

タイトル	ドイツの株式会社：1880～1914
著者	河西，勝；KASAI，Masaru
引用	季刊北海学園大学経済論集，64(1)：1-29
発行日	2016-06-30

《論説》

ドイツの株式会社

— 1880～1914 —

河 西 勝

(1) 何が問題か

株式会社の普及

近代的な有価証券とは、いずれの所持人にも利子ないし配当を取得しうる権利を与えるものとして一般に流通しうる、法学者のいう無記名証券を意味する。ゾンバルトによれば、ドイツでは、1870年まで鉄道証券で占められていた有価証券市場は、その後、特に工業株と債券が非常に増大するようになり、さらにまた、まったく新しく抵当証券が登場してきて、これらが、有価証券取引で重要な地位を占めるようになった。1912年における有価証券の総額は537億マルクであり、その内訳は、公債257億マルク、株式証券(額面)147億マルクに対して、抵当証券は133億マルクであった(Sombart, W. 1923)。

1870年は、普仏戦争におけるドイツの勝利、巨額の戦争賠償金、それに続く第二ドイツ帝政の形成をもたらした。これらの出来事は、工業化の新しい波——偉大な科学的イノベーションおよび発見の時代、生産の多くの部門における急速な技術変化、そして重工業の急成長——と合致していた。投資に固有なリスクが、多くの場合に大きな最低限効率プラント規模とあいまって、企業家が外部の株式投資家を追及し、彼ら個人の債務を制限するように仕向けた。1870年における会社法の制定と法人格付け制限の緩和によって、政府は、株式会社形成に対する旧来の防壁を撤

去した(Fohlin 2007, 224)。

法人格付与法の自由化は、産業活動の爆発を伴っていたが、特に1871年以後株式会社創設の急増を引き起こした。1871年と1908年の38年間に、それ以前の45年間より総額で約3倍大きな資本金を有する、総数で15倍多い株式会社が創設された。法的に株式会社の地位を有する会社総数は、1870年以前の約200社から、その後の短期間に1000社以上にまで急膨張した。その数は、1890年までに、3000社を超え、1890年代末から第一次大戦まで十分に5000社以上を継続していた。これらの新株式会社の多くが既存の私的企業の転換からもたらされたことは確かであるが、しかし新しいビジネスの創設もまた重要な役割を演じた。株式会社形態の利用は、企業創立者に所有権を分散させ、金融資産を多様化させ、そして金融市場から外部資金を引き出すことを可能にさせたが、これらのすべてがさらにいっそうの成長可能性をもたらした。こうして近代産業企業への進化が急速に進んだ(Fohlin 2007, 21)。

工業が拡大発展したので当然にもプロシアの農業労働人口比率は1861年の66%から1882年の40%まで減少した。工業労働者比率は同年間において、26%から36%に増大した。帝国全体としての労働配分の変化も同様であり、農業労働人口比率は1882年の43.4%から1895年の37.5%、1907年の35.2%へと減少した。工業、商業、運送業に

における労働人口比率は、同期間に42%、48.1%、そして52.5%へと成長した。鉱業部門はポスト1870年時代において傑出していたが、金属・冶金は、20世紀の最初の十年においてドイツ製造業のなかで最大シェアを占め、その労働人口比率は1895年の19.8%から1907年の25.1%へと成長した。

同様に新興産業が浮上してきた。これらの中で二つのものが特別な卓越性を獲得した。第一に、エミル・ラーテナウ（ワルター・ラーテナウの父親）がジーメンス&ハルスケと一緒にドイチュ・エジソン応用電気会社を結成した1887年に電気工学産業が始まった。同社は1884年にジーメンス&ハルスケから独立し、1887年にアルゲマイネ・エレクトリツイテート会社（A.E.G.）になった。世紀交替期までに、優に30社を超える電気株式会社が、総額436百万マルクの資本金をもって操業していた。第二の新興産業である化学薬品は、電気工学ほどドラマチックな開始はしなかった。少数の化学薬品会社が1850年代に出現したが、1870年代までにぜんぶ消滅した。近代的なドイツ化学薬品産業の出発と世界市場におけるその卓越性は、少なくとも新しく42社が創設された1870~1874年に現れた。1896年までに、100社を超える化学薬品株式会社と、ものすごい数の中（被雇用者6~50人）小（1~5人）私企業が存在していた（Fohlin 2007, 22-3）。

20世紀への転換後、近代企業への発展はもっとも顕著なものとなった。規模、生産物の多様性、機能の統合化のすべてが向上した。1887年にはドイツ最大100社のうち、36社だけが5つ以上の生産物グループの生産に参加していたに過ぎないが、1907年にはこの数は51社に増えた。同様に、生産および原料あるいはそれらの一方に関与し、同時にマーケティングないしカルテルに関与する企業数は1887~1907年に13社から64社に増えた。またトップ100社の株式資本は

1887年には3.8から約40百万マルクの範囲にあったが、1907年には10から180百万マルクの範囲に変わった。これらの組織上運営上の変化によって雇用経営者をとまなうより階層的な法人システムがもたらされた。しかしそれは決して「所有とコントロールの分離」（Fohlin 2007, 23）を意味するわけではない。逆に、金融上の独立性と会社組織上の複雑性の増大と共に、所有と経営の同一性を実現するコーポレート・ガバナンスに特有な銀行と非金融企業間のリレーションシップが形成された。

1870年以後のブームにおいて、大信用銀行は、特に鉱山、機械、電気工業における法人証券の新発行を大多数引き受けた。また最大の銀行が、1871-2年のフランス戦争賠償金支払い、鉄道会社の国有化、多額政府貸付金融といった主要な引受けプロジェクトに参加した。これらの多額のあるいはリスクなプロジェクトを引受る際には、銀行はしばしば、非流動性あるいは支払い不能に対する予防手段を講ずる一方で、銀行に多額の信用提供を可能にするシンジケートに連合した。これらの多くの会社発起活動の結果として、銀行は、自主的あるいはその反対の両方で、顧客企業の証券を保有するようになると想定された。

銀行の会社発起活動のゆえに、またドイツの証券市場の独特の機能的組織のゆえに、ユニバーサル銀行、特にその最大のものは証券取引所と密接に結び付けられた。一次大戦前の時代を通じて、相当な割合の株式会社が彼らの株式を、数個のドイツ市場のうちの一つ以上に上場した。事実上、登録される株式会社の全てが19世紀の前半期にベルリン取引所に上場していたと推定される。19世紀を通じて上場は急速に成長したが、70年代以降の新しい株式会社の階層がさらに急速に膨張した。ベルリン取引所は、1870年代初頭までに株式会社のほぼ半分を、1890年代

のほとんど 1900 年代初頭には株式会社の 3 分の 1 以下を上場した。株式会社形態の利用の増加はまた、二次的な株式提供（売却）による多くの会社株式資本の膨張に加えて、特により大きい証券取引所における取引所ビジネスのバランスを変えた。例えば、ベルリンは、1870 年までは主に州債や他の国際証券を取引したが、工業証券がより広く利用されるようになるや否や工業証券取引に移動した。証券取引所と大ユニバーサル銀行との相互関係は株式会社がより一般的に普及すると共に、強化されていった (Fohlin 2007. 26-8)。

リレイションシップ・バンキング

19 世紀末葉から 20 世紀初頭にかけての後期工業化——第二次産業革命——の時代における、イギリスとドイツを中心とするレッセフェール金融市場システムの発展において、両国の間には形態的相違が存在する一方で、原理的同一性が貫かれていた。資本家的企業は循環資本と固定資本所有からなる。金融市場システムは、循環資本の循環を促進する商業バンキング（貨幣市場）と、固定資本形成を可能にする投資バンキング（または金融仲介機関）および証券取引所（資本市場）と、そして両者の、流動性リスクを最小化する相互補完的統合からなる。イギリスとドイツで発展した金融市場上の形態的相違（段階論上の特徴）は、商業バンキングが、専門化した商業銀行システムによって担われるか、ユニバーサル銀行内の商業バンキングによって担われるかの相違である。ドイツでは、固定資本形成資金の調達を求めて株式を発行する産業企業と、株式の発行を引受け、それを証券取引所で売買するユニバーサル銀行そして証券取引所との三者関連において、資本市場上の発展に明らかな特徴が認められた。特にリレイションシップ・バンキングといわれるそのドイツ的特徴に関しては、古典的には、リーフマンやヤイデルス、ゾンバルトやヒル

ファーディングなどによって、現代的にはガーシエンクロンやチャンドラーをはじめ多くの研究がなされてきた。ほぼ以下のようなオーソドクシーが形成されている。

工業の成長と発展を可能にする金融資金の動員において、ドイツの銀行は、工業企業と可能な限り密接な関係を確立した。銀行と企業との公式的な結びつきは会社の監査役会における銀行代表の在籍を通じて確立され維持された。大銀行の権力は金融上の強みからくる直接的な影響力を通じてというよりも、監査役会という合法的機関を通じて行使された。ドイツの大銀行の代表は、イギリスや合衆国の金融機関代表がなしたよりもはるかに大きな程度で、新興工業会社におけるトップレベルの意思決定（トップ及び中間管理職の選定、管理手順の確立、内部的金融管理の検証）に参画した。銀行介入は、カルテルや合併の形態において有利な工業組織の形成をすすめて、個々の企業及び工業全体のために、運営上の効率性、経営上の有効性、つまるところ採算性を改善した。ユニバーサル・バンキングシステム、特に銀行と企業との公式的なリレイションシップがもたらしたもう一つの有利性は、金融上の困難を解決し、より全面的な経済不況を切り抜けるために企業を助ける上で、銀行が長期的な展望に立つことできるという点にある。銀行と企業との「揺り籠から墓場まで」関係と両者の有益な相互献身は、創業から精算までの企業のすべての信用ニーズに応じる信用機関の安全性、採算性、長期の勤務期間という点において有利であった (Fohlin 2007. 33-5)。

ユニバーサルバンキング活動とそれに伴う銀行と企業の公式的なリレイションシップは、19 世紀後半と 20 世紀初頭において、投資の質量と効率性を向上させた。このようなオーソドックスな見解は、一次大戦前の工業化においてドイツをイングランド（イギリス）から区別する意図を含んでいた。チャンドラー

(1990)によれば、イギリスの金融システムは、20世紀のほとんどにわたるイギリス経済衰退の最大責任を担っている。資本の不足がイギリス産業を抑圧し、そして銀行はイノベーションを可能にする金融を自制した。イギリスの銀行は、国内工業との関わりを避け、他から資金を調達するように企業を突き放した。外国と帝国内のベンチャーへの銀行参加が国内工業から資金をはき出させた。結果として起こる企業の証券市場への依存は、長期の成長を犠牲にして、投資家の短期的収益動機を促進した(Fohlin 2007, 36)。

一次大戦前の経済成長におけるドイツのユニバーサル銀行に対する過大評価は、そしてイギリスの専門化商業銀行に対する過小評価は、レッセフェール金融市場システムにおける証券市場の発展に対する過小評価と関連している。ドイツのリレーションシップ・バンキングに関するオーソドックスな見解は、法人金融として本来的に核心をなす株式証券市場の発展にほとんど注意をむけることがない。証券市場は当時のドイツ工業の発展においてほとんど何の役割も果たさないか、あるいはむしろ銀行組織と証券市場とは互いに二項対立の状態にあると考えられた。一次大戦以後、レッセフェール金融市場システムは崩壊した^(注1)。20世紀末葉には、法人金融は、工場

機械設備などの生産手段形成のための長期資金調達を銀行の貸付に依存する銀行ベース金融(間接金融、ドイツ、日本など)か、あるいは長期資金の調達を直接証券市場に依存する市場ベース金融(直接金融、アメリカ、イギリス)かに分裂したといわれた。1960年代に名を挙げたガーシェンクロン風パラダイムは、現状分析レベルに限られる事態展開を一次大戦前の段階論世界にまで投影し普遍化させるものであった。そのことによって、(あるいはそれ故にこそ)まったく実証性を欠落するそのオーソドクシーは成立した。

「金融資本は資本の統一を意味する。以前は分離されていた産業資本、商業資本、銀行資本の諸部面が、いまでは、共通に大金融業の管理のもとにおかれ、この大金融業には、産業および銀行の主人たちが緊密な人的結合をなして合一されている。この結合そのものが、大きな独占的な諸結合による個別資本家の自由競争の廃止を基礎としている」(ヒルファーディング 1910)。ヒルファーディングの『金融資本論』は、工業企業と銀行のリレーションシップに関して、ガーシェンクロンなどオーソドックスな理解に対して大きな影響を及ぼした。しかし、ヒルファーディングの金融資本概念の誤謬は、以下に見るように、銀行の株式保有による工業株式会社支配とい

