HOKUGA 北海学園学術情報リポジトリ
学校法人北海学園
北海学園大学
北海商科大学

タイトル	イギリス産業資本家の安楽死
著者	河西，勝；KASAI，Masaru
引用	季刊北海学園大学経済論集，64(2)：1-26
発行日	2016-09-30

Hokkai-Gakuen Organization of Knowledge Ubiquitous through Gaining Archives.

《論説》

イギリス産業資本家の安楽死

河　西　　勝

（1）福祉国家への道

一次大戦以降の政治と経済の融合

1909～15年自由党政府は，老齢年金，失業給付金，虚弱者に対する国家財政支援を導入することによって，イギリスの現代的福祉国家の基礎を据えた。それにともなう支出増大は，ひとつには，論争の的になった1909年の「国民の予算」を通じて金融された。この予算は，遺産課税（相続税）を増大させ，また5000ポンド以上の所得に対して「累進付加税」を導入した。それによって，所得税の慣例を，税金が適用される金額が増大するとともその税率が増大するという意味において初めて「累進的」なものになった（Cheffins 2008. 47）。それとともに，課税政策は再分配的要素を持つべきであるという観念が政権に就く政治家の間に根を下ろし始めた（Cheffins 2008. 82）。しかしながら所得の再分配を目的とする累進付加税がより強い現実的な規模を持ち，ブロック保有者の退出のインセンテイブをもたらし，株式所有の一層の分散化が進むとともに，所有と経営の分離が生じ，ブロック保有者が退出し産業資本家として「安楽死」するのは，第一次大戦以降である。

1914年以前に，株式のブロック保有者（社外取締役）がコントロールを保持するインテンシブを持ったのは，政治上の利益をもとめて取引するためではなかった。ブロック保有者が有する政治的強みは，資本の自由に対する財産権保証などの「国家の非直接的影響」を度外視すれば取るに足りないものであった。一次大戦前には政治への関与が狭義のビジネス利益を促進する上で特別に有力な手段にはならなかったからである。イギリスでは，相当な割合を占める議会メンバーが製造業，貿易，商業のバックグランドを有しており，常にビジネスと政治（自由主義）の間に重複が存在していた。一方で，ビジネスマン（経営者・社内取締役）が金儲けの手段として政界に入ることはなかった。その代わりに，たいていはまず最初に財産を築き上げ，その後に自分の社会的成功を確固たるものにするために議会選挙を追求した（Cheffins 2008. 84）。

一次大戦以後の政治的・経済的状況の中で，ブロック保有者が自分たちの会社に相当な優位性をもたらすようにロビングし政治を利用する可能性はさらに低下した。行政府権限が議会権力を犠牲にして漸進的に成長した。政府の政策の「実質的な決定」は閉鎖されたドアの背後で，官僚と閣僚との終日協議において行われた。公務員はビジネス団体の代表者との会合や聞き取りは，統治の過程を容易にすることを意識していた。にもかかわらず，公務員は中立性を維持することを切望していたので，概して特定な企業に有利になるような直接的な嘆願を受容するようなことはなかった。しかしすでに政治上のレント・シーキングが会社にとって選択肢の一つになって

いた。いづれにしても会社の経営者（社内取締役）の政治的な手腕が企業存続と成長にとって不可欠なものとみなされるようになった。政治的なネットワーク作りの能力は，ブロック保有者（社外取締役）にとっては偶然的なものであるとしても，トップ経営者（社内取締役）に対する評価としては重要な判断基準となる。イギリスの最大会社の本店がロンドンに惹きつけられるようになり，その上級経営者は主要な官僚と交流して仕事上好都合な関係を築くために極めて多くの機会を持つようになった（Cheffins 2008. 84-1）。

要するに，イギリスのビジネスが政治的結びつきから便益を得ることが出来るようになった一次大戦以降，初めて政治的能力を有する経営者（社内取締役）が，ブロック保有者（資本所有者・社外取締役）を措いて政治との関係で会社をコントロールするようになった。「資本のコントロール」（私有制価値法則による経済原則の実現）から「経営者支配」（政府や政党，経営者団体と結びついた経営者による組織労働者および生産手段の両面的管理による経済原則の実現）への転換である（所有と経営の分離）。

1920 年代初頭，雇用者連盟と労働組合の両方が強さを獲得するとともに，政治家たちはビジネスのリーダーと労働組合を，一次大戦とそれに続く社会的政治的な混乱が引き起こした課題に立ち向かう政策の形成に引き込むことによって，重要な便益が得られることを認識していた。こうして他の産業国家に先んじて，イギリスの政府は，社会的政治的紛争状態を改善する三者（政府，経営者，労働組合）参加型の政治的構造をつくりだした。大戦間を通じて政府は，特定産業におけるビジネスリーダーと労働組合との協議によって基本的に当面の問題のみに取り組む三者参加型の「政策立案」を推し進めた（Cheffins 2008. 51）。

第二次大戦後，イギリスの政府は絶えず労働組合と連携し，ビジネス団体の代表者に公務員と政治家と協議するための有り余る機会を提供した。1960 年代を通じて，保守党と労働党の両政府のもとで，国家，ビジネス，組織労働者の間で三者参加関係が特に大きく発展した。官僚が雇用者と労働組合を奨励して直接国民経済計画に参加させることに成功した。1974～79 年労働党政府は労働組合との関係を「社会契約」によって裏づけされる最優先事項として取り扱った。その社会契約のもとでは，労働組合リーダーは，国家との政策立案パートナーシップとして賃金要求に関して強い主導権を行使し，ビジネスリーダーとは継続的に協議し続けるべきものとされた。続いてサッチャーの保守党政府は，二次大戦後政府によって一般的に受け入れられてきた正統性を突然投げ捨て，野心的な経済計画アジェンダの一部として労働組合と協議する余地を全く残さなかった（Cheffins 2008. 50）。

福祉国家の均衡財政と増税

一次大戦中と二次大戦中に，会社は，一定の規定された戦前基準を超える利益として定義される超過利益に対して高い税金を支払わなければならなかった。法人利益に対するこの戦時課税（EPD）は，多くのブロック保有者が所有する株を売り払い，退出する大きな契機を作り出した。一方，両大戦間においては，保守党と労働党の政治的リーダーたちの間に，均衡予算・健全財政こそ賢明な公共政策であるという大まかなコンセンサスが存在していた。しかしこの点は，1914 年以前は考えられなかったような仕方で，国家が福祉の提供に関与するようになり，相対的に低い（レッセフェール）レベルから高いレベルに産業とのかかわりが移動したゆえに，「忍びよる集産主義」の時代と呼ばれるものである。

保守党または保守党に支配される国民政府

が，大戦間期のほとんどを通じて政権を握っていた。にもかかわらず政府の政策は，動揺する投票者をしっかりと労働党の側に逃亡させないようにするために，左翼的政策を十分に適用することによってイギリス政治の中道路線を占拠した。保守党はすでに，伝統的な強いレッセフェール姿勢を欠落していた。政府の支出がその傾向をよく物語っている。

一次大戦中に1910～13年の年次国民総生産の12－3%から50%以上と劇的に増加した政府支出（中央と地方）は，両大戦間の年々に24%以下まで低下したが，1930年代末に1929年と1932年のそのレベルを超えて再び上昇した（Cheffins 2008. 47-8）。追加的支出のほとんどは，社会的サービスの提供のためであった。支配的諸政党の間に，ビジネスがなしえない場合には国家が人々に仕事と生活費を支給すべきであるというコンセンサスが存在していた。1945～51年の労働党政府によって導入された社会改革立法に関する野心的な包括提案の基礎をなした有名な1942年レポートにおいて，ウイリアム・ベバリッジは，イギリスの貧困者に対する給付は，「その規模において他国の追随を許さないものがある」と宣言した。支出の増大は，大部分が所得税および累進付加税に由来する歳入増大によって支払われた。一次大戦中に導入された劇的な増税がトップ所得階層における所得税については有効であり続けた（Cheffins 2008. 48）。そして一次大戦以来のこの所得税増税が，証券市場における株式の高配当傾向と共に，フロック保有者の退出のためにインセンテイブを提供した。

一次大戦中に主に高額所得を有する人々に課された所得税の増税は，戦後もそのまま実質的に維持された。1920年代の大蔵大臣ウインストン・チャーチルの表現によれば，「政府は，課税の頂点に立往生した大金持ちたちがその洪水に押し流されるままにしておくことを意識的に選択した」。課税政策は，1945年から51年の労働党政権時代にはさらにいっそう露骨ななものとなった。大蔵大臣ヒュウー・ダルトンは，1946年に議会で次のように述べた。「戦争で傷つき目覚めた世代は，わずかな少数特権階級の生活水準とわれわれ大多数の同胞の生活水準とを分かつギャップを両端から終わらせることを政府に要求している」。労働党は，高額所得，「不労所得」（すなわち投資所得）を主たる標的にして，「社会的に無機能な富」に対して課税攻撃の追い打ちをかけることにしたのである（Cheffins 2008. 82）。

（2）会社法上の課題と証券取引所の規制

一次大戦以後の会社法

イギリスの会社法は，1900年と1908年に効力を生じた修正条項にもかかわらず，1914年までは会社をコントロールする地位にいる者たちに対して，ほとんど制約を課すことはなかった。両大戦間では，立法上の枠組みに対する唯一の主要な変更が，1929年の会社法によって導入された。同年の修正条項は会社法改革を審議するために商務省内に立ち上げられた委員会の1926年レポートにおける提案に強く影響された。この委員会の基本的な信条は，会社法のシステムは概してよく機能しており，それが「普通の正直者に対して是認しえない支障」を伴う場合があるとしても，「不注意な投機家」は保護を期待することはできない，というものであった。1929年法は，現状維持バイアスを前提としており，当然にも全体的な変更をもたらすようなものではなかった（Cheffins 2008. 254）。

1929年会社法は，新株発行目論見書のデイスクロジャー規則を幾分か強化し，若干の新しい定期的デイスクロジャーを必須要件として会社に課した。会社法では，法人契約における個人的な利害関係を取締役会で開示す

ることを怠る場合には，その取締役は罰金を科される可能性があることが規定され，そして義務不履行の廉で取締役に法的責任を課すことを免罪する条項を法人規約のなかに含めることが不可能になった。しかしながらこの会社法は，会社とその取締役員との間の取引規制を，主としてそれぞれの会社のアソシエイション条項に任せたままにして，インサーダー取引に関しては直接的な制限はなんら課さなかったし，また取締役の義務違反を強く主張しようとする少数派株主に対しても手続き上の支援をなんら提供しなかった。従って両大戦間の会社法はコントロールの私的便益を摩滅させ，ブロック保有者の退出を有利にする機運を作り出すためには，ほとんど何もしなかった（Cheffins 2008. 254)。

1929 年の会社法は，新株発行の目論見書と共に，それぞれの株式種類に属する投票権が開示されること，そして会社の監査役は，ビジネスを継続する 3 年毎もしくは 1 年毎に会社がもたらす利益と配当に関するレポートを提供しなければならない，という必須要件を導入した。1929 年法はまた，悪用される株式「販売のための申し出」のデイスクロジャーの抜け穴を閉鎖した。というのは，証券引受会社のような仲介業者が，会社が公衆に流通させる計画をしている証券を購入し，公募そのものを実行する際に，その仲介者も会社の取締役も公募を支える「簡約された新株発行目論見書」における誤った供述の責任を決して負わないようにする場合があったからである。1929 年法は，会社が準備しファイルすることを要求されるバランスシートの形式についてガイドラインを規定し，取締役に会社の業務に関する年次レポートを公式に準備しファイルにすることを義務付け，そして，会社が毎年，正式にはファイルでなくて損益計算書を株主に送ることを要求した（Cheffins 2008. 274)。

