

資本市場の発展とその意義に関する覚書

武 田 晴 人

はじめに

下谷政弘教授が、近年、持株会社にかかわる積極的な発言を通して日本の競争政策の改革に関わってきたことは、よく知られている¹⁾。本稿は、その業績にちなみ、持株会社とその企業行動を展開する場としての資本市場に注目し、その歴史的な発展が、資本主義経済の段階的な変化のなかで²⁾、どのような意義をもってきたのかを、その機能の変容に注目して概観する。その意図するところは、かつては資本集中と支配の手段となるが故に持株組織は競争政策上、好ましくないと考えられていたにもかかわらず、なぜ現代の経済システムの中では、その設立が容認されるに至ったのかを考える手がかりを得るとともに、そこから窺うことのできる「資本市場の現在」に関わる問題点を展望することにある。

このような課題設定が、本稿のような小論によって論じうることを超えており、議論が尽くせるものでないことは、十分に承知している。しかし、この機会に、著者なりの概括的な捉え方を示すことで、今後の検討の手がかりを得た

1) 下谷政弘『持株会社解禁：独禁法第九条と日本経済』中公新書，1996年，下谷政弘『持株会社の時代：日本の企業結合』有斐閣，2006年。

2) 歴史的な概観にあたって基盤とするのは、マルクス経済学的な資本主義経済発展論を再構成した二〇世紀システム論などの新しい見方である。他に段階的な変化を論ずるうえで有効と考え得る代替的な仮説は見あたらないからであるが、それに特段こだわるつもりはないから、これに関わる論点についてはややルースなかたちで言及するにとどまる。なお、これに関連して筆者の考え方の簡単な要約は、石井寛治・原朗・武田晴人編『日本経済史 3』東京大学出版会，2002年の「はしがき」、及び武田晴人編『日本経済の戦後復興 未完の構造転換』有斐閣，2007年の序章などに示しているので参照されたい。

いと考えている。

I 市場と組織

一般的には資本主義経済制度は、市場経済メカニズムを基盤に成立し、経済社会の自律的な再生産を規律づける支配的な経済制度の位置を占めるようになったと考えられている。その歴史的な変化に関して、二つの異なる評価が存在する。

二つの見方

その一つは、資本主義経済社会は、市場経済メカニズムの無政府性に対処するために、その歴史とともに組織性を高めていくというものである。具体的には、独占段階への移行とともに商品市場の私的組織化によって価格機構に対して人為的に部分的介入を行うようになる。さらに、社会主義の脅威による全般的危機に対処するため、財政政策や通貨金融政策などによる市場経済メカニズムへの介入を強め、失業圧力を緩和し、所得の再配分によって階級的な不満の解消に努めて福祉社会を目指した、というものである³⁾。

このような見方に対して、時代が進むにつれて、市場経済メカニズムは経済社会の隅々まで浸透し、その機能を拡張しつつあると捉える見方がある。長期的な視点で見れば、産業革命以前には、市場経済メカニズムは経済社会の部分的な調整機能にすぎなかった。しかし、資本主義経済制度の発展につれて、社会生活のなかに埋め込まれていた多様な経済活動が次第に商品経済のなかに巻き込まれていくことは、これまでの経済史研究が明らかにしてきた事実とも整合する。さらに、近年の情報化に伴う市場の拡張には目覚ましいものがある。そうしたなかで、取引の手段が多様に準備され、多種多様な商品が供給される

3) このような変化を市場経済メカニズムの「不純化」と捉えた宇野弘藏の見方が、その典型的なものであろう。これを継承した現時点での代表的な著作として、さしあたり加藤榮一・馬場宏二・三和良一編『資本主義はどこに行くのか：二十世紀資本主義の終焉』東京大学出版会、2004年を参照されたい。

ようになったことは、私たちの経済社会におこりつつある変化を、市場経済の拡張こそが最も典型的に表現しているという捉え方に、実感として適格的だということもできよう。

しかし、この市場経済メカニズムの部分的な制限が組織化によって進展するという見方と、市場経済メカニズムの市場性が拡張しているという見方は、決して対立するものではない。あえて整理すれば、前者は市場経済メカニズムの質的な変化に注目し、後者は量的な発展に注目する傾向にあるが、その統合的な理解は全く不可能というわけではない。