(注1) 1914年以後、個々の国の経済と国際的な経済との両方において、経済システム内における証券市場の役割に対して漸進的な浸食が存在していた。第一次大戦の勃発と共に、すべての主要な証券取引所が一時的に閉鎖された。証券市場が再開されたときも、それは、たいてい政府の監督のもとにおいてであった。各国は戦争遂行のために財政極大化を余儀なくされ、大量の国債発行を企てからである。結果的に、戦争が1918年に終わったときに、1917年の10月革命のロシアにおける証券取引所を始め、多数の証券取引所が消滅しただけではない。そのなかで世界的証券市場が発展し繁栄したところのその経済的自由主義の精神的風土もまた衰え始めた。1929年の株価大暴落と共に、証券取引所は、内在する経済的不安定性の犠牲者

とみられるよりもむしろ、1930年代の経済的不況をもたらす原因の一つとして非難された。その結果は突然起こった、証券取引所の活動をコントロールすることを目的にする立法であった。合衆国政府は、1933-4において、新発行と二次的な取引を見張るために、証券取引委員会を設立し、グラス・ステイガール法によって、債券売却による金融に対する政府自身の戦時ニーズの結果として成長していた証券市場への商業銀行による直接的な参加を禁じた。ドイツにおいては、経済的崩壊に続いて、証券取引所閉鎖の期間が延長され、それから、証券取引所があまり重要性を持たなくなった1934年に、政府によって再組織化された。他の場所では、戦争と革命が、証券取引所の一時のまたは永久的な閉鎖をもたらした。国際的には、

う思い込みに始まる。株式証券を売買する投資バンキングは、もともと、工業会社コントロールのための株式所有を目的にするものなどではなかった。

「株式会社は、諸資本家の一会社である。それは資本の払い込みによって設立される。資本家の評決権または支配力は彼の払い込みの大きさに準ずる。このことによって、全企業に対する支配力は、株式資本の過半（実際には三分の一ないし四分の一）を所有する者の手に与えられている。株式会社の場合には、資本を調達することは、銀行にとっては、資本を前貸し、持ち分に分割し、これらの持ち分を売ることによって資本を回収すること、したがって形態的には純粋な貨幣取引 G-G' をなすこと、に他ならない。この資本証券の譲渡可能性と売買可能性、これが株式会社の本質をなすのであり、さらに、銀行に株式会

社の「創立」と、したがってまたその終局的支配との可能性を与えるのである。銀行は、株式会社に対しては個人企業に対する以上に信用を與えうるだけでなく、その貨幣資本の一部を、長短の期間、株式に投下することもできる。しかし、いずれの場合にも株式会社における銀行の永続的利害関係が生じるのであって、その株式会社は、一面では信用の適当な使用を保証するために銀行によって監督されねばならず、他面では銀行の一切の有利な金融取引を安全にするために銀行によって能う限り支配されねばならない。銀行が利害関係をもつ株式会社を永続的に監督するという努力は、役員会における代表によってもっともよく行われうる。同時にこの代表は、会社が発行業務と関連のある他のすべての金融取引をも銀行に世話してもらう、という保証を与える。他面、銀行は、危険を分散しかつ

取引所コントロールの無理強いや強制が、世界の通貨システムの崩壊と共に、諸国間に重大な障壁を生み出し、世界的証券市場の活動を厳しく妨げた。ほとんどの証券取引所が政府および法人の証券のための市場として重要なサービスを提供し続けたけれども、政治的経済的ナショナリズムが、その上で多くの証券取引所が栄えたところのその資金の自由流通を切断了。その一方で、国内的には、国家対策または銀行金融に対する選好が増大した。

このような証券市場の後退は、続いて第二次世界大戦以後さらに進んだ。政府は、金融資源の方向付けを含む全般的な計画にますます多く干渉した。多くの産業が、鉄道システム全体と同様に国有化され、それらの証券の証券取引所取引が停止した。同時に強く要請される金融上の媒介は、市場よりも銀行によって支配された。銀行だけが、国内的には複雑な課税により、そして国際的には為替コントロールにより、政府規制の大強化にうまく対処する人的資源と組織構造を有していた。こうして世界的金融フローとビジネスのための国内金融を支配したのは銀行であった。第二次世界大戦後の約 25 年間は、証券市場は、国民的レベルであれ、国際的レベルであれ、世界の金融システムにおいてマイナーな役割に身を固めたようにみえた。しかしながら、1960 年代に始まりその

後足取りをしましたが、国民的金融システムと世界的な貨幣および資本の流通との両方に対する政府のコントロールが崩壊し始めた。世界的証券市場のための機会を提供しつつ、市場諸力が復活し始めた。

インフレーション延長の影響にうまく対処できる証券に対する投資家の追及は、彼らの注意を政府債券よりむしろ法人株式に向けさせた。取引所コントロールの漸次的放棄はまた、金融機関が国境を越えて魅力ある投資を探し回り始めたので、証券の国際的市場の復活をもたらした。最後に、国有化された産業は彼らの見込みある恩恵の結果を出すことに失敗したという認識によって、1980 年代以後プリバタイゼーション・プログラムが、生まれた。その過程で多くの新証券が生み出された。世界中で共産主義的経済が破綻すると共に、新しい体制は無理やりプリバタイゼーションを進めて、証券の名前において、国家資産を売り払った。このことは、公式に組織化されたものであれ、電子ネットワークをふくむものであれ、既設の証券取引所の活動を非常に増大させるとともに、多数の新しい証券取引所の創設をもたらした。21 世紀の始まりまでに世界的証券市場は、その国民的そして国際的重要性を再生させた (Michie 2006, 14-6)。

その事業範囲を拡張するために、能う限り多くの会社と事業関係をもとうとし、したがって同時にそれらの会社の役員会に代表をもとうとする。株式所有に対する支配力は、当初は反抗的であった会社においても場合によっては代表を持つという可能性を、銀行に与える。かくてこのことから、かような役員地位の累積への傾向が生じる」(ヒルファーディング 1910)。

以下では、以上のオーソドクシーにメスを入れる、そしてユニバーサル銀行と証券市場との二項対立的理解を克服する。イギリス株式会社の場合と同様に、一次大戦前夜までのドイツ株式会社(二層役員会からなる代理人制度)をレッセレール金融市場システムの内にはめこむ。ユニバーサル銀行は、その投資バンキングを通じて、企業とのリレーションシップを密接に株式市場上場に結びつけた。銀行と証券取引所は共生的関係を維持しながら、大ユニバーサル銀行をベルリン証券取引所に結びつける法人金融システムを生み出した。工業企業に対するリレーションシップ・バンキング、すなわち工業企業に対する銀行の株式発行引き受けと銀行の原則ゼロ株式保有比率、顧客小株主による銀行委任投票権、顧客企業の監査役会への銀行家が在籍は、銀行の投資バンキング機能、すなわち会社発起と株式市場への上場によってもたらされた。それは、ヒルファーディングの言う金融資本的支配の確立などでは全くない、一次大戦前の少なくとも一世代を通じて、非金融企業と銀行、それぞれ自由にして自治的な企業活動つまりコーポレートガバナンス——経営と所有の同一性、おなじく資本の支配——の成功を保証し、同時にドイツの工業企業と金融機関との共存共栄を導いた当のものに他ならない。同時にユンカー農場の高度集約的資本家的企業発展は、ラントシャト信用制度(抵当証券の広範な流通およびユニバーサル・ラントシャフト銀行)というドイツ・レッセフェール金

融システムの一部によっていたことを想起してほしい。

(2) 代理人制度として株式会社

二層役員会制度

ドイツに発展した株式会社は、戦略経営者が構成する監査役会と機能経営者が構成する取締役会との二層役員会制度を伴っていた。イギリスに発展した単層役員会制度は、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)において、それぞれ実質的に区別された^(注2)。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は本質的に同じである。ただし、その形態的相違によって、戦略経営者が株主に代理して行う代理法人金融および代理法人統治においては、無視すべきではない形態的相違が生まれた。イギリスでは、単層役員会制度が金融仲介業とロンドン証券取引所そして専門化商業バンキングとの関係において予定調和的であり、ドイツでは、二層役員会制度がベルリン証券取引所およびユニバーサル(総合)・バンキングとの関係において予定調和的であったといえる。

ドイツでは、株式会社の公式的なガバナンスは、取締役会(執行役員会)に対して監査役会がコントロールするという形をとる。前

(注2) チャンドラーによれば、マネジメントでは、戦略的経営、機能的経営、作業的経営という三層レベルが区別される。戦略的経営者(監査役会)は、長期の目標と資金の調達および配分を決定し固定資本の形成と所有に関わる。機能経営者(取締役会)は、戦略経営者によって決定される事業内容を実際に遂行する。機能経営者は原材料など中間財を購入し、監査役会(戦略経営者)を通じて所有者から工場などの固定資本用益および労働者から労働用益を購入し、それらによって生産を行い、生産された生産物を販売する。作業経営者は、労働者による労働生産過程を直接的に指揮することに責任を負う(Wilson 1995)。

者は、トップの企業マネージャーから構成され、後者は、株主の代理人から構成される。株主または株主の代理人（小株主からの投票委任状を有するもの）が、年次に開かれる株主総会において、監査役会メンバーを選出する。監査役会は、取締役会を任命する責務を負う。これらの法規は特に1870年と1884年の会社法によって発展した。特に1884年会社法は、監査役会と執行役員（取締役会）とを完全に分割し、監査役会の役割、特にそのメンバーの受託者（株主の代理人としての）責任をより厳しくし、取締役会に対するコントロール機能を詳細に規定した（Fohlin 2007, 125）。

1870年以前では、法人設立に関しては、法人の設立勅許状が特許制度を通じて個別的に承認され、そのガバナンスに関する規制も、厳格なものではなかった。1870年に初めて現れた会社法は、設立勅許状に対する一般的な制限緩和を伴っていた。この新法を公布する際に、政府は、法人格付与の管理に関して大きな対策の必要を認めたが、同様に、法人の会計、報告書、ガバナンスにおけるより大きな画一性と一貫性を要求した。その会社法は、一部は、株主と社会全体の利害を保護する手段として二層役員会構成を取り決めた（Fohlin 2007, 125-6）。1884年会社法は、全ての株式について投票権を認め、同時に一株一票ルール原則を承認した。しかしそれは、法人設立者が投票権をいろいろな形で制限する選択の余地を残していた。このことはもし法人が望めば、株主一人当たり一票を許すことを意味した。実際の慣行はそのように進まなかったが、会社法のこの条項は、資本金額が増大するに従って一定の比率で投票権を減少させることが可能であると解釈された。それは、法人の運命がやすやすと大株主の手に落ちないようにする安全装置であるとみなされた。（Hopt, Kanda, Roe, Wymeersch, Prigge 1998）。

1884年会社法ならびに1881年と1884年

の証券取引所規制によって、引き受け業務および証券取引所上場の必須要件がより厳しくなった。1870年代の不正、スキャンダル、株式証券価値の厳しい損失に対して、1884年会社法は、株主利害の法的保護を生み出すという特別の意図を持って提案され、監査役会と執行役員（取締役会）の完全分離を義務付けた。個人が二つの役員会に同時に在籍することが禁じられ、以前に会社の取締役であったものは、その役員を公式に解任される限りで、監査役会に入ることができた。ただし法律は、取締役会と監査役会との協同を禁じなかったし、当然に二つの機関は多くの場合に協調して仕事をした。1884年法はまた、監査役会の役割、特にそのメンバーの受託者（代理人としての）責任をより厳しくした。1884年会社法以前には、ほとんどの監査役会メンバーは、会社運営を監査する上で、あまり責任を果たさなかった。その地位は、1870年法にそのコントロール機能が概略されていたにもかかわらず、しばしば名誉職とみなされていた。監査役会に対して、1870年法が、会社の情報を得る権利を与える一方で、1884年法は、監視などを義務づけた。このような変更の目的は、かれらの代理人（監査役会）がかれらに十分に良く奉仕することを自らは確実にしえない株主たちに対して、より大きな保護を保証するためであった（Fohlin 2007, 231）^(注3)。

^(注3) 一次大戦前の20年間にわたり、非金融企業の取締役会はどこらかといえど小規模のままであり、多角化が進んだ重工業や砂糖製造業などの特定の部門では12人以上に及ぶこともあったが、平均では二人に留まっていた。それはともかく総資産（＝負債＋資本）でみて企業規模が大きければ大きいほど、その大企業はますます高度に多角化し、階層制のすべてのレベルでより多くの部局を持つことになり、それ故、より多くのトップレベル経営者が取締役会に在籍することになる。監査役会の規模は、取締役会の場合と同様に一般的には

株主総会における委任状投票

第一次大戦前の時代、銀行による委任状投票権制度には二つの原則的形態があった。第一に株主は身元を明からかにしなければならないが、株主の名前による投票をゆるすことによって、彼の銀行に投票権代理権を与えることができた。第二に慣行上より重要であったが、投票権限付与によって、株主の投票権が銀行に譲渡された。この形態の委任状投票は、委任状保有者としての銀行によって非常によく利用されたので、後には銀行投票権あるいは預金投票権とよばれた。多くの銀行が証券口座開設の際に顧客に、投票権限付与を自動的に譲るように義務付けたので、銀行は自らは所有しない株式保有比率をコントロールする権利に対して大幅なアクセスが許された。銀行は、株主から譲られた投票権によって、多かれ少なかれ、欲することはなんであれ、—— もっとも望みは、金融目的上に限られたが—— なしうるようになった (Fohlin 2007, 121-2)。