会社法の課題；秘密積立金

1929 年会社法の制定の直接的な反応は概して好意的であり，新株発行目論見書で金融上の価値ある 3 年デイスクロジャーの必須要件は，1930 年代に新規株式公開公募を行った会社の生存率が改善されたということで，評価が高まった。しかしながらいくつかの市場危機がまもなく 1929 年会社法立法の限界を浮き彫りにし，さらにいっそうの法定変更のために有利な機運を作り出す助けになった。それは，1948 年の会社法の制定において頂点に達した。

株式市場の破綻とその後の経済的不況は，無残にも 1928 年の新株発行ブームで公募を実行した会社の弱点を暴露した。公募に関係した三つの会社あたり一つ以上が，3 年以内に会社をたたむか，もしくは究明可能な資本を欠落していた。1929 年末には，著名な投資金融業者であり会社発起人であるクラレンス・ハットリーのビジネス帝国が崩壊し，株券のでっち上げと過剰発行に関してハットリーの有罪判決が確定した。1929 年には約 10 千万ポンドの時価総額を有したローヤル・メイル・ステーム・パケット会社が 1930 年に破綻し，結果として会社の立役者であるロード・キルサントが誤った会計を公表した廉で起訴され（無罪），また債務証書の発行を支える誤った新株発行目論見書を公刊した廉で有罪判決を受けた（Cheffins 2008. 274)。(注 1)

（注 1）ロード・キルサントが支配する海運グループの中心，ローヤル・メイル・ステーム・パケット社は，1920 年代のほとんどの年度において営業損失をこうむったが，年々の利益を明言するためにその会計を巧妙に処理していた。ロード・キルサントは特に 1926/7 年の景気後退期をつうじて株主と社債保有者の信頼をつなぎとめることを不可避的なこととみなした。というのは，会社は，主要ライバルであるホワイト・スターの買収に取り組んでおり，悪戦苦闘の最中にあったからである。彼が選んだ技巧は，財務上の清廉さの印象を与えるために，会計上，ロイヤル・メイルの金融

これら投資家の挫折は，会社の業務を取り囲む礼儀正しい判断力の輝きを損なった。この判断力こそ，1929年会社法を含む以前からの会社法改革の取り組みを告げる立法上の侵入に反対する推定根拠を正当化してきたものであった。この新しい脈絡において，以前に標的にされたような一定の慣行に対する批判，たとえば名前は公衆にアピールするがあまりビジネスには通じていない「評判の高い取締役」の任命といった批判が再開された。しかしデイスクロジャー指向のテーマが最重要であった。『エコノミスト誌』は1931年に次のようにいった。「1928年ブームにおける新株をめぐるスキャンダルの多発は，もし法律が設立される大企業の取締役に対して不明朗な会計によって公衆を間違った方向に導くことを許し続けるならば，不可能ではない。ぜひどうにかして産業合併における投資家の信頼が回復されるようにしなければならない。そしてそれをもたらす重要なファクターは，よりインテリジェントな会計報告であろう」。新株発行の目録書におけるデスクロージャーの状況について不満が存在し続けたが，しかし，また1929年法には重要な改善があったことが認められた（Cheffins 2008. 275）。相当により多くのエネルギーが定期的デイスクロジャーの改革，特に「秘密準備金」および持ち株会社の取扱いのためのロビー活動に充てられた（Cheffins 2008. 275-6）。

1933年には，賭けをすることとこの国の大多数の投資家に関する限り，かれらはおそらく秘密準備金がなんであるかについて，ローヤル・メイル・ステーム・パケット会社が「馬を鞭打って殺す」までは，ほんのわずかな観念さえ持っていなかった，といわれた。会社の会計のなかに秘密の準備金を作り出す場合にはたいてい，潜在的な将来利益に対する慎重な過小評価，あるいは不良債権，課税そして減価償却などによって生まれる損失可能性に対する過大評価を伴った。会社はまた，公開されるバランスシートでは「貸方」として扱われる準備金勘定を会社の内部帳簿のなかに設定することができた。経営管理者にとっては秘密準備金の魅力は，それが収益の変動を「平らにさせ」，こうして予見し得ない状況に対する保険政策として機能するように配置されうるということであった。株主を暗闇に置き去りにすることの正当化は，もし彼らが繁栄する年々における大きな利益について知れば，かれらは会社の将来の福祉や繁栄を危険にさらしてまでもより大きな配当金を要求するだろう，ということであった。秘密準備金の創出は，決して広く世の中で行われている慣行ではなかったが，しかし公的に取引される多くの会社のうち，相当な部分が少なくともいくらかはこの会計技術を利用していたようである（Cheffins 2008. 276）。

1915～1921年は一般に景気が極端によかった。同様に景気がよかったローヤル・メイル社は，法外な金額に達する戦時EPD（超過利益税）の支払を準備する際に，会社の公表会計には現れない20千万ポンド超を秘密準備金基金のかたちで取りのけておいた。会社は1920年代のほとんどを通じて営業損失をこうむったが，その準備金を利用して純利益の存在を公表した。ローヤル・メイル社は，自ら準備金を使って分配を行う関連会社（ほとんどが営業損失の状態にあったが）からの配当金に依存して，また遡及的なEPD割引効果としての政府からの支払金に依拠して，未払い負債の返済や社債利子の支払を行

資産価値の適度な減額に結びつけて，会社が普通株に対して配当金を支払うことを保証することであった。この結びつけ，少なくとも短期的にはうまく機能した。株主は，ローヤル・メイル・ステーム・パケット会社がその巨大な海運事業を健全かつ前進的に発展させるその能力に信頼を寄せて，会社の前途を凝視することができた。しかしロード・キルサントが期待していた好転は実現しなかった。彼の海運帝国は1930年に崩壊した（Cheffins 2008. 256）。

い，また配当金を分配した。ローヤル・メイル社の破産の後，準備金から相当な移転を行うという秘密の指示が会計簿の中に発見されたので，ロード・キルサントと会社の監査役は不正会計については無罪を宣告された。にもかかわらず，スキャンダルは会社の会計と経済的現実の間において投資家が予想するよりもはるかに大きな相違が存在することを際立たせた。スキャンダルは会社法改革のために多くの勧告がなされる触媒の役割を果たすことになった（Cheffins 2008. 276)。

会社法の課題；持ち株会社

ローヤル・メイル社は，頻繁に起こる営業損失にもかかわらず，部分的に関連会社から受け取った配当金に依存して営業を続けることができた。それ故この会社のスキャンダルは持ち株会社の会計上の取り扱いに関する論争をたきつける助けになった。両大戦間時代の持ち株会社はしばしば，合併の産物であった。この場合には，買収する会社がけっきょく標的会社の株を所有することになるが，この買収された会社はそれまでと同様に名称，のれん，その他の無形固定資産を保持し，別個の法的実在として営業を続けた。『エコノミスト誌』によれば，1930 年代初頭までに，持ち株会社は，「すべての産業部門に浸透しており，持ち株会社ではないような単一大企業は今日ではめったに存在していない」。『エコノミスト誌』は 1931 年にこのパターンの重要性を，14 件の大産業企業のうち 9 件が持ち株会社として営業しており，それぞれの持ち株会社の総資産に対する子会社及び関連会社への投資プラス子会社への貸付け純額の割合は，3 分の 2 を超えるというデータによって，説明した（Cheffins 2008. 277)。

1929 年会社法の新条項は，イギリス会社立法における持ち株会社パターンの最初の明確な認知をなしていた。会社法は，「子会社」を持ち株会社がその株式の 50％以上を所有する場合の会社として定義し，持ち株会社のバランスシートによって，子会社の損益を持ち株会社の会計上の目的のためにいかに取り扱うか説明すべきであると規定し，そして持ち株会社に対して子会社への総投資額を明確にするように要求した。大部分の持ち株会社は，デイスクロジャーを押し進めることをほとんどしなかった。このことは，子会社の公開ファイリング（それは普通，完全な「非公開」会社に要求される大まかな情報以上のものではなかったが）を調査する場合にのみ，個々の子会社に何が起こっているかを発見できることを意味した（Cheffins 2008. 277)。

ハットリー及びローヤル・メイル（その両方が会社と取締役との連結に関与していた）のスキャンダルの後遺症のなかで，イギリスの会社立法が持ち株会社と子会社の会計を取り扱うやり方が，株主は彼らが受け取る権利のある有益な会計に恵まれないという理由で，公然と非難された。提案された改善策は概して，子会社の損益の総額を反映する会計を準備し公表することの要求であった。他の露骨な解決策（すべての子会社の会計を持ち株会社の株主に提供すること）に対する反対は，あまりにも細かすぎて概略が得られないということであった。改革の圧力は直接的には，目に見える結果を生まなかった。その理由は，大きくは商務省の役人が修正をほどこす前に 1929 年立法に関してもっと経験をつむこと望んだこと，そして持ち株会計の規制は改革が必要であるとしても，いかに変更されるべきか，専門家の意見が分かれたことであった。それにもかかわらず，会社法改革の新ラウンドのための土台が設定された。商務省が 1943 年に新しい委員会を立ち上げて，会社法の改善について検討することになった。そして会社会計の内容と形態，そして持ち株会社の子会社の関係がきちんと議題に予定された（Cheffins 2008. 277-8)。

証券取引所の規制

19 世紀末から 20 世紀初頭を通じて採用された取引所の規制方法は，方向性においてレセフェールであった。ロンドン証券取引所は，値付けされる証券の正式な上場を許可するかどうか管理権を行使し，そして証券取引所当局者は「疑わしい」発起人を伴う疑問の余地のある企業については入場許可を謝絶した。それ以外は，証券取引所は，市場で取引される証券の品質には関心を向けず，メンバーが選んだ金融手段がなんであれ，自由に取引することを容認した。取引所の当局者は投資家に対する彼らの唯一の責任は，証券取引のために効果的かつよく組織化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メンバーを規律に従わせることであった。その論拠は，ある種の公共上の検閲者の外観を避けることにあった。彼らにしても他のどんな機関にしても，このような義務を効果的に引き受けることはできなかったからである。「上場される株券を買う人は，自分自身で，その資産を十分に精査し，その価値をよく研究するべきである」とされた（Cheffins 2008. 75-6）。

両大戦間において，1928 年の株式発行ブームの崩壊とハットリーそしてローヤル・メイル社のスキャンダルは，直接には会社法改革につながらなかったが，ロンドン証券取引所は，市場の状況の変化に対して敏感に反応した。取引所のデーリング施設に依存する投資家の人数が増えてきたので，取引所は高リスクと不確実性を必然的に伴うような証券に対してはコントロールを徐々に強化すべきだというコンセンサスが発展した。相場付けされる会社に関して警戒心が増大したが，そのことは相場付けの適用に関するより注意深い監視として，また境界症例を認めないより強い傾向として現れた。効力のあるルールはそう大きくは変更されなかった。証券取引所が相場付けされる会社を規制するために用いた主たる手法は一次大戦前の場合と同様に，相場付けを追及する会社に，アソシエイション条項（会社の定款）のなかにその旨明記する条項を有することを要求することであった。両大戦間を通じてなされた唯一の主要な追加は，会社の定款における「公開会社の場合に不合理な」いかなる条項に対しても異議申し立てをする権利を保留するという証券取引所の明確な声明を含めることと，そして会社はその定款のなかに，４分の３の過半数投票による支持を必要とする「特別な」決議を通過させることによって，いかなる時でも取締役を解雇する権限を株主に与える条項を有するという必須要件を強制することであった（Cheffins 2008. 278）。

