890年代央であるが、証券取引所への上場を果たした。ロンドン証券取引所では、海運会社、醸造所、鉄鋼企業、その他の商業および産業会社の株式と社債が証券時価総額に占める割合は、1883年の1.2%、1893年の3.5%、1903年の9.9%と増大していった。同様に、ロンドン証券取引所で値付される産業及び商業会社の数は、1885年の70件から1907年の571件と増加した。ロンドン証券取引所に参加した産業企業は、醸造、鉄および石炭生産、化

学薬品、繊維製品、新しく地歩を固めた自動車および自動車産業において、活動していた(Cheffins 2008, 176)。

地方の証券取引所の会社株式の取引もまた拡大した。ロンドン外の証券取引所は、そこにおける相場付の権利取得(上場)はより安価だったから、特に中小の産業、商業会社に魅力的であった。加えて地方証券取引所の会員である専門的なトレーダーは、ロンドンのより多忙な株式によりも、中小の会社の株の証券値付けに、時間とエネルギーをより多く投入した。それゆえ、マンチェスターで上場され相場付される商業、産業会社の数は、1885年の70から1906年の約220まで増大した。同様に、1900年までに、彼らの株式の主要市場を、196の会社がグラスゴウの証券取引所にもち、182の会社がエジンブルグ証券取引所にもった。他地方の証券取引所の取引も拡大しつつあり、営業する地方証券取引所の数も、1882年の11から1914年の22にまで増えた(Cheffins 2008, 176)。

証券取引所で取引される会社の数が増えただけでなく、取引される株式の性格も変化した。1870年から1913年までで、ロンドン証券取引所と地方の株式市場で証券が取引される会社の数は、520から約1100に増大し、鉄道の時価総額に占める割合は、76%から16%に下がった。その減少部分は、ほとんど、銀行(1870年時価総額の11%、1913年19%)、(主としてオーストラリア、南アをベースとする会社による)鉱山業(1870年0.6%、1913年15%)そして「種々雑多」(産業・商業会社のセクター。1870年1.6%、1913年18%)のそれぞれの増分によって埋め合わされた(Cheffins 2008, 177)。

「証券取引所への上場は、流動性と同義ではなかった」。1910年についてみると、イギリスの株式取引所で値付けされる証券の15%以下だけが実際の取引上の公式記録を持っていたにすぎない。上場された株式の多くが、何ヶ月もの間、売買されないことが

あった。ロンドン証券取引所でさえ、多くの証券の相場が名目的なものに過ぎなかった。多くが活発な市場をもたず、価格でも相当な投げ売りでのみ取引された。地方の市場は当然ながら、さらに有効でなかった。多くの中小のしかし健全な地方の産業企業でも、妥当な価格マージンあるいは期間内で買うことも売ることもできなかった。この点において、このような証券の保有者は、しばしばビジネス・パートナーとほとんど変わらない状況のもとに置かれていた (Cheffins 2008. 177)。

産業株をまとめていう「種々雑多市場」は、19 世紀末から 20 世紀初頭に著しく成長したが、政府や鉄道の証券と比べれば、「後輩」のままであり、その分、流動性が劣っていた。最もよく知られた産業株の多くにとってさえ、ロンドン証券取引所はいぜんとして有名無実市場であった。皮肉なことに、あまりにも多数の産業および商業会社が一挙に株式市場に向かったことが、逆に流動性を阻害した。産業投資によってカバーされる分野が余りにも広大であったために、ロンドンの株式市場 (ロンドン証券取引所内のチャペルコート) は、受け付けた多数の銘柄を十分に売りさばくことができなかったのである。(Cheffins 2008. 177)

多くの場合に株式市場の「売れ行きは良くなかった」。一方で、国際比較的な意味では、イギリスの法人経済は申し分なく発展した。20 世紀への転換点で合衆国が経験した、大規模な合併の波から生まれた 50 の最大会社の平均株式資本額は、イギリスにおけるトップ 50 産業会社の平均株式資本額のほぼ 4 倍 (1905 年) であった。確かに「ビッグ・ビジネス」は、イギリス的現象というよりも、アメリカ的現象であった、といってよい。しかしながらイギリスの法人部門も、ぐずぐずしていたわけではない。株式発行市場における株式資本額の順位 (図表 1 参照) でみると、1912 年、世界 100 の最大産業 (製造業と鉱山業) 企業のうち 15 社がイギリスに本社を置

いていた。合衆国は、トップ 100 のなかで 54 社を有していたが、しかしイギリスは、ドイツ (14 社)、フランス (6 社) そして他の全ての国に先んじていた。またトップ 100 に含まれるイギリスの会社は、合衆国やドイツなどのライバルよりもより長く生き延びてトップ 100 に至ったのである。イギリスの企業が「末期的衰退に苦しむ恐竜だった」とは決して言えない (Cheffins 2008. 178)。

しかも上の数字は、産業会社に絞られているので、イギリスの実際のビッグビジネスの規模を示すものではない。1907 年、貿易、金融、産業に従事する「大企業」(2 百万ポンド以上の払込資本金をもつ) を、イギリスは 93 社有しており、一方ドイツは 45 社を有していた。これらの相違は、もし鉄道を考慮するとすれば、もっと大きなものになる。1905 年、全ドイツの鉄道網が州所有化されていた一方で、鉄道はイギリス最大の私的部門企業であったからである。株式の時価総額で見ると、イギリスの最大 50 社のうち、トップ 10 社を含む 22 社が鉄道であった (Cheffins 2008. 179)。

国際的標準からみて大きな会社を有することに加えて、イギリスは、1913 年の統計によれば、ほかの国と比較して大きな株式市場を有していた。国内の証券取引所で取引される会社数の対人口 (百万) 比は、ドイツ、フランス、日本、またはアメリカよりも、イギリスにおいてより高かった。また国内会社の株式金額は、個人によって所有される金融資産の割合でみると、イギリスで相対的に高く、株式が人気ある投資選択であったことを示している。またイギリスは国際的な意味でも最もよく発展した株式市場を有していた (Cheffins 2008. 180)。

ブロック保有者＝産業資本家の存在

では、株式会社における所有と経営の分離に関してはどうか。一次大戦以前イギリスの

(図表 1) 世界トップ 100 におけるイギリス産業会社, 1912 年

会社の名称	ランク	産業分野	時価総額 (百万ポンド)	ブロック保有者の存在
J. & P. コート	3	繊維と皮革	59	◎
ロイヤル・ダッチシェル (オランダジョイント HQ)	5	石油	38	◎
ブリデッシュアメリカタバコ	11	ブランド製品	33	◎
リオ・テイント	13	非鉄金属とその他採鉱	30	◎
インペリアル・タバコ	17	ブランド製品	25	◎
ギネス	20	ブランド製品	22	◎
レバアー・ブラザーズ	27	ブランド製品	18	◎
ヴィッカーズ	51	鉄, 鋼, 重工業	11	△
ブラナー・モンド	57	化学薬品	10	○
コンソリデイトゴールド フィールド	60	非鉄, その他採鉱	10	×
アームストロング, ウィット ワース	67	鉄, 鋼, 重工業	8	◎
ブルマーオイル	74	石油	8	○
リッキット&サン	75	ブランド製品	8	◎
ファイン・コットン・スピ ンナー	82	繊維および皮革	7	△
メトロポリタン・カレッジ	95	機械工学	6	○

(Cheffins 2008, 178-9, ブロック保有者については, 251 ページ)

産業企業については「個人家族資本主義」が主流であったという一般常識に反して, ハンナ (Hannah 2007) は, 所有とコントロールの分離が公的に取引される大規模な産業会社の規範であったと強く主張する。たとえば, 1898 年に株式公募をはたした路面電車機構の製造業者である株式会社エレクトリック・レイルウェイ・アンド・トラムウェイ・カレッジワーク (ERTCW) は, 所有とコントロールの分離によって特徴づけられる産業会社の事例であるとされた。株式会社メトロポリタン・レイルウェイ・カレッジ・アンド・ワゴンの執行役とメカニカルおよびエンジニアリング企業のデック・ケラーが ERTCW の全般的戦略決定に影響力を行使していた。し

かし 1905 年までに, この会社には, いづれの単一株主についてみても, 会社株式の 2.2% 以上を所有するものはおらず, 取締役会は全体で 8.9% を所有していたに過ぎない。しかしこのような株式所有の分散化パターンはどれほどの広がりを見せていたのか (Cheffins 2008, 242)。

前掲の世界最大 100 産業会社に関するハンナのリスト (図表 1 参照) に即していえば, 15 社のうち, 何らかの類の大きな影響を与える重要なブロック保有者を欠落する会社はただ一つコンソリデイト・ゴールドフィールドだけであった。二つの会社が境界事例として目に付く。ヴィッカーズは家族出資金が 10% であり, ファイン・コットン・スピナーで

は、株の支配的ブロックが集散的に多数の構成企業によって所有されていた。その他 12 の会社では、ブラナー・モンド、ブルマーオイル、メトロポリタン・カレッジについては決定的な証拠は欠くとはいえ、明らかにブロック保有者が会社の株式所有を支配していた。この 15 のサンプル会社は、その企業の規模からみて、特に株式所有を大きく分散させる可能性があることを考慮すれば、一次大戦前夜までに、所有権は「実質的に」支配から分離していたというハンナの主張は、産業部門の株式会社に限ってみれば、正しいとはいえない (Cheffins 2008, 251)。

では「所有と経営の分離」に関して次のように総括することは正しいだろうか。第一次大戦の前夜までに、鉄道、大預金銀行、大保険会社、電気公益事業では、株式所有の非常な分散化によって、ハンナの主張するように所有のコントロールからの分離が起こった。しかしその他の産業企業などでは、株式の所有の分散化は、一般的に「内部者の」影響力を行使できるような「中核」となるブロック保有者を消滅させるまではすすまなかったもので、けっきょく一次大戦前には、一般的には所有のコントロールからの分離は起こらなかった。それは、二次大戦以後、「外部者アームズレングス」と機関投資家の登場によって完成する (Cheffins 2008, 221)、と。^(注1)

(注1) 過度の単純化のリスクを犯して大雑把にいえば、現代の特定の国のコーポレート・ガバナンス・システムは、大体次のように二つのカテゴリーに分割されうる。A. 「外部者アームズレングス」(合衆国とイギリス) と B. 「内部者・コントロール志向」(ドイツなど大陸ヨーロッパ、日本など東アジア) である。前者の陣営に属する諸国においては、大ビジネス企業は、頻繁に株式市場で取引され、かなり大きな株主所有者登録簿をもち、そして、「内部者」影響力を行使できるような「中核」となる株主を欠いている。後者の一隊に属する諸国に関しては、株式市場上場はそれほどふつうと言うわけではなく、公開的に株を取

しかし以上のように株式所有の分散化の程度や株式ブロック保有者の欠落によって、所有のコントロールからの分離を主張することには、大きな問題がある。19 世紀中葉以来の鉄道株式会社にせよ、末葉以来の産業企業への株式会社の普及にせよ、株式会社は、資本家的企業としてもともと所有とコントロールを一致させる「代理人制度」として、発展したからである。以下に見るように、特に株式のブロック保有者としての産業資本家階級の分析を中心にして、所有とコントロールの同一性をもたらす歴史的な諸条件を解明すること(段階論)が重要になる。それによって、第一次大戦以降初めてその諸条件を欠くものとして両者が分離する脱資本家的企業への転換の必然性も明らかになる(現状分析)。

(2) 代理人制度としての株式会社

取締役会と株主総会

イギリスの会社法は、一次大戦前には、外部投資家としての株主に対して、現代の標準から見れば最小限であるようにみえるが、実質的な保護を提供した。公開会社に投資する投資家は、情報の非対称性の状態のもとに置かれる。外部投資家は、ブロック保有者(代理人としての取締役)のコントロールによる私的利益抜き取りのリスクに直面し、所有と支

引するこれらの会社も、大抵「ブロック保有者」を有しており、かれらは、単一株主、または株主の結束した提携が、マネジメントに対して相当な影響力を行使するために投票権株の十分に大きな一部分を有している。(Cheffins 2008, 4-5)。以上でいう、「外部者」と「内部者」の区別はやや不明といえる。社外取締役(イギリス)あるいは監査役(ドイツ)は、会社にとって「外部者」といってよいが、それらが、事実上内部者、社内取締役(イギリス)あるいは取締役(ドイツ)の統制下に入ることによって、経営と所有(株主総会)の分離、あるいはコントロールと資本(株主総会)の分離が生じるからである。