銀行による新株斡旋への関与、安全な預金サービスの提供、そして株式によって担保される貸付を前提にすると、ユニバーサル銀行、特にその最大のものは、投資家の委任状投票を取り込む上で道理にかなった団体であったといえる。まさしく多くの投資家は銀行の委任状投票を、特に個々人の出資金(株式や社債)が投資家全体のポートフォリオに比べてとるに足りない場合には、有益なサービスと

見ていた。株主総会で議決権を確保する場合には、銀行は、監査役会メンバーの選出や長期戦略の決定など、組織の先立つ課題に決着をつけるための投票に関して直接影響を及ぼすことができた。こうして銀行は、自らは、何ら株式を所有しない場合にでさえ、企業の経営と戦略に影響を及ぼすことができた (Fohlin 2007, 122, 161-2)。

会社は伝統的に無記名株式を発行したので、株主はほとんど無記名のままであった。無指示の代理投票コントロールを銀行に譲る最大の可能性を持つ者は、無記名のままにとまる中小株主であった。一方で、大株主は、法律上通常は身元を公開しなければならなかったが、同時に自分の投票権を当然にも留保しようとした。銀行は、比較的に分散した所有権構造を有する最大規模の上場企業の株主総会において、(直接的な株式保有などはほとんどなかったにもかかわらず) 圧倒的な過半数株式を保有していた。

中小の株主は、大株主のように、持ち株分の投票をやむにやまれずとは感じなかったもので、持ち株をユニバーサル銀行に預金し(銀行はブローカーも兼ねており、株式を窓口で一般投資家に小売したが)、銀行に投票権を委譲した^(注4)。この理由で、少数の大株主によっ

(注4) 定例の株主総会以外に特別な会議が、重要課題を票決するために召集される場合にでさえ、大多数の株主は家において、決定をより大きな株主や委任状保有者に任せたのである。株主総会への低出席率の理由は、「合理的無関心」に集約される。つまり株主総会の場所が遠距離すぎて旅行の費用が高むこと。出席するための時間が十分でないこと、ニュースとして取り上げられたことが、小株主のために十分な情報を提供したという感触があったこと、そしてもちろん、中小株主としては影響力が非常に限られているという憶測が存在したことである。加えて婦人株主は、議題に上手に対処できるとは考えられていなかったもので、株主総会に出席しようとはしなかった (Fohlin 2007, 124-5)。

それほど大きなものではなく、1895-1912年をつうじて平均メンバー5人で変わることがなかった。ただし少数ではあるが、メンバーが20人にも及ぶ最大規模の監査役会を持つ企業が様々な産業部門に現れた。またそれらの企業は必ずしも最大規模の取締役会を持つ企業というわけではなかった。また企業の規模が、直接的に監査役会の規模を決定するわけではなかったが、一般的に、所有権の分散化がより大きな規模の監査役会をもたらす根本的誘引をなしていた (Fohlin 2007, 127-133)。

て資本が緊密に保有される企業では、広範囲に分散的に保有される企業の場合に比べて、委任状投票はあまり行われなかった。逆に、株式の過半数が分散的に保有されている場合には、銀行は、株主総会での投票に相当な影響力を行使する上で、株主から非常に僅かな委任状投票権を集めるだけでよかった。株主総会では出席率が極端に低く、当事者は、非常に少ない持ち株によって、株主総会で相対多数を、そして過半数さえも獲得できたからである^(注5)。事実、代理投票ルールを前提にすれば、株主総会での議決権株式が直接的な持ち株である必要は全くなかった。このような高度の議決権によって武装した銀行は、企業の監査役会を形成する上で重大な発言力をもった。

株式所有（資本所有権）の分散化は、銀行による委任状投票をもたらししたが、その結果として非金融企業の監査役会における銀行取締役の兼任が発展した。委任状投票は、企業が銀行との役員兼任に関係する上で重要な要因をなしていた。企業の証券発行を促進する同じネットワークに属する顧客（一般投資家）

が、ユニバーサル銀行への主たる委任状提供者であった。銀行による委任状投票は、銀行取締役による非金融企業の監査役兼任をつうじて、証券の発行、市場への上場及び第二市場における株式取引など、銀行の投資バンキング上の役割をより有利なものにした（Fohlin 2007, 122-125, 161-2）。

銀行取締役の非金融法人監査役会在籍

企業にとって証券取引所への上場が非常に意義深いという場合には、証券発行および証券取引には少なくともある程度は、大銀行の取締役が関わるという意味が含まれている。19世紀末葉、ドイツの株式市場への上場許可を得たいと願望する会社は、数件の予備的必須要件に従わなければならなかった。とりわけ、続いて見るように企業の株式資本は全額が払込まれなければならないという規定があった。この法規だけからみても、ユニバーサル銀行からの言質が必要であったし、そして新証券を引受ける場合には、銀行は、発行済株式のうち少し（時には銀行が投資家に渡す以上）の部分を一時的に保有するためにであれ取得した。銀行はしばしば大量の新株を引き受けるために合同した。そしてより多額の株式売出しの場合には、当然に、それぞれ個々の銀行の出資金を一定に保つために、より多数の銀行の参加が必要になった。このような状況下では、最高額の株式資本を有する企業はたいがい、けっきょくは複数のさまざまな銀行から自社の監査役会代表を迎えることになった。

加えてユニバーサル銀行はブローカーとして、積極的に株券の仲買ビジネスにも従事した。バンキングシステムを通じる広範囲にわたる証券の取引は、銀行が企業の株式を保有する機会をさらに提供した。その上にユニバーサル銀行は、商業上の広大な顧客ネットワークを維持していた故に、ユニバーサル銀行の取締役を監査役会に抱えることで、企業

^(注5) 非金融企業における銀行の委任状投票についてはないが、1900年代初頭の最大三銀行 A. ドイチェ・バンク、B. ドレスナーバンク、C. ダルムシュタット・バンクの株式代表について、見ておきたい。通常の年次株主総会で公式代表として投票した株主資本の割合（1903-5年の平均）は、A. 銀行で、20.15%、B. 銀行で 12.10%、C. 銀行で 5.13%であった。限られた数の株主および株主代理人（1903-5年平均で B. 銀行 43 人、C. 銀行 49 人）がこれらの小さな割合を代表したが、総会に出席したかれらには、大きな権限が与えられた。最も極端なケースであるが、C. 銀行の 1905 年総会では、71 人の参加者が会社株式資本の 4.5% を代表した。各参加者は平均で、178,000 マルクの株式価値（額面価額）つまり資本の 1.4% で票決した。それ故、総会参加者は彼らの平均持ち株の平均 22 倍をもって投票したわけである（ $1.4 \times 71 \div 4.5 \div 22$ ）（Fohlin 2007, 122-4）。

はネットワーク効果の恩恵をこうむることが可能になった。銀行は、上場株式においてブローカーとして独自に第二市場を作り出したのみならず、株式取引所の統治機関の座にもすっかり収まっていた。それゆえユニバーサル銀行は、ドイツ資本市場の「門衛」として、広範囲な証券、特に上場される証券に対して容易にアクセスできるようになっていたのである (Fohlin 2007, 160-1)。

企業はまた、すでに上場されているか、もしくはやがて上場されるので、銀行ネットワークのなかに入っていくことが可能であった。一つには帝国銀行が、ドイツの株式市場に上場されている証券のみを担保物件として受理したので、上場されている株券は、同じくユニバーサル銀行によっても担保として受理されたからである。その結果、特に株券が中小の外部出資者によって(銀行預金株として)分散的に保有される場合には、委任状投票を通じて、銀行は、銀行が担保物件として保有するその株券を発行した企業の監査役会メンバーの選出に際して、影響力を行使したのである (Fohlin 2007, 161)。

一次大戦前には、先に見たように二層役員会制度において、監査役会と取締役会(執行役員)とが明確に異なった役割を分担していた。企業間の兼任役員制ではいろいろの組み合わせが考えられるが、銀行の取締役(執行役)は、非金融企業の監査役——できたらその議長ないし副議長——を兼ねる場合に、その企業にガバナンス上の影響力を行使する上で最大のポテンシャルを持つことになる。言うまでもなく、監査役会は、株主総会の代理機関として、取締役会をコントロールするはずのものだからである。

工業経済が1890年代半ばに成長の新局面に入る時までには、兼任重役は、よくみかける制度的な取り決めになっていた。しかしその現象は、工業化過程の後半さえ、オーソドクシーがいうほどには広く行き渡っていたわけ

ではない。ベルリン取引所に上場される株式会社の三分の二だけが、銀行と何らかの兼任重役の関係を持っていた。つまり三分の一は、なんら(間接的にでさえ)そのような関係を持たなかった。企業の半分ほどが監査役会に在籍する銀行の取締役あるいは個人銀行家を有したが、その40%(サンプル全体の19%)は、後者によるものであった。株式企業の12%だけが、大銀行(トップ9銀行の一つ)から代表を受け入れたが、その割合は、トップ4大銀行——いわゆるD銀行、つまりドイツェ、ドレスドナー、ダームシュタット、デスコントーに限れば、もっと低下する (Fohlin 2007, 134-6)。

この数値は、銀行が非金融企業の監査役会で指導的な地位につくことを考慮する場合には、さらに低下する。監査役会の議長・副議長は企業の政策課題に関して最大の支配権を保持するので、このような地位につく銀行家は、ガバナンス上、通常のメンバーよりもより大きな権力を行使できる。ただし大銀行の取締役を自社の監査役会の議長ないし副議長として受け入れる非金融企業の割合は、22%未満であったし、議長だけの場合には、14%未満であった。言い換えれば、銀行家が企業の監査役になるケースのうち、トップ二つのポストを占める割合は半分以下であった。大銀行が監査役会の議長あるいは副議長を務める企業は、サンプルの5%未満だったし、議長だけの場合には、2.5%にも達しなかった。ほとんどの場合に、大銀行は中小銀行に比較して、在籍する監査役会でトップの地位を保持してはいなかった。トップの席を占める割合はそれぞれ大銀行で26%、地方銀行で48%、私的銀行で37%であった^(注6)。地方銀

(注6) 地方銀行と個人銀行は大銀行よりも、株式会社のガバナンスにおいて、大きな役割をはたした。これらの中小銀行は、法人経済のほぼ全ての部門で役員の地位を保持しており、数個の工業部面に

行と大銀行の両方の取締役が企業の監査役に就く場合には、銀行家は、地方銀行だけの場合に近い 50% の割合で、議長もしくは副議長であった (Fohlin 2007, 136-7)。

大銀行の取締役を監査役会に持つ企業は、一定の工業部門に群がる傾向があった。たいいていの場合に大銀行はまた、これらの工業のうちの最大企業の監査役会に在籍したので、それらの企業のコントロール下にある資産の、当該工業部門総資産に占める割合は、一般的に、その産業部門に占めるそれらの企業数の割合を超えていた。この点では三つの部門が突出していた。金属加工業（機械、造船を含む）、軽量軌道、電気工学である。1910 年において、大銀行の取締役を監査役会にもつ企業は、最初の二部門のそれぞれにおいて、株式企業総資産の約 70%（企業数では、21%と 18%）をしめた。最後の部門では、監査役会に大銀行の取締役が在籍する 64% の企業が、同部門の資産の 98% 以上を支配した。以上に示されるように、大銀行家在籍の少数工業部門への集中は、その工業部門における大銀行コントロール権の強化をもたらすと言えるかもしれない。しかしながら、たとえば電気工学産業は、全産業株式会社企業数の 3.5% 以下を、全株式会社資産の 15% を占めたに過ぎなかったことも、注意されなければならない (Fohlin 2007, 138-9)。

なお、大銀行、地方銀行、そして個人銀行の全てが同じ会社の監査役会に座席を占める

ケースが多くあった。これらの事実は、バンキングの工業企業リレイションシップにおける排他性について疑問を提起する。金融上のリレイションシップについて多くの理論的モデルが、ドイツの法人金融システムに関するオーソドクシーと並んで、「ハウスバンク」リレイションシップの便益を強調する。企業は一つの銀行と長期的なリレイションシップを取り結び、そして銀行代表は、企業が（発展した後でさえも）銀行とビジネスを継続し続けることを保証する、と。しかしこのような理論的枠組みにおいては、多角的な開放的なリレイションシップはほとんど無視されてしまう。しかしドイツの場合には、現実には、そのような公式的な閉鎖的なリレイションシップからは相当にかけ離れていた。まさしく大銀行の取締役を監査役にもつ企業にとっては、監査役員の 46% から 62% を占める 3 つないし 5 つの銀行とコネクションを持つことが一般的であった (Fohlin 2007, 141)。

一次大戦前においては兼任役員制による排他的「ハウスバンク」リレイションシップが成り立たないことは、複数の銀行が企業の新株引受コンソウシアムに連座したことからも明らかである。もともと大銀行の取締役がベルリン取引所上場の大企業の監査役に付くこと（そのこと自体は全ての企業にとって不可避免的な事態であるとは必ずしも言えないが）は、新株の発行を引受ける投資バンキングに伴って生じたものであった。