ロンドン証券取引所は，完全な相場付けを求めるのではないが，取引所で取引される株を持つことを求める会社を規制することにおいて非常に積極的であった。一次大戦中に，ロンドン証券取引所は，「補充リスト」に会社を追加することによって，非上場会社の株式について販売開始の許可を与え始めた。両大戦間を通じて，この方法（一般的に取引が始まる前に，株式が一連の購入者に非公開で分配され，つづいてその会社が「販売の承認」を求めて努力する）で取引を始めるために，概して「紹介状」が利用された。このような状況の下で，株式が非公開で売り出される会社またそのブロック保有者のいずれもが全く公衆と直接的に取引することなく，株式は，株式市場における通常の取引の仕組みを通じて公衆の手にわたった。紹介状は人気があった，というのは助言者や広告に支払われる手数料という意味と，そして相場付けより厳格でない規制に従うという（すなわち資本の３分の２が公衆に配分されるというルールが適用されえない）二つの意味で，費用がかからなかったからである。紹介状は，相場付けをうるための先駆者たりえたけれども，株を売る認可を得た会社が，この余分の追加ス

テップを講じて何らかの明確な義務を引き受けることはなかった（Cheffins 2008. 278-9）。

1920 年代には，ロンドン証券取引所は，良好なビジネスをそのメンバーのために作り出す見込みを提供するいかなる証券にも取引の許可を与えようとしていた。事態は 1930 年に変化した。証券取引所は，1928 年の不運に終った多数の公募が株式紹介状の手続き乱用をもたらしたことに注目し，そしてハットリーのスキャンダルが取引所の威信に対する打撃であることに気が付いて，その紹介状が与えられる状況を管理する詳細なルールを導入した。たとえば，新株発行目録書の発行をしない選択をして取引の認可を求める会社は，二つの主要なロンドンの日刊新聞に，会社の最も最近の監査済みバランスシートと損益計算書の概略，さもなければ会社によって結ばれる（広告やいくつかの他の明細の発行に先立つ 2 年間の通常の営業過程においてというよりも）何らかの有形契約の詳細を提供する広告を掲載することを要求された。証券取引所はまた，取引の認可をもとめる会社の取締役に対して，必要な権限付与を認める前に，流通させる株式に関して正式な公文書に注意を集中させて，「さまざまな事業」を作り出すことを要求した（Cheffins 2008. 279）。

ロンドン証券取引所の改革努力は，疑いなく市場状態の改善によって補強されて，投資家の信頼を回復する助けになった。「紹介された資本」は，1931 年の 9 百万ポンドから 1933 年の 35 百万ポンドに増加した。にもかかわらずロンドン証券取引所は引き続き慎重なままであった。この点に関連して 1945 年のコーヘン委員会の報告は，次のように述べた。ロンドン証券取引所の「株式と貸付部局」は取引認可の申請に関して綿密な調査を行ったが，1929～1939 年の間において，証券取引所は，2 つのケースにおいて認可を完全に拒否し，38 のケースにおいて，据え置きを命じたが，そのうち 11 件のみが続いて認可を与えられる結果に終わった，と。1936 年に，ロンドン証券取引所は，「紹介状の選択肢は開かれたままにするが，取引所としては，会社が招待状」よりも全面的な公募に頼る方を好むと宣言した。1939 年に証券取引所は，持ち株会社は，株主に毎年連結決算を提供する約束をする場合にのみ，取引認可を与えられる，と述べた。二次大戦中には，証券取引所は，取引の認可を求める会社が売る事業をさらに拡大したが，1947 年には，「補助リスト」を「正式リスト」に統合することによって，相場付けされる会社のルールを回避する選択肢を一挙に取り除いた（Cheffins 2008. 280）。

選択でなく無理強いというロンドン証券取引所の新しいやり方は，一般的に好評であった。紹介状の手続きは，株式に対して非常に強い需要がある場合には，投資家が手に何も持たない状態のままに放置されるし，また当初価格の決定が，あらかじめ何らかのやり方で設定されるというよりも純粋に市場に任されるので，あまり満足できない，という苦情があった。他方で，証券取引所は，「以前では見せびらかしであったような金融上の乱用をチェックするために決定的な決断を示してきた」，といわれた。タイムズ紙は 1936 年に，次のように主張した。「証券を取引するすべてのものの保護のために，証券取引所委員会によって導入された現代の改革の最良のものの一つは，出資金や株式の取引の認可が，もはやおざなりの業務としてではなく，注意深い調査の後に与えられるということである（Cheffins 2008. 281）。

同じ年に『エコノミスト誌』は「証券取引所が投資の事柄において議会より優位な立場に立つ，というのはその政策は，扱いにくい法律機構よりもはるかにより大きく機敏さをもって乱用をチェックする上で効果的たりうるから」と述べた。証券取引所のビジネスは投資家の信頼に依存しており，「潜在的に法

律よりも投資家に対する効果的な保護の源である」。その基本的な考え方は，ロンドン証券取引所は，議会制の関与に依存するよりも，自らルールを作りそしてそれを執行するゆえに，関連性のある規制を敏速に改正し，また適当な環境の中で思慮深く撤回することができる，というものであった。1945 年のコーヘン委員会報告は，同様にこの特徴を称賛し，「取引所の柔軟性こそが，正当なビジネスを妨害するコストを除けば，法律によって達成されうるよりも，ルールをより説得的なものにし，投資家をより大きな程度で余裕をもって保護すことを可能にさせた，と述べた。結論は，ロンドン証券取引所の努力は，1929～31 年に投資家がこうむった打撃に対して直接的な立法上の対応を欠落させていたにもかかわらず，1930 年代において株式の購入サイドの防衛を強化した，というものであった（Cheffins 2008. 281）。

（3）両大戦間のロンドン証券取引所

海外投資の衰退

19 世紀中頃から 1914 年までは，海外投資の偏愛が，ある程度はイギリスの会社に対する株式需要を弱めた。1914～1939 年までに，事態は資本輸出にとってより好都合ではなくなったが，このことが，イギリスの会社の普通株に対する国内需要を助長した。投資家は，証券取引所の証券のうち国内産業に積極的な関心を向けるようになり，結果的に海外投資は衰退した。外国投資へ向かう水道のバブルを閉めることは，イギリスの普通株をふくめて証券の価格を一次大戦前の体制で得られたよりもより高いレベルまで引き上げる上で助けになった。1915～1918 年の間に，ロンドン証券取引所における海外証券発行の年平均は，1913 年のそれの 17％に過ぎなかった。年次海外投資は，1911～1913 年では国民所得の 8 ％に等しかったが，1925～1931 年では 2.5％に過ぎなかった。ロンドン証券取引所でなされる海外証券発行は，1918～1931 年の年当たり平均 93 百万ドルから 1932～1938 年の 32 百万ポンドまで低下した（Cheffins 2008. 272）。

外国資産に対する投資の減少は，一次大戦中は不可避的であった。イギリス政府は，戦争遂行のために財政的な手当てを探し求めたが，その際に，「クラウデング・アウト」を生じさせないために，ロンドン証券取引所における外国人の資本調達と外国証券の購入に対して厳しい制限を課した。国家介入は，両大戦間の年々を通じて海外投資を不利な立場に置き続けた。大蔵省とイングランド銀行は，1919～1931 年に断続的にロンドン証券取引所での外国債券のマーケッテイングに対して，非公式ではあるが効果的な禁輸措置を画策することによってポンドを守った。1930 年代には，大蔵省は，「スターリング領域」（イギリスとの交易上，金融上および政治上のつながりが，その国の通貨をスターリングに良識的にペッグさせる諸国のグループ）の一部ではない国からの資本調達に対して，非公式に差別した。このような無理強いは，第二次大戦とともに，イギリス政府が株式ブローカーと銀行家から，外国証券の取引をしない約束を取り付けたので，圧力の度を増した（Cheffins 2008. 273）。

市場要因がまた海外投資を妨げた。世界中に広まった経済大不況と貿易制限の強化の真っ最中に，外国の政府，鉄道，公益事業における利子あるいは配当支払いの割愛は，1930 年代を通じて当たり前のことになった。それでも比較的にはイギリスは有望な国に見えた。「投資家は最近の 25 年間にわたり，世界の他の場所よりもイギリスにおいて，政策がたびたびオポチュニストであるとはいえ，極端な措置を避ける政府の安定したシステムのもとで，全体として健闘した」，と 1935 年に『エコノミスト誌』は述べた。さらに 19

世紀末および 20 世紀初頭とは対照的に，イギリスの経済的実績は，両大戦間を通じてかなりよく達成された。それに応じて，第一次大戦前時代においては，他国の優れた経済的実績から利益を得るためにイギリスの会社の株を買うことを控えた投資家も，両大戦間の時代には，そうする傾向はあまりみられなかった（Cheffins 2008. 273）。

両大戦間を通じて，ビジネス企業の法人格取得はますます日常的にみられるようになった。ある程度は多数の所有者のうちの一部に独立性を優先する傾向があるために，大きな部分が依然として完全に非公開会社のままであり続けたが，株式市場への移動は，ますます人気のある選択肢になった。『エコノミスト誌』は，1937 年に次のように述べた。「大戦前は，中小規模の産業企業が，公衆にひろくアピールすることなく資金調達をする企業のうちの非常に大きな割合を占めた。今日の実業家たちは，選択肢であれ不可避性であれ，家族事業を広く分散された株式保有を有する公開会社に転換するためにわずかな時間を使うことに価値を見出している。」ロンドン証券取引所で値付けされる証券を有する会社の数は，1907 年の 571 社から 1937 年の 1712 社に増加した（Cheffins 2008. 252）。

固定資本形成のための発行市場の衰退

一次大戦以前にはブロック保有者（社外取締役・産業資本家）の地位を維持あるいはむしろ強化する産業株式会社の発展が普通であった。運河，鉄道など公益事業ベンチュアは，18 世紀末葉以来，公衆に株式の購入を進めて，ブロック保有者なしに直接的に固定資本形成のために資金調達をおこなった。両大戦間において，このアプローチ（株式のブロック所有者を欠き，直接的に株式公募を実行する）を適用した企業はたいてい大失敗に終わった。1928 年の株式市場ブームの際に，ロンドン証券市場における 277 件の新規公募のうち 109 件が，新しい，もしくは事実上新しい事業によるものであった。それらの集計市場価値は 1931 年までに 83％も下落したのであって，実績は惨憺たるものであった。その最も重要な単一グループである蓄音機およびラジオ会社の市場価値は，99％も暴落した（Cheffins 2008. 253）。

一方で両大戦間においては，一次大戦前からのブロック保有者，あるいは新しいブロック保有者にとっては，少なくとも持ち株の一部分を売却するか，さもなければ彼らの出資金（持ち株比率）の希釈化を受け入れる様々な誘因が作用していた。その一つは，（リスク分散のための所有資産の）多様化の願望であったが，そのための資金が自分のビジネスの現金化（利益の資本化）によって調達された。1935 年の公募に関するある入念な調査によれば，「新株発行はしばしば，単なる金銭上の操作に過ぎない。それは，新しい資本を必要とする実業家によってではなく，ビジネスを現金化（資本化）するように実業家を唆す投資金融業者によって行われる。一般的にベンダー（売り手，創業者）は，株式と取締役地位を通じて資本のコントロールを保持し続けようとするが，同時にビジネスを現金化し，その貨幣を銀行に持ち込む」。1928 年に新規公募を行った 29 件の工業企業サンプルの中では，9.9 百万ポンドの新規発行済み資本のうち，7.5 百万ポンドが現金でベンダーに支払われた。それに関連する手数料及び諸経費を除けば，新投資のためには，ほとんどまったく何も残されていなかった（Cheffins 2008. 253）。