大企業の成長：市場と組織の発展と相互浸透

その手がかりの一つは、企業に注目することである。

企業の大規模化という側面に注目すれば、それは資本主義経済が組織性を高めていることを表現している面がある。つまり、企業活動の領域が、市場経済の拡張と併行して進展することによって、経済的な資源配分に関して、組織による意思決定に基づく非市場的な配分が極めて大きくなっているからである。しかも、このような大企業の活動を通して、市場は確実に拡張されている。なぜなら巨大企業が財・サービスの生産活動を円滑に行うには、その外縁にある市場で多量の購買と販売を実現しなければならず、しかも、その内容は際限なく多彩となり、迂回的生産が拡大するために、市場の拡張を必要とするからである。

もちろん、企業内での資源の配分は、たとえば内部労働市場や内部資本市場という捉え方が重要な位置を占めるようになってきていることに示されるように、市場経済的な規律と全く無縁ではない。それは、寡占的な組織によって市場が組織化されるという、組織の市場への浸透と対照をなしている。つまり、両者は相互に浸透し、市場の組織性の高まりは、企業内での調整における競争的なインセンティブの仕組みの拡大と同時に進行している。

資本市場発展の遅行性

もう一つの手掛かりは、資本市場に注目することである。

資本市場は、独占的な経済構造のもとで大企業の成立を促すように、本格的な市場機能を発揮し始めるという意味で、商品・労働などの市場機構よりも一段階遅れて展開する。すなわち、拡大する企業活動にとって不可欠となる長期の資金調達に関わる資本市場に関しては、組織性を強調する前述の見方にたつとしても、商品市場への人為的な介入が拡大する時期に、市場の発展が本格化する。従って、歴史的に見ると、市場経済システムの展開にとって重要な要素でありながら、資本市場が商品市場などと比べて遅れた発展史を刻んだことになる。この遅行性に、組織化の進展が市場の拡張と相補的であるという側面が表現されている。

もちろん、後述するように、形成期の資本市場は参入障壁の高い閉鎖的な市場であり、特定の大企業にのみ利用可能であるという点で、独占的な経済構造の形成と親和的な特徴を備えており、さらにまた、巨大企業の発展が自己金融化により内部資本市場に依存するようになれば、資本市場の展開と相矛盾する面もあった。しかし、それでも資本主義経済制度のもとで生まれた資本市場という固有の制度は、資本主義経済の発展が、組織化を推し進めながら、他方で、市場拡大を同時に達成していく特質を持つことを示しているのである。

II 資本市場の形成——独占段階への移行

資本主義経済の母国であるイギリスにおいて、自由主義段階にはパートナーシップなどの出資形態が主流であり、市場を介した資金の調達が一般的とは言えなかった。多くの歴史書が書き残しているように、そのような市場を介した証券形態での資金調達、言い換えると株式会社制度は、資本主義経済が自由主義段階を経過して独占段階へと移行する時期にむしろ重要な役割を果たすことになる。

社会的資金の集中：発行市場の機能

もちろん、日本も含めて遅れて工業化を開始した国々では、株式会社制度は産業革命の時代から制度的に利用されたが、それは市場を介した資金調達というよりは、リスク分散を前提とした共同出資体制を構築する手段であった⁴⁾。

ここに見られる株式会社制度の特徴は、一般的に言えば、社会的資金の集中によって自己資金の蓄積を越えた企業成長を可能にするものであり、これが株式会社制度の第1の機能である。そのような機能が、独占段階への移行期に重要性を増すと考えられてきたのは、独占形成の基盤となる工業生産力の発展が、固定的な資本設備の巨大さによって株式による資金調達を必要としたことに求められる。すなわち、独占段階への移行期に産業構造の重化学工業化が進展し、その担い手となる企業ではそれまでと比較にならない巨大な設備への投資を必要とするために、自己資金を超える資金調達的手段として株式会社制度が適格的だったと説明されてきた。

それは、株式会社制度がその形成期に付与された制度的な特徴に基づいている。制度的特徴とは、改めていうまでもないが、資金調達手段としての株式は、形態的には証券形態をとっており、しかも、①証券形態によって分割が可能であること、②有限責任制によって出資者責任を限定できることなどの条件を備えることで、高い投資リスクをもつ新規の大規模事業に必要な資金を結びつけるものだったからである。