オーソドクシーによれば、大銀行は重工業の大部分を支配したとされる。このような認識は、いくつかの最大企業の役員会に銀行家が登場したという事実だけに基づいている。しかし、このような表面的な「コントロール」基準は、銀行の関与が「コントロール」というよりも、むしろもっと穏健なもの、便宜的なもの（本来的な市場を通じてのガバナンス）であったことを示している。例えば、トップ 9 銀行は、1910 年、鉱山業部門の企

おいては、かなりの割合の資産をコントロールしていた。たとえば、鉱山業では約 4 分の 1 の（総資産の 68% 以上を占める）株式会社の監査役会には、個人銀行家が在籍していた。監査役会に地方銀行の取締役を有する企業は、海運業、電気工学、照明（ガス、石油）、化学薬品、食品（主として砂糖精製）では、資産の半分以上を、金属加工業、製造業、給水、繊維製品では、資産の 4 分の 1 から 2 分の 1 を、鉱山業、軽量軌道、醸造業では資産の 4 分の 1 足らずを、それぞれ支配した (Fohlin 2007, 140)。

業数の40%以下(総資産の約4分の1)において監査役の地位を保持していた。確かに銀行はこの工業部門において相当の利害関係を有していたとは言えるが、しかしこれらの事実は、いかなる類の銀行支配論をも裏付けるものではない。逆に、いくつかのドイツ最大企業に対する大銀行の確たる影響力に関して疑義を提起するものである。

大銀行の仲介による大企業のベルリン取引所上場は、外部投資家をより多く惹きつけることになり、株式所有の分散化をもたらした。株式所有(資本所有)の分散化は、銀行による委任状投票を発展させ、監査役会メンバーへの銀行取締役の兼任を促進した。こうしてベルリンにおける大銀行と証券取引所との共生を通じて、ドイツに特有なレイションシップ・バンキングが発展した。

(3) 投資バンキングと証券取引所

会社設立発起人としての銀行

固定資本形成の資金調達のために新株が発行され、取引所に上場されるが、それには、二つの方式があった。投資家による直接的株式応募による(継続的会社創設という)か、あるいはプロモーター(発起人)ないし引受人による株式の買収とそれに続く株式の公衆への売却による(同時的会社創設という)か、である。前者のイギリスで支配的な株式会社設立方式は、19世紀中葉には投資家の負担の故に、しばしば製造業における株式会社形態の普及を妨げた。後者の方式は、1870年代の金融危機以後ドイツで普及した。ドイツ式の引き受け業務は、継続的な株式応募が実行不可能のゆえに発生した。つまりドイツでは投資しようとする公衆は、個々の証券発行に対して一種の認可証明を要求したが、より根本的には、投資に関して一般公衆の手本となる人物や機関を必要としていた。同時発行は一部はナイブなドイツ人投資家によって

必要とされたものであったが、新株に関する法律上の規定も新証券の発行方式を決定する上で重要な役割を演じた。またおそらくそのことがユニバーサルバンキングの形成と発展を助けた。ドイツの銀行にその特別な性格をもたらしたものは、一般的に会社設立における、イギリスの「継続的」方式とは反対の、「同時的」ドイツ方式であった、とされている(Fohlin 2007, 229)。

1870年会社法は、株式会社規制を全国的に統一した。1870年法とその1884年改正法は、新規に発行される株券の全量が引き受けられるべきこと、そして少なくとも、その25%が新会社の設立前に払い込まなければならないこと(額面価格よりも高く発行される株式については50%の払い込み)を義務付けた。さらに引き受けが行われる期間を詳細に記述する新株発行目論見書が要求された。また初回株主総会には、最低限割合の出席者数が必要であるとされた。それゆえ、新設立企業の場合でもあるいは組織替え企業の場合でも、株式購入にもとづく株式発行引き受け業務は、規制と期限の諸条件を満たすことができず、株式発行を長期に遅らせたり、あるいは、株式発行を失敗させる可能性があった。かくして、その発行される全株式資本を買収する、情報に通じた仲介者が存在することは、新株発行会社にとってはその株式発行が成功するための保険を意味した。ドイツの金融システムにおいては、道理にかなった同時的引き受け業務サービスの提供者は、ユニバーサル銀行であり、そして大量の株式発行については、特にベルリンをベースとする大銀行であった(Fohlin 2009, 230)。

1870年および1884年会社法の新株引き受け業務に関する規定を通じて、産業企業の証券市場への主要な水道管としての大ユニバーサル銀行の地位が強化された。株式発行の引受人側としては、特に業務や取引に先立つ払い込み義務や時に株式を保有する必要性から、

十分な予備資金が必要とされた。こうして銀行はその自己資本と顧客ネットワークの両方を拡大していった。これらの拡大のインセンティブは、新会社の設立、従来の私的企業の株式会社への転換あるいは既存会社同士の合併や買収など、新株発行の量的増大とともに成長した。要するに新株発行の引受業務に関する 1870 年会社法以来の株式全額払い込みの規定から、同時的設立の必要性、それゆえ大ユニバーサル銀行の必要性が生じたのである (Fohlin 2007, 230)。

ドイツのユニバーサル銀行、特にそのような機関の最大のものが、1884-1913 年の時代を通じて、投資バンキングとして、銀行と取引所の両方において、証券取引活動を拡大した。ユニバーサルバンキングが最大銀行のもとに著しく集中し、商業バンキングと投資バンキングがそれぞれ自立的かつ相互補完的に成長する傾向は、1894 年と 1896 年などの課税および規制変更の後にさらに強まった。特にベルリンの五大銀行は、全国的な支店ネットワークを通じて預金資産の集中を著しく押しすすめた。その豊富な資金によって、商業上の資金貸付(商業バンキング)を拡充するとともに、銀行内取引とベルリン証券取引所取引とを接続させて、証券取引(投資バンキング)の活動能力を最大化していった。

発行引受業務と企業株の一時的保有

ドイツの法人金融に関してもっとも普及している見解の一つは、ユニバーサル銀行は、顧客企業の株式を相当の保有率において保有し、そしてそのような立場をこれらの企業の決定に関して影響力を行使するために使った、というものである。しかしながら実際には銀行は、事業年度の終わりを越えて保有される、特に工業証券の長期保有をなるべく過小に評価し、バランスシート上の「所有される証券」勘定にも(一次大戦前は会計法が十分に整備されていなかったこともあるが)かなり控え

めに記入していた。あるいはまた正しくは所有証券勘定科目に属するものが「シンジケート参加」科目に記帳されたり、あるいは逆に正しくは後者の項目に属するものが前者に記入されたりした。銀行は明らかに、投資家たちが非金融企業株の大量保有を銀行の新株発行ビジネスの不調の兆候とみなすことを恐れていた (Fohlin 2007, 107)。

過度の証券保有は、銀行の株式発行ビジネスにとって、状況がすこぶるまずいこと、銀行が過度の投機的没頭に陥ったこと、あるいは銀行が自己勘定による過度の投機的取引に巻きこまれたこと、けっきょく銀行は、資金を十分に利益を生むように運用できなかったことを意味すると解釈された。それらの理由で銀行の投資資金回収が大幅に不可能になったことが、その証券勘定科目の総資産に占める過度の証券保有率をつうじて、気付かされることになる。銀行の投資家(預金者や株主)たちは非金融企業の著しい株式保有に関して「しかめっ面」をしたと言われるが、株式保有を実際より少なく評価しようとしたまさにその事実によって、銀行は非金融企業を直接コントロールする積極的な政策の一部として株式保有を追い求めたのではないことが暗示される。1880 年代から第一次大戦前では、銀行は、非政府証券を大きな割合で長期にわたり保有することを当然のごとくを回避していたのである (Fohlin 2007, 107)。

1884 年から 1913 年まで、大銀行については、法人証券つまり非政府株式の保有は実物資産総額のおおよそ 7% から 8% の間で変動していた。時に、ローンや現金など他資産保有の、インフレないしデフレのためその枠を超えて 11% に近接する年(1902 年)もあったが、その時代の終わり(1914 年)まで上昇傾向にあった。ユニバーサル銀行の投資総額のかなりの部分が、事実上、株式引き受けコンソウシウム(シンジケート)への連座から生じた。それゆえ引き受けコンソウシウム参

加として、銀行集団が株式発行上無能であるゆえに、あるいは株式引き受け処理が事業年度末に及んだというだけの理由で、銀行帳簿に残存する株式が銀行の株式保有（およそ銀行総資産の4-5%）に含まれることになる。引き受けシンジケートを通じて投資戦略の一部として意図的に取得した株式以外の株式保有（銀行総資産のだいたい3%から4%）はほとんど、大銀行が新しい領域に預金獲得の足がかりを確立するために合併し支店化した地方銀行に対する永久的株式保有であった（Fohlin 2007, 110）^(注7)。

ベルリンの大銀行によるコンソウシウム関連の株式保有は、1890年代末の株式会社創設におけるブームを通じて一貫して増大し、1900-1年株式市場危機直後の1902年に一次

大戦前ピークに達した。大銀行は、1907年株式市場危機直後に株式保有を少し増大させたが、株式市場が好転する時には証券保有を減少させたのであり、1909年には、1884年以来の最低点（およそ銀行総資産の4%）を記録した（Fohlin 2007, 108-110）。大銀行は、その投資バンキングの収益増大傾向と一致して、明らかに地方銀行よりも割合から見てより多くの法人証券を保有していた。一方、地方銀行は、引受けシンジケートビジネスに深入りすることは決してなかったので、それによる株式保有比率を低下させる傾向にあった（この時期を通じて銀行資産の平均は約2%）。逆に引受けシンジケートによらない非金融企業の株式保有の割合は大銀行と比べてかなり高かった（同5%）。

おそらく地方銀行は、新株引受けではなく直接株式保有により企業とのより親密な関係を追求した。それに対して、主要証券市場（ベルリン）に近接する最大のユニバーサル銀行は、シンジケート参加を通じて株式発行を助けた、その非金融大企業と長期的関係を維持した（ただし、多数の大銀行が引受けシンジケートに参加しなかったことも注意せよ）。しかし株式保有比率を通じての大銀行の法人リレイションシップは、ほとんどが排他的なものではなかった。コンソウシウム保有とは定義により、大銀行集団への参加を意味したからである（Fohlin 2007, 112）。

1880年代から第一次大戦まで、銀行は明らかに非金融企業に対して、大量の長期的直接的な出資をほとんどしなかった。証券の総保有が銀行の自己資産に比較して低い割合にとどまったすれば、その銀行保有証券は、株式会社の総名目資本のうち比較的小さな割合を占めたに過ぎない。大銀行は1886年から1913年まで、全体として、ドイツの株式会社の総株式の銀行保有割合を2.5%から徐々に4%まで増大させ、その後一時的に3.5%まで低下させたが、以後5.2%を超えること

^(注7) ベルリンの大銀行全部を含む32の最大重要なドイツのユニバーサル銀行の貸借対照表と損益計算書（1894-1902）によれば、そのサンプル銀行の約3分の2が、コンソウシウムビジネス（典型的には株式ないし社債を発行するという特別の目的で結集する銀行グループと呼応して、株式ないし社債を発行すること）にともなう株式を保有していた。これらの株式は、投資家に売却されることを目的にする一時的な賭け金の意味した。言い換えれば、この特別な証券勘定は銀行資産のかなりの割合を占めることもあったが、年々変動した。当然、発行があまり順調に進まない場合にはその株式が数年にわたり保有されることもあったが、それらは、積極的な投資ポートフォリオの一部とは考えられていなかった。たとへば、ダルムスタート・バンク、デスコント・ゲゼルシャフト、ベルリン・ハンデル・ゲゼルシャフトなどについては、コンソウシウム証券保有は、年々変動し、なん年かは12-14%に達したこともあるが、1894-1902年を通じて、平均で3%から5%の間を推移した。なお上で見たサンプル銀行の3分の1から2分の1が貸借対照表において「永久参加株」ないし「パートナー株」を保有しなかった。それらの株を資産の5%以上保有する5銀行の内、ダルムスタート・バンク、デスコント・ゲゼルシャフト、ライニッシュ・デスコント・ゲゼルシャフトは、資産の10%以上のいわゆる永久的参加株を保有していた（Fohlin 2007, 110-113）。

はなかった。株式ユニバーサル銀行全体では、5%から徐々に増大したが、9%を超えることはなかった。確かに、いくつかの企業にとっては、銀行の株式保有割合が大きい場合があったが、しかしそれは、ほんのまれであったし、ほとんどが一時的で現象であった。銀行の株式保有を国民経済全体の規模と比較してみても、銀行の非政府証券保有は、非常に小さな割合をなしていた。ユニバーサル銀行の非政府証券保有は、第一次大戦前の30年間にわたり、GNPの2-4%間を変動した。その増大の最大部分は1900年以後であったが、一次大戦まで4%を超えることはなかった(Fohlin 2007. 120)。