以上のサンプル企業の数は少ないが，その結論は，両大戦間のイギリス資本市場（1916～36 年）に関するグラントの研究結果と一致している。彼は言った，「証券取引所は主に，証券のために市場性を与える機関である。企業のために新しい貨幣を提供する機関としては，単に二次的にそうであるに過ぎ

ない」，と（Cheffins 2008. 253）。

なお伝統的な発起市場つまり固定資本形成のための資金調達市場が衰退したことは，生地企業投資および海外投資が衰退したこととも密接に関係していた。ロンドン証券市場は，一次大戦以前はまずは海外証券の発行市場であったからである。この点も大戦以後の証券市場・資本市場の根本的な転換を意味する。さらに二次大戦以後は，ロンドン証券取引所は発行市場としてはますます重要な意味を持たなくなった。

新しい金融仲介機関

1880 年から 1914 年までは，株式公募を組織する金融仲介機関によって提供される適格審査の質は，完全なものとは決して言えなかったが，普通株がしばしば非公式かつ地方ベースで流通したという事実は，それらの金融仲介機関の介在によって，潜在的な情報の非対称性が著しく緩和されていたことを示すものである。マクミラン委員会も 1931 年報告書においてこの点を認め，次のように述べた，「地方には長年にわたり，何に投資すべきかを自主的に判断する大きな投資家の階級が存在していたので，イギリスの産業企業は伝統的に金融上の必要性を満たすためにロンドン市場に視線を向けることを控えてきた。多くの場合にわずかな株式発行を取り決める上でもっとも望ましい方法は，依然として，そのビジネスが所在する地方の投資家の間で，ブローカーあるいはいくつかの非公開チャンネルを通じて行われる方法である。」（Cheffins 2008. 281）。

たしかに両大戦間の年々を通じて地方の資本市場にはかなりの活力が維持されていた。特に 1919/20 年と 1920 年代末に起きた新発行ブームの最中には，多数の公募が地方の株式取引所で行われた。またバーミンガムやブリストルのようないくつかの主要な地方センターには，実績の見込みのある中小企業に融資しうる十二分の資本が存在していた。にもかかわらず，資本市場の地域指向は，その重要性において衰えつつあった。1930 年代には純粋に地方関連の少額株式発行はまれになり，リバプールでは，中小の個人産業資本家はほとんど完全に排除された（Cheffins 2008. 281）。

金融仲介業の新しいパターンは，一部は，両大戦間における地理的分布上の産業移動のせいで生まれた。産業の地理的移動は企業をロンドン市場により接近させたが，同様にそのことが国内会社による公募のためにますます効率的な施設を提供した。また地方の産業企業への投資は，1914 年以前には産業企業の支援を提供した金持ち投資家のなかで大きくは課税のせいで株式に対する需要が減少する場合にはかなりの惨事になった。個人ビジネスは，それらのビジネスを承知しているが，課税によって貨幣を奪われた人々から金融を受けることを期待できなかった。もし裕福な投資家の貨幣が生地企業によって求められたしても，貨幣は非常に大きな企業だけにむかった。両大戦間では，課税の出現によって個人資本家による産業金融が妨げられることになった（Cheffins 2008. 282）。

両大戦間の時代に産業金融の地域指向は弱まった一方で，株式の潜在的投資家は，株式公募を組織化する金融仲介機関の「品質管理」の改善によって安心を得ることができた。だが多くの欠陥が残ったままであった。両大戦間では，一次大戦前のハリーのようなスタイルの個人的会社発起人の「黄金時代」は過去のものでなっていた。にもかかわらずそれと同様な仕方で，少なくとも上昇傾向にある市場で活動するために，自ら設立した金融会社を利用する大胆な個人が存在し続けていた。(注 2)

（注 2）この類の発起人として最もよく知られたクラレンス・ハットリーは，1927 年に自分でオー

肯定的な側面をみれば，両大戦間をつうじて，信頼できる金融仲介機関が，イギリスをベースとする会社による証券の発行のために，ますます多く参加するようになった。一つの重要な発展は，一種の証券引受け会社の出現である。会社は，主要なビジネスとして，新発行のために準備および資金援助を行い，そして意義のある品質管理を実行する傾向があった。これらの証券引受け会社のビジネスモデルは，信頼性に対する世評こそが重要な資産であるというものであった。銀行，保険会社，信託会社，そして金持ちの個人に，株式発行の引受けを依頼することが，証券引受け会社の標準的な活動であった。証券引受け会社の影響と評判は，多くの潜在的な証券引受人を積み上げかつ維持する上で，極めて重要であった。潜在的な証券引受け人は通常は，株式が流通しているその会社に関する何らかの調査に基づいてというよりも，証券引受け会社について彼らが知っている事柄に基づいて証券引き受けに同意しようとした。「シテーが尊重するものは，株式の発行が仕込まれる際の安定性という性格である」と言われたが，それは，証券引受け会社の強さは，会社に対する投資する公衆の評判との関連性の中に見出されるべきであるということを意味していた（Cheffins 2008. 283)。

自社に対する評判を貴重な資産として扱う証券引受け会社は，品質管理を実行する強いインセンテイブを持っていた。公開会社投資に関する 1930 年のあるテキストによれば，「高級な証券引受け会社は，投資家に対する責任に関して高度な観念を持っており，その名前が健全で尊敬すべき引受け事業とのみ結び付けられること，そしてこれらの中で投資家が関心を寄せるべく誘われるその条件が，フェアーであることをできる限り保証することを切望している」。評判の良い証券引受け会社は，入念に検査する過程の一部として，そのビジネスの完全な説明を要求し，得られた利益に関する過去の記録を研究し，その企業の市場上の地位を究明し，そして企業の負債の可能性を突き止めようとした。(注 3)

両大戦間ではまた株式仲買会社が公募の開始において積極的な役割を演じ始めた。このような会社はたいてい，顧客の利益になるように投資することに特殊化しており，そうする際にすでに株式の売りと買いを市場で差配していた。しかしながら，株式の公募を組織する好機は，顧客の製造業者が，初めて新発行を意図して株式仲買会社にアプローチし，株式仲買会社が，事態を効果的に周到に準備するために，国内経済に精通しており，また広範囲にわたり専門家的な付き合いがあるということを活用できる場合に生まれた。株式仲買会社は，株式仲買としてのコアービジネスで築き上げた誠実で信頼できるという自社の評判を傷つけたくなかったので，評判のよ

ステイン・フライアートラストを設立し，それを要として，野心的ではあるがしかし不運に終わった一連の会社発起をおこなった。オイゲン・スピアーは，自社のロスバリー・トラストを通じて，いくつかのパルプ及びペイパー事業を買収するために，1927 年にコンバインド・パルプ・アンド・ペイパー・ミルズ有限責任の株式発行を組織した。スピアーは当初，公募が成功して，ロスバリー・トラストがコンバインド・パルプ・アンド・ペイパー社に保有する株式の大部分を有利な価格で売却した時には，見事に利益を上げた。しかしながら，コンバインド・パルプ・アンド・ペイパーは，間もなく破産した。スピアーは，他の多数の被告人とともに，株式の公募追及を支援して会社の初年度利益を不正にも，わざと不正確に述べた廉で責任を問われた（Cheffins 2008. 282)。

（注 3）このような方法で，活動した証券引受け会社の主要な事例として，20 万ポンド以上の産業株発行の資金援助に特化していたチャーターハウス・インベストメント・トラスト及びヒリップヒル＆パアートナー，そして 1930 年代により規模の小さい株式発行に取り組むために設立されたリーデンホール・セキュリテー・コーポレーションがある（Cheffins 2008. 283)。

い新証券引受け会社と類似した品質管理を行うインセンテイブを持っていた。ほとんどの株式仲買会社が，少数の公募を担当したに過ぎないが，最も有名なカサノバなど少数の会社が相当な件数の新株発行を実行した（Cheffins 2008. 283-4）。

ロンドンの有数なマーチャントバンク（ベアリング，ロスチャイルドそしてラザード）の新株発行市場への関与が成長して，市場の信頼性が強化された。両大戦間のマーチャントバンクは，自社の「評判資本」を意識して，公募を組織化する際には，品質管理を強調した。ラザードのある取締役は，マクミラン委員会に対して次のように語った。もし株式発行の際にわれわれの名前を付す場合には，われわれは公衆に対して「われわれはこの発行について詳しく調査を重ねてきた，われわれはこの発行を徹底的に信頼している，そしてわれわれは，これを推奨することができる」と本当に言う，と。一次大戦以前，そして1920年代さえも，エリートのマーチャントバンクは，イギリスの会社の公募を大部分避けてきた。しかしながら両大戦間における海外投資の急激な衰退が見直しを強いた。一級のマーチャントバンクが，少なくとも大規模発行が伴う場合に，国内ビジネスにますます強く目を向けるようになった。マーチャントバンクの関与は，それらが担当する公募に対して重大な暗黙の支援を与えた。そして開始した新株発行を注意深く見守ったので，両大戦間の国内資本市場におけるマーチャントバンクの参入増大は，株の購入者が頼りにする市場指向の「品質管理」を増強することになった（Cheffins 2008. 284）。

会社の配当政策上の変化

両大戦間を通じて，株式の収益率は，他の投資選択肢と比べて株式所有に関する投資家の意思決定に影響を及ぼした。1928年と1937年のある学術論文によれば，保険会社による資産配分に関連して，法人の社債と比べて，普通株は収益の多い投下資本と同様に安全であり，資本の多額の評価増に加えて，より高い所得をもたらした。1930年代央における会社による新株発行の急増は，一部はギルドエッジ証券（イギリス国債）のリターンの低下に関連していたが，そのリターン低下は，投資家が大きなリターンをもたらす新規開業を求めて新分野に向きを変える原因をなしていた。ロンドンの金融地区では，投資の相対的な収益率が投資需要に影響を及ぼし，固定利子付き証券や株式の場合に，主たる関心が可能な限りあらゆる環境の下で同じ所得を保証することであるそのような投資家にとっては，価格に関連する変化とともに，投資をあるものから他のものへと変更することは当然であった（Cheffins 2008. 285-6）。

両大戦間を通じて，普通株は収益上，他の主要な投資選択肢に十分に匹敵していた。すでにみたように海外投資は困難になっていた。1937年のある論文は，1912〜1936年に普通株によって生み出された所得は，法人の社債による所得のほぼ倍であった。株式にはまた国債よりもよりよい賭けがあった。1919〜1939年において広いベースのポートフォリオに対する主要株式による所得税納税申告の平均年純額の割合は，ギルドエッジ証券の場合の6.5パーセントに対して12%であった。投資家は明白な代替手段との対比において，普通株がもたらすリターンを比較することを前提にすれば，株式が相対的な意味で十分に利益を生んだという事実は，両大戦間を通じて株の購入サイドに支援を提供したことを意味する（Cheffins 2008. 286）。

一次大戦前には，投資家が二次的取引（第二証券市場）でどの株を買いそして売るかを決定する場合に，利用できる金融上のデータ不足を埋め合わせるために著しく配当金動向に依存していたが，両大戦間の二次的取引でも，見たところ同様なことが行われた。両大

戦間の会社のために配当政策を決定する者たちが自ら行ったやり方は，配当金が投資家のために影響力のあるシグナルとして機能したことの強い状況証拠を提供する。しかしそれは特に「配当金の平滑化」と呼ばれるものであり，一次大戦前のように純粋に年ごとの財務成績に対応するというよりも，収益における重大かつ永続的な変化に応えて配当金の支払いを調整することを意味した。