資本の流動性：流通市場の機能

社会的資金の集中の機能とともに、株式会社制度が独占段階の資本主義経済システムの段階的な特徴に適格的だった理由として本稿では、次の2点を強調しておきたい。

第1に効率性という観点から見ると、実物資本の流動性の欠如を補完し、資

4) これについての例示的な検討として、武田晴人「企業設立と発起人」(大東英祐ほか『ビジネスシステムの進化』有斐閣、2007年)を参照。

本移動の柔軟性を確保し、資本主義社会の効率性を高めるうえで重要な機能をもつからである。社会的資金の集中が株式の発行市場に関わる機能であるとすれば、この資本の柔軟な移動を可能にするのは流通市場の機能であった。株式会社はその発生史から、投資家の射幸心に訴えて資金を集めるような虚業的起業家の手段でもあったことを考えれば⁵⁾、流動性はその発生期から予定されたものであり、証券形態は譲渡手続きの容易性をもつが故に出資の証しとして採用されたというべきものであった。

この面での効率性の問題が、流通市場の問題であるということは、実態としての企業の資金状態に直接的には関係がないままに、その市場での評価が変動することを通して、資金が移動し、資本の投資収益率に影響を与えることを意味する。もちろん、株価の変動は将来の資金調達に影響を与えるであろうが、ここでは、それは別の問題である。当面は、このような資本市場での株価変動は、企業のバランスシートに影響を与えないのである。

従って、流通市場の展開は、株式会社の資金状態に無関係に、株式の売買を通じて資本の流動性を柔軟に支えることになる。

支配集中の手段：段階に固有の機能

それだけにとどまらず、第二に株式会社制度は、その譲渡を通して持株を集め、その制度に基づいて経営への発言権を行使することを可能とする。これが独占段階に適合的な制度としてのもう一つの理由になる。

5) ただし、株式会社はその制度の発足から証券形態の持分を譲渡することを前提とするものであった。というのは、株式会社はその発生史から、投資家の射幸心に訴えて資金を集めるような虚業的起業家の手段であり、それ故に許可制をとることで、厳格に設立が制限されたからである。会社を設立発起して、資金を集め高値をあおって売り逃げるような手法が乱用されることを避けるためであった。会社法が、一方で有限責任制を宣言しながらも、会社を株主のものとしているのは、このような発生史における株式会社の忌まわしいイメージを払拭し、その責任の所在を明確化するためであり、その設立計画に際して発起人等の身元調べをするなどの慎重な姿勢を保ったのもそのためであった。その制度の発生史においてもっているこの制度の暗部については、それ自体として株式会社法制に大きな影響を遺しているという意味で、興味深い問題であるが、ここでは立ち入る余裕はない。

それは、ハーシュマン流に言えば、流通市場は「離脱」を介して資本の流動性を保証するとともに、「発言」を通して経営権を取得する機会を投資家に与えるものであったからである⁶⁾。

独占段階において、このような株式市場の提供する機会は、合併や買取による巨大企業の形成を促し、持株による経営支配の拡大を可能にした。持株会社組織によるコンツェルン組織の形成や事業持株会社の同業者支配などは、そのような株式市場の特性を発揮させたものであった。そして、それは独占段階における私的組織化の手段として有用であった。こうして周期的な恐慌を回避するような独占段階に固有の経済システムへの道が切り開かれた。

買収や合併という企業行動は、独占的な利潤に基づく豊富な資金や市場の組織化の進展によって後押しされている面はあるが、それは被買収企業の株主を説得するために「過大評価」に基づく買収に陥る危険を伴うものであったことは注意を要する。このようにして生じうる損失は、買収時の減資や資産評価の切り下げが不十分であることに由来したが、買収や合併によって事後的に独占体制が強化される場合には、それによって回収されることが期待されるものであった。

以上のような資本市場の機能は、後述するように、投資資金の効率性を保証する条件としては不完全であった。しかし、流通市場の発達には、一方で支配集中の対極に株式所有の分散という状況を生むことにもなった。このことが、資本主義経済のあり方に新たな特徴を植え付けた。経営者資本主義の登場がそれである。所有の分散はよく知られているように、巨大企業に対する専門経営者の覇権の成立を基盤に寡占的な大企業の競争優位を作り出した。専門能力を持つ経営者に経営を委ねることは、組織的な対応によって市場による調整の困難を軽減し、経済社会全体の効率性に貢献する側面をもつものであったからである。

6) A.O. ハーシュマン『離脱・発言・忠誠：企業・組織・国家における衰退への反応』ミネルヴァ書房、2005年。

III 高成長経済と自己金融化——現代資本主義の資本市場

独占体制の限界と再編

このような私的な組織化に基づく資本主義経済の自己改造の動きは、第一次世界大戦後、社会主義政権の成立という側圧と、世界大恐慌によって国際間の円滑な経済的連携（貿易及び資本移動）が崩壊するとともに破綻の危機に瀕し、管理通貨制度に基づくケインズ主義的な需要創出政策によって克服されていく。それは財政の金融化を促すとともに、赤字財政を支える資金調達＝公債発行の累積によって資本市場に重要な構成変化をもたらした。