配の分離をつうじて経営上のエイジェンシー・コストの犠牲者になる可能性がある。しかし代理人問題としてのこれらのリスクは、1880年代から1914年までにおいて、株式所有の分散化および証券市場の発展とともに、会社法、証券取引規制、会社発起に関わる金融仲介業者（会社のプロモーター）および投資銀行の活動、そしてインサイダー（取締役）の悪事を監視する新聞などによってほとんど克服されたといつてよい（Cheffins 2008, 194.）。産業企業における株式会社の普及と発展においても、所有とコントロールの同一性、すなわち18世紀初頭以来の資本家の企業存在は、確実に継承されていた。アメリカやドイツと同様にイギリスでも、公開会社における所有と支配の分離がおり、一般的にいわれる代理人問題が発生するのは、一次大戦以後においてである。

列強の多くにおいて、会社法によって、特別に管理運営者の権限が取締役会に割り当られ、また株主に権限を持たせるために株主に取締役を選任する権利を与える「任命権戦略」が利用された。しかしそれに対して、イギリスの会社法は、会社において誰が管理者権限を有するか、あるいは管理者が選出される仕方を指示することはまったくなかった。その代わりに、それらのことは、会社の内部的統治ルールつまりほとんどの場合にその内容を株主が決定する「会社の定款」に委ねられた。標準的な慣例は、その定款によって、会社を管理するものとして取締役会の正当性を認め、そして株主総会で取締役を選任するように株主に要求するというものであった。この場合に法的事項としては、株主総会の投票で過半数を確保できる株主ないし株主の連帯が、取締役会の一員として会社を管理運営するものを決定できる。1909年の投資に関するあるテキストによれば、「株主はそれゆえに、自分の資本のコントロールを取締役に引き渡すけれども、依然としてその取締役に

対して非常に効果的なコントロールを働かせる場所にいる」（Cheffins 2008, 30）。

なお株主総会における委任状（代理人）による投票も、もっぱら、会社の定款によって管理された。伝統的に会社の定款は、ふつう株主だけが代理人になりうることを規定していた。その意味するところは、現行の取締役会に反対投票したい株主は、総会のために決められた期間内に、彼のために取締役として行動する妥当な人物を探し出すために奮闘してもよいということである。また、取締役が前もって押印された委任状書式を株主に送りつけることによって、あるいは代理人として彼ら自身ないし近親の仲間を指名することによって、自分たちに有利なように集票することは、普通のやり方として認められていた（Cheffins 2008, 130-1）。

イギリス会社法のもとでは、想定されるルールは、会社の株（または少なくとも「普通株」）の全てに等しい権利と制約条件が付与されるというものであるが、このことは、「1株1票」ルールの適用を意味する。このような状況下では、普通株の過半数を所有する者が、彼が選出する取締役を通じて、会社をコントロールすることになる。投票権が、1株1票以外の方法（投票の上限規制、1株当たり複数票、無投票株など）によって配分されることも可能であった（Cheffins 2008, 30）が、しかし1株に1票の配分が急速に標準になっていった。1899年のある調査によれば、95社の「商業・産業」会社（500,000ポンドの名目なし公認株式資本）のうち、84社が、何等かの上限投票権の形態ではなく、1株1票ルールを有していた（Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch, Prigge 1998）。

監査役会と取締役会からなるドイツの二層役員会制度に対して、イギリスで発展した取締役会だけの単層役員会制度においても、その取締役の権限が、社外取締役（戦略経営者）と社内取締役（機能経営者）とにそれぞれ実質

的に区別される。それゆえドイツとイギリスの役員会制度は代理人制度としての株式会社としては、本質的に同じであったといえる。

会社法による投資家保護の程度

19 世紀中葉以来、完全な法的人格、譲渡可能な株式、有限責任、その他の本質的な法人特質を有する会社の法人格取得手続きを規定した会社法は、公開会社が大いに普及する世紀末葉から 20 世紀初頭にかけて、外部投資家としての株主の権利を実質的に保証していた。しかし 1900 年に至るまで、会社設立趣意書の内容に対する規制は何もなかった。会社のプロモーター（発起人）はたいいてい会社とその取締役との間の契約や、株を買う投資家の決断に影響を及ぼすその他の契約について趣意書を公開するという法定の必須要件に従おうとはしなかった。1856 年と 1900 年の間には、会社の財務諸表の監査に関して立法上の必須要件は何もなかった。1908 年まで、会社は、年次貸借対照表を公開することを要求されなかった。公開が重要なのは、貸借対照表は株価を評価する上で考慮すべき主要な変数の一つとみなされたからである（Cheffins 2008, 194）。

法律が株主に提供する保護は限られたものにすぎないことは、当時の人々にとってもはっきりとみえていた。私的個人（自然人）またはパートナーシップの場合には、多かれ少なかれ詐欺行為的であり、また不可能でもある目標の達成が、会社法という手法のもとでは容易になると批判された。あるいは、「株主は間違いなく無防備である、もしあからさまに窃盗罪や公金横領罪を犯すことができるのであれば、会社の定款のもとで、なんだってできるのだ」などと言われた（Cheffins 2008, 195）。

1900 年会社法そして 1907 年会社法（1908 年に効力発生）は、いくつか株主保護の問題に取り組んだ。にも関わらず、外部投資家の保

護は、ぞんざいに扱われたままであった。たとへば、議会は、商務省会社法委員会の 1894 年勧告を採用しないことを採択した。勧告は、取締役は「理性的に注意と慎重さ」を発揮することを法律によって要求される、というものであったが、議会は、尊敬に値する立派な自然人が取締役として役目を果たすまでに身を落とすことを、大いに懸念したのである。1900 年会社法は、会社に監査役の任命を義務付けたが、しかし監査役が職業上の資格を有することは要求しなかった。1900 年に新たに導入された必須要件すなわち設立趣意書の公開は、たいいていプロモーターによって回避された。かれらは、趣意書の裏付けなどなしに、たやすく株式を流通させることできたからである（Cheffins 2008, 195）。

1908 年には趣意書規制の抜け穴に対する取り組みがなされ、趣意書なく公衆に株式をばらまく会社には、同様に多くの情報を含む「趣意書代わりの声明文」の準備が要求された。またその年以降、会社は貸借対照表の公開を義務付けられたが、使用する書式設定に関して、会社にはほとんどガイダンスがなかった。そして、損益計算書を提出するという必須要件もなんらなかったが、このことは、会社は経常利益に関するデータを準備する法律上の義務を負わないことを意味した。一次大戦前においては、会社法は、財務公開において高度な質を求めるものではなく、ディスクロージャーは役立たずで誤解を招く恐れがあった（Cheffins 2008, 196）。

会社の配当政策

イギリスの会社法は、会社を管理運営するものたちに配当を公表することを決して強制しなかった。会社の定款によって、株主は取締役会によって提案される配当を裁可しなければならないと規定することが普通であった。しかし配当政策決定上、株主がその拒否権を行使することはめったになかった。会社法に

よって提供される自由裁量権を前提にすれば、会社関係者（取締役）は株主への現金の分配を簡単にストップできたのであるから、配当規律は潜在的には幻想的なものであった。それゆえ会社の管理運営をするものたちが非公式に、だがしっかりと定期的かつ継続的な配当金の支払いをし続けるように束縛される場合にのみ、配当は、エイジェンシー（代理人）コスト理論に帰せられるその役割（情報の非対称性がもたらす取締役・代理人による私的利益の抜き取りを矯正する役割）を果たすことができた。イギリスの公開会社は、あたかもこの束縛された状態のもとで活動するかのように、自身を管理運営した。その圧倒的多数が配当金を公表した。支払われた配当金は年次収益のうち相当な割合を占めていたが、会社は特別な事情がない限り、配当金の削減や配当の中止を避ける努力をしていた（Cheffins 2008, 77-8）。

イギリスの会社は様々な機会に、多くの場合に企業買収のための金融を推進するためにであるが、資本調達上株式市場を利用した。配当政策は販売中の株式に対する投資家の評価に影響を与えた。それゆえ、株式市場に復帰する選択肢を保持したいと願う法人内部者は、株主に対して、配当金を支払う、そして支払い削減や中止を避けるインセンティブを持っていた。19世紀末から20世紀初頭では、株式市場に存在し続ける会社の能力は、期待される配当金を支払い、それによって株価を高く維持する、儲かる会社であるということに決定的に依存していた。次のように言われた、「ほとんどの会社がそのビジネスの拡張を望み、そしてときどき実際にそうする。この目的のためには、新しい資金が必要である。新しい資金は通常は新株によって調達される。新株の成功と魅力は、大体において会社の前年までの収益および配当の記録によって決定される」（Cheffins 2008, 78）。

また、株式のために活発な市場を発展させ

保持しようとする熱望が配当金を支払うインセンティブを生み出した。ブロック保有者は、望みまたは必要な限りで持ち株を妥当な条件で売る選択肢を作り出し、また維持するために会社を公開したのであって、しばしば株式市場を資本よりもむしろ流動性の源泉として考えていた。現役ブロック保有者が少なくとも部分的にであれ株式を売却できるようにするために、公募が実行される場合がそうであった（Cheffins 2008, 78-9）。

退出（イクジット）の選択肢として株式市場を失いたくないブロック保有者は、ブロックの部分的な「解き」が発生する限りで、その株式を受け入れ可能な価格で購入するものがそこに存在していることを望むであろう。同様に投資家は、株式の購入を価値あるものにさせるために、その株式がそのうちにたしかに十分な価値をもたらすようになる証拠を探すであろう。この時に配当金が作用し始める。会社が公開されるやいなや、流動性に対するブロック保有者の継続的な利害関係は、投資家に対する暗黙の約定としての役目を果たす。その約定とは、その会社の株式のために活発な市場を維持するのに十分な割合で配当金を支払いし続けるために、会社は経営されるということである（Cheffins 2008, 79）。

たとえば19世紀末葉から20世紀初頭に活動した海運業の大企業では、創立者たちが、配当金支払いの規模、それゆえ再投資される利益の額、そして彼らの個人的所得の決定に影響を及ぼしたが、それらの金額は、外部投資家を保持しそして株式価値を維持する必要によって課される制約にさらされていた。一般的に取締役は、新しい資本を調達する選択肢を持ち続けるためだけではなく、株主に対する会社の人気を維持するためにも、配当金を支払った。それに応じて、ブロック保有者は、株式市場が提供する流動性を巧みに利用することに関心を持つ限りで、彼らの会社が外部投資家に配当金を支払い続けることを保

証する責任を負ったのである。(Cheffins 2008. 80)

証券取引所規制による市場補完

証券市場規制は、会社法に対して重要な市場志向的補完を成していた。ロンドン証券取引所と多数の大地域センターにおいて形成された地方証券取引所のそれぞれが、売買のために上場される株式を有することを追求する会社に対して必須要件を課した。このことが、証券取引所は純粋に私的な協会であり、その上場ルールは契約法および代理権法によって裏付けられるという意味において、市場主導の「自己規制」を成立させた。イギリスの証券取引所は公式の立法上の権威なしに会社を規制したのである(Cheffins 2008. 75)。

19世紀末葉と20世紀初頭を通じて証券取引所の取り組みは、方向においてレッセフェールであった。ロンドン証券取引所は、売買される証券の正式上場に際して有価証券として承認するかどうかに対して支配力行使した。そして証券取引所の当局者は、いかにがわしいプロモーターが付きまとうような問題企業に対しては、相場付け(上場)を認めることを拒否した。それ以外には証券取引所は、市場で売買される証券の品質については関心を寄せずに、その会員にかれらが選んだいかなる金融証券でも自由に取り扱うように任せた。取引所当局は、投資家に対する彼らの唯一の責任は、証券を売買する上で効果的でよく整備された市場を提供すること、そしてその目的のために必要な限りで会員を規律に従わせることにありと想定していた(Cheffins 2008. 75)。

ロンドン証券取引所で売買される会社に影響を与える証券上場ルールは、20世紀を通じて投資家に対する保護を提供したが、1914年以前にかぎって言えば、提供された株主支援は概してわずかなものに過ぎず、証券上場の必須要件も厳格なものではなかった。先に