先にローヤル・メイル・スキャンダルの事例でみたように，一次大戦後実際に取締役は，収益における一時的な低下に対応して配当金をカットし，そしてより高配当の支払い維持に自信を持つ場合にのみ，株主に対する分配の増加に抵抗する傾向があった。取締役は，もしいろいろ異なった配当政策をおこなえば，否定的な投資家がどのように反応するか懸念した故に，配当を平滑化する傾向があった。株主は，もし取締役が配当金増大を維持できる自信がないとすればその増大が実現されるはずがないと信じた故に，不断に増大していく配当金に高い評価を与えたのである(Cheffins 2008. 287)。

得られる統計上の証拠によれば，イギリスで両大戦間に配当政策を行った取締役は，「平滑化」の政策を適用した。1925～1934 年において，広範囲な産業部門にわたり営業を行った事例 500 社についていえば，取締役たちは，1929/30 年の株式市場暴落の後には，やや収益に従って変動する配当金の支払いを行なうようになったが，それでも一般的には，配当金の支払いを安定的に保つ傾向は強くあった。このことは，両大戦間に会社を経営する者たちは，配当金が強いシグナリング・イメージを持つことを認識していたことを意味する。1920 年代央までに，合衆国の投資家は，株式を評価する上で，ますます注意を配当金から収益に変更していた。しかし大戦間のイギリス投資家は，一般的には，株式価値を評価する測定基準として収益を選択することにおいて，アメリカの投資家ほどにはあまり配当金を見放すことをしなかった。取締役は配当は重要であるという投資家思想を仮定する点で正しかった。1926 年の夏をつうじて産業会社の株価は，レイヨンの指導的製造業者であるコータウルドが中間配当を前年の 17%カットするまで，順調に上昇していた。『エコノミスト誌』がその値下げを「とるにたりない」と呼んだけれども，配当カットが順調に進んで，他の人気ある産業会社の株式保有者のなかに不安や困惑を巻き起こしたことを認めた。産業を追いかけ，健全な理由というよりもより，期待にウキウキして株を買っていた人々は，突然恐怖を感じた。証券取引所自身は，1930 年代末に株価に対する配当の影響を認め，取引所のガイドラインに従って，他の重要事項とともに，配当金のアナウンスを行うように要求し，取引所のすべてのメンバーに同時に配当金ニュースを伝達するために「トランス・ルクス」── 大きなスクリーン ── を設けた(Cheffins 2008. 287-8)。

1920 年代までに，合衆国の投資家は，ますます彼らの注意を配当金から株式価値の評価における収益に転換しつつあった。イギリスのいろいろのオブザーバーが，イギリスの投資家も同じことをすべきだと主張した。投資に関するあるテキストによれば，「過去の配当金は，いうまでもなく非常な関心の目玉であるが，しかし会社の価値の理解をより容易にし，より信頼できるものにする評価基準は，現実的な利益の記録によって提供されるし，そして株価がベースとする，またすべきであるのは，主として現実的な利益の記録である」。1920 年代末において一連の問題産業を合理化するために企画され実行された企業合併と共に，投資家は実際には，配当政策やあるいは合併構成会社の利益性を基礎にするというよりも，むしろ予測される将来収益を反映する価格で公募株式を買った。一般的に

はしかし，両大戦間のイギリス投資家は，合衆国の投資家に比べて，株式を再評価する基準選択として収益を選好し配当金を見放す傾向があまり見られなかった（Cheffins 2008. 288）。

イギリスと合衆国の会社が適用した配当政策の相違は，投資家が配当金と収益のどちらかを重視するかという相違の一つの理由をなしていた。両大戦のイギリスでは，公的に取引される産業および商業会社は，収益のほとんど —— 平均で約 75% —— を配当として分配した。それに対して合衆国の会社の場合には，収益を内部留保する傾向がより強くあり，配当性向は 1915〜29 年の平均で 61%であった。したがって，イギリスでは会社の収益力についての大まかな評価は配当性向に終始する一方で，合衆国では，投資家は，同等の投資決定をする上で，利益データを研究することにより大きな意義を見出していた（Cheffins 2008. 288）。

配当金か収益かどちらも実現するかという点での相違のもう一つの要因は課税であった。イギリスの所得課税の下では，会社は，株主の代理として，税金を「源泉」で控除した。その時に株主は大体は，（所得税の「基準」率で会社が代理して支払う税金を認められるゆえに）もし付加税の納税者であれば，追加的な所得税を支払う責任があった。株主の課税状況は多種多様であり，会社には知られていなかったので，会社が法人の所得税引き収益を報告することは不可能であった。対照的に合衆国では，会社と個人が分離されて課税されることが 1917 年に始まったが，これは，会社が税引後収益を簡単に報告しうるし，またそのことによって，利益データに関する投資家の分析を促進しうることを意味した。

会計の性格は，収益が両大戦間のイギリスの株式評価における支配的な要因として配当金に置き換わることができなかった最終的な理由をなした。合衆国では，法人のデスクロジャーについて，完全からはほど遠かった。この点ではイバン・クルーガーが，何の前触れもなく 1932 年にとつぜん倒壊した 60 千万ドルの「マッチ帝国」を築くために，秘密主義とあいまいな会計慣行との組み合わせに依拠していたことが良い事例となる。にもかかわらず，両大戦間では，アメリカの株主は，イギリスの場合よりも，収益データーを基礎にして推論を引き出すためにより良い状況に置かれていた。

第一に売上高数値は，そのデータが利益幅の動向を認識するために利用しうるから，投資家にとって重要な会計上の測定基準であるが，一般的に合衆国では得られるが，イギリスでは得られなかった。合衆国では，1934 年の証券取引法が，株式を公衆に流通させる会社に，年次売上高を打ち明けることを要求した。そしてそのことに先立って，ニューヨーク証券取引所で相場付けされる会社の大多数が，売上高の数字を任意に提供した。イギリスの会社は，1967 年まで売上高数値を公表することを要求されなかったし，それ以前には一般的には，そのようなデーターを任意に公開することはしなかった（Cheffins 2008. 289）。

第二に両大戦間では，ニューヨーク証券取引所の上場ルールは，合衆国の主要な公開会社に年 4 回の報告を行うように勧めたが，イギリスの会社法もロンドン証券取引所の上場ルールも年次以外の財務情報の公表を要求しなかった。『エコのミスト誌』は，1932 年にこの相違に気付き，次のように述べた。「収益が突然かつ広範囲な変動を免れなくなった場合に，アメリカの投資家 —— 彼らはおかれた状況についての真の知識に関して，平均してイギリスの投資家に 9 カ月先んじている —— の有利性は自明の理である」，と。『エコノミスト誌』はさらにいう。「もしファーストクラスの重要性をもついくつかの会社が，伝統を打ち破る準備があれば，それは疑いなく助けになるが，それは起こらなかった。二

次大戦後でさえも，イギリスの公開会社が 3 カ月ごとは言うまでもなく半年ごとの収支報告書をもたらすことさえ普通ではなかった。結末としては，イギリスでも収益は普通株の価値評価において重要な潜在的基準点をなすという認識は増大してきたが，たいてい投資家はどの株を買うか売るか決定する場合に，配当金をより信用できる基準点として取り扱い続けたということになる」(Cheffins 2008. 289-290)。

機関投資家の株式投資参入

両大戦間の時代を通じて，買いサイドにおける株式需要の潜在的源泉はなんであったか。機関投資資本は 1914 年までは極めて副次的なものであり，二次大戦後にようやく支配的になった。両大戦間において，それは重要性において成長したが，にもかかわらず，個人による株式投資に比較すると脇役を演じたに過ぎなかった。1930 年代初頭に私的投資家はロンドン証券取引所で取引される証券の 80％を超えて所有し，証券の売買活動でもほぼ同じ割合を占めた。フィナンシャルニュウズ紙によれば，「投資家は全体としては，保険会社，投資信託，もしくは住宅金融組合に自分の貯金をゆだねるよりもむしろ決まった株式仲買人を通じて自分自身で投資を運営して楽しむ方を好んでいるように見える」(Cheffins 2008. 267-8)。

二次大戦後に買いサイドで決定的な要素となる年金基金は，両大戦間では株式における重要な投資家ではなかった。大企業の雇用者はますます，受取り年金が被雇用者給料の必須要素であると考えるようになり，受取り年金の租税上の関連に関する関心が 1921 年に，年金基金の成長を発展させるために最終的には多くのことをするであろうとの，立法上の譲歩をもたらした。しかしながら両大戦間の年金基金を運営する信託証書は株式の購入を排除し，大きな自由裁量権を授与されたこれらの被信託人は，一般的に「リスキーな」株式投資を回避した。保険会社は株式投資家としては，年金基金よりも幾分早く一歩を踏み出したが，両大戦間では，依然として重要なプレイヤーにはならなかった。一次大戦に先立って保険会社が投資可能なものとして保有していた資産のうちほんの一部だけが，普通株に割り当てられた。両大戦間では，さまざまな助言者が保険会社が株式の購入を増大させるようにロビー活動をしたが，両大戦間では，有名な経済学者のメイナード・ケインズが，次のように述べた。「公開株式会社は，極めて大きな跳躍を遂げて，今や実に 20 年前には全く存在していなかった投資領域を提供している。それらの株式を無視するか，ないし取り扱う準備のできていない投資機関は，後退しつつある」，と (Cheffins 2008. 268)。

ケインズが忠言したナショナル・ムーチュアル・アシュアランス・ソサイアテイとプロビンシャル・インシュランス・カンパニーなどほんの少数の保険会社が，「積極的な投資政策を採用し，それらの投資ポートホリオを普通株に有利なように再割り当てした。しかしながら大多数の保険業者は警戒しがちで，株式には大きく投資しなかった。その総資産のうち普通株の形態で保有される割合は，1924 年の 4 ％，1929 年の 6 ％，1937 年の 10％と増大した。しかしこの数値は，株式投資の規模を誇張している。というのは，多数の保険会社の株式ポートフォリオには，鉄道普通株のブロックおよび系列会社の出資金，もしくはそれらのいずれか以外のものはほとんど含まれていなかったからである。

投資信託もまた，両大戦間をつうじて，普通株に投資する考えを暖め，1930 年代までに，投資信託の約 30 から 40％が普通株に投資された。他方で，投資信託は，保険会社によって保有されるものの約 3 分の 1 の総額投資可能資産を持つに過ぎなかった。海外バイアスがさらに買いサイドにおける投資信託の

重要性を低下させた。1930 年には，投資信託は全体としてイギリス企業を避けた。1930 年代には，投資信託資金の 40－5％だけが，イギリスの資産に投資された。それゆえ，両大戦間では，投資信託は，年金基金や保険会社と同様に，公的に取引されるイギリスの会社の株式所有者としては，二次的な存在であった（Cheffins 2008. 268）。

新しい個人投資家にとっての有利性

19 世紀，20 世紀初頭を通じて，イギリスの会社の株式を所有する個人の数は，相当に増大したが，大戦間でもその傾向は続いた。本当の大衆投資に向かうということでは決してなかった。1936 年には国民の 4 分の 1 だけが 100 ポンド以上の財産価値をもつにすぎなかった。にもかかわらず当時の人々は，投資家がますます多数になり，投資が拡大し民主化されていき，そして二次大戦後には証券取引所の状況に対する公衆の関心が大きく拡張がしたことに気が付いていた。