世界的には、このような公債発行だけではなく、再建金本位制下の不完全な金本位体制への復帰を好機として、為替投機資金の移動が見出されるようになり、国際的な資金移動が各国の資本市場、金融市場に影響を与えるようになった。このことは、第一次世界大戦後の世界経済の潜在的不安定性を示すものであった。このような国際金融面での不安定性が、そのすべてではないにしても重要な要因の一つとなって大恐慌が引き起こされたからである。

現代資本主義下の高成長経済

このような経験に照らし、戦争の時代を含む長い過渡期の試行錯誤を経た第二次世界大戦後に、主要な資本主義国は、通貨の安定と貿易の拡大を目的とする国際的な協調関係を再建し、早い経済成長のもとで、大衆消費社会への道を切り開き、福祉国家を目指すことになる。少なくとも1970年代初めまでの四半世紀にわたって、この体制は維持された。二〇世紀システムと呼ばれることになる現代資本主義の新たな体制は、このように貿易や通貨にかかわる国際的な枠組みの形成を第1の特徴とした⁷⁾。第二次世界大戦末期に構想・実現されたIMF体制による固定相場制の下で、為替市場の自由な展開を制限することを

7) 国際的な枠組みの重要性については、東京大学社会科学研究所編『20世紀システム 1 構想と形成』東京大学出版会、1998年を参照。

通して、短期資金の国際間移動が深刻な攪乱的要因になることを回避する枠組みが作り出されたのである。

安定的な為替相場は長期の資本移動に適合的であり、それによって資本不足や貿易不均衡などの制約下にある国も含めて、各国の経済成長政策の基盤が与えられた。このような状況の中で、資本主義経済システムは、国内的には経営者主権の確立を大勢とし、市場における寡占的な企業行動を反独占政策・競争促進政策によって制限した。私的組織化は、その結果、体制的には重要性を低下させ二義的なものとなった⁸⁾。しかし、生産性の上昇をもたらすような投資が継続し、他方で耐久消費財需要を支えとする国内市場の拡大を実現する限り、企業業績の好調が続ぎ、高成長経済が持続した。それは株価の上昇を通して株主の利益をも保証したから、当面は破綻なく展開しえたのである。

高成長経済下の自己金融化

このような高成長経済のなかで、資本市場はどのような機能を果たしていたであろうか。国際間の資金移動が、固定相場制の下で抑制されるなかで、金融・資本市場の機能は、成長の源泉となる設備投資資金をどのように供給するかを主たる任務としたといっても良いが、それは必ずしも先進工業国における共通点というわけではなかった。

なによりも、世界経済に強い影響力を持っていたアメリカ経済においては、中核となる大企業では自己金融化の傾向が明確に現れた。それは、寡占的な市場構造によるレントの発生によるものとみなされ、独占利潤の収奪に基づく過剰資本化傾向であるとの評価をマルクス経済学者からは与えられた。その評価はともかく、このような事実は、それらの大企業がおおむね事業部制をとっており、事業部間での資金の過不足を企業内で調整しうる可能性を高く持っていたという意味では、資金配分が内部資本市場にゆだねられていく傾向を表現した。こうした内部市場を多数抱え込みながら、資本市場はそれを外側から間接

8) これについての簡単な説明は、武田編、前掲書『日本経済の戦後復興』参照。

的に規律するような位置に立った⁹⁾。

長期投資リスクの分担

内部資本市場の発展は、それが多角化を通して新しい産業を生み、それに対する組織的なモニタリングによって、死亡率の最も高い幼児期のケアを行いうるという意味では合理性を持っていた¹⁰⁾。そのことによって、そうした事業が中小規模の事業として設立発起される際に発生するリスクが、内部資本市場に吸収され、本源的な投資家たちは、大企業が発行する株式などのリスクを軽減された証券を保有するかたちで、安全を保証された。