見たように一般的には、ロンドン証券取引所は、会社を厳密に規制することを伝統的に避けてきたし、また何らかの「公的な検閲官」として活動することを拒絶した。だが取引所が、値付けされる証券の成長市場の存在を保証するために課した「3分の2ルール」は、会社に多額出資するもの(ブロック保有者)たちにとっては重要な意味をもっていた。遅くとも1850年代以降、ロンドン証券取引所は、もし資本金の3分の2が公衆によって予約購入されそして株式が広く公衆に割り振られない場合には、証券類の相場付けを差し止めるものとした。市場操作を抑制し流動性を促進することを意図したこの3分の2ルールは、後で見ると実際にはいろいろなやり方で回避されたとはいえ、投票権を有する普通株について完全な相場付けを望む会社のブロック所有者に対しては、かれらの総出資金を会社資本金の3分の1にまで減らすことを義務付けることになった(Cheffins 2008. 76)。

ただし3分の2ルールは、当該会社がロンドン証券取引所で完全な相場付けを達成しようと努力する場合にのみ適用された(Cheffins 2008. 229)。1914年以前には、会社は、完全な相場付けを追求しなくとも、特別な合意によって株式を発行し公募できるという点で、ルールには重要な限界があった(Cheffins 2008. 196-7)。多数の会社が、完全な相場付けの方法によるよりもむしろ特別な合意の方法で取引される株式に関して、ロンドン証券取引所と協約を結んだ。この場合に会社は、特別な合意を成立させるために、設立趣意書または同等の文書、会社の株式資本の明細、公衆やそのほかに割り振りされる株式の数量に関する詳細を証券取引所に提供しなければならなかった。(Cheffins 2008. 229)

いったん特別な合意による取引が認可されると、会社の株の取引は、証券取引所取引の通常の隔月勘定システムの一部になったが、それは、義務の履行を怠ったブローカー(仲

介人) や仲買人に対するペナルティーによって強化された (Cheffins 2008, 196)。証券取引所は、市場が買占めに会わないように保証するために、公衆に割り振られる株式の数量に関するデータを探索したが、着手された特別の合意を拒否するようなことはほとんどしなかった。従って特別な合意は、ビジネス所有者のある程度の投資が、支配力を放棄することなく、普通株の完全な相場付けに必要な範囲で実現される、そのような手法を提供することになった (Cheffins 2008, 229)。一流の会社は通常、株式取引を促進し潜在的に株価を上昇させながら、完全な相場付けを達成しようと努力した。だが 1910 年の法廷証言において「新会社の株式取引の 99% は、特別な合意によった」と証券取引所の会員が主張するように、「特別な合意」は、一次大戦前では評判の良い選択肢とみなされていた (Cheffins 2008, 196-7)。

ロンドン証券取引所が関与した規制の基本形態は、相場付けを求める会社に対して、証券取引委員会が承認する形態において会社が定款を持つことを強制することであった。1870 年代初頭には証券取引所は、もし会社の定款が自己株式の買い戻しを不可能にするように規定しない場合には、相場付けを拒絶する立案をした。1895 年には、証券取引所は、会社の定款が述べるべきことをその上場ルールにおいて明確に規定していない場合においても、相場付けを求める会社に対して、その定款の中に取締役の借入能力に制限を課す条項を入れることを要求した。1902 年までに、ロンドン証券取引所はまた、会社の定款によるものとして、次の三点を強制した。規定される最小限の株式数の所有を取締役に義務付けること、毎年貸借対照表を株主および証券取引所に回覧すること、そして取締役が個人的な利害関係を有する会社とのいかなる契約に関しても開示を義務付け、また票決するなどしないように義務付けること、であ

る。1909 年までには、証券取引所の上場ルールは、定款が含むべき条項に関して具体的に詳しく説明し、そして既に言及されている必須要件に加えて、定款による株主および証券取引所への損益計算書の年次回覧の強制を規定した。様々な関連においてこれらの必須要件は、会社法が課すものよりもより厳しかったが、一般的には投資家に提供された保護は内容が充実していたとは言えず、それゆえそれは、株式を購入する上で相当なインセンティブをなすことにはならなかった (Cheffins 2008, 196-7)。

(3) 会社の発起と発行市場

情報の非対称性の克服

投資に利用できる有り余るほどの資本提供が可能であるということは、株式の買い手が活動するための必要条件であるが、それはその十分条件とはならない。投資のために必要な金銭上の手段(資金)が存在するとしても、法人の株式が当然に人気のある投資選択をなすということにはならない。株式の潜在的購入者は情報上不利な立場に置かれるし、会社を支配するものたちのせいで搾取や管理行き届きのリスクにさらされるからである。イギリスの場合には、会社法や証券取引規制は伝統的に、提供される保護が現代の水準からみれば希薄だったので、このような懸念がほとんど払拭されなかった。

しかしながら、イギリスの会社の株式を買うかどうか思い悩める投資家に安心や自信をもたらすという意味で、少なくとも代用として機能するさまざまなファクターが存在していた。その一つとしては、外部投資家を食い物にするようなものたちは、能力があり、誠実であり、信用できるという彼ら自身が作り上げた商業上高い価値をもつ風評を台無しにしかねないということがある。(Cheffins 2008, 196-7) 投資家によってよく知られまた尊敬さ

れているブロック保有者(社外取締役)は、ベンダー(株の売り手、相場付けを追求する会社の創立者)として資本市場にアクセスしようとする場合に、極めて重大な潜在的利点を持っている。信頼性やビジネス上の洞察力について評価を獲得し維持することを願うことは、見返りとして、そうでなければ傷つきやすい外部株主の力を借りて、「正しい行いをする」気を起こさせることになるのである(Cheffins 2008, 104-5)。

金融仲介業者の仲介による投資先の選抜も、業者に対する風評ファクターが機能するので、投資家の「安心度」を向上させる。株式の公募を画策する企業は事態を注意深くモニターするインセンティブをもっている。信用できる企業として知られることは、将来ビジネスを安全にするうえで、競争上の優位性をもたらすからである。イギリスの会社に助言を与える金融仲介業者たちは、長い時間をかけてではあるが、ますます有意義な「質的コントロール」を実行するようになった(Cheffins 2008, 105)。

会社発起人の登場

一次大戦以前は、ロンドンの金融地域(シティ)の一流のマーチャントバンク(投資銀行)は、守るべき相当部厚い風評資本をもっており、ときおり産業および商業会社による公募を組織すべく助けた。^(注2)しかし投資家に対するこの種の保護は、19世紀末と20世紀初頭では、一般的には弱かった。しかしながらほとんどの場合に、最上位のマーチャントバンクは、株式の国内発行を支援す

ることを避けた。これらのエリート企業の多くにおいて重要な社員は外国人だったので、イギリスをベースとする産業会社からの申し込みは、「本拠地で試合する」なんらの優位性もなかった。また、産業企業の公募は、自国または他国の政府や外国の鉄道のために取り決める取引と異なり、マーチャントバンクが請求する高額の手数料を正当なものとするほどに十分大きな規模になることはまれであった。規模という点でその対極に位置するロンドン外をベースとする中小企業の場合には、しばしば、証券の公募に専門化した金融仲介者のなんらの支援もない代りに、株のマーケティングや手配を助ける株式仲買業者(ブローカー)や事務弁護士に依存して、株式を公衆に流通させようとした。さらに公募の規模という点でマーチャントバンクと株式仲買業者および事務弁護士との中間において、1880年代の「新しい種類のビジネスマン」つまり「売るべき財産、特許、あるいはビジネスをもつものたちと投資する公衆との間にたって仲介者として活動する」会社発起人(プロモーター)が存在していた。(Cheffins 2008, 198)

これらの会社発起人は、「地方(つまりロンドン外)からの、合衆国からの、活気ある植民地からの、そして大陸からの新種の来訪者」として「きざつぱく」描写されたが、彼ら自身のフィールドを全くもっていなかった。投資信託はごく普通に公募を組織したが、しかし投資目的に関連して国内株式を大きく回避したために、たいていイギリスベースの会社による株式発行には参加しなかった。そこでこの新しい到来者たち発起人が、19世紀末と20世紀初頭においてイギリスをベースとする産業および商業企業の新株発売において権勢を振るうようになった。数え切れないほど多数の発起人が、わずかな数の企てに着手しただけで自分の正体や身元を曖昧にしたまま、金融世界の周辺に消えていった。有名

(注2) 事例としては、1886年のベアリングによるギネスの公募、1897年のロスチャイルドによるマキシム・ガンとノーデンフェルト・アムニュシオンの合併、そして1899年のハンプロによる株式会社テームズ鉄鋼・造船所・エンジニアリングの新株発行、1903年のハンプロによる株式会社トロッペ建設および装飾の新株発行などがある。

になった発起人たちの間においても、彼らが顧客企業と投資家のためになした仕事の質という点では幅広い多様性があった(Cheffins 2008, 198)。

専門的な発起人は、勤勉だとか用心深いとかいうよりも、むしろ急場しのぎであり不誠実でさえあるとの悪評を得た。かれらは、しばしばロンドンの金融中心街の新参者であり、高潔、誠実といった評価が不可欠なブローカー(株式仲買業)のような日常的なビジネスにはつかなかった。そのため、ことが悪い方向に進む場合でも、将来的に投資家から支持を獲得するために重大な犠牲を払うようなことはしなかった。「ロンドン金融市街モラル悪化の直接的な責任は、わが旧来の名誉ある一族ではなく、良心など持たないで行動する新参者である。汚れた会社売買を主に取り仕切るのはこれらの人々である」(Cheffins 2008, 199)。

多数の新規参入者がプロモーションビジネスに加わったために、公募の組織化を準備する会社間の競争が、特に上向きの市場状態の場合に激しくなった。結果として、取引案件が一回限りの多額の利益の可能性を提供する場合には、発起人は日和見的に行動することになり、将来的に投資家の支持をもたらすといった自己犠牲の潜在的な利得を無視する誘惑が強まった。また、発起人が、株式を公衆に分配する会社側の人々と何らかの持続的な関係を発展させるようなことは減多に見られなかった。その結果、誠実さや正直さのためのインセンティブを提供するリピート・ビジネスの可能性はほとんどなかった。

ある発起人いわく、「私はビジネスをできる限り安く買い、そしてそれを再びそれがもたらす最大の価格で売った。私がこのような方法で何百万ポンドも公衆から略奪した、とある人々は言うかもしれないが、でも私はなんら違法行為をしたわけではない」。このような方法で会社の販売促進に取り組む「金融

ナポレオン」をもってすれば、潜在的投資家が株の公募を組織化する金融仲介者から「安心」を貰うことはほとんどなかったのも当然である(Cheffins 2008, 200)。

しかしながら後でみるように、一般的には発起人もまた株式発行について「質的コントロール」を心がけていた。さらにまた発起人は、しょせん株式発行市場における仲介者にすぎない。株式発行が成功するかどうかは、つまるところベンダーの信用、すなわち創立企業の成功の見通しいかんにかかっていた。

ベンチュアのための法人格取得

19世紀のほとんどを通じて、運河、ドック、ガス照明機構、鉄道にみられたように、公に取引される企業の場合には、上場される全株式を支配するビジネスの創立者が、株式の購入を公衆に要請することによって、直接的に金融上の支援を求め、そしてあらかじめ自分の出資金のみによる会社支配を大部分に放棄することは、ごく普通のことであった。19世紀末葉には、電気会社が公衆の投資を会社の開始直後に求める企業のもっとも目立ったタイプであった。しかし概して、1880年代初頭に開始された電気事業は不景気であり、少なくとも、電気会社に投資された16百万ポンドの半分が失われた。創業まもない企業は、有効性あるいは実用性が疑わしい特許、未発達な技術、そして1880年法(地方の政府当局に、成功した私的に所有される電気供給工場を21年経過後に強制的に購入する権限を与えた)によって妨害された^(注3)(Cheffins 2008, 182)。

^(注3) 1880年代に、照明装置を開発し、特定の地域に電気を供給する企画案に基づいて、電気事業にかかわる公募が相次いで行われた。電気ベンチュアの支持者が投資家の支援を求める普通のやり方は、発明家と特許の購入に同意し、特許権を買収するために会社の法人格を取得し、その次に会社の株の公募を実行することであった。この種の最も重要な新株発行は1880年、アングロ・アメリカン・ブラッシュ・エレクトリック・ライト・コー