以上一次大戦前では、銀行によるドイツ企業へ直接出資金(株式と社債)は、ドイツの株式資本総額と比較して些細なものに過ぎなかった。要するに、ドイツのユニバーサル銀行は、当代イギリスの投資銀行と全く同様に、伝統的な投資銀行業ビジネスに従って活動した。言い換えれば、オーソドクシー(かなり大幅な長期的株式保有比率は、銀行を顧客企業の運命と結びつけ、また逆に顧客企業の運命を銀行に結びつけることによって、企業投資上、長期的リレーションシップや長期的展望を強要するという理論)は全く成り立ちえない。逆に株式保有比率の僅少は、一次大戦前における投資バンキングが介在する証券市場(資本市場)の成功を物語っている(Fohlin 2007. 121)。

取引所外における銀行の証券取引

株主と全体社会の利害の保護を目的とする、1884年会社法による取締役に対する監査役会コントロールの強化によっても、1880年代末の株価上昇と、それに続いて起こった1890年代初頭および1891年の株価暴落を防ぐことができなかった。これらの激しい株価下落ならびに証券取引所取引に関連する横領や不正に対するセンセショナルな公判を契機にして、公衆は、蔓延する投機や汚職を公

然と非難し始めた。株式取引所は、表向きはすでにこの時までには政府によって規制されていたが、多くのものが、株主のためにさらに厳しい保護を要求した。また農場主は、低穀物価格を先物取引の責任に帰しつつ、証券取引活動および特に先物市場の制限を要求した。1892年に立法府は、責任の所在を調査し、改善を勧告するために、株式市場調査委員会をつくった(Fohlin 2007. 231)。

その結果として生まれた1896年取引所法は、証券の発行と上場に影響する多くの措置を含んでいた。この新法は、既存私的会社の株式企業への転換に関して、その株式が正式の取引を認められる以前の、商業登記簿に登録された後の一年間の待機期間、ならびにその一年間の貸借対照表と損益計算書の公表を定めた。加えて、完全に払い込済みの発行株式のみが、正式に取引されうるものとされた。これらの新しい規制は、ほとんどの株主が活発な株式市場を欲していることを前提にすると、たいていの企業が、外部投資家を引き付ける場合にもし彼ら自身の工夫に任されるとすれば、困難に直面することを意味した。こうして、これらの法的制限は、株主を保護する可能性をもつ一方で、より大きな銀行信用の必要性を生み出し、より多くの証券取引を取引所から銀行へと押しやると共に、初期の会社法によって促進されたユニバーサルバンキングの成長と集中のためのインセンティブをさらに増大させた(Fohlin 2007. 231)。

1896年法によってまた、新株発行に対してより緊密な監視を保証するために、証券取引所内に司法団体や専門委員会など新しい統治機関が設立された。加えて法律は、規制のより厳格な履行と、権利を侵害された契約当事者に対する償還請求を規定した。1896年法はさらに、取引所への証券参入を許可する所轄官庁に対して、たとえば新株発行に関与するものはその株式の取引承諾については何らの発言も許されないとするなど、より大

きな独立性をもたらした。1896 年法は、1884 年の法的責任条項を強化して、新証券に必要とされる設立趣意書において提供される虚偽のまたは誤解をうむ情報に由来する（もし投資家はその情報が正しくないと言明にも知ることができなかったとすれば生じる）投資家の損害について、株式発行引受人に特別な責任を課すことになった。これらの規定は共に、取引所で取引される証券の質の最低限界レベルを投資家に保証し、そして企業と外部投資家との間ならびに発行引受人と証券購入者との間にある当然の情報の非対称性の改善を意図していた。このように事実上 1896 年法は取引所の信頼を高め、証券、特に株式証券のより大きな利用を促進した (Fohlin 2007. 232)。

ただし、これらの保護的な規定の影響は、新株に対する制限規定や 1896 年法のなかで最も議論のあった措置、つまり鉱山業や製造企業の証券ならびに広範囲にわたる商品（穀物や製粉）の先物取引の禁止、によって弱められた。先物取引の禁止は、基本的にベルリン商品取引所を廃業させた。そして現金証券取引市場の運営を妨害し、その上さらに銀行サービスに対する需要を増大させた。先物取引は乱高下を増幅させるという意見が人気を博したが、一方では先物への投機が実際には価格を安定させる、という異論もあった。ともあれ 1896 年法は、正確には如何なるビジネスが禁止されるか、そして法律の施行は何を変えるかについて、多少の不確実性を残した。それ故に実際には制限された証券を含め、かなりの量の先物売買が 1896 年後も、困難にもかかわらず執拗に続けられていた (Fohlin 2007. 232)。

先物取引の禁止は、証券取引をより多くユニバーサル・バンキングシステムのなかへ押し込んだ、という主張があった。これらの機関は先物契約取引をシュミレーションしようと努めた。必然的に、より多数の顧客を持つ、

そしてより広範囲な証券を扱う中央集権化した銀行、つまりベルリンの大銀行が、地方のより小さな銀行や私的銀行に対して優位性を獲得した。先物売買の欠乏は、現金に対する、それゆえ銀行信用および証券取引に対する緊急の必要性を増大させた。こうして先物取引の禁止は、更にいっそうバンキングの集中に拍車をかけた。バンキング集中および証券市場へのその影響は、1896 年法の修正条項によって先物売買の包括的な禁止が無効になった 1908 年後でさえも、解消が難しいことが証明された、とみなされている (Fohlin 2007. 233)。

証券取引所における立法上の介入はまた、課税の領域にまで広がった。1881 年にやっと取引所の取引に対する課税が導入されたが、その税は二つの部分から構成されていた。所有権譲渡の最終的認証としての印紙税と全ての新株に対する税である。前者は、取引ごとに均一 20 ペニヒ（先物取引は 1 マルク）となり、後者は、全ての新株の額面価額 1 千ペニヒあたり（関係する証券のタイプによるが）1 から 5 ペニヒの料金を要求した。株式取引所の取引に対する 1 パーセント税に賛成する政治運動が続いたが、1885 年には、1 千ペニヒ当たり 10 分の 1 税が、均一税にとって変わった。9 年後、この税は、1 千ペニヒ当たり 10 分の 2 となり、千マルクごとではなく、総額全体に課せられた。600 マルク以下の非常に小さい取引は免税のままだった。1900 年印紙税法がこの例外を除去し、全ての率をさらに増大させ、また鉱山株の発行と譲渡に対して課税を開始した。こうして、19 世紀最後の 20 年間で取引所がその重要性において増大したとき、税収を生み出すものとしての取引所の利用も同様に増大した (Fohlin 2007. 233)。

1885 年税法の際に、課税がトップ五大銀行のバンキング集中の誘引になっていることが、政策立案者、経済学者、ビジネスマンに

よって認められた。銀行は株式取引所の外で、買い注文と売り注文をバランスさせ、両者の差額である純取引に対してのみ税金を支払えばよかったので、大銀行は、一種のネットワーク効果がもたらす利益を享受することができた。つまり、顧客がより多数であればあるほど、証券取引のための市場はより広くなり、そえゆえ内部的取引における課税対象外の手数料収入はより多額になる。こうして課税は銀行が顧客ベースを拡大させることに拍車をかけ、さらにベルリンの大銀行による地方銀行領域への浸食をもたらす。節税は、大銀行が中小の地方銀行によって課される手数料をかなり下回る率にまで手数料率を引き下げることが可能にする。税率が上昇する場合には、内部的取引による節税も増大する。この状況は、新税法によって内部的取引に対する免税が廃止される 1900 年 6 月まで続いた (Fohlin 2007, 233-4)。

ベルリン大銀行の優位性は、ベルリンの代理店を通じて注文をだす地方銀行の二重課税のせいで拡大された。すなわち、地方の銀行家は、ベルリンの証券取引所にいる銀行家に証券取引を手渡すが、その地方銀行家がベルリンで取引をおこなうその銀行家の名前を明らかにする場合にのみ、元の譲渡認証を譲ることができた。さもなければ、地方の銀行家は自分の押印を準備し、再度、税を支払わねばならなかった。このシステムが 1894 年の印紙法によって修正されるまでは、追加の税負担が、地方の銀行家によってそれゆえまたかれらの顧客によって負担される委託および仲買の費用に付け加わったのである (Fohlin 2007, 234)。

しかしベルリンの大銀行へのバンキング集中をもたらした法的規制や課税も、金融上、市場に対立する銀行志向をもたらすようなものでなかった。先物禁止にせよ、代償取引にせよ銀行における証券取引の増大は、部分的に取引所と証券取引を代替するとはいえ、銀

行が証券取引所から事業を「横取り」することには決して繋がらなかった。銀行は、全国的な（あるいはむしろ世界市場上の）発行市場や公式的第二市場における統一的株価形成（当然にこの相場価格に、銀行内、銀行間、あるいは銀行窓口での小売・購入など取引所外での取引価格も従わざるを得ない）という証券取引所の本来的な機能をけっきょくは補完するものにほかならなかった。

証券取引所の統一株価システム形成

株式商業銀行を会員として受け入れることを拒否したイギリスの証券取引所と対照的に、ドイツでは、ユニバーサル銀行が証券取引所の会員であると同時にブローカーであることが認められていた。ドイツの証券取引所では、取引される株式の価格設定に関しては、取引所自身が設定するルールと政府が課す規制との両方があった。ドイツの取引所は、コール市場（売り注文と買い注文が共にグループ化され、ひとつひとつ継続的でなく一定の時点で契約締結がなされる）であった。価格設定の方式は、すでに少なくともベルリンでは一般的な慣行であったものが、1884 年と 1896 年の証券取引所法によって、正式な制度となったのであるが、1880 年から 1913 年までほとんど変更はなかった。証券取引所は、私的ブローカーと公認ブローカーとからなる二セットのブローカー（仲買人）を雇い入れた。1884 年法によれば、公認ブローカーは終身にわたり任命され、自己勘定で取引することや他のブローカーと一緒に行動することを禁じられていた（にもかかわらず、自己勘定取引については明らかにしばしばおこなわれていた）。

公認ブローカーは、統一価格体系に基づく証券の価格設定に対して責任を負った。そのもとで、ブローカーたちは、売り注文と買い注文をバランスさせ、何回かの価格アナウンスと価格再調整の後に、当日のすべての注文を結びつける最終価格を決定した。統一価格

体系はほぼ間違いなく透明性を著しく高め、それゆえベルリン証券取引所における証券取引の信頼を保証した。一方で、価格設定は十分に正確でも信頼できるものではない、ブローカーたちは市場価格の設定において、しばしばあるいは特にある特定の日に一定の取引が達成されない場合には、私心のあるバンカーの願望に従った、という非難もあった。このような非難が、1890年代初頭の改革要求と結びついたのである (Fohlin 2007. 235)。

1896年法は、公認ブローカーを制定し、国民的規範としての統一価格システムを確立した。これらの制度は、1896年法以前にも非公式に存在していた限りで、法制定以後の日常の行動様式における変化はほとんど期待されていなかった。この新法令はまた、証券取引所の所長が部外者を除外して公式に価格設定を行うことを取り決めた。すなわち理事、秘書官、ブローカー、所長そして取引所規則によって規定される他商品取引の代表者だけが、出席を許可された。これらの規定が自主的な価格設定に対して不正に干渉する機会を最小化した限りで、法律は、証券取引所における透明性と公衆の信頼を回復させた。しかし同時に、もし仮に銀行の市場介入が株価の乱高下を制限し、そしてもし法律がそのような銀行の関与を阻んだとすれば、その場合には、これらの方策それ自身が株価の乱高下を増大させることになる。ただし統一価格システムの一般的利用によって、個々の証券が多く重ねて上場されるその個々の取引所間において価格の相違をもたらすその主たる理由が除去された(以上、ドイツ証券市場が世界的証券市場の一環をなしたことは明らかである)。こうして1896年法はさらに、銀行にとっては、多くの裁定取引(銀行間や取引所間での轉取り)の機会および所得の重要源泉の喪失という結果をもたらした (Fohlin 2007. 235-6.)。

一次大戦前における工業発展の後半期に特に顕著になるベルリンを中心とする証券取引

所の本来的な統一的価格形成機能は、いかなる形にせよ、ユニバーサル銀行による証券市場支配を全く不可能にするであろう。先に見たように、この時代の世界大のレッセフェール金融市場システムは、貨幣市場であれ、資本市場であれ、需要供給を一致させる市場参加以外の一切の組織的政治的介入を最初から排除するものとして、特に工業化の後半において典型的に発展した(国家の非直接的影響)。

しかし、証券の引受業務と取引を商業バンキングに結びつけるドイツの銀行慣行のゆえに、銀行の市場コントロールもしくは市場の銀行内部化に関してオーソドクシーにつながる考え方が存在している。ユニバーサル銀行は、銀行がプロモートし、株価の積極的な管理によって、安定した配当と市場価値を保証するその企業の魅力に関して、用心深い投資家を納得させることができた、という主張もある。ピロンによれば、取引所にあるほとんど全ての有価証券が、概して銀行からなる「守護聖人」を伴っており、かれらは、その価格決定に関して取引所ブローカーと日常的に相談していた (Fohlin 2007. 262)。しかしながら、取引所内のブローカーを、「守護聖人」の「代理人」として銀行が関わる企業の個別利害関係を代弁して追求させること (Prion 1910. 53. 1929. 63) は、取引所の本来的な価格形成機能に即して無理であり、事実上不可能であるとみなすことができる。