両大戦間では，株を所有する個人総数の推定値はないが，会社の株式登録の集計により 50 万人ほどの名前を含む株を所有する人々のリストが得られる。また 1949 年には，フィナンシャル・タイムズ紙が 1.25 百万人が，ロンドン証券取引所で値付けされる会社の株を所有していると報じた。この数値は大戦間の終わりでも同じであったといえる。というのは大戦中とその直後の数年において，資本コントロールと高率課税が個人による株式投資を思い止まらせたからである。このことが正しいとすれば，イギリスの会社の株式を所有する個人の数は，1939 年までに 20 世紀初頭の約 50 万人から倍以上に増えたことになる。（Cheffins 2008. 269-70）

加えて，株を所有する個人のカテゴリーの構成が変わった。20 世紀の初頭では，地方のビジネス上の結びつきを通じて，または株式仲買人の顧客として，裕福な産業家が株式に対する需要のための不可欠な源を構成しており，また金持ちの土地所有者が重要性を増していた。事態は一次大戦以後変わった。1930 年には次の如くいわれた。「われわれがみんな知っているように，いまや高率の直接税 —— 所得税，累進付加税，遺産税 —— が，旧来の投資階級が得る剰余所得のうちの大きな部分をパクっている」。まさしく一次大戦以後，金持ちたちは，しばしばかれらのライススタイルに資金手当てをするために証券の純売却者になり，その目的のために，得られる過剰資本を安全に投資する傾向があった。このことは，イギリスにおける財産の分配に関するより範囲の広い傾向を反映していた。一次大戦以前の標準に比べて非常に高い所得税に当然にも関係するが，人口のトップ 1 ％によって保有される財産の割合は，1911・13 年～1936・38 年の間に 70％から 55％に下がった。最も劇的には，インフレーション，地代の低下ならびに増税に襲われたために，多くの大土地所有者がかれらの私有地を分割した。その結果，1918 年～21 年の間におそらくノルマン・コンクエスト（ノルマンデイ公ギューム二世は 1066 年征服したイングランドにウイリアム一世としてノルマン朝を開いた）以来匹敵するものがないほどの土地の譲渡移転があったと報道された（Cheffins 2008. 270）。

富裕層が株式に対する需要の源としては後退すると同時に，中産階級または少なくとも上流中産階級が一歩前に進み出た。イギリスでは，一次大戦中と続く 2，30 年間に，大金持ちは，他に比較してあまり株を買わなかった。一方で人口のトップ 2 ％から 10％によって保有される財産の割合が 1911・13 と 1936・ 8 との間に 23％から 32％に上昇したので，ほどほどの富裕層が力強く成長したことになる。一般的にいえば，大金持ちの排他的領域であったものが，株の所有権を含んで，よりひろく拡散するようになった。その

傾向は，会社法の改革を調査し，イギリスの政府が一次大戦に資金手当てするために発行する国債に投資する多数の人々について議論する委員会に 1918 年に寄せられた次のような証言においても，正しく予測されていた(Cheffins 2008. 270-1)。

> われわれは戦争中に，際立って広い範囲に広がった財産の拡散そして投資の慣習の驚くべき成長を，財産も投資も目新しいものである人口階層のなかに見てきた。13 百万人を下らない人々が様々な形態の政府の戦争証券に直接関心を寄せた。戦後は，以前は投資家では決してなかった多数の人々が，彼らの貯蓄を営利会社に委ねようとしている（Cheffins 2008. 270-1)。

1914 年から 1930 年代の終わりの間に，インフレ調整して 30％の平均所得が増大した。そのことが，一人当たり GDP の相当な増加と共に，上流中産階級は著しい享受する相対的な繁栄を享受した。課税がまた一つの役割を演じた。というのは，大金持ちをそのまま立ち往生させる選択をした 1920 年代の保守党政府は，「自由職業人（専門家），中小商人やビジネスマン ── あらゆる類の優れた頭脳労働者 ── を救済しようとした。1920 年代の終わりでは，５千ポンドの所得に適用される最高限界税率は相当に控えめといえる 31％であったし，５千ポンドを労働によって得る一人の人間は，1.2 千ポンド以下の所得税を支払った。このことは，上流中産階級にとっては，課税は株式投資に対する著しい障害にはならないことを意味した。1930 年の投資ガイドがいったように，「不労所得に対する課税は，500 ポンド以上の所得レベルについては，深刻に考えなければならないが，累進付加税が一定のレベルに達するまでは，配当金を目的とする投資を魅力的でないものにさせることはない。」(Cheffins 2008. 271)。

上流中産階級によって支払われる所得税は，1930 年代に増加した。しかしながら，５千ポンドを労働によって得る一人の人間についてみれば，税引給与は 1937 年になって，所得の 70％以上になった。労働所得が増大したことを前提にすれば，この種のレベルの課税は，繁栄する中産階級に属するものに対して，投資のための十分に余分のファンドを残した。こうして 1930 年代でさえも，それほど高いとはいえないしっくりした課税環境が，株に投資するためのひとつの踏み台を上流中産階級に提供することになった（Cheffins 2008. 271)。

（４）ブロック保有者の「安楽死」

高率の配当金支払い

両大戦間を通じて会社法の変更は，ほとんどブロック保有者の退出を駆り立てるようには作用しなかったが，利益を配当金として分配する圧力は，たしかにブロック保有者の退出を促した。大戦間に公開会社の取締役たちは，株式の流動性を維持し，そして合併や内部的拡張の資金手当てをするために資本市場に戻る選択肢を維持しよう努力していたが，投資家をつなぎとめておく主要な手段として配当金を利用した。この現金支払いは，コントロールからすくい取ることのできる私的利益を減少させ，それ故に退出のインセンティブを作り出した（Cheffins 2008. 254)。

『エコノミスト誌』1934 年 6 月のロンドンの人気株の価格リストは，銀行業，保険，海運業，電気供給，「種々雑多」部門（ほとんど製造業）に属する会社を含んでいたが，これらの会社が配当金の支払いを義務とみなしていたことを明らかにする。リスト上の 183 社のうち，141 社がそれらの普通株に対して配当金を支払っていた。配当金を不払う会社は大きく，鉄及び鉄鋼，繊維，海運業など，

両大戦間をつうじて相当に経済的不況の下にあったすべての部門，そして指導的な会社が利益を生み出すためにつねに苦闘していた自動車製造業に限られていた（Cheffins 2008. 255）。

配当金を支払うことに加えて，イギリスの会社が行った配当金の支払い額は，少なくとも生み出された利益に比して概して気前のよいものであった。銀行と保険会社は，保守的な配当政策のために高い評価を得た。しかし公開で取引されるほとんどの会社が，その報道された利益のうちの大部分を株主に支払った。1919～1938 年の『エコノミスト誌』から編集されたデータによれば，（銀行と鉄道を除く）値付けされる会社は，社債利子と優先株配当金を控除した後の「純利益」の平均 75％を配当金として分配した。この数値は，58％以下に下がることはなかったし，1921 年には 100％を超えてさえいた。これらの数値は，両大戦間の会社が一般に会計上，利益を「雨天」に対する保険として，「準備金」に移したので，株主に分配される収益の割合をある程度は誇張している。にもかかわらず，配当金の支払い額は，さもなければブロック保有者がそこからコントロールの私的利益を搾り取る「フリー・キャッシュ・フロー」を著しく侵食するに十分なほどに寛大なものであり，それ故にそれは，ブロック保有者に対して，退出のインセンテイブを提供したのである（Cheffins 2008. 255）。

法人利益税とブロック保有者の退出

一次大戦中，軍備会社や船会社など軍隊に物品とサービスを提供する会社は，戦時状況から相当な利益を得る立場にあった。イギリス政府は，「不当利得」を排除し，戦争遂行の財政的支援をするために，1915～1921 年の間に，戦前の規定水準以上の利益をもたらすすべての商取引企業に対して，1918 年および 1919 年の 40％から 1917 年の 80％の範囲で超過利益税（EPD）を課した。税収の 25％に達したこの身入りの良い税は，ビジネス団体から相当な批判を呼び起こしたが，「最終的収益」に対して相当なインパクトを及ぼした。ビジネスとそのブロック保有者が直面した苦難は一次大戦直後まで続いた。超過利益税の廃止と共に，法人利益総額に対して一律 5 ％を課す法人利益税（CPT）が導入された。法人利益税は，イギリスが厳しい不況を経験した 1921 年に始まった。相当に低下した法人利益，納税請求書に異議を唱えるおびただしい数の会社，未払い金徴収の困難性ゆえに，その税は予測どうりの歳入を生み出すことができなかった。法人利益税は 1924 年に廃止されたが，しかしそれ以前の 10 年間にわたる課税は，ビジネスの赤字状態と結びついて，多数のブロック保有者が退出を真剣に考えることを余儀なくさせた（Cheffins 2008. 257）。

法人利益税が廃止された後，特に法人利益を標的にする課税は第二次大戦前夜までは存在しなかった。イギリスは，1921 年に国を悩ました底深い経済活動の低迷から脱出し，代わりに 1926 年には穏やかな経済減速，1929～32 年の物価暴落（これは，他の主要な工業国家を苦しめた大不況と比較して軽度であった），そして 1937 から 38 年のわずかな景気後退にみまわれた。大不況も他国に比較すれば軽度であったにもかかわらず，国民経済，特に工業の全域にわたる大きな実績上のバラツキのせいで，企業ひいてはブロック保有者にとっては深刻な苦難が存在していた。化学薬品，機械工学，製鋼は，「低成長」部門であり，この部門では，輸出の減退と外国との競争が脆弱な会社に対して潜在的に重大な問題をもたらした。繊維，石炭，造船は，もっと深く困難に陥っていた。それぞれの産業が余りにも細かく断片化されていて，生産者は需要が低下する場合にも，過剰生産能力を適切に縮小することができなかったからである。綿織物でもその他の産業部門でも同様

に，多数の比較的に中小規模で独立した生産単位が，注文をめぐる混戦において内輪もめといった非経済的競争に陥ることを余儀なくされた。この非経済的競争は，多くの場合に価格を利益をもたらすレベルのはるか下に強引に引き下げる一方で，中小生産単位を高い効率をもつ生産単位に集中する代わりに生産を広範に分散させることになり，生産コストを非常に増大させた。

過剰生産能力に対する共通の対応は反競争的調整であった。その調整は「紳士協定」から販売代理人と形式的な交易協会に至るまでの活動調整によって，特定産業内の困難性に対して関連づけされた。イギリスの貿易政策は 1930 年代初頭を通じて公然と保護貿易主義的になったが，保護された経済体制によって，産業企業が共謀協定を成立させることがより容易になった。このような活動は，両大戦間中法律上の規制によって拘束されるものではなかったが，競争上の困難に直面する会社をある程度安心させた。しかしながら貿易制限における提携は，参加者にとっては，つねに彼ら自身の利益を最大化するようにごまかすかあるいは提携から離脱させる誘惑があるので，しばしばうまくいく時もそうでない時もあるという具合であった。結果として競争上の困難は両大戦間の多数の製造業において，ブロック保有者が退出するために少なくとも若干の機運をもたらした（Cheffins 2008. 258）。

所得税とブロック保有者の退出

課税最前線では，所得税と遺産税の状況が利益課税と結びついて，両大戦間のブロック保有者に退出のインセンテイブを提供した。1909 年から 1973 年まで，イギリスの所得税は，二つの要素を持っていた。「基準率」で設定される所得への課税と一般的に「付加税」としてしられる「累進付加税」である。累進付加税は，一定の規定レベルをこえる所得を有する納税者に対して，そのレベルをこえる所得に累進的に課税された。第一次大戦の財政上の必要性によって，政府は，基準率と累進付加税を急激に引き上げた。税の最高率は，1913 年の 5 千ポンド以上の所得に対する 8.3％から，1918 年の 10 千ポンド以上の所得に対する 52.5％へと上昇した（Cheffins 2008. 258）。