1888年には、私的な電気供給会社の21年の在任期間をさらに延長し、現行所有者にとってより有利な強制購入条件を再規定する法律が制定された。大規模な発電機が比較的にかなり安くなり、送電のより経済的な方法が開発されつつあったので、電気供給ベンチュアが新規に到来したようにみえた。しばしば、その挑戦を引き受ける主要な地方自治体も存在した。地方自治体には、20世紀の最初の十年を通じて、イギリス全域に渡る様々な地域で電力を生産し販売する法人格を取得した約20の電力会社が結集した。1880年代末、技術が電気供給の最小効率規模を引き上げたとしてさえも、このようなベンチュアは、建設コストと収益流入の先延ばしのために、依然として金持ち個人にとって力の及ばないままであった。だから、資金調達に直接的に証券公募の方法によって追求されたのである。

20世紀の最初の十年を通じて、ゴム生産は、多数の会社は何らかの事前のビジネスを準備しないまま発起されるもうひとつの分野であった。ゴム価格が急上昇する最中、イギリスの投資家たちは熱狂的に、南東アジアのセイロン（現在のスリランカ）とアマゾンにあるまだ建設されていないゴムプランテーションを支援した。彼らは、ゴムビジネスにかかわるイギリスの会社数が150社以下から約500社に増加した1908年と1910年の間に、約90百万（2006年の通貨では6.45兆）ポンドの価値のある株式を予約購入した。この経験

は不運のものであることが証明された。投資の狂乱が治まった時に、生き残っていて何らかの配当の記録を示した会社は、新会社の内のほんの一部分に過ぎなかった。

『エコノミスト誌』によれば、1899年には電気会社と同様に特許権を利用するために、公募を実行した会社は34社にのぼり、内33社が新しく法人格を取得した。『エコノミスト誌』は、これらの会社の総体的実績を「とても悪い失敗の記録」と特徴付けた。その惨憺たる結果と共に電気会社やゴム会社を苦しめた困難性をみるならば、なぜ、19世紀末と20世紀初頭を通じて株式を公衆に提供した企業が主には、ゼロから始まるベンチュアではなくむしろ、私的会社から公的会社への組織転換により設立される企業であったかが理解できる（Cheffins 2008, 182-3）。

組織変換のための株式発行

1880年代に至るまでは、産業企業による株式公募は、個人主義および控えめな規模の固定資本要件からくる対応によって、不利な影響を受けた。にもかかわらず19世紀の末葉においては、気持ちが退出に傾く産業企業の所有者にとっては、株式公募の実行は、ビジネス投資資産のすくなくとも一部を現金化し、それを再投資することによって、自分の成功した企業金融への執着を軽減する機会を提供した。このパターンについて、ロンドン証券取引所の1911年のあるテキストは次のように述べた。「ビジネスを築き上げた上で隠退を望む優秀で成功した製造業者あるいは商人は、法人格を取得し株式の公募を実行しようとする」と（Cheffins 2008, 184）^(注4)。

ポレイションを結成する際に行われた。会社はイギリスの特許権を照明の「ブラシシステム」および別の白熱ランプ特許に有効に活かすことを目的にしていた。会社の株価の急上昇は、電気生成分野において、「小ブラシ」といった多数の企業の立ち上げを引き起こした。同社は結局のところ、発電機、モーター、開閉装置、小型変圧器の製造において目標を達成することができたが、しかしほとんどの場合に、「ブラシバブル」として知られるようになる事態が発生した。

^(注4) このパターンのひとつの実例は、ビール醸造業者のギネスによる1886年の株式公募である。エドワード・ギネス卿は、社会的地位、称号、名声、素晴らしい生活スタイル（それらは同じく、多額の可処分所得とそれを有利に使うための暇で自由な時間を必要とする）に対する彼の野心の故

公開で売買される会社において、事実上の支配力行使のために十分に大きな株式ブロックを所有する株主が存在する場合には、配当の形態において投資家に利益を分配する圧力が存在するその程度に応じて、そのブロックを「解い」て、株式所有を分散化させるインセンティブは存在している。多数の株式保有者への利益の定期的な分配は、支配的株主が法人の利益を横領し浪費する余地を減らすことになるからである。19 世紀末 20 世紀初頭のイギリスの会社には、このようなダイナミズムが作用していた (Cheffins 2008, 77, 184)。

会社は、自社株のための市場が干上がってしまわないように保証し、また合併や内部的拡張に金融する上で、資本市場に復帰する選択肢を開いておくために、投資家の信頼を保持することを望んだ。定期的な配当金の支払いは、投資家をつなぎ止めるための効果的な手段であった。配当金としての資本所得を全く無視することができ、保有する株が成長してより高値で売却できるまで 5 年 10 年と待機する用意があるような投資家の数は非常にわずかであった。同様に、数百人を数える株主がいても、会社が好調で配当金が支払われるかぎり、ほとんど盲目的に満足していて、

株主総会でも定足数を満たすことが困難なほどであった。だが、その一方で、配当金の中断が発生するやいなや、多数の株主が総会に出席するというような具合であった。公開会社は、定期的かつ持続的な配当金を支払い続けるといった信用されるやり方を余儀なくされているかのように自ら振舞った (Cheffins 2008, 77, 185) ^(注5)。

ほとんどの会社が配当金を支払うだけではなく、気前のよい配当政策を採用した。六つの主要な工業企業について、利益に対する配当金の割合 (配当性向) は、1901 年と 1906 年の間では、68% から 92% までの範囲で変動した。これではサンプルが小さいので、数字は示唆的であるにすぎないが 1890 年と 1906 年の間で、それぞれさまざまな工業部門において活動する会社の平均配当利回り (一株あたり配当額と株価の比率) は、この期間に決して 3% 以上にはならない「金縁」国債のリターンを楽に超えていた。要するに、19 世紀末と 20 世紀初頭を通じて、公開で株式を売買する会社は、コントロールの私的便益がブロック保有者にその保有を解くインセンティブを提供したので、相当に高額な配当金を

に、ビジネスを公開する決定を下した。もうひとつの実例は、人気のあるホットドリンクの製造業者ボブリーによる 1896 年の新株発行である。ビジネスの創始者であるジョーン・ローソン・ジョンストンとアンドリュウ・ワルカーは、両方がその提案の際に 50 歳半ばであったが、彼らの息子たちは、必ずしも後継者と言うわけではなかった。このことが両者に、会社発起人 E.T. ホリーの説得を受け入れさせる余地を残した。ホリーは、ボビリーを 2 百万ポンドで購入し、ジョンストンとワルカーに現金を支払うという提案をした。その次にホリーは、公募の方法 (つまり、株式を 2.5 百万ポンドで公衆に売却するが、しかし会社の経営のために、一見して報酬を引き上げてでもジョンストンとワルカーに働いてもらうというもの) によって会社を再開始させた。

(注5) 1883 年の『インヴェスターズ・マンスリー・マヌアル誌』および『バーデッツ・オフィシャル・インテリジェンス誌』に登録されているイギリススペースの 820 社ほどの会社のうち、80% 超が配当金を支払った。もっと少数のサンプルでも、同様なパターンが示された。1893 年の主要公開会社のリストによれば、上場される 19 社のビール醸造所および蒸留酒製造所の内、18 社がその普通株に対して配当金を支払った。1898 年には、マンチェスター、リバプール、エジンブルグの地方証券取引所でその普通株が売買される 155 社の会社のうち、140 社が配当金を支払った。1900 年には、『エコノミスト誌』によって一級と認定された 36 社の工業株の内、32 社が配当金を支払っていた。『エコノミスト誌』によれば、1913 年には、「二流の工業株」を発行する 46 社の中小企業の内、43 件が配当金を支払った (Cheffins 2008, 185)。

分配する市場主導の重荷を背負っており、さもなければ、盗み取りの如き利益の分配に屈してしまうものたちのために存在していた。

適正株価、景気サイクル、発起人の活動

会社発起に関する1899年のある論文は、「ブーム」においては、発起人は、ほとんどすべてのものをもたらしうるが、それは、公衆がほとんどなんでも受け入れるからである、と指摘している。魅力的な価格で売却できる可能性が、19世紀末葉から20世紀初頭のビジネス企業の所有者をせめて部分的にでも退出させるべく駆り立てた。この時代を通じて、株式に対して、そして投資家の想像を超える産業部門で活動する企業の所有者に対して、幾度か投資家の熱狂が発生した。エピソードの類が、せめて部分的にでも、彼らの企業価値の個人的評価を超過する価格で売却すること上なく良い機会を提供した。『エコノミスト誌』は1897年の事例について、次のように警鐘をならした。最近の会社発起活動に見られる最悪の現象は、プロモーターが（企業により）自発的に提案されるビジネスの組織転換にはもはや満足せずに、商人や貿易業者の間に発起を売り込み、それらの株式会社化を主張するという事実である。寛大な条件が所有者を納得させる鍵であった。満足するビジネスを所有し、熱心なバイヤー（買い手）のアプローチを受けるいづれの会社も、当然に、現状の満足を超える十分な価格を要求した。いいかえれば、バイヤーがしつこく迫り、企業のブロック所有者が無関心を装う場合には、当然にバイヤーは、その所有物に対して価値以上に支払わなければならなかった（Cheffins 2008, 186）。

1890年代半を通じて産業の景気循環は、非常に「ブーム」局面にあった。自転車乗りがイギリスではじめて流行するとともに、多くの人が「自転車産業で巨額の金儲け

ができる」と信じるようになった。投資家と製造業者がきっかけをつかんだ。『証券取引所公報』に登録された自転車会社の数は1894年の9件（名目資本総額1.02百万ポンド）から1897年の67件（同、19.59百万ポンド）まで急増した。この産業界の現役にとっては、その時期はビジネスを売却するために株式公募を利用することがより好都合だったというわけではない。ブーム後の自転車産業に関する1898年のある調査によれば、業界のリーダーであるハンバー・カンパニーの1895年の公募の際には、「その好都合は、旧会社の株主のなかに生じた。という旧会社の株主は、ブームを通じて最高になった高価格で自分の同等の持ち株を売却したからである」（Cheffins 2008, 187）。

企業の合併と株式の公募

株式の公募は、退出と同様に合併に金融するために実行された。産業企業および商業企業における合併は、19世紀の終わりに近づくまでは減多になかったが、しかしその後事態は変わった。19世紀末葉から20世紀初頭を通じて、単一企業のコントロールのもとに、生産の連続的段階を可能にするために設計された多数の「垂直的」合併が生まれたが、それらの合併に必要な資本は、少なくとも部分的にせよ普通株などの証券の公募によって調達された。また、1888年と1912年の間に、繊維、化学薬品、金属、セメント、タバコなど同一産業部門で活動する五つ以上の企業が参加する、少なくとも26件の「水平的」合併があった（Cheffins 2008, 227）。

複数企業の合併によって成立する合併統一体が、たいていは外部投資家が入手を求める普通株を発行して、その合併協定の資金融資に役立てることは、よくみられる慣行であった。資本市場を活用する理由は、たとえば4百万ポンドの資本金を持つイギリス最初の株式会社産業連盟である食塩連合とか、8百万

ポンドの株式および負債資本を有するフィン・コットン・スピナー&ダブラー連盟といった企業結合体に必要な資本を、少数の人がパートナーシップで調達することは不可能であるからである (Cheffins 2008, 187-8)。

合併は企業のベンダーの側にとっては、資本市場の活用を会社に促すというだけではなく、退出に熱心なビジネス企業所有者のためにもきっぱりと解決策を提供するという理由で重要である。20 世紀への転換点において行われた複数企業の産業合併に関しては、産業家族の第二世代または第三世代は、その活動力や関心の衰退と共に、発起人のスキームのなかに長い間の家族ビジネスに対して単純な限界を連想させる魅力を見出した^(注6)。