このような傾向をより明確に示したのが、ヨーロッパにおける持株会社の発展であった¹¹⁾。イギリスなどでは持株会社組織によって内部資本市場の機能が拡大し、投資家たちは持株会社への投資を担うことになったが、それは、長期の資金調達に伴うリスクを、投資家に直接負わせるのではなく、仲介する持株会社がその一部を負担することで、資本市場における資金配分の効率性を高めようとする制度的な工夫という側面を持ったのである。この点は、第二次大戦中に、実現しなかったとはいえ、日本の財閥本社が公開持株会社化を志向したことと軌を一にし¹²⁾、経済発展が進むに連れて、投資リスクを資本市場がいかにして処理するかが焦点の一つになっていたことを意味する。

持株会社がこのようなかたちで金融仲介機能を果たしうるとすれば、それはかつての支配集中の手段とは異なる意義を持つことになる。この点は最後に改

9) 内部資本市場と外部資本市場との関係については、財閥持株会社に関する研究として、十分なものではないが、武田晴人「財閥と内部資本市場」(大河内暁男・武田晴人編『企業者活動と企業システム』東京大学出版会、1993年)で検討したことがあるので参照されたい。そこでは、内部資本市場における金融資産の売買が外部の市場価格に規制される面があることが指摘されている。

10) 内部市場におけるスラックの発生と、成長企業におけるその効率的な利用の可能性については、ベンローズが示している。E. T. ベンローズ『会社成長の理論』ダイヤモンド社、1980年。

11) 鈴木良隆「両大戦間期のビッグ・ビジネスと管理組織」(経営史学会第24回統一論題報告)、『経営史学』24巻第1号、1988年参照。鈴木良隆ほか『ビジネスの歴史』有斐閣、2004年参照。

12) その歴史的な意味については、Haruhito Takeda, "Japanese zaibatsu revisited," *Entreprises et Histoire*, No. 21, 1999 参照。

めて論じるが、こうしたかたちで金融仲介が展開することは、資金調達にかかわる資本市場の機能をより円滑化するために、リスク選好の低い投資家をも市場に誘引するという意味では、市場の制度的な進化の一面を示していた。

IV 企業再編と資本市場——現代資本主義における資本市場の限界

しかし、巨大企業に対する資本市場の規律づけが、内部資本市場の展開によって間接化したことは、同時にマイナス面を持っていた。

資本市場の参入制限

もともと、資本市場はその形成期に、取引所への上場を厳格に制限するという意味では、必ずしも参入が自由な市場ではなかった。その限りで、市場の機能を制限していく方向にあった独占段階における株式会社制度は、発行市場の拡張によって寡占的な構造を強化することはあっても、それを脅かすものではなかった。なぜなら、このような市場を利用することのできる企業は限られており、すでに「名声」を確立した企業にのみ、この市場への参入が認められていたからである。資本市場は、会員制のクラブだった。従って、それは新規参入を抑制することはあってもそれを促す機能を果たすものではなかった。繰り返しになるが、資本市場の展開が遅れたことの主たる要因の一つは、資金集中の必要性と資本市場が初期に備えたこのような閉鎖性によって説明しうる。

この会員制のクラブに対して、会員である巨大企業は資金調達という面では、自己金融化の進展とともに疎遠になる傾向を持ち得たという意味で、市場そのものの機能が拡張していくことを制約した。既述のように、企業成長が続き、適正な配当率と株価の上昇が続く限り、このような問題が顕在化する余地は小さかった。しかし、潜在化しているこの問題点は、資本市場が果たすべき機能に一つの方向性を与えるものであった。

失敗した企業に対する再編成の必要性

それは次のような意味であった。自己金融化し成長を謳歌する企業がある一方で、持続的な成長経済が続くなかでも失敗する企業は少なからず存在した。そして、そうした企業は資金調達を外部に求めざるを得ないだけに、市場の評価にさらされることになる。資本市場は、流通市場を介して各企業の「名声の変遷」を映し出すことを通して、投資家と企業との双方にシグナルを送り、こうした過程で見出される「失敗した企業」の財務的な再編成を促す機能を果たした。

改めて言うまでもないことであるが、資本市場は、株価の変動を通して企業価値を再評価する。それは、単に株式流通市場において株価総額で表現される企業価値を変えることで投資家の投資効率に影響を与えるというだけではなく、本来の意味での資本の価値を再評価し、資金を効率的に配分する基盤を与えるものであった。つまり、業績の悪化によってそのままでは過大評価となった企業の実物資産に対し、その保全を図りつつ評価額を切り下げることによって、財務面から再出発の基盤を整えることになるのである。