実際にはベルリンの大銀行は、内部的(取引所外的)な株式証券取引の増大とともに、ブローカーとして積極的に市場に参入し、ベルリン証券取引所の統一的な価格形成機能を実現させていた。19世紀終わりの規制強化と課税にもかかわらず、あるいはむしろそれ故に、ベルリン証券取引所と大銀行とは、互の共生関係を維持することによって、工業化の前半に限れば見られたかもしれない、しかし今日でも依然として流布している「銀行対市場」という二項対立状況を事実上克服して

いった。20世紀の最後の数十年間を通じてドイツでは力強い証券市場が欠落していた。オーソドクシーに捕われる現代の研究者が、ユニバーサルバンキングをいくらかなりとも証券市場に代替するものとする誘惑に駆られることはありうることであった。実際には一次大戦前の30年間にわたり、ドイツの証券市場、とりわけベルリン証券取引所は、大銀行との協同において、株式と社債の取引を増強し、数千件の新株を上場していた。地方及び国際的な危機（たとえば、1891、1900-1、1907年）の影響のなかで確実に立ち直り、魅力的な発展を実現していった（Fohlin 2007. 276）。ベルリンの証券市場は、国際比較上、1913年の規模と流動性においてロンドン証券市場だけには後れを取っていたが、十分に本来の機能を果たし繁栄していた。（Fohlin 2007. 261）。

（4）イノベーションと株式会社と証券取引所

固定資本形成とイノベーション

急速に発展する経済の上げ潮においては、非常に広範囲にわたる企業に繁栄がもたらされる。一方で、創造的破壊および新旧技術の置き換えとともに、技術のあり方や工業部面といった一定の特性による異なる成長率が実現する。さらに産業化は、イノベーション、効率向上から結果する製品価格の下落、企業と産業部面の再組織化に関連して新しいリスクをもたらす。国内産業発展は不規則的に前進していくし、国際的な交易と金融も同様に不規則に変動する。これらのすべてが、個々のビジネスそして法人経済の全体にとって潜在的な困難性をもたらす（Fohlin 2007. 198-199）。この困難性を克服しイノベーションを達成するものとして、株式会社が普及し、企業と証券取引所を結びつけるドイツに特有なユニバーサルバンキングが発展した。

世界市場に関連するそれぞれの産業部門に

おいて、限界労働生産力を有するC企業が、循環資本上の循環（投入・産出）によって、生産物（例へば製鉄）需要に対して単位生産費 c_1 をもって最終的な供給 Q_1 を実現して、均衡価格 $p=c_1$ を成立させているとする。この場合均衡価格としての単価 p は一定の労働量価値に等しく、C企業は $\{pQ_1 - (wL + gHQ_1)\} \div (wL + gHQ_1)$ に等しい平均利潤（＝絶対地代 rS ）をうる。限界労働生産力を超える労働生産力を有し生産費 c_3 を持って Q_3 を供給する企業Aと、またおなじく生産費 c_2 を持って Q_2 を供給する企業Bは、生産費では、 $c_1 > c_2 > c_3$ にもかかわらず、限界原理による一物一価の（市場）価値法則によって、それぞれ平均利潤（＝絶対地代）にプラスしてさらに、 $(c_3 - c_1)Q_3$ 、 $(c_2 - c_1)Q_2$ の超過利潤（＝差額地代）を獲得する。絶対地代 rS を利子率 r で資本化したもの $(rS \div r =)S$ がA企業の固定資本金額である。A企業の固定資本金額は $\{rS + (c_3 - c_1)Q_3\} \div r$ 、B企業の固定資本金額は $\{rS + (c_2 - c_1)Q_2\} \div r$ となる。以上は、差額地代Ⅱを無視しているが、工場ごとの生産費の相違による超過利潤＝差額地代発生および固定資本金額の成立の市場メカニズムを簡明に示すものとしては問題ない（河西 2009. 137. 143）。

さて金融恐慌後の不況とか外国との競争、輸入の増大または輸出の減少などによって、製鉄商品の世界市場・国内市場上の需給状況に不均衡が生まれ、製鉄単価が仮に企業Bの生産費 c_2 以下に下落する場合には、企業Aはともかく、BとCは生産費をカバーできず、まさに存亡の危機に直面する。企業BとCは、抜本的な技術革新を余儀なくされる。常に成功は保証されていないという意味で極めて投機的であるが、遂に短期的に革新的な固定資本形成を進めて構造改革を経た企業B'、C'は、企業Aの生産費 c_3 を下回る新生産費 $c'_2 < c'_1 < c_3 < c_2 < c_1$ を実現するであろう。不運にもそうしえなかったB、C企

業は破産して製鉄生産競争からイクジットすることになる。

こうなるとかつて最優良企業であった A もいまや生き残りを賭けて自ら革新的固定資本形成を追求し技術革新を進めざるを得ない。A' は B' と C' が行った技術革新を学習し模倣できるので、早いもの勝ちというよりも、「スケールと規模」の経済など遅れたものの優位性を維持することができるかもしれない。遂に企業 A' も新生産費 $c'3 < c'2 < c'1$ を実現する。こうして製鉄産業部門全体に新技術が普及し、一定の時点で新たな均衡価格 $p' = c'1$ が成立する。生産費のより低い企業の生産と供給を優先する「供給の論理」に従って、需要に対する最終供給が新しい最劣等企業 C' の $c'1 \times Q'3$ によって行われることになる。新均衡価格 $p' = c'1$ は新しい労働量価値および限界労働生産力をしめし、平均利潤 = 絶対地代として $\{p'Q'1 - (w'L' + gH'Q'1)\} \div (w'L' + gH'Q'1)$ を成立させる。同時に一定時点における供給の論理、収益低減の法則(市場価値法則)によって、新たに優良企業 A', 中位企業 B' は、新劣等企業 C' に対して、それぞれ $(c'3 - c'1)Q'3$, $(c'2 - c'1)Q'2$ の超過利潤 (= 差額地代) を獲得する。絶対地代 $r'S$ を利子率 r' で資本化したもの $(r'S \div r' = S')$ が C' 企業の固定資本金額である。A' 企業の固定資本金額 S' は $\{r'S + (c'3 - c'1)Q'3\} \div r'$, B' 企業の固定資本金額 S' は $\{r'S + (c'2 - c'1)Q'2\} \div r'$ となる。企業 A' の $S' >$ 企業 B' の $S' >$ 企業 C' の $S' >$ 企業 A の $S >$ 企業 B の $S >$ 企業 C の S , という不等式の成立は一応言っても良いであろう。

ダイナミックなイノベーションの過程の重要な特徴は、先駆的な企業が取得するかもしれない超過利潤 (= 差額地代) の固定化が新技術の一般的な普及(低い破産企業比率と同義)によって不可能になることである。その結果、一定量の生産物に要する労働量がより少なくなり、その産業部門に旧来では得られ

なかった新たな限界生産力が形成される。しかも異時点間に起こるこの労働生産力の増大は、特定の産業部門に限られない、全般的に中間財(原材料など)及び最終財の生産部門のほとんどの企業において多かれ少なかれ同時並行的に進む。これらの一般的な限界労働生産力の高度化は、当然にドイツ企業の国際競争力を強化させる。またある産業部門の固定資本の形成・更新は、他の部門の供給する最終財の需要・消費による。ある部門の新固定資本にもとづく中間財及び最終財の生産と供給の増大は、他部門の新固定資本による中間財及び最終財に対する需要の増大をもたらす(もちろんこれら商品の需・給の一致は国際貿易を伴う)。こうしてイノベーションは、ハイリスク・ハイリターンあるいはローリスク・ローリターン投資をとまなう個々の企業の成長、そしてそれぞれの産業部面の成長と産業連関を通じて、国民経済全体 GDP の経済成長を実現する。

年々の固定資本形成による、イ) 新種商品生産を含む世界市場上の垂直的分業の促進、ロ) 若干の破産企業を後に残す同種商品生産における世界市場上の水平的分業の促進、ハ) これらによる全ての商品種生産にわたる労働生産力の昇り階段の高度化(これに対応する単位量当たり生産費の下り階段の低下)、以上イ) ロ) ハ) を総括して、資本家的企業経済構造の「創造的破壊」(シュンペーター 1911) ということができる。この全般的な産業イノベーションを可能にする年々の固定資本形成を保証したものこそ、19 世紀 70 年代以来の株式会社企業形態の普及であり、金融と情報におけるイノベーションに他ならなかった。

企業の成長率と生存率

年々の固定資本形成は、労働生産力と同時に付加価値創出を増進するので、企業は年々成長していくことになる。成長率 = $(n+1)$ 年

の付加価値 $-n$ 年の付加価値 $\div n$ 年の付加価値である。年間付加価値 $=$ 年間売上価格 pQ
 $-$ 年間消費中間財価格 $gHQ =$ 年間労賃(労働所得) $wL +$ 年間地代(資本所得) rS 。1890～1914年のドイツ企業は、概して上昇と下降、そして若干の上昇傾向を伴いながら、適度な成長率を達成した。平均成長率は、1890年代の中・後の強い回復年においては6～7%の間で変動した。1899年および1900年までに、成長率は年当たり3～4%に弱まり、そして株式市場で暴落があった1901年には、成長率はほとんどマイナス4%にまで低下した。1903年までには新しい好転が実現し成長率を6%まで戻した。続く三ケ年においては、5から8%の成長率を維持したが、1907年の暴落と不況が法人経済の勢いを削いだ。1908年の落ち込み(平均成長率マイナス2%)は短期的であり、企業成長は、戦前年を通じて3から7%の平均率にまで回復した(Fohlin 2007, 198-199)。

当時進行中の産業化における最前線産業部面である電気技術、ガス生産および(電気、ガス、水道などの)配給公益事業は、当然のことであるが、例によって最強の法人収益成長率、1895～1912年に年当たり9%を達成した。これらの高成長率は、それが好況年のみならず、いくつか深刻な景気後退年においても同様に達成されたものであり、しかも、最先端企業の成長に旧技術企業として分類されるほうがよい企業の成長を混ぜ合わせたものであることを前提にすれば、さらにいっそう印象的なものになる。これらのより古い工業部門(繊維、砂糖精製、製粉)は、この全期間を通じて、年あたり2%未満で成長した。戦争に通じる概して好況の年々でさえ、多くの繊維企業、特に綿織物では収益を失った。以上の両極端の間であって、醸造(特にビール)、石材および陶器産業、金属加工、機械、印刷、木工細工、蒸気機関輸送(主に内陸河川)化学薬品における法人企業は、3～4%の

平均率で成長し、一方軽量軌道会社(大部分が、路面電車)、鉱山企業は6%ちょっとで成長した。これらの平均値は、成長率の評価に關していろいろ限界を持っているが、概して、中小規模で、かつ若い企業は、大規模で古い企業よりもより早く成長した。そして、時代の最先端技術部門における企業は、時代の「古い経済」部門における企業よりもより早く成長した。その反面で倒産はたいいてい、古い技術部門、特に著しい負債を負い、貧しい収益性を持つ部門の高齢中小企業において現れた(Fohlin 2007, 199, 219)。

ドイツの産業経済は1890から1914年まで極めて急速に拡大したが、それでもやはり、個々の活動する企業の成功の度合いという面では多様な展開が見られた。1902年に生存していた株式会社のうち、ほぼ13%がそれに続く10年間に精算された。倒産率は上下したが、1902, 1905-6, 1909-10年に比較的高かった。1903年には、サンプル企業(ベルリン証券取引所で取引される50企業, 1895-1913年)のうちで破産したものは皆無であったが、最後の二年間では4件だけ(年当たり2件)破綻があった。全体的に見ると、悪い年という場合でも、ひどすぎるというわけではなかった。どの悪い年でも、サンプル企業の2%未満が破産したにすぎない。従って、当時存在したドイツ株式会社の全人口約5500社で換算してみれば、約120社が、1906年の最悪年に破産したが、ほとんどの年において破産会社数はそれよりはるかに少くなかった。先の破産率13%という数値を利用すれば、一次大戦前の10年間の総計で、約500～700の株式企業が破産したことになる。法人人口は増えつつあり、明らかに法人誕生がその死亡を超えていた(Fohlin 2007, 203)。

企業の破産は基本的にはあらゆる産業部門でみられたが、サンプル企業について、それぞれの産業部門における企業の対破産企業総数比率 a に対する対企業総数比率 b の比率 c

($=a \div b$, この比率が高いほどその産業部門の企業破産の頻度は高い)をみると、かなりばらつきがあった。軽工業に属する企業(小機械類と金属加工、内陸蒸気運送、繊維、食品加工、水、製粉、砂糖精製)が、非収益および慈善グループとならんで、最もよく破産した。重工業に属する企業(鉱業や精錬業、電気工学、化学薬品、そして醸造)は、企業の破産頻度が相対的に低く、特に成功したようである。企業の破産頻度において軽工業と重工業との間に属する企業は、軽量軌道と路面電車会社、ガスと石油会社、石材と陶器企業であった(Fohlin 2007, 203-4)。