合併の際の退出が、株式のブロック保有者にとってとりわけ魅力的になりうる状況は、かれらが、産業部門内の競争激化の犠牲者になりうる場合であった。20 世紀への転換点で起こった複数企業の水平的産業合併に関して、企業設立趣意書や利害関係のある企業間の準備会議レポートで繰り返し行われた議論は、利益を減らし過剰稼働力の負担を倍加させる厳しい短期的な価格競争を除去する必要性に関してであった。それゆえ、合併の主たる目的は、合併以前に広がっていたよりも高いレベルで価格を安定させることにあった。競争圧力に対応して組織化された合併におい

ては、もし結果が経営上の機能における広大な集中化に終わるならば、引退を望まない株式ブロック所有者にとっては、競争圧力に対する治療は、逆に病気を悪化させる可能性があった。しかしながら当時の水平的複数企業合併においては、構成要素をなす企業はしばしばもとの所有者が働き続け、重要な経営上の決定権を行使する選択肢を持つという意味で、法律上および管理上、自治的存在のままであり続けた^(注7)。

(4) 証券市場の機構と機能

誰が株式証券を買ったか

一次大戦前では、イギリスの会社の株式の「買いサイド」で最も重要なのは個人投資家であった。機関投資は概して国内株式には向かわなかった。銀行は保守的な投資家であり、部分的に鉄道を例外にして、国内会社の証券保有を決して増大させることはなかった。投資信託は海外証券に焦点を合わせており、株式は、国内であれ外国であれ、彼らの投資の小さい部分をなすに過ぎなかった。保険会社と年金基金は、20 世紀の後半には機関投資家として重要になるが、1914 年までは比較的マイナーなプレイヤーに過ぎなかった。保険会社は株式には用心深く、概して債務証券に投資することを好んだ。

個人投資家に関しては、「本格的な」証券保有者の数が、1870 年から 1914 年までに、25 万人から 100 万人へと著しく増大した。鉄道証券保有者の数は、1887 年の 54.6 万人

^(注6) たとえば、石鹼および化学薬品製造業者であるジョセフ・クロスフィールド&サンズ有限責任会社の社史によれば、クロスフィールドの第三世代は、1911 年にライバルのプルナー、モンドに会社を売る決定を下したが、その理由は、提案された条件が金銭的に魅力的であり、おそらく、ジェー・ジェーとジョージ・クロスフィールドにとっては、家族ビジネスを手放すことには何も心苦しいことではなかったからである。ジェー・ジェーは、石鹼には大して興味がなかったが、旋盤細工の優秀なアマチュアの機械工であり、そして素晴らし漁師でもあった。ジョージもまたスポーツマンであり、狩猟の愛好家であった (Cheffins 2008, 188)。

^(注7) 構成企業が享受した独立性によって規模の経済性の開発が阻害され、合併が不利に影響した事例として、イギリス・ソーイング・コットン、カリコプリンター連盟、ブリテッシュ・コットン&ウール・ダイヤー連盟などがある。ただし完全に破綻した重要な合併企業は、唯一、ヨークシャイヤー・ウールコンバーズ連盟だけであった (Cheffins 2008, 188-9)。

から 1902 年 80 万人に増えたが、保有証券の約半分が普通株であった。鉄道以外の会社については、株式所有者の数は、1860 年代初頭の 5 万人以下から、20 世紀最初の十年間の 25 万人と 50 万人との間へと増大した。

投資家ベースは、それまで株式投資の意味など知らなかった階層にまで広範囲に広がった。たとえば、主要なデパートメントストアの一つであるセルフリッジの株主は、木製家具職人、ガス集金人、事務職員、看護婦、主婦、学校の女性教師そして住み込みの女性家庭教師であった。しかし株式投資は、大きくは富裕層のために用意された活動のままであり続けた。1914 年では 100 万人の「本格的な証券保有者」は、イギリス総人口の 2.2% を占めるにすぎない。被相続人ひとりの投資が投資家全体の証券保有に代わって信頼できる数値を提供すると仮定すれば、この 2.2% というごく少数が最高の裕福層を成していた。1913/4 年に亡くなったものたちが残した遺言状に関して内国歳入庁が集めた総計データによれば、1 件当たり平均で実に 5 万（2006 年通貨に換算して 3.38 百万）ポンド余りの遺産価値が株式、払込資本金（株式）、ファンドから構成され、全遺産の約 55% を占めていた。

株式を所有する投資家の中核には、1880 年以前もそうであったが、成功した産業企業の所有者が株式需要の重要な源泉として存在していた。特にかれらは、経営管理していた企業から部分的にであれ退出した後、とっておきの資本の投資に期待を寄せていた。また 19 世紀末葉海外小麦の大量流入に伴い危機に陥った農業土地所有から資本を引き揚げて証券取引所の証券に再投資する富裕な地主の活動もあった。しかしながら投資階級におけるもっとも重要な傾向は、「安全」投資家の姿勢の変化において見られた。(Cheffins, 2008, 191)

1870 年代では、25 万人の証券所有者の 5 分の 4 が「安全」投資家であり、投資手段と

して株式を無視していた。1884 年と 1914 年の間に、この投資家層の規模は、一部はかなり多額のサラリーを稼ぐ専門家や経営者の数の急増のために著しく拡大した。同時に、「安全」投資家の投資範囲が広がった。1880 年までは、相当な人数がすでに鉄道証券に投資していた。それから主要な株式銀行が同様に人気ある投資先になった。一次大戦に近づくに従って、「安全」投資家は、ますます産業および商業企業によって発行される証券に向きを変えていった。かれらは、市場性と安全性を偏愛して、しばしば債券や優先株などプレ普通株証券を選んだ。20 世紀最初の 10 年の終わりまでに、大多数が少なくとも幾らかの普通株を保有するようになっていた (Cheffins, 2008, 192)。

海外投資と国内投資の競合

1880 年から 1914 年の間に、イギリスの会社の株式に対して「買いサイド」が膨張した。その膨張に対する一つの潜在的な妨害物は、海外投資を選択する可能性であった。外国資産の利払いから生まれる巨額所得を獲得する「レンテイアー（不労所得生活者）」階級が存在していた。これら所得は、巨大な貯金プールを形成したが、それらは、国内産業、特に産業の新技術部門に投資するよりも、むしろ海外に再投資された。経済史家の間で、19 世紀末から 20 世紀初頭におけるイギリスの相対的な衰退は、経済的「失敗」の一形態をなすものか、それとも、維持し難い卓越性からの単なる不可避免的な転調に過ぎないか、に関して大論争が続けられてきた。(Cheffins, 2008, 193) しかしイギリスの海外投資こそが大英帝国を含む世界市場全体の成長を導いた、といえよう。

その結果としてイギリスは成長率において、資本輸出先諸国よりも相対的に劣るほどになった。年成長率は、1880 年代、1890 年代、1900 年代をつうじて、イギリスの場合

(2.1%, 2.0%, 1.5%) に比べて、ドイツ (2.8%, 3.5%, 2.9%), アメリカ (4.0%, 3.7%, 4.0%) 西ヨーロッパ (2.6%, 2.1%, 1.8%), カナダ (3.3%, 3.4%, 6.1%) の場合により高かった。ともあれ投資の海外選択は、19世紀末から20世紀初頭においてイギリス投資家にとって魅力的であった。なぜなら彼らは、イギリスに対して相対的に成長しつつある諸国に資本を割り当てることから、潜在的に可能な利益を実現することができたからである。(Cheffins. 2008. 193)

とはいえ、19世紀末から20世紀初頭においては、海外投資は、海外諸国のすぐれた経済の実績によるというよりも、多くのイギリス人投資家が精通していた「多様化」投資戦略の潜在的利益によって動機づけられていた。投資家はなぜ海外投資を欲したかは、十分には明確にならないとしても、とにかくこの資本の流出は、相当なものであり、「世界史上最高額の完全自発的資本移転を示す」といわれる。海外資産への投資がイギリス人資本保有総額に占める割合は、推定で34%から44%に及んでいた。これほどの規模の海外投資は、イギリスを本拠地とする会社の株式に対する需要に関して、少なくともある程度の「クラウデング・アウト」効果を作用させたことを暗示している。(Cheffins. 2008. 193-4) しかし19世紀末葉以降の海外投資は世紀中葉とは異なり、一方的に国内株式に対する需要抑止装置としては機能しなかった。国内株式市場も「多様化」投資戦略上の有力な選択肢の一つとして浮上したからである。

イギリスの会社株式が外国のそれに勝る資本収益率(リターン)を実現させるその範囲で、海外からの資本牽引力は弱まり、投資家は資本をイギリスの株式市場に割り当てる心構えをするはずである。イギリスの会社は1880~1912年において、まさしく海外株式に勝るリターン(収益率)を実現したが、このことがその時代を通じて、国内株式に対す

る需要を持続させることになった。1883~1912年にわたり、イギリス法の下で法人格を取得して、それぞれイギリス、帝国、外国で稼働する約500社の収益性に関するある調査結果によれば、イギリスの会社は、12に区分された部門(たとえば、鉄道、商業、工業、銀行、農業及び抽出物、金融トラスト)のうち、7つの部門で帝国の会社よりも収益率がより高く、6つの部門で外国の会社よりも収益率が高かった。国内にベースをおく会社への投資は、投資家にとって賢明な戦略であった。帝国というよりも、国内経済という観点から見て、産業と商業企業は、今日一般的に広く受け入れられている見解が示唆するよりも、はるかによりよい仕事を成し遂げていたといえる。利益の長期的減退の証拠は存在するとしても、イギリスの会社の収益減退は、外国の会社の場合のその低下に比べて決して急速というわけではなかったし、帝国の会社の収益減退を下回ってさえいた。(Cheffins 2008. 203-4)

566社の別のサンプル調査においても、同様なパターンが示される。このサンプルは、「一級と二級」(1870~1913年までに、イギリスの証券取引所で取引され、定期的に配当を支払い、負債に対して間断なく利子を支払い、長期にわたる大きな価格下落に苦しむことのない証券を有する会社を意味する)のイギリスおよび外国の会社によって構成されている。このサンプル調査の結果によれば、外国の証券(普通株、債務証券、優先株)は平均で、年率5.72%のリターンを実現させ、4.41%を実現した国内証券を上回っていた。同様に外国の株式は平均で、国内株の6.37%に対して8.28%とより高いリターンをもたらした。とはいえ、このような国内株と外国株との間の相違は、大きくは鉄道の実績がより劣っていたことに原因が帰せられる。イギリスの鉄道は平均で、単に年率4.33%のリターンを実現したに過ぎない(低リスク・低リターン)。また鉄道は、1880年に

はデータベースの13.0%, 1913年には9.7%を構成していた。イギリスでは鉄道以外の部門の会社が、外国の会社と比較しても、相当に上首尾な結果をもたらしたことは明らかである。多数の国内製造業および商業上のグループが、非国内グループの最高と同じ幅の株式リターンを生んでいた。

時系列でみると証券投資の国内優位と海外優位とが入れ替わった。海外でより高いリターンが得られる可能性が、この時代を通じてずっとイギリスの会社の株式投資に影響を及ぼしていた。しかし1870~6年と1887~6年には、国内株が海外株よりも優れていた。1977~1986年は、海外リターンの方がより高かった。1897~1909年は海外優位の時代であり、国内投資と海外投資のギャップも最大であった。続いて1910~13年は国内優位の時代であり、国内投資の選択肢の魅力が相対的に高まった。『エコノミスト誌』(1914年)は、イギリスの証券を購入した人々を祝福しながら、「外国投資の流行は、一部は資本家仲間の意味のないパニックによるものであり、イギリスの産業は、いづれの海外諸国よりも、より容易にかつより安価に国内から資金を調達することができる」と主張した(Cheffins 2008. 204-5)。

投資家が19世紀末と20世紀初頭においてもった選択肢について検討する場合には、海外投資に代替するものとして国内投資もまた重要であった。というのは投資家は、イギリスの資産に対して全面的な優先傾向を持続けたからである。国内投資バイアスは、1880年代の電機株、1890年代半の自転車株、自動車株および醸造株、1909~11年のゴム会社に対する熱狂において明瞭に現れた。政治家やジャーナリストが海外投資を唱道したにもかかわらず、イギリス人の資本保有総額の約3分の2は国内資産に投資されていた。イギリスは、大多数のイギリス人投資家にとって「おはこ」の投資国であった訳である。

(Cheffins 2008. 119. 205)