一次大戦が終わっても，富裕層の租税負担はそれほど軽減しなかった。それよりむしろ当時の保守党政府は，非常な金持ちを「立ち往生」させたまま見捨てることの方を選んだ。労働党は，1929～31 年の短期間の政権において，手綱をさらに引きしめて，15 千ポンドと 20 千ポンドの間の所得に 52.5％の率で，そして 50 千ポンド以上の所得に 60％の率で課税することになった。所得税率は，1930 年代末に再軍備財政のためにさらに引き上げられたが，その結果，1938 年における 6 千ポンド以上の所得に対する支払税率は 50％であり，また，50 千ポンド以上の所得に適用される最高限界税率は 72.5％であった（Cheffins 2008. 259）。

両大戦間の年々を通じて，株主に配当金の形で分配される法人利益は，非分配利益が基準率で株主の代理としての会社 —— 社外取締役 —— の管理下で課税される一方で，基準率と付加税要素との両方を課された。このことは，利益留保に有利になる課税の不公平が存在することを意味した。政府はこの不公平に対処するために矯正措置を導入したが，これが，所有権分散の足がかりとなる，株式取引所上場を獲得するための非公開会社のインテンシブを生み出した。1922 年に始まるが税務所は，「適切な」配当を分配することをしなかった会社に，もしこのような配当が支払われたならば，株主が付加税ないし所得税として支払わなければならなかったであろう税を支払うことを指令する（「命令する」ほど強くない）権限を与えられた。もしその株式

が定期的に証券取引所で取引され，公衆が株式を相当に所有する場合には（1927 年以降は投票株の 25％以上であり，1965 年には 35％に増大した）会社は，課税法によってそのような指令を適用されなかった（Cheffins 2008. 259）。[注4]

所得税率が高い場合に，個々人は，かれらの余暇・娯楽の消費を増加させる傾向があるが，このことは，ブロック保有者にとっては，彼らが支配する企業への彼らの関与を解くことを意味する。またもし，税金がブロック保有者が彼らの会社から受け取る税引き後の配当金を著しく減らすとすれば，リスク分散の便益をうるために退出に気持ちを傾けようとするかもしれない。退出のインセンテイブは，所有権と比較して，他の資産類に投資することによって，あるいは死亡に先立ち他者に譲渡することによって，引き出される税の優遇措置が存在する場合には，強まる（Cheffins 2008. 81）。20 世紀のほとんどをつうじて，イギリスの租税政策は，これらの要因のそれぞれを作用させる方法で構成された。ブロック保有者が獲得するような高所得に対する課税は，実質的に一次大戦中に引き上げられた。両大戦間の年々にほどほどに減らされたが，二次大戦中に劇的に増加し，マーガレットサッチャーの保守党政府が 1980 年代にその傾向を逆転するまで高いままであった。配当金は「労働の対価としてえられる」雇用所得と同じ高率で課税されるか，または時々はより高い率で課税された。「課税にフレンドリーな」代替投資を追及するブロック保有者にとっては，より穏やかな課税地方への亡命など，そしてイギリスに住み続ける者たちにとっては，生命保険ベースの貯蓄スキーム，年金計画積立，土地，そして美術作品といった様々な選択肢が存在していた。また遺産税 —— 死亡時ないしその直前に譲渡される資産に対して課される税金 —— に直面するブロック保有者は，それらを大きく，少なくとも部分的であれ，持ち株を解くことによって，そして，家族メンバーが受益者になるトラストにその利益を投資することによって，それらの税金を大きく避けることができた。租税制度はまた株式のブロックを売却することから生じるキャピタル・ゲインが 1960 年代半ばまでは非課税であり，その後サッチャー前の最高限界税率よりもかなり低い率で課税されたという点において，課税フレンドリーであった（Cheffins 2008. 82）。

遺産税のシステムがまた，家族事業の所有者を株式市場に向けさせるインセンテイブを提供した。1930 年から 1975 年までにおいて，もし会社が，公認された株式市場で取引される普通株を有し，その株式の定期的な取引が存在する場合には，その株式は遺産税目的の

（注 4）大戦間期の主要な自動車製造業者モリスモーターの創立者であるウイリアム・モリスに関連する展開は，この租税体制がブロック保有者によるコントロールの解けを誘発したことを示す。モリスモーターは 1926 年に公的に取引される会社になったが，モリスは普通株を全て持ち続けていた。かれにとってビジネスの目標はなによりも，自分の好きのことをし，自分の金だけをリスクにかける自由であったからである（Cheffins 2008. 260）。モリスは，ビジネスを成長させようとして利益を留保する徹底的な政策を行い，そのため 1920 年代央を通じて，留保利益に対する分配利益の割合は，0.06％に過ぎなかった。税務所は，モリスモーターに対して，1922 年と 1923 年に，そして再び 1927 年と 1928 年の税制年度に「不適切な」保留利益に対する「付加税指令」の発令を試みた。モリスモーターの顧問団はこれらの試みを妨害することに成功したが，モリスは，もしモリスモーターの全ての株式を所有し続けるとすれば，利益留保の政策を続けることが不可能になることをまもなく確信するようになり，保有する普通株を市場に向ける決心をした。彼は計画を 1936 年に実行し始めたが，その時点で普通株の 4 分の 3 を保有していた。ブリテイッシュ・モーター・コーポレーションの創立に結果したオーステイン・モーター Co. との合併直前である 1951 年までに，モリスは，個人の出資金を 19.8％にまで段階的に縮小させた（Cheffins 2008. 260）。

ために，死亡に先立つ一年度中の株式価格を参考にして価値が評価された。さもなければ株式は，会社の純資産を推定し，この総額の一部分を，故人が死亡時に所有していた株式の百分比に従い，その遺産に配分することによって価値評価された。

支配的な株主がいる会社では，株式市場による評価は，ほとんどの場合にその資産にとって有利であった。資産ベースの価値査定は，すべての株式が同価値であり，そして株価は，主要な株式ブロックに影響されないせいで概して少数の値引きを包含するということに基づいて行われる故に，他のすべてが等しいとすれば株価は下がることになる。

また，公開で取引される会社の株価は，需要と供給の情報源により無作為な仕方で決定される一方で，純資産の価値査定は税務署によってなされるが，税務署はたいてい，株式の市場価値を評価する経験をしていないし，また遺産税目的で高価格を株に帰すことにより政府のためにうまくやる誘惑に駆られる。かくて 1930 年に始まるが，成功を収めた非公開大企業の所有者たちは株式上場を確実に手に入れ，続いて，たいていは明らかにけっこう高い配当金政策を採用することによって，その会社への株式投資が，株式の定期的な売買活動の存在を保証する点で十分に魅力的であることを請け合うインセンテイブをもっていた（Cheffins 2008. 260）。

企業合併と株式所有の分散化

ブロック保有者を有する会社が，広範囲にわたって保有される会社によって買収される場合か，あるいはその商取引を組み立てるやり方が，参加会社の所有権構造を解かせる原因になる場合か，いづれかの場合にも，企業合併は所有権およびコントロールの分散化を促進する可能性がある。(注５) 後者の事例を示すのは，20 世紀初頭以来の指導的な化学製造業者ブルンナー・モンド社である。この会社では，ブルーナー家，モンド家，ソルベイー家がそれぞれ主要なプレイヤーであった。アルフレッド・モンドは，彼の会社（ブルンナー・モンド社）とノーベル・インダストリ，ユナイテッド・アルカリ Co. そしてブリテイシュ・ダイスタッフ・コーポレーションとの合併（1929 年）を画策する上で大活躍し，イムペリアル・ケミカル・インダストリー（ICI）の設立を実現した。その売買取引は株式交換の方法で行われ，構成会社のそれぞれの株主がその普通株を ICI の株式と交換したので，ブルーナー家，モンド家，ソルベイー家は，彼らがブルンナー・モンド社で持っていたよりもはるかに少ない出資金を ICI では所有することになった。ブルンナー・モンド社の役員会は，他の会社の役員と一緒になって，株主に対して次のように述べて，その合併取引を受け入れるように要請した。「われわれは次のことを確信している。今回の株式交換による合同は，株主にとって有益である。それは，新会社の広範囲な運営により，いずれの個々の会社でも不快の気持ちで受けとめている価格ないし売買の変動に対する効果的な保険を確実に提供するであろう。そしてこ

（注５）合併取引においては，株を売却する株主に支払われる対価は，現金か，取得者が発行する証券か，または両者の混合である。もし標的の株主が現金で支払われ，そして，そのファンドが留保利益もしくは借り入れから引き出されるならば，取得者の所有権構造は影響を受けない。それと同じケースは，もし取得する会社が自ら発行する株式を使って支払い，しかもその株式はいかなる投票権もを有しない場合である（優先株，非投票権普通株，無担保社債などの債務証書）。以上の場合と異なり，取得会社が新しい普通株を発行し，標的会社の株主との間で株式交換を行う場合には，合併の遂行は不可避的にある程度ブロック保有者の出資金を希釈化する。もし標的株主が，取得者（かれは，その株主が現行保有と一致する割合の株式を購入しないと仮定する）によって普通株の公募から調達される現金で支払われる場合も結果は同じである（Cheffins 2008. 71）。

のようにしてこの合同は化学工業の成長に参画しその将来発展の恩恵をうることを可能にさせるだろう（Cheffins 2008. 260）」。

紙の卸売り及び製造ビジネスを行うボワターに関する事情も，合併がいかに，少なくとも部分的にせよ株式ブロックの解けを誘発するかを示している。1927 年に，ビジネス創立者の孫にあたるエリック・ボワターは，W.V. ボワター＆サンズが公的に取引される会社になったときに，その取締役会長を兼ねて業務執行取締役（社内取締役）に就任した。ボワターは買収を行う際にたいてい社債を使ってベンダー（売り手）を補償したが，このやり方は，株式の所有権が希釈化しないことを意味した。しかしボワターは 1936 年，当時イギリスで最大の新聞印刷用紙ビジネスを誇るエドワード・リロイド Ltd. を買収するために，かなりの量の優先株提供と結び付けて大量の普通株発行を行った。その分に相当するコントロールの部分的な解けがボワター家の方には生じたが，新生のバワター・リロイドグループ社は，イギリスの新聞印刷用紙市場の 60％を支配した。またボワターの株式所有権は支配的なままであった（Cheffins 2008. 265-6）。

会社は，合併を実行する場合と同様に「内部的」投資のために資本を調達する。イギリスでは，有機的に生成する拡張や現行生産過程の改装（機械体系の取り換えといった抜本的な改革でなく）はたいていは利益の留保によって資金の手当てがなされてきた。この点は両大戦間でも同様で，1932 年のある研究は，産業に使用される資本は 5 分の 4 が非分配利益から賄われると評価している。しかし両大戦間では，競争に勝ちのこる上で生産過程を最新式にし拡張するための現金を必要としている中小企業が，地方ベースのベンツチュア・キャピタルの縮小と保守的に運営される預金受け入れ銀行の側における望まれる資金提供の躊躇のせいで，きびしい打撃を受けた。一方で，それほど規模の大きくない公募の場合には，広告費用，アドバイザーへの手数料支払い，株式発行引き受け手数料が比較的に高かった。にもかかわらず，両大戦間において多少の企業が内部的拡張のための資金調達のために株式市場にむかった。株式市場は，製造能力の拡張および短期負債資金の供給のために必要な多額の資本を提供する助けとなった。この点は大会社に限られない。両大戦間を通じて，公開会社になる以外に発展し得ないことを発見した中小の会社の数が増加していった（Cheffins 2008. 266）。