直感によって得られる洞察とはいくぶん異なるが、より若年の企業よりもより高齢の企業の方が破産する傾向が強かった。サンプル企業のなかで破産企業の個々の年齢を見ると、破産企業の半分がそれぞれの法人格付日から少なくとも15年経過しており、その4分の3が少なくとも10年を経過していた。株式会社企業としておよそ3年間未満しか存在しえない破産会社はなかった。3分の1をはるかに超える破産企業が、少なくとも20歳に達していたが、これらの企業のうち、より高齢であればあるほど、さらにより長く生き残る企業が少数、確かに存在していた。従って高齢企業のうちの最高年齢企業は、破産しない傾向があった。それで年齢という側面からみると、「中年層」が最大の破産リスクに直面していたということになる。年齢と破産との間のポジティブな連関にも関わらず、(収益で測定される)大企業の方が、中小企業よりも破産する傾向が弱かった。以上の分析は産業部門間について比較照合していないが、年齢と破産との関連から得られる特徴は、産業化時代後半のハイテク部門について若干の独特な特性を明らかにする。すなわち第二次産業革命をもっともよく先導し、そして最も強く成長し、それゆえ破産が最も少なかったのは、(比較的)若い大企業であった、ということ

(Fohlin 2007, 205)。

資金状況もまた企業の成功機会に影響を与える。マイナスあるいはゼロのキャッシュフローに陥った企業はプラスのキャッシュフローを維持する企業に比べて、破産率が5倍近くに及ぶが、いとも簡単に破産した。しかしキャッシュフローを若干持つことと何も持たないこととの間の相違は、高度のキャッシュフローをもつことと低度(プラス)のそれを持つこととの相違よりも、破産を決定づける上でより重要である。最高度のキャッシュフローをもつ企業は生き残るが、しかしキャッシュフローのより一般的な増大は、企業破産の見込みをわずかに低下させる。低いレバレッジ(全負債÷全資産が低率)と高い流動性(短期満期負債に対する短期流動資産の割合が高率)は、破産に対する予防手段として役立つように見えるが、統計上の印象ではそうであるともいえない。(Fohlin 2007, 205)。データーは、会社精算の正確な理由を明らかにしませんが、リスク諸要因の総合的な数量的分析によれば、古い技術部門における高齢の中小企業は、かなりの債務を負った場合に、資金をほかの部門のベンチャーに移動させることがより経済的であることを見出していた。19世紀末葉以来の重工業化の後半段階における破産パターンは、シュンペーターが原理論的に予測した「創造的な破壊」過程(絶え間なく古い経済構造を破壊し、絶え間なく新しい経済構造を創造する)を示しているように見える。(Fohlin 2007, 205-6)。

企業の利益性と証券取引所上場

総資産利益率(ROA)または株主資本利益率(ROE)は、一般的に総資産もしくは総株主資本に対する百分比として、それぞれ利子及び税引き前収益に対して計算される。ドイツの企業は周知のように、いわゆる秘密積立金を蓄積する手段として有形固定資産の減価償却費を利用する。この場合には全ての企業

がコストを誇張し、結果として、好況年の外見上の利益性を押し下げる傾向がある。これらの業務慣行は収益における年々の変動を取り除き、そして企業が配当金支払い流出をより均等な流れのなかに維持し株価を相対的に安定化することを可能にする（一次大戦前の自己金融の目的）。この減価償却問題に対して予防的な対策として、多くの場合に、リターン（利益）は少なくとも減価償却費が含まれて計測される。会計上のリターンによって計測すれば、ドイツの法人企業は、19世紀の末期の数年と20世紀の最初の十数年にわたり、十分に成果を上げた。総資産に対する平均リターン（ROA）は、1895年と1912年の間、1%から5%の間で変動し、全期間にわたりサンプルの範囲では平均3%を維持した（銀行は2.4%）。利益は、企業ごとにまた年ごとに大幅に変動したが、それらの年々にわたり、サンプル企業の少なくとも7%から22%がマイナス・リターンを示した（主要な株式市場の減退の年である1901年にその最高値が見られた）。

普通株（株価）に対する配当金調整・年間リターンの割合として定義される株式リターン（ROE）は、株主の資本に焦点を合わせていて、法人利益性について完全に異なる評価を提供する。株式のリターンは、他の測定と同様に、企業実績の描写としては良い点と悪い点がある。企業とその代表者はおそらく株式の市場価格を操作しようと企てるかもしれないが、企業は、その株式の実際の市場価格に基づいて算出される利益を事実を曲げて伝えることはできない。同時に、長期にわたり株を保有するものたちは、株価の評価から構成される配当金調整株式リターンの取り分をけっして（株式の売却によって）現金化しようとはしないであろう。これらのリターン（ROE）はこの時代を通じて、（等しくウェイトをかけて）平均で毎年13%以上であったが、しかし株式市場の高値、底値は、株式投資を

非常にリスクなものにした。配当金を考慮しなければ、企業の半分においてほとんどの年に株式リターンがマイナスになった。強気市場においてさえ、また配当金を加えてさえ、企業の20%がそれぞれの年にマイナスの株式リターンをもたらした。それでもなお、中央値にいたる企業は、1902年を除くすべての年においてプラスの配当金調整リターンを生み出した（Fohlin 2007, 208-10）。

これらの魅力的なリターンは、部分的には配当金の支払いから生じる。そしてそれらの金額は、原則として勘定操作もしくは改ざんによっては影響を受けない。19世紀末葉から20世紀初頭にかけて、ドイツの法人は頻繁に配当金を分配した。どの年でも少なくとも、企業の半分以上が配当金を全く払わなかったが、しかしそれでもやはり、配当金はサンプルの全企業および全年にわたって、平均で約3.5%であった。配当金を支払った企業だけについて見ると、平均でその倍以上の8.4%であった。そして多少の企業が非常に高額の配当金を支払った。つまり配当金を支払ったサンプル企業のほとんど3分の1が少なくとも10%の大金を分配し、別の企業16社が20%以上の配当を支払った。たとへばアスファルト・ファブリック・F.シュレジンゲ・ナッハホルガーは、1900~12年の間に毎年22%と36%の間の配当金を報告している。オーバーシュレジッシュレAG・フュアファブリケーション・フォン・インゲノーゼは、サンプルの18年間のうちの13年にわたる20%以上の支払いと1906年と1905年におけるそれぞれ60%と80%の支払いによって、配当金支払いトップの地位を主張している。モダン・スタンダード・アンド・プール（S&P）社の500社標準によれば、戦前のドイツ企業は、特により比較可能なベルリン上場企業の平均でみて、配当金の支払いをためらう強い性癖があるにも関わらず、非常に気前の良い配当金を支払った（Fohlin 2007, 210）。

高度に集中化した所有、特に家族所有の場合には、利益を示し、配当金を分配すべき動機は抑制される。というのは喜ばせる家族以外株主は、ほとんどあるいは全く存在しないし、支払うべきかなりの税金が存在しているからである。それに対して証券取引所、特にベルリンの主要な株式市場に上場する企業は、上場しない企業、あるいは地方市場に上場する企業よりも、明らかにより広範囲な株主に保有されていた。得られるすべての計測によれば、ベルリンに上場する企業は、それ以外の企業よりもよりよい実績をはたした。それらは、平均でより高いROAをしめし、マイナス会計利益を示す傾向がより少なく、平均的にはるかに気前の良い配当金を分配し、そして、地方と比較して、はるかにより高い配当金調整株式リターンを生み出した(Fohlin 2007, 211)。

ドイツの証券取引所では、株式上場にあたり投資家を引き付けるために、企業は過去に満足のいく実績があったことを明示することが求められた。結果として過去のリターンや配当金が株式上場のいわば与件をなしていた。当時においては投資から利益を引き出す最も確実な方法を提供したので、配当金には、より大きなウエイトがかけられた。企業の規模(総資産)もまた、株式上場の一つの与件をなしていた。大企業は、より多角化されている(それゆえ、より低リスクである)傾向があるし、より多数の株式に登録固定費を分散させることができる。上場を選択する企業は、外部投資家を求める傾向が強く、そのため相対的に所有権を分散化させることになる。

以上のような推論と一致して、新株を発行する企業の意志決定は、特にベルリン取引所における株式市場上場にポジティブに関連していた。同時に、長期負債、主に社債と抵当設定が高レベルにある企業は、ベルリンにおける上場の見込みを引き下げた。これらの事実によって、株式取引センターとしてのベル

リン市場の重要性が明白になる。企業の規模は、ベルリンとその他の両方の上場にポジティブに関連し、多角化と安定性が上場に重要であったことをしめすが、企業がいかなる事業部門に属するかによって、ベルリンで上場されるか否かが決定された。また同様に安定性または多様化の印である年齢も、証券市場上場に関連するが、特に地方市場の場合に強く現れる。地方上場の企業は、社債金融を利用する傾向があり、それらは、上場する取引所をかこむ地域に生まれた生来産業におけるより高齢の企業であった。これらの結果は、ベルリンと地方取引所との間におけるサービスまたは顧客の相補性を示している(Fohlin 2007, 258-9)。なお非上場に留まることを選択した企業と比較すれば、取引所に上場することを選択した企業は、大規模かつ若年の傾向が強く、また非上場企業の2倍以上の配当金を支払っていた(2.7%に対して5.95%)。(Fohlin 2007, 256-9)。

(5) 所有と経営の同一性

代理人機関としての監査役会

19世紀末葉以来1914年までのドイツの重工業企業は典型的には、株式会社発起人としてのベルリンの大銀行そしてベルリン証券取引所を通じて、株式証券を一般公衆に売却して資金を獲得し、そして海外競争に不可欠な巨額な固定資本の形成を実現した。公衆への株式のマーケティングは、株式資本所有の広範な分散化をもたらしたが、「所有と経営の同一性」は、株主公衆から委託される大銀行の(株主総会における)投票権によって維持されていたと一応言えるかもしれない。しかし委任投票権は法的な形式に過ぎない。重要なことは、株主総会の代理人として監査役会が取締役会に対する「資本のコントロール」に成功して、株式資本市場を通じる、株主の出資と配当金の好循環を実現し、法的制

度としての委任投票権を経済的に保証していたことである。実際に一次大戦以後、「所有と経営の分離」が起こり、「資本のコントロール」が崩壊したが、その脱資本家的企業の存続をささえたものこそ、(株主) 総会権限の著しい後退とともに、大銀行の大企業株主総会における委任投票権という形式的な法的制度であった。

とはいえ、銀行が預金投票権などを通じて確実に委任投票権にアクセスできることは、株主総会に文字通り「資本のコントロール」の至上権を認める(一次大戦以前の)株式会社制度においては、極めて重要である。委任投票状を通じて決定権を有する銀行が総会において、監査役会を選任を含めて会社の「権利と責任」を独占することになるからである。監査役会は二年ほどの任期で取締役会をいわば雇うわけなので、独占権を有する銀行が総会においていかなる監査役を選任するかということは、「資本のコントロール」を成功裏に実現する上で決定的である。

ところがオーソドクスは、委任投票権による銀行の総会決議自体よりも、監査役会への銀行取締役の在籍を通じての産業資本に対する「金融資本の支配」を強調する^(注8)。「大銀行の権力は金融上の強みからくる直接的な影響力を通じてというよりも、監査役会とい

う合法的機関を通じて行使された」、と。しかし総会決議から生じる権力は、当該総会の権力であって、それ以外に「大銀行の権力」など存在する余地はない。銀行取締役の顧客企業の監査役会在籍にしても、当該総会権力の代理人としてであり、それ以外に外部から「大銀行の権力」が及ぶことなどあり得ない。実際に銀行家の産業企業監査役会在籍はふつうは、株式発行と証券市場を通じる企業の固定資本形成金融(投資バンキング、それこそ銀行家のその監査役会における本来的な役割であろう)を支援するものに他ならなかった。

コーポレート・ガバナンス

企業の実績および生存は、そのリーダーの行動と決断に大きく左右される。そして株式会社では、これらのリーダーは、たいていの場合、雇用されるマネージャーである。それ故、企業の実績がうまくいかない場合には、所有者は、マネージャーに少なくとも部分的にせよ責任を負わす。アメリカやイギリスに見られるような大きく市場指向的金融システムにおいては、投資家は、企業の採算性の問題に気付く場合には、かれらの出資金を売却する。そして、情報の非対称性によって、投資家はマネージャーの本当のクオリティーを知ることを阻害されるので、株主は、マネー

^(注8) ドイツの銀行業における集中の程度は、一次大戦前にいかなる疑いもなく非常に高い水準を達成した。この場合、ベルリンの大銀行は大規模な集中運動の結晶点として役割をはたし、資本市場の多くの分野で優勢な地位に到達した。ドイツ銀行部門の発展のまさにこの観点から、銀行歴史家によって繰り返し強調されてきた。工業的事業の発展と展開は、通常の銀行取引をこえる活動分野、特に工業株の発行業務を生み出した。発行業務は、動員する資本大量のゆえに、高度に集中する個々の銀行施設を前提にし、多くの場合に、それを超えて、特にコンソウリシウム(シンジケート)の形態における銀行機関の協同を必要とした。それとともに、ドイツで高度に発展した工業金融事業