イギリス人投資家が資本を国内に配分しようとする場合に、国債などと比較してどの程度のリターンをもたらすかということが、その株式に対する需要を支える助けとなる。政府発行の「金縁」証券の利子率は、19世紀を通じて3%以上であったが、1888年には3%を下回り、そして1907年までは3%以上に上昇することはなかった(低リスク・低リターン)。投資家は、より高い利回りをもたらす国債証券の代替物を求めるようになった。ほとんどの投資家がより良いリターンを熱望しており、ある程度のリスクは受け入れる用意ができていた。イギリスをベースとする会社の株は、一次大戦にいたる43年間のうち34年について国債あるいは確定利子付き債券よりも優れており(1897から1914年まで、リターンの相違は推定3%対5%というように構造的であった)、一つのよい投資選択肢であることが証明された。(Cheffins 2008. 119. 205)

鉄道を除く株式は、鉄道証券(株式と社債)よりも高い年リターンをもたらした。(1877~86年, 1887~96年, 1897~1909年, 1910~1913年の各平均で、7%対5%, 9%対6.2%, 1%対0%, 6.1%対1%)。そして鉄道証券の質の実績が、その人気を他の投資に比較して低下させる原因になった。証券に対するこのような人気の低下は、長期にわたりまた広範囲に及んだが、鉄道市場だけに限定されてはいなかった。投資家は特に、以前はより多くの信用を集めていた投資グループの将来に関して危惧するようになった。公衆は、コンソル公債(政府発行、年利3%、償還期限なしの永久公債)や国内鉄道株を買おうとはせず、市場を他の方向で活性化させた。そのシフトの当然の受益者こそ鉄道以外の会社の株式であった。

19世紀の最後の二十数年間、輸入食料品の氾濫が悪天候と結びついて国内農業をたたきのめした。小麦耕作農場が特にひどく打撃を受け、地代と土地価格は下落した。農業用

地のリターンは、全く期待し得ないものとなった。土地所有者は、農業関連所得（地代）への依存を減らすことによって対応した。1880年代に土地所有者の土地売却資金による株式市場投資が本格的に始まった。このことが、さらに土地売却を促す1909年土地課税の新規導入と相まって、イギリスをベースとする会社の株式に対する需要をさらに増大させることになる。イギリスの会社の株式は、第一次大戦のちょっと前まで年々良好なりターンをもたらしたのであり、ほとんど確実に、新しく投資のために得られる資本にとって評判の良いはけ口となっていた。(Cheffins 2008, 207)

情報の非対称性を矯正する様々な手法

相対的な投資リターンが国内ベースの会社の株を潜在的にイギリスの投資家にとって魅力あるものにさせた一方で、株式市場を悪化させる情報の非対称性は株式投資上、依然として障害物であった。株式公募と継続的な金融実績については、（先に会社法のところで見たように）デスクロージャーの規制は不十分であったが、このことは、公衆への売却のために会社によって直接提供される株を買うか、または二次的な取引において株を買うかについて熟考する投資家が潜在的に、情報上の相対に不利な立場に置かれることを意味した。株式公募は不定期的に発生する事態であるが、ほとんどの株式売買は、「二次取引」において日常的に行われる。二次取引に関与する投資家は、株式の時価、会社の業績と履歴に対する評価、会社の将来見通しに基づいて、株の売り買いを決定する。だから証券市場が情報上の非対称性によって特徴付けられる場合には、投資家にとって破壊的な「不良品（期待を裏切るリターン）」市場が発展する可能性は大きい。しかし19世紀末から20世紀初頭のイギリスの株式市場では実際には（完全には程遠いとしても）、合理的な活気ある株式買

いサイドを持続し拡大させるために、情報の非対称性を矯正するさまざまな便宜的手法が十分に発展していた(Cheffins 2008, 94, 207)。

19世紀末から20世紀初頭では、株式公募に応募することは、小投資家のニーズによく適合しており、彼らにとって潜在的に安価で便利な投資方法であった。会社の発起人は、潜在的にためらいがちな投資家を勧誘するために使用するさまざまな技能を持っていた。会社発起人は、自分自身について正直かつ高潔であるとの評価を喚起するようなことは重んじなかったが、富裕であることと影響力があることを見せびらかし誘導することは、「勝ち組を支援する」という考え方を強調することによって、株を買う気を投資家に起こさせることができると理解していた。客を接待する際に示される発起人の豪華さや大邸宅やワイン貯蔵庫の壮大さが、どれほど彼は金儲けに成功したかを示し、投資家の躊躇を克服する上で役に立った。もし発起人が、このように豪勢な生活をするために資本を蓄積することができたとすれば、投資家も同様に金儲けをすべきではないか。

会社発起人は成功事例の公開によって注目を集めることを知っていたが、一方で、世間体の尊重もまた彼らの影響力の強化に役立った。そのやり方のひとつは、肩書きをもつ著名な人々を会社役員会に指名する（株を売り出すために配布する新株発行の目論見書に役員名を記載する）ことであった。たとへば、自転車、タイヤ、自動車会社による相次ぐ公募の最中には、これらの産業で活動する19社が1896年、それぞれ役員会に王国の貴族ひとりを任命したが、そのうち実質的なビジネス経験者は、一人しかいなかった。投資家は、目論見書に、貴族、準男爵、ナイトまたは議員、大佐、中佐などの肩書きを認めるやいなや、さらにいっそうの調査をすることもなく、応募の申請書を送った(Cheffins 2008, 94, 208)。

会社発起人はときどき、株式を最前線で予

約購入するように友人やビジネス仲間に働きかけ、ある種の強い値上がり株需要を作り出すことによって、外部投資家の注目を集めようとした。あるいは発行人は、株式引き受け業務協定（当事者たちが売れ残り株を全部引き受けるための料金を保証する）を導入することによって、売却するベンチュアを支援する投資需要の底上げが既に存在していることをアピールしようとした。（ただし 1914 年までは、株を発行する国内会社に関して、その引き受け業務の利用が特別に広く行われていた訳ではない）。発行人はまた、楽観的な利益予測を投資家にアピールするように努めた。年々の利益に関する詳細な情報の代わりに、将来利益を見せびらかして投資家を誘惑した（Cheffins 2008, 208-9）。

会社発行人のマーケティングの仕方は未熟であり、「発行人は、欠陥のある資本市場システムの内でも、特別に有害な目玉である」などと言われた。たとえば自動車産業の場合に、「しばしば一貫性や規律なく資金が市場に投げ込まれ、貨幣が波のように不注意に〈レモン〉（欠陥品）に供給された。問題が表面化した時には同様に無分別な退場が続き、余りにも性急な不注意によって、問題が拡大された」。たしかに発行人とそのマーケティング手法はある場合には誤った資本配分を促進した。しかしながら、株式市場のための必要条件は多数整えられていた。（Cheffins 2008, 209）

第一に、19 世紀末と 20 世紀初頭においては、株に対する投資家の需要には、引き潮と満ち潮があり、会社の発行人は、市場センチメント（心情）の変化の範囲内で活動しなければならなかった。会社発行人が依拠するマーケティング手法は、もしすでに株式の価格が有利に動いておらず、投資家にアピールする「一時的流行」の目星を持たなかった場合には、牽引力を持つことはできなかった。産業証券は、それに対する本物の需要が

ない限り決して売れなかった。優良株は、同じ分野の不良株を無理やり引き上げ、それによって、無節操な発行人のたくらみを手助けした。市場が改善されればされるほど、新しく市場に価値のないがらくたを押し付けることがますます容易になった。（Cheffins 2008, 209.）

ブームが過ぎて投資家の楽観主義の急上昇が根も葉もないことが分かった後、株式に対する需要が効果をなくしつつある時に、1914 年前の投資家たちは、「一度かまれたら、用心深くなる」というメンタリテイに順応していた。この投資家のメンタリテイによって、以後の継続的な発展と拡張のために必要な資金の調達が厳しく損なわれた。このようなビクトリア期の資本市場における非生産的なアンチ産業的バイアスこそが、イギリス経済が 19 世紀末から 20 世紀初頭において「停滞し」始めた重要な理由の一つであったとみなされる。しかしながら現実的には、投資家のセンチメントにおける短期的な急騰に続く不快な経験が 1914 年に至るまで株式の「買いサイド」を非常に妨害したというようなことはあり得なかったようである^(注8)。

(注8) 株式の需要に影響を及ぼす投資家の楽観主義の最初の急上昇は、1882 年に起こり、電機産業に影響を及ぼした。次は、ギネスによる 1899 年の新株発行の成功後の相次ぐ公募であり、1890 年までに、86 の醸造会社が資金調達のために公開された。それから事態は穏やかにすすみ、1893 年には、会社発起と株式引受のビジネスは、事実上死んでも同然であった。しかしながら、1890 年代末には、国内の会社による公募が醸造業の新しい波に導かれて最高潮に達した。それから、自転車、タイヤ、自動車会社による数え切れない程の公募によって特徴づけられる「自転車ブーム」であった。

1899 年には、自転車ブーム崩壊の通夜のさなか、投資を目指す公衆の間のほとんどの部分に、株式購入に対する明白な嫌気が存在していた。株式市場の一時的休止はしばらく続いたが、優良証券でさえも公衆が予約購入をしようとしなかった。その理由は、一部は会社の新株発行に関連する

第二に、注意深い投資家は、彼らが当てにする公募に関して販売中の株式をじっくり吟味したいと望む場合には、「健康被害警告」をたくさん受け取ることができた。ある1899年の論文はあざやかに戒めのメッセージを伝えた。「極めて妥当な想定であるが、情け容赦ない発起人たちが彼らの特別な獲物とみなす質素な田舎の投資家さえもが、やがて、極端な残忍さという点で野生の猫（財政的に不安定な企業の意味がある）と謹厳な正直者の提案とを区別することを学ぶであろう」。被害を受けやすい投資家は、『ストック・イクスチェンジ・インテリジェンシィ誌』に助言を求めることによって、もみ殻のクズ（見掛け倒しの有望さ）を穀物（現にあった事実）からふるい分けることができた。主要な会社の取締役をリストアップし、過去の新株発行目論見書を再録するこの雑誌は、公開で取引される会社の株式資本準備に関して、詳細な情報を提供したのである（Cheffins 2008. 209-10）。

必要な辛抱強さを欠いている投資家のためには、いかにより少ない努力で同じ得点をうるかにに関して、たくさんのアドバイスが存在していた。投資に関する1901年のあるテキストは露骨に、新株発行目論見書が「ゴテゴテ飾り立てられ」ている場合には、通常は

「紙くず箱に捨ててしまうのがよい」と述べた。新株発行目論見書をいかに精査すべきかと題する1897年の論文は、次のように述べた。「もし投資家が誘惑をすべての意味において信用しようとせずに、話されるべきものを知ること、そして不適切なものに注意を払うことを求めるならば、かれは、多くの隠れた危険を避けることができるだけではなく、新株発行目論見書に、純粋なプラトニックな視点からの興味ある研究を見出すであろう」。1897年の『エコノミスト誌』は自分自身の判断を使うことを好む人に対して、もっとも誠実かつ正義の人々こそ、簡単に欺かされるので、（社外）取締役の名前は、確かな助言とはならない、と論じた。発起人は、「装飾品」取締役について、この手法は「投資家をすり減らす」と考えるようになった。少なくとも、自転車、タイヤ、自動車会社の公募の際には、1900年以後は、肩書きのある個人は、それ以前よりも会社役員会ではあまり普通ではなくなった。（Cheffins 2008. 210）

このような訴えによるかよらないかはともかく、投資家は特定の産業部門の株式に対する熱狂の波の最中にでさえ、しっかりと公募をあれこれえり好みした。自転車、タイヤ、自動車の株式の1890年代半のブームにもかかわらず、19世紀末葉から20世紀初頭までに実行された会社を含む306件の公募のうち、97件だけが完全に予約購入されたにすぎない。投資家は中小企業をえり好みしない傾向があったが、しかし、大規模公募も同様に、時代の達人とされる会社発起人の一人がかかわっている場合にでさえ、失敗する可能性があった。（Cheffins 2008. 210）

第三に、19世紀末と20世紀初頭を通じて、多くの株式公募が発起人の関与なく大きく地域ベースで実行された。鉄道は例外であるが、1880年代前には、株式市場は、強い地域的な方向性を持っていた。1883年ごろ、公開で取引される株式を有するイギリスの会社の