リチャード・トーマス＆ Co. は，株式市場に依存しただけでなく，このプロセスでコントロールを解く経験をした企業の一事例である。会社は，1917 年合併によってイギリスにおける単独で最大のブリキ生産者になった。（代表取締役）社長フランク・トーマスとかれの近親は，合併時には普通株の 73％を所有した。トーマスは，会社を独裁的に管理運営したが，1920 年代初頭に製鉄工場の拡張に資金手当てをし炭鉱を買収するために株式発行を実行し，かれの支配的な株式ブロックを希釈化した。トーマスは，社長から身を引いた後，持ち株に頼って自分の株式所有権をまもる企てをしたが，新しい経営管理者チームは彼の裏をかいて，経営管理上の完全な自由裁量権を確実にすることができた。

20 世紀前半開始時にイギリスの指導的な電気工学会社の一つとして出現したジェネラル・エレクトリック有限会社（GEC）は，内部的拡張の資金手当てをするために実行された株式発行がコントロールの解けの一因となった会社のもう一つの事例である。GEC は公募を 1900 年に実行したが，創業者のグスタフ・バイングとユーゴ・ヒルストは株式登録簿上，権勢を振るい続けた。一次大戦における資本コントロールの導入直前に，GEC はエンジニアリング工場を拡張するために，普通株および優先株の大公募を実行し，

新しい企業本部を築いた。結果的に生じた株式所有権の分散化と一次大戦中における利益の急上昇は，GEC が戦争の終わる時までに，より広いレベルで個人ビジネスから大規模株式会社の陣営に移動したことを意味する。1918～1922 年の間に追加的な公募が GEC の発行済み資本金（普通株，優先株，社債）を 1.5 百万ポンドから 8.9 百ポンドに膨張させた。そのファンドは，会社のほとんどすべての部門（電気に関してあらゆる部門が存在し，イギリスのいずれのライバルにも匹敵する規模で運営される）を拡張するために使われた（Cheffins 2008. 267）。

産業規制とブロック保有者の退出

イギリスにおける「社会主義的」行動のための計画と先例の多くは，両大戦間における保守党政府および保守党支配の政府によって作り出されたものであった。ロンドン旅客運送理事会の設立（ロンドンの路面軌道，バス，地下鉄サービスを管理する）と中央電気理事会（地方官庁と私的会社により生産される電力の全てを買取り，個々の小売業者に転売する）などがその事例である。また 1921 年鉄道法（鉄道会社によって課される料金は会社が「標準的」収入だけを得ることができるように規制されるべきである，と規定した）および 1930 年の炭鉱法（割り当て計画のもとで価格を決定し算出高を管理する機構を成立させた）が注目に値する。（Cheffins 2008. 48-9）。

左翼政治は，一対の経路（国有化および所得税引上げ）をつうじてブロック保有者が退出する触媒になった。国有化は，それを通じて左翼政治が，明らかに制限された産業範囲内においてであるが，所有権の分散化を助長する一つのチャンネルを構成していた。1918 年に労働党は産業を国家所有のもとにもたらす目標を包含する新規約を採択していた。両大戦間を通じて産業の規制はますます左翼政治的方向性を示した。1945 年に圧勝して政権についた後，労働党は，炭鉱（1946 年），民間航空（1946 年），運輸（鉄道および道路運送，1947 年），電気（1948 年），ガス（1948 年）を国有化した。国有化はもっぱらイデオロギー上の課題というわけではなかったが，労働党のプログラムは独特な左翼上のアジェンダを持っていた。主要産業資産の国家買収は，経済力の再分配と政府の経済計画促進を発展させた。国有化の影響を受ける産業で会社を運営していた人々は，資産の強制買収（鉄道および道路運送）によるか，または株式を国債と交換することにより（鉄道，電気，ガス，鉄鋼，ともに 1951 年版および 1967 年再国有化）退出を余儀なくされた（Cheffins 2008. 80）。

1951 年に政権に復帰した保守党は，鉄鋼と道路運送のみ国有化を廃棄したが，ほとんどすべての国有化企業を保持した。それでも，保守党が 1980 年代および 1990 年代を通じて，（ヘンリー ── 1491～1547 年 ── 八世治下の男子修道院解体以来の権力と財産の最大移転というレッテルを張られた）野心的な私有化プログラムを実行したので，以前の国有化への展開は，結局のところ，影響を受けたさまざまな産業における所有権分散化への先駆けとして役目を果たすことになった（Cheffins 2008. 81）。

保守党の私有化プログラムの下では，国有化された資産を売却する場合の主たる手法は，一般公衆に株式を提供することであった。私有化は，より広範な個人株式所有を促進するという目標と密接に関連付けされるようになっていた。最初の私有化（たとへば，ブリテッシュ・エアロスペイス，ケイブル＆ワイヤレス，そしてブリテッシュ・テレコム）は，最初の段階で株式の半分以下が売りに出されたので，一時的にではあるが，国家を主要株主としてそのまま残した。しかしながらたいていの場合に政府が 15％超の投票権出資金の集中を拒否する権利を持ち続けたので，ブ

ロック保有は阻止された。一般的には私有化された会社は，高度に分散化した所有権構造を有することになった。ブロック所有権の上限が廃止されると，買収活動によって分散的な株式所有が幾つかの私有化会社において取り除かれた。にもかかわらず，左翼的な労働党政府によって実行された国有化プログラムは，皮肉なことであるが，1980 年代と 1990 年代を通じてなされた株式所有権の分散化すなわちブロック保有者の退出 —— のために態勢を整えるものに他ならなかった（Cheffins 2008. 81）。

所有と経営の分離

両大戦間の投資家は，個人も機関（一般の法人を含む）投資家も，みずから株を所有する会社に対してアクテイビストになることはなく，消極的な姿勢を堅持していた。法人のブロック保有者が知られていなかったわけではないが，それは例外であった。62 件の大工業・商業会社のうち，6 つの事例において最大の株主は，会社（機関投資家以外の）であり，20％以上の出資金を所有していた（1936 年）。またイギリスをベースとする合衆国の子会社は，親会社に完全に所有されていたが，一方で，合衆国の親会社がイギリスの証券市場で売買される会社の大株主もしくは実質的な少数株主である事例が 61 件あった（1935 年）。

イギリスの大会社の投資ポートフォリオは「非常に注目に値するもの」であり，「驚くほど巨額のもの」であり，「成熟した会社に投資保有する潜在的重要性は非常に大きい」とみられていた。1930 年代央では，イギリスの四大鉄道会社はその四者間で，40 百万ポンドに値する投資（出資）有価証券を所有していたし，イギリスの最大工業会社のうち 11 件が 85 百万ポンド，名目発行済み資本の約 35％の集合的投資保有を有していた。この規模で配備することが可能な資本は，公的に取引される会社の株式への相当多額な法人投資のための理論的な可能性を生み出した。しかしこの可能性は実現しなかった。というのは，両大戦間の大会社は，彼らの資本を株式にではなく，国債や他の高度に流動的な証券に固定したからである（Cheffins 2008. 293）。こうして両大戦間においては法人がブロック保有者として，みずから株を保有する会社のガバナンスに向かうことは，一般的にはなかったといえよう。

保険会社と投資信託などの機関投資家は，株の所有者として 1914～1939 年に目立って成長したが，彼らが株を所有する会社に実質的な影響力を行使する投資家としてもあまりにも付け足しのままであった。さらに，機関投資家の側にはアクテビスとして活動する性向はほとんどなかった。保険会社は二次大戦以後投資家として最前線に移動したが，彼らは株を所有する会社の業務に介入する欲求をほとんど持っていなかった。両大戦間の投資信託に関しても，彼らのビジネスモデルは，多角的な「非干渉」投資をベースにしていて，ガバナンス戦略としての干渉を意味する，特定会社における相当な出資金の蓄積ではなかった。また両大戦間では私的個人が，集合的に，あるいはしばしば個人としても，機関株主以上の高い百分比で株を所有したが，かれらもまたたいていは，機関投資家と同様にみずから株を所有する会社に影響力を行使するかまえなどなく消極的姿勢に終始していた（Cheffins 2008. 293）。

会社に対する株主の消極性 —— それによる経営と所有の分離 —— について両大戦間の観察者が提供した説明には，委任投票のコントロールにより現役取締役に生じる戦略的優位性，時間・専門性・企業限定情報の不足から生まれる株主の「合理的無関心」，そしてさもなければ株主に介在する気を起させる集団行動を行う難しさという問題などがある（Cheffins 2008. 296）。しかし以上の説明は，一

般的に経営と所有との同一性を貫徹させていた一次大戦以前の株式会社とも共通するものであり，明らかに正しいものとは言えない。一次大戦以後の経営と所有の分離をもたらした会社に対する株主の消極性はいかなる原因によるものか。

すでにみたように本章では，この問題に対する解答を株式ブロック保有者の退出に求めてきた。一次大戦以後のロンドン証券市場の大変貌，株主に迎合する会社の無理な配当政策，増税，企業合併などに対応して，ブロック保有者はブロックを解いて，株式を分散化させる傾向が強くあった。ただし，ここで補足的に強調したい点は，一次大戦以後，株主総会の代理人・戦略経営者としての伝統的な社外取締役の支配的地位が大きく後退したことである。「合併などで大規模化した企業における経営管理の決定は，しばしば会計士としての資格をもつマネージャー，エンジニアー，または科学者というような新しい知的職業家の責任になった。新しいマネージャーは，典型的には，財産のある家族の出ではなく，またランチェ所得よりむしろサラリーに依存していた。」(Dimsdale and Prevezer. 1994)。さらに一次大戦後は経営管理には政府の規制を潜り抜けたり規制改革の運動をすすめるなどの政治的活動を不可避的に伴うようになったが，それは工場の現場をしっている専門家的経営者以外にはよくなしえなかったであろう。

一方で，一次大戦前より企業内における特権的社会階級であり，より高位の経営者（社外取締役）として，経営管理権を正当に継承してきた産業資本家・ブロック保有者たちは，両大戦間を通じて，特にその経営管理能力の欠乏のゆえに，事実上技術的なスペシアリストやより低いレベルのライン管理者から切り離されて，実質的に経営管理権を維持することはできなかった。一次大戦以後状況（レッセフェールの終焉）のもとに，社外取締役と社内取締役との間に会社コントロールをめぐって，形式的にはともかく実質的な力関係の逆転が起こった (Dimsdale and Prevezer. 1994. 15-6)。

以上のような会社内権力の実質的転換をブロック所有者の退出過程に含めて考えることができるとすれば，株式所有の分散化が不徹底であったり，あるいはブロック保有者の残存がなお色濃くみられるとしても，それをもって，「所有と経営との完全分離は，両大戦間では明らかに例外的事態のままであり，二次大戦後に初めて一般化する」(Cheffins 2008. 300) とはいえないであろう。一次大戦以前の完全な代理人制度の下にある鉄道株式会社について，株式所有の相当な分散化により例外的に所有と経営の完全分離が起こった (Cheffins 2008. 300. 157) とは言えない。それと同様に，一次大戦以後の代理人制度の事実上の崩壊のもとでは，なお形式的に社外取締役に地位にとどまるブロック保有者がいたとしても，彼らもまた産業資本家の安楽死の運命をたどったといえるのである。かくして一次大戦以後イギリスでもまた，資本のコントロールの同一性（資本家的企業の時代）は終わり，ピキティのいう「経営者の社会」が成立したといえるのである。

〈参 考 文 献〉

Brian R. CHEFFINS (2008). Corporate Ownership and Control. British Business Transformed. Oxford

Dimsdale, Nicholas and Preverzer, Marth (1994). Capital Market and Corporate Governance. Clarendon Press.