は、本源的に経過する銀行資本の集中を相当に促進したが、これらの発展は、集中から独占への急変に、基礎を準備することからほど遠かった。それは反対に、たとへば、コンソーシウム割合の分配、コンソウシウムの指導あるいは工業企業委員会への出席などに関して、銀行間の競争が危険な影響力を持ちうるそのような伝統的分野をさらに付け加えた。大工業の銀行取引の様々な領域の処理をめぐる銀行間の競争は実際には、ドイツ銀行活動の高度な集中段階にもかかわらず、「激戦」の様相を呈したのである。この場合に大銀行といえども、産業資本に対して明白な優位性を達成したわけではない(Wellhoner 1989, 237)。

ジャーの有効性の尺度として、株価、会計上の利益、または他の数量的達成度を代用する。こうして、投資家は、株式価値から損失を受けるようになると、経営者に圧力をかけ、さらに彼らを解雇さえするかもしれない。第三者である観察者は、しばしばこれらの解雇において証明される近視眼的なやり方を不満に思い、解雇は、制御不能な困難な状況下におかれたために単に実績を出しえなかっただけのマネージャーと同様に、真に業績を出しつつある多くのマネージャーを非能率に排除するものであると主張する。同時に、所有者(株主)は、たまたま結果が上首尾であったというだけで、悪玉マネージャーを解雇しないでおくかもしれないのである(Fohlin 2007.214)。

対照的に、ドイツのコーポレート・ガバナンスシステムについての一般的な見方によれば、会社の監査役会に在籍するユニバーサル銀行の情報優位性に焦点をあてて、アメリカやイギリスでみられるような非能率な解雇は回避されるはずだということになる。仮説上では銀行は、公式的なリレーションシップによって、企業実績の情報源を特定することが可能になり、それによって、企業レベルの業績にはお構いなく、悪玉マネージャーだけを除去しうる。その意味するところは、経営者の離職比率は概して、企業実績(配当金調整株式リターンないし利益)とはあまり関係なく、その相関関係は、銀行リレーションシップを有する企業では弱まるということである。つまりもし銀行からの監督者が、新しいマネジメントの必要性(もしくは不必要性)を把握することにおいて、企業所有者よりもより良い情報もしくは腕前を持つとすれば、その場合には、経営者の離職比率は、銀行家が役員会に在籍している場合に観察しうる企業実績とはあまりはっきりとは結び付かない、ということになる(Fohlin 2007.215)。

所有者パターンもまた経営者の離職比率と企業実績との間の関係に影響しよう。企業

が閉鎖的に保有されている場合、特に大きく家族に保有されている場合には、そのメンバーが所有者自身であり、近い親戚であるような経営者を除去することは、デリケートな問題であるし、多分、不可能でさえある。所有者パターンは当時のドイツ企業について一般的には知られていないので、発行済株式数または株式市場上場がこの問題を考える場合に次善の代替手段となる。これらの代替変数によって非常に大雑把ではあるが、インサイダー支配会社とアウトサイダー株式保有市場を有する会社とが区別されうる。もしドイツの証券取引所、特にベルリンの中心的株式市場が、株主にコーポレート・コントロールのための市場を提供したとすれば、その場合には、これらの取引所に上場される企業の経営者の運命は、上場されていない企業と比較して、彼らの会社の実績とより緊密に結び付けられていたはずである(Fohlin 2007.215)。

役員会離職者率とは、ある年から次の年にかけて役員会を去った役員会メンバーの割合である(それぞれのサンプル年について、集計表にすべての会社取締役役員および監査役員の名前を記入し、ついで年々のそれらのリストにおける変化を明らかにして、計算する。)ドイツ株式会社の二層役員会制度においては、経営者は、執行役員会つまり取締役会を構成し、明示的に監査役会からは除外される。こうして二つの役員会ではそれぞれ別々に、また異なった比率で役員が離職する。これらの離職者率の変数によって、経営者(または監査役会メンバー)は、企業の業績がみすぼらしい場合には離職する傾向があったという仮説に関して、徹底的な調査が可能になる。予想通り、利益(ROE)が乏しい場合には、経営者離職率は著しく高まる。この関連は、マイナスのROAを生むような特別に貧しい結果をだす経営者については、より緊密に現れる(Fohlin 2007.215)。

経営者を雇用した解雇する制度上の取り

決めで正確に合致して、経営者離職率率は監査役員の離職率と明確に対応している。株主総会は監査役会における新しい代理人を投票で決めると、続いてその監査役会メンバーは執行役員会（取締役会）の構成を変更する。またベルリン上場によって企業業績と経営者離職率の関連は強化される。その結果として、これらの企業は、収益減少の程度に対応して、より多く役員会のメンバーを変える。とはいえ全体としては、上場企業は、基本的に非上場企業と同率の離職率率をしめす。さらに上場企業では、株収益は、会計上の利益評価よりもより弱く離職者予測率に関連している。また、企業規模と執行役員会（取締役会）規模は離職率率に影響しないが、そのことは、離職率率の割合は、単純に統計上の作為として離職率率に関連するだけだという懸念を弱める（Fohlin 2007.215）。

経営者の離職率は、年々若干変動したが、サンプルの最初年に比較してかなり異なる割合を示した年が三年だけあった。これらの年、1901、1908、1909 年には、離職率率は非常に低率であった。その結果は 1900-1 年と 1907 年の株式市場危機は、本当は経営者離職率率を高めるはずである、ということを考えれば驚きである。しかし、国民経済と株式市場の状況が特に悪い年にあって、多くの企業が貧しい業績を示している場合に、株主などの利害関係者は、彼らの企業の取締役、他の人も同様に悪い結果を出しているという訳で、ペナルティーを科すようなことはしなかった（Fohlin 2007.218）。

経営者の離職率は、企業業績と監査役会（執行役員会・取締役会を任命したり解任したりする機関）の再編成に非常に強く反応していたが、そのことは、ドイツは当時コーポレート・コントロールのための活動的な市場を有していたことを意味する。利益の会計上の測定が最も有意に関係しているが、出資金所有者（株主）またはその代理人は、長期にわた

る貧相な業績の兆候を見抜いた時に行動を起こした。株主の代理人は、低配当や株式リターンに対してはあまり厳しくは対応しなかった。そしてマネージャーは、広範にわたる収益性の低迷中には、企業を離れることはほとんどなかったようである（Fohlin 2007.220）。

市場によるコーポレート・コントロールのもとで、銀行の役員会メンバーは、マネージャーに対して平均よりも良い企業家的戦略的忠言を提供するに過ぎないとしても重要な目的に仕えたが、しかし、たいていの場合に、彼らを巻き添えにしている企業の行動や業績に反応したり、それらを変更しようとはしなかった。根本的な首尾一貫した方法で企業に影響を及ぼす銀行の能力についてのオーソドクシー、産業資本に対する金融資本の支配テーゼは、ここにおいても成り立ちえないことが明らかになる。

ベルリン上場企業は、非上場企業や地方の取引所に上場する企業に比較して負債—とくに短期負債をほとんど利用しなかった。代わりに、ベルリン上場企業は、株式資本を募るためにより多くのことをなすことによって、平均よりよい実績を実現したが、貧弱な業績に直面するとより容易にマネージャーを取り替えた。これらの発見によって、株式市場が有する情報の可能性と流動性便益が明らかになる。市場のドイツ版は、ドイツ金融史の伝統的見解をベースにして期待されるよりも、これらのサービスを遥かに多くを提供した（Fohlin 2007.220）。

以上、ドイツの株式会社システムは、明らかに強いインサイダー・リレーションシップ指向にもかかわらず、しばしば業績が貧弱な場合には、経営者交替を経験した。その意味で、そのシステムは、成功的な法人コーポレート・ガバナンス・メカニズムを含んでいたといえる。株主（またはその代理人として監査役）は、彼らの企業が貧しい業績をもたらした時、特にそれが伝統的基準では計れない

ように現れた場合には、経営チームを追い出した。彼らは、この年々の基礎において、低い配当や株式リターンに対しては、おそらく、普通株ステイク保有への長期展望を合図しながら、それほど厳しくは反応しなかった。経営者の離職率は、より広い環境が悲観的・弱気の場合には、貧しい企業リターンに余り対応することなく、その結果、法人人口が全体的に貧しい実績の場合には、経営チームを変更しようとはしなかったことである。このことは、特有なドイツ経営またはビジネス文化の機能、ある意味のイギリスとの国民的競争の中で全体に普及したものであったと言えるかもしれない (Fohlin 2007.338)。

段階論としての株式会社論

株式を発行し上場する大企業に対して、「世界のクルップ」のように継続的に大出資者を有する家族所有企業は内部者コントロールを維持する方を選ぶ (Fohlin 2007.256)。このような企業の場合には、情報の非対称性によっていかなるタイプの外部資金の利用可能性も大幅に制限される。それゆえ企業の投資(固定資本形成)は、主に年々ペースで生まれるキャッシュフローから引き出される内部資金(自己金融)に依存せざるを得ない。逆に言えば、大多数の投資家の出資に依存する大企業の場合には、投資バンキングと取引所取引が株価、株式リターンや配当金など、情報の非対称性を希釈化するその程度によって、企業の固定資本形成は、基本的にそのプロジェクトの将来利益を期待する広範な株主の外部資金の提供によることになり、減価償却など利益から留保される内部資金の利用可能性(自己金融)には依存しなくなる。情報が市場から自由に得られる完全競争と完結市場を前提(そしてレッセフェール金融システムがその「前提」を現実化するが)にすれば、内部資金は(配当金の年々の均等化のために動員される以外に)企業の投資決定において何らの

役割も演じない。つまり株主と企業と市場は、そのプロジェクト(固定資本形成)が生み出す将来の収益性のみに期待するのである (Fohlin 2007.188)。

以上、ユニバーサル・リレーションシップ・バンキングの重要な特徴は、工業化過程の後半においてあらわれるのであり、グループとしてのある特定の産業企業に対しては、識別しうる影響をほとんど生み出さなかった。ますます有望な影響を与えることのそのインパクトは、ユニバーサル・バンキング・システムと拡大する第二証券市場との両方によるものであった。ユニバーサリティーつまり投資バンキングと商業バンキングの結合は、ほとんど証券市場の積極的な利用においてあらわれたのであり、銀行の産業に対する支配(金融資本の支配)においてでもなければ、企業の行動(独占資本)において達成されたものでもなかった。ドイツ産業化は、株式ユニバーサルバンキングの機関上のイノベーションに、あるいは金融セクターの全体的成長に依存しているというオーソドクシーの認識は、明らかに「ユニバーサル」の役割を誇張している。ユニバーサル・バンキングは、急速な経済成長の主たる原因をなしたというよりも、世界的なレッセフェール金融システムと協働して発展した—その点ではイギリスの金融システムと共通する—ひとつの独特な歴史的産物である。産業と金融の共進化こそが、一次大戦前に起こったことの最良の特徴づけといえる (Fohlin 2007)。

景気の変動を伴いながらではあるが、全体としては、ドイツの国民経済と金融部門は、成功し、そして産業化の時代を通して成長した。金融システムは、1870年と1914年の間に急速に変化した。それは、産業に、世界で最も発展したそしてもっとも効率的な国民経済の一つになるために産業が必要とする資本を提供した。いかなる意味においても、ドイツは20世紀の出発点において、産業化の頂

点に達した。この一次大戦前システムの三つの鍵とは、規制と自由化との間のバランス、バンキング作用域と市場自立との間のバランス、そして銀行リレーションシップと銀行支配との間のバランスである。つまり、重要な法人金融機能を共有する証券市場とユニバーサル銀行による複雑性。そしてその進化、そこにおいて銀行も市場もどちらも互いに解放されている状況 (Fohlin 2007.346)。要するに、段階論のレベルで、原理論が貫徹する状況。

戦前のドイツ金融システムにおける有益な均衡は、つかの間にひっくりかえった。多くのシステムと同様に、第一次大戦と共にはじめの諸力によってもて遊ばれ持ちこたえることができなかった。ワイマール共和国の時代には、政治的経済的激動に直面して、戦前時代の一般的な均衡を回復することはとうていできなかった。もっと悪いことに、ナチス体制の相対的な政治的経済的な安定性は、考えられないほどの人間的残虐行為をもたらして

終わった (Fohlin 2007.346)。

〈参考文献〉

- Caroline Fohlin (2007) *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*. Cambridge UP.
- Carolin Fohlin (2005) *The History of Corporate Ownership and Control in Germany in a History of Corporate Governance around World*, Edited by Randall K. Morck. The University of Chicago Press.
- VON Volker Wellhoner (1989) *Grossbanken und Grossindustrie in Kaiserreich*, Vandenhoeck & Ruprecht in Gottingen
- Prion, Willi (1910) *Die Preisbildung an der Wertpapierbörse*, Leipzig (1929 版は Munich): Verlag von Dunker und Humblot.
- ヒルファーディング (1910 岡崎次郎訳 1942) 『金融資本論』