苦々しい経験にあった。しかし1909年末には、様々な部類の産業株式のなかに新たな活気が見られ、証券取引所投機が復活した。イギリスの会社によって構成され、ゴム製造に従事することを提案するゴム産業が、特に劇的に影響を受けた。「ゴムブーム」は1909年に始まり、1910年にピークに達した。1910年の後半までに、マラッカ・カンパニーによって公表された期待はずれの金融ニュースによって、株式市場に対する懸念が生まれた。この会社は、より大きなそしてより良く評価されるゴム会社の一つであった。この不愉快な会社は公衆が熱狂に囚われ、会社の発起人が慌ててその激情に迎合するような場合には、無分別な投資を強調する危険を想起させた。1911年までに、目がくらむような期待は大きく粉々に打ち砕かれた（Cheffins 2008. 215）。

約80%が、自社の株式が取引されるその主要株式市場と同じ都市に本社を持っていた。第一次大戦が近づくに従って事態は若干変化した。ロンドン証券取引所が工業・商業株を取引する上でますます重要な市場になり、そして電信電話の使用が、地域間株取引の障壁を掘り崩していった。それでも依然として1914年までは、ときおり特別な環境のもとで合流する多数の地域的な「貯金のどんぶり」が存在していた。イギリスには、資本市場は一つでなく二つの存在している、と言われた。イギリスで法人格を取得した会社のうち、国内で活動する会社の株の所有権を支配するものはロンドン外のイギリス人投資家であり、一方海外で活動する会社の株主の大多数は、ロンドンの投資家であった(Cheffins 2008. 210)。

株式の公募が、強いローカル志向を持つ場合には、潜在的に新株発行にともなう情報の非対称性の問題はそれほど深刻なものとはなかった。地方の市場では、ベンダーのビジネス上の評判とその事業の見通しとの両方に関する投資家の側の地場的知識によって、十分な数量の取引が行われた。結果として誠意の感じられない販売促進は除去され、また証券が適正にその投資金額に近い価格で売却されるよう保証された。会社発起人に対する評判は強制力としてほとんどの場合に無力であった一方で、地方で資本を調達する会社を投資家に推薦するものたちは、用心深くなる強い動機を持っていた。株式の大量マーケティングが、ブローカーの媒体を通じてなされ、州や製造業タウンの銀行家や法律家によって成長していった。彼らの全てが、彼ら自身の評価を高める目的のために、ますます生真面目でバランスのとれたアドバイスを顧客たちに提供したからである(Cheffins 2008. 211)。

19世紀末と20世紀初頭において、ロンドン証券取引所における会社株式の取引が成長

したが、それは多くの場合に、会社の所有者が自分の会社の株式を地方の立場で売り出すことが不適切な選択肢であることに気がついたからである。にもかかわらず、地方の資本市場は、多数の会社の必要性を満たす上で十分に盛況だった。地方資本市場のこのような継続的な頑健性を前提としてみれば、19世紀末と20世紀初頭の株式公募においては、株式市場を潜在的に苦しめる情報の非対称性は、表面に現れるほどには深刻なものとはならなかったことが明らかになる(Cheffins 2008. 211-2)。

配当政策と二次的株式市場

19世紀末と20世紀初頭を通じて、株式の二次的取引への参加に注意を払う投資家は、何を買何を売のかのアドバイスを提供する法的に強制された法人デスクロージャーに依存することはできなかった。しかし会社を評価するために会社の配当政策を頼りにすることはできたとし、実際にそうした。会社を評価する場合に理想的には、直接的に配当金支払いの域に留まるべきではないということは一般的に気づかれていた。『エコノミスト誌』は1910年に次のように述べた。「株価は、支払われる配当によるよりも儲うけた利益によって決定的に影響を受けるはずである。というのは、配当金は支払われるが利益は得られないという場合には、株主は、単に資本の払い戻しを受けることになるに過ぎないから。同様に投資家は、会社が過去に安定した配当金を支払ったということだけを理由にして、そのようなハッピーな状態が永久に続くなどと思い込むべきではない。配当金は、財務実績、競争者からの潜在的な市場圧力、そして当該ビジネス部門に影響する一般的なすう勢を考慮して決められるからだ。」(Cheffins 2008. 212)。

しかし19世紀末20世紀初頭を通じて、信頼できるデータが少ないので、配当政策は、

投資家が主に頼りにする情報とならざるをえなかった。配当は実際に、投資家に信頼できる情報を伝える手段となっていた。配当に関して会社が行う決定は、その政策変更が会社を他社よりも抜きん出た存在にさせる場合にのみ、情報伝達効果をもった。イギリスでは、大多数の会社が、年に一度配当金を支払い、そして大金の支払いを安定的に維持することを目的にしていた。結果として、前年までに配当を切り詰めるか、まったく見送った会社は、配当メッセージの強化という標準的政策から逸脱するものとして、投資家にとってとても目につきやすい存在となった (Cheffins 2008, 212)。

一方で配当は、誤ったシグナルを送ることに対してはペナルティーが存在するとする場合にのみ、情報伝達の機能を実現し得た。19世紀末 20 世紀初頭を通じて、会社法が会社の無分別な配当支払いに対する潜在的な抑制として機能していた。先に見たように、会社法 (アソシエーション条項) では、配当は利益のみから支払われるものとされていたからである。しかしながら、せめて短期間ならばこの制約を回避する方法があった。利益の総額は、収益に対して費用 (たとえば減価償却費) を削減することによって上方修正されうるし、また会社は本年に生まれた利益を、前年まで持続して損失を帳簿に残したままで、配当として分配することが許されたからである。また会社は、配当金支払いを継続するために、もし短期であれば現金を銀行から借り入れることができたし、実際にそうしたからである (Cheffins 2008, 212)。

このように会社法の規定を一時的に回避できるとしても、もし分配される現金がある時点で基本的に利益によって支えられないとすれば、取締役はシラを切り通してその場をやり過ごすことなど絶対にできない。株主への現金分配を貫き通す営業損失企業はおそかれはやかれ大損害に遭遇して再建に向かわざる

をえなくなる。19 世紀末から 20 世紀初頭にかけて、資本から現金が不適切に分配されたと申し立てるいくつかの「配当金訴訟」が発生し、その審議をめぐってしばしば報道機関が批判的な論評を行った。不適切な気前の良すぎる配当政策から連想される危険を前提にしてみれば、投資家たちは、(適切な) 配当金支払いを維持しまたは増加させる決定を下した会社をみて、分別よく推定することができた。その配当政策を設定した取締役たちは、会社の見通しは現在の現金分配レベルを当面は支える上で十分良好であると信じている、と (Cheffins 2008, 213)。

配当金は法人の繁栄 (もしくは繁栄の不足) の手がかりを提供するので、そしてまた他の金融上のデータが不足しているので、投資家は、株式の売りもしくは買いを決断する際には、当然のことながら配当金支払いに大いに注目したのである。なお配当金と株価との間には事実上強い相関関係が存在していた。配当金の支払いが株価と強く結び付いていたことによって、配当金は投資家にとって価値ある情報伝達の手段であることがさらに裏付けられる。要するに配当政策は、堅固な金融データが不足している環境のもとで、取締役会と投資家との間に存在する情報の非対称性——経営と所有の分離——を十分に克服するものとして、株式の二次的取引に参加しようとする投資家に対して、適切な出発点を提供したのである (Cheffins 2008, 113)。

(5) 所有と経営の同一性

「3 分の 2 ルールが意味するもの」

ハンナ (Hannah 2007) は、19 世紀末葉以降、既にイギリス企業において所有権とコントロールの分離が生じたという自説の統計的証拠の欠落を埋めるために、先に触れたロンドン証券取引所の上場ルールを持ち出した。この 3 分の 2 ルールは、ベンダーの出資金比率

を会社資本金の 3 分の 1 にまで減らすことを義務付けた。払込資本金の 3 分の 2 が、公衆が応募する株式に割り振りされるものとされた。ハンナは、古文書研究にもとづいて、ルールは厳格に執行された、と主張する。「相場付けされるイギリス産業の大多数が 20 世紀初頭までに非常に分散化した株式保有を、33% 以上を所有しないそしてそれ以下を所有する取締役とともに有していた。」3 分の 2 ルールは確かにある程度までは株式分散を促進した。しかしながらルールの影響力は、いろいろな形で限定されたものであり、しかも株式所有の多かれ少かれの分散化は決して「所有と経営の分離」を意味するものではない。それ故ハンナがみなしているように一次大戦前夜までに「イギリスの最大株式会社について、所有権のコントロールからの分離を一般的に推定することは不適切である」(Cheffins 2008, 226)。

このルールの限界のひとつとして、ロンドン証券取引所で相場付けを獲得し、正式に 3 分の 2 の株の売却の協定を結んだ会社の所有者は、その後に、株式市場で売却された株を買い戻すことによって、自分の株式ブロック保有を強化することができるという点があった。ハンナは、この慣行は広い範囲には及ばなかったことを、取引費用と、公募をきっかけとする株式価格の一般的上昇傾向とを引き合いに出して示唆する。しかしながら、たとえばカッスル・ライン輸送会社は、1881 年にその普通株のまさしく 3 分の 2 を公衆に流通させた後に、ドナルド・カリーはその会社の彼の個人的株式保有を 1882 年の 9% から 1883 年の 18%, 1886 年の 27%, 1899 年のピーク 44% と不断に増大させた。エドワード・ギネス卿も、かれの醸造所が最初の公募を 1886 年に実行した後、それと全く同じことをおこなった。かれは、ロンドン証券取引所で許可されている普通株の最大 3 分の 1 を割り振りされたが、公開市場で会社の株を買

い上げ、1888 年までに 250,000 の発行済み株のうち 132,500 株を保有していた。(Cheffins 2008, 226)

また、株式の相場付けを追求する会社の所有者は、ロンドン証券取引所の上場ルールにしたがうが、優先株や無担保社債のみを発行することによって、総会の投票で完全な投票コントロール権を保有することができた。ハンナはこのことを認めるが、しかし、醸造所以外は、相場付けを追求するほとんどすべての会社が、普通株の 3 分の 2 またはそれ以上を公衆に対して発行することを選んだと主張する。実際には、公募の際のベンダーが完全に 3 分の 1 あるいはそれに非常に近い株を保有することが標準であったし、彼らが全くしばしば普通株の全てを保有することさえあったようである。1914 年にいたるまでは、イギリスの会社による公募の大多数は、いかなる普通株の売却をも伴っていなかったと言われる。19 世紀末と 20 世紀初頭では醸造、鉄鋼部門の公募の際には、典型的にはベンダーが普通株の全てを保有したこと、ある鉄鋼会社においてのみ、所有者はすくなくとも 3 分の 1 の株を保有することに失敗したことが報告されている (Cheffins 2008, 227)。

同様に、1888-1902 に株式公募によって裏付けされた産業会社間の主要な水平的・垂直的合併のほぼ半分において、ベンダーは、議決権を有する株式の全てを保有していた。少数の事例において、ベンダーは、3 分の 2 ルールの規定を上回る株式を保有していたが、さもなければ、許される 3 分の 1 株、ないしはそれに非常に近いものを保有することが標準的な慣行であった。株式公募によって裏付けされた主要な水平的・垂直的合併のうち明らかに少数派に対して、ベンダーのブロック保有が正常であった。輸送会社エラーマン・ライン有限責任 (1901 合併、公募) では、ベンダーのジョーン・エラーマンが過半数株主であり、ユニオン・カッスル有限責任 (1900 合

併、公募)では、ベンダーのドナルド・カリーが約25%を保有した。その他、ジェー&ピーコート(1896年合併)、アームストロング、ウィットワース(1897年、合併・公募)、ビッカー、サン&マキシム(同)について、それぞれ、ブロック保有者の存在によって特徴づけられる。(Cheffins 2008, 228)

先に触れたように、19世紀末と20世紀初頭に行われた大規模な水平的合併の顕著な特徴は、それらが、大抵の場合に合併を構成する会社の企業間競争を弱めるというはっきりした目標を持って、同一産業において競争する多数の企業を単一法人の傘のもとに編入するということである。この種の合併においては、支配的ブロック保有は、合併構成会社の元の所有者の間に、ベンダーとして活動する単一の創立者または家族が存在する場合よりも、より広く分散保有されることになるが、しかし大抵の場合に事実上ブロック保有者が社外取締役としてそのまま居残った。合併で成立する新結合体においてベンダー取締役間の大激戦を通じてトップに出世するものたちは、たまたま起こる全てのことが、あたかもそれまでは彼ら自身の個別企業で行われたものがユニットの増加によってより大きく成長したものであるかのように、合併会社の業務を遂行し続けることができた。なんら同輩中にリーダーがいない場合にさえ、元の所有者たちは大体、彼らの権威に対する何らかの類の株主挑戦を食い止めるために、取締役として委任投票権も含め十分な議決権を持っていた。(Cheffins 2008, 228)

3分の2ルールにともなう重要な付加的必要条件は、会社がロンドン証券取引所の相場付けを要求する場合にのみ、その条件が適用されるということである。株式公募をする会社は、しばしばこの相場付けルートを認められなかった。しかし先に見たように、第一次大戦以前は、会社はしばしば、十分な相場付けの方法によるよりも、特別な合意の方法に

よって株式がロンドン証券取引所で取引されるよう準備した。特別な合意を成立させるために、会社は証券取引所に趣意書あるいは同等の文書、会社の株式資本の明細、公衆やその他に割り当てられる株式数の詳細を提供しなければならなかった。証券取引所は、市場が「買占め」に合わないことを保証するために、公衆に割り当てられる株式の数に関する情報を要求したが、しかし期待される特別な合意が拒絶されるようなことはほとんど全くなかった。それゆえ特別な合意は、ビジネスの所有者がそのコントロールを放棄することなく、普通株の十分な相場付けに必要な程度にまで必要な投資を実現しうるその方法を提供した。(Cheffins 2008, 229)

特別な合意を獲得する会社は、ロンドン証券取引所での相場付けを要求することなく公衆に株を流通させる会社の(大集団の中の)小集団にすぎなかった。その他の様々な会社が、地方の証券取引所で売り出されたが、そこでは、時折、株式が「不十分にしか公衆の手の中になく、3分の2ルールを順守することなく供与される可能性がある場合には相場付けは拒絶された。商業界には、普通株が公衆に売却のために提供される場合には、そのうちのかなり大きな割合の株式が売却のために使用可能にされるべきであるという一般的な期待が存在していた。それでも明らかにしばしば地方の証券取引所で取引される会社は、3分の2ルールが規定するよりもより小さな「浮動性」を持っていた。最も重要な地方証券市場の一つであるマンチェスター証券取引所は、1910年に提出された提案書——すべての地方の取引所は、多くの地方の会社が3分の2ルールの必須要件を満たすことができないということに基づいて、かれら自身の目的のためにロンドンの上場ルールを適用すべきであるという提案書——に異議を唱えた。(Cheffins 2008, 229)

会社が株式市場にいかなる類の取引プラッ

トフォームも確保せずに、その会社の株が個人的な関心または取引利害と結びつく当事者によって非公開に取引されるという多数の事例があった。1914 年以前は資本市場は地域志向を持ち続けており、地方ベースで友人、ビジネス団体、縁故のあるブローカーもしくは弁護士を通じて、顧客への株の販売がある程度頻繁に行われていた。会社はほとんどの場合、中小規模の企業であったが、しかし少なくとも若干は、良好な投資見通しを提供する有望な企業であった。ロンドン証券取引所に関する 1911 年のある研究によれば、合理的な大きな利益の可能性を提供する何らかのビジネスの創設または拡張のために、地方ないし非公開で資本調達することには、決して何らの困難性もなかった。「良いものが、公開で売り出されるためには、グラスゴー、ヨークシャイヤー、ランカシャー、ミッドランドで十分であり、ロンドンはほとんど必要なかった。インサイダーは当然にも彼ら自身と友達とでそれらを保有し続けた (Cheffins 2008, 230)。

以上、イ. 完全に 3 分の 1 の出資金株式を保有し、続いて市場からの購入を通じてさらに株式保有を強化する会社所有者、ロ. 相場付される会社の普通株のほとんど全てを保有する会社所有者、ハ. 企業間の大合併にも関わらず退出することなくブロック保有を続ける会社所有者、二. ロンドンでの「特別な合意」の方法や地方の証券取引所への上場により、3 分の 2 ルールの圏外で株式を公衆に流通させる会社所有者、そして、ホ. 特に地方で証券取引所の外で縁故者の間に非公開で発行株式を流通させる会社所有者、これら五種類の株式ブロック保有者の存在が明らかにされた。これらの事実は、イギリスの大企業の規範として、3 分の 2 ルールによって、一次大戦以前に株式資本所有の分散化が相当に進んだというハンナの主張には大きな限界があることを意味する。しかし一方で、多数の株

式会社企業におけるブロック保有者は、チャンドラーのいうように、19 世紀的な「個人的家族的資本主義」の単なる発展的継承ではないこともはっきりしている。株式会社への組織転換が行われるということは、その動機が何であれ、かつての個人的資本所有者が改めて株式をブロック保有する社外取締役として「会社の代理人」たる地位を引き受けることを意味するからである。この点において、多かれ少なかれ株式資本所有の分散化をとまなう株式会社企業の発展は、ハンナが主張するように「所有と経営の分離」に直結するものとは、決していえないのである。

会社の代理人＝新産業資本家の登場

会社の株式が投資家のために生み出す総リターンは、ビジネスが時間とともに生み出す純キャッシュフローの関数である。ほとんどの場合に、会社の株式の、あるいは少なくとも「通常」もしくは「普通」株のすべてがその株式に帰属する等しい権利と制約を有している。それ故、個々の投資家が受け取るリターンは、会社の株主全体が所有する株式数の百分率に比例している。たとえば会社株式総数の 10000 株の 40% を保有する大株主 (ブロック保有者) と 1% を保有する小 (少数) 株主とは、それぞれがリターン総額の 40% あるいは 1% の配当金を受けとるという形で、株式資本の前の平等が完全に維持される。払込資本金額は、1 株あたり 1 ポンドとし、10000 ポンドを投入して固定資本が形成され、その生産手段を使って行われる商品生産が年あたり 1000 ポンドの利益を生み出し、それが全部配当金として支払われるとする。この場合にこの固定資本金額 (株式資本総額) は、一般的な利子率を 5% とすれば、 $1000 \div 0.05 = 20000$ ポンドとなる。1% (200 株) を保有する小株主は、それを売却すれば 100 ポンドのキャピタルゲインを得ることになる。40% を保有する社外取締役が 100 株だけ売却すると

すれば、小株主と同様に100ポンドのキャピタルゲインを得ることになる^(注9)。

ブロック保有者は、社外取締役ではあるが、機能経営者として自ら労働用益を提供する社内取締役と異なって、役員報酬などを受け取る権利はない。単に資本所有にもとづいて所得を得るので、その限りでは、他の大小の株主と同様に不労所得者(ランチェ)の階級に属する、といってよいかもしれない。しかし社外取締役は、資本所有者(株主総会)の代理人であり、戦略経営者として、払い込み資本金を使って設備投資をすすめる、マネージャー(社内取締役)に対して一定の労働生産力と競争力を可能にする固定資本用益を提供(工場などの賃貸)する義務がある。一方で社外取締役は、その固定資本用益の利用の結果生まれる利益を配当金(地代)として受け取る権利において、株主総会に代理する。社内取締役は労働者と共に労働用益を提供し、固定資本用益、中間財を使って商品を生産し売却して得られる(収入から労賃と中間財費を控除した残りの)利益を固定資本用益の利用代金として社外取締役への地代(配当金)の支払いに向ける。このような社内取締役に対する社外取締役の契約関係—固定資本用益商品の売買契約関係—の遂行が、「資本のコントロール」に関する本来的な定義付けとなる。

以上のように、両取締役会の関係は、他企業との市場競争を通じて厳格な価値法則に服することになる。株式を公開し株式資本を分散させることは、両取締役会とその会社への一般投資家との情報の非対称性を大幅に解消し

価値法則の貫徹をスムーズにさせる。マネージャーや労働者や社外取締役の手当て増大など、動機が何であれ、もし利益を内部留保して配当金を減らすようなことがあれば、直ちに会社の価値は低下する。実際に一次大戦前の利益の内部留保による自己金融は、景気の循環にともなう配当金の変動をならすためのものに厳しく限定されていた。

しかしこのことは、社外取締役(ブロック保有者)が、他の一般の株主にはしえない手法で「資本のコントロール」の「金銭上の私的便益」を追及し実際にそれを獲得することと矛盾することにはならない。社外取締役という恵まれた地位を保持し続ける欲求は、経過が全般的に株主価値を増大させる場合にでさえも、退出(持ち株を売却して「創業者利得」を得ること)を思いとどまらせることになる。というのは社外取締役(ブロック保有者)は、商品供給者、顧客、資本供給者などとの契約を促進するために、ブロック保有によって手に入れた安定性、信頼性に対する評判を利用し利益を増やすことによって、大株主としての自分をふくむ株主全体に平等に分配される配当金を大幅に増やし、けっきょくは彼らがコントロールする会社の価値を増大させることができたからである(Cheffins 2008, 61-2)。

19世紀末葉から20世紀初頭において相場付けを追求する会社の所有者が、合併企業の相当に大きな株保有比率を持ち続け、あるいは普通株を完全に手放すことを控えようとした動機付けは何であったか。株券と無担保社債の両方に投資するものは、公募または合併を実行したもとの会社所有者による相当な出資金保有を、その会社の将来繁栄への信念と責務の示威表明として取り扱った。1909年の投資に関するあるテキストによれば、「もし取締役が単なる小株主に過ぎないことが気付かれてしまえば、経営者は機敏な機密情報を提示しないのではないか、というリスクが存在する。株主の理想的なリストとして

^(注9) ヒルファーデング(1910)はドイツの株式会社を事例にして、ベンダー(創業者)だけが、「創業者利得」として特別なキャピタルゲインを得るとしているが、それは間違い。ドイツでもイギリスでもキャピタルゲインとかキャピタル・ロスとかは、だれにとっても単に購入株価と売却株価との差額を意味する。「創業者利得」はキャピタル・ゲインのたまたまの一例をなすに過ぎない。

は、取締役は、古くから継続して大きな個人的株式所有をもっているとすべきである。^(注10)

18, 19世紀と、パートナーシップ企業の下で「資本のコントロール」を担った産業資本家が、19世末葉からは普及した株式会社の下では、ブロック保有者・社外取締役として「資本のコントロール」を担うことになる。この新しい産業資本家の階級は、労働用益の提供によって所得を得るものではないので、不労所得者の階級に属するという以外にはない。しかしとはいえかれらは、ケインズによれば、他の多数の不労所得者とともに、資本所得を浪費せず、節約し貯蓄していつその証券投資に向けた。かれらは企業における「所有と経営の同一性」をもたらす会社の代理人としての個々人の手腕によって、個々の企業における固定資本形成によって世界市場分業と一般的な労働生産力の発展に大きく寄与したことも事実である。「資本のコントロール」を担った彼らこそ、一次大戦以後、

さまざまな事情で安楽死して「所有と経営の分離」をもたらした当の産業資本家の階級であった。

〈参考文献〉

- Cheffins, Brian (2008) *Corporate Ownership and Control, British Business Transformed*.
 Hannah, Leslie (2007). *The Divorce of Ownership from Control from 1900; Re-calibrating Imagined Global Historical Trends*, 49 *Business History* 404
 Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch, Prigge (1998) *Comparative Corporate Governance*. Clarendon Press/Oxford
 Alfred D. Chandler (1990). *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. 阿部他訳 1993 『スケール&スコープ』
 Alfred D. Chandler (1977). *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. 鳥羽・小林訳 1979 『経営者の時代』
 バリー・ミーンズ (1932. 森泉訳 2014) 『現代株式会社と私有財産』

(注10) この種の市場期待があったので、名高い発起人 E. T. ホリーがホットドリンク製造業者ボブリーを 1896 年に公開し、そしてその所有者が株式取得が「単に」16%にとどまった際には、株式登録者が、「完全に変質してしまった」といわれた。こうしてビジネスの創業者またはその後継者は、主要な所有権の保有に失敗することによって、強力な市場標準に違反する危険があったが、そのことによって逆に公募の成功が危険にさらされたのである。(Cheffins 2008, 228)