投資家の効率性と企業の効率性

ここで指摘されている事柄の相違点はことさらに重要である。つまり、投資家の効率性と組織の効率性とを峻別することによってはじめて理解可能だからである。株価によって外部的に資本市場で表現される企業価値ではなく、企業組織のバランスシートそのものの内容を変えることにこそ、資本市場が成長経済において果たす積極的な意味、機能的な枢要点がある。

なぜなら、一般的に出資者としての株主の発言が企業の効率性を促すとはいっても、ハーシュマンが指摘しているように、現実の企業は失敗すると同時に市場から退出するわけではない。周期的な恐慌が発生する自由主義段階のような経済構造の場合には、恐慌期の市場価格下落を通して業績悪化の企業があぶり出され、その退出が促されることになる。市場経済メカニズムの自律性

はこのようなかたちでの調整を想定することのできるものであった。しかし、組織性が高まった時代には、こうした周期性の恐慌は回避されることになる¹³⁾。

その結果、成長経済が常態化すると、これに伴う市場の拡大のなかで、業績が悪化した企業の失敗が顕在化しにくくなる可能性があった。こうした成長にフリーライドしているとでも表現されるような企業が存在することは、それらの企業による資源の非効率な使用によって経済システムをむしばむことになる。それ故に、資本市場がこうした企業に対して企業体制の再編を促し、再出発の契機を与えることは、経済システムの持続的な安定には不可欠なのである。

以上のように、戦後の高成長経済の時代に資本市場は、巨大企業の自己金融化を起点に内部化が進展する一方で、企業の再編を促すようなシグナルを送り、資産の再評価の機会を与える市場としての機能を果たすようになった。しかしその半面で、国民経済レベルで見れば、資本市場の規律が内部資本市場の拡大によって間接化することは、市場経済メカニズムの機能を制限するものであったから、そこに非効率な資金配分が生まれる余地があったし、他方で資本市場は有力企業の株式発行が消極化することによって空洞化する危険を伴うことになった。その意味では、この変化は問題をはらむものであった。

V 資本効率の優位と経済システムの不安定性——現代資本主義の崩壊と資本市場

機能変化の萌芽

このような資本市場の機能的な変化は、二つの方向で補正されようとした。

その一つは、自己金融化傾向のもとでぶあつく蓄積される内部留保を株主の発言権を行使して配当性向を高め、資金を市場に還流させることであった。株主反革命と呼ばれる事態は、機関投資家の成長とともに準備されたが、その本

13) このような意味で組織化が進展するのは、周期的な恐慌に示されるような経済過程の不安定性が、企業活動にとって計算可能性を損なうという弊害を持っているからである。その結果、恐慌過程ではしばしば健全な企業も破綻の危機に見舞われ、退出を強制されることがある。そのため、景気循環を均すような反循環的な経済政策運営が定着することは、計算可能性を保証し、市場経済の発展を促す面があることに注意する必要がある。

格的な展開は、成長の鈍化とともに、従前のベースでの配当の実現や株価上昇によっては株主の利益が十分には保証されていないとの主張が強まってからのことである。

もう一つは、資本市場に対する参入障壁を引き下げ、より多くの企業の参加を促すことで投資対象を多様化することであった。そのために、新たな上場市場が開設され、市場に参加する企業数の増加が促進された。

そして、この二つの変化はともに、資本市場における短期的な利益の追求と投機性を高める結果をもたらした。というのは、株主の要求に基づいて配当性向を高めることは、将来の利益の先取りという側面をもっていただけから、そうした行動自体が短期的な利益の追求に他ならなかった。配当率を高めることを求めるために「発言」権を行使する株主は、現実にはその発言の効果によって株価が上昇すれば、直ちに「離脱」する可能性が高いからである。

しかも、基盤が十分に確立していない企業の参入を認めたことによって、投資のリスクは一般的に高まる傾向にあり、投資の早期の回収を目指して短期間に転々売買する投資家の行動を促すとともに、高リスクの金融商品の誕生をもたらすことになった。こうした一連の変化が、いわゆる「金融自由化」の名目のもとで進展したのである。このような変化は、一般的には自由化の成果として資本市場の効率性が高まったと評価されているが、それは次のような意味である。投資家にとって投資の効率性を高めるためには、乗り換え可能な多様な商品群が、異なるリスク、異なる期待リターンをもつかたちで市場に提供される必要があったからである。独占段階における資本市場の展開が資本の効率性を不十分にしか満たし得ないというのは、このような条件を欠いていたからなのである。

高成長経済の終焉と資本市場の変質

もっとも、このような変化は、資本主義経済が直面した新たな状況によって促進されたことに注意を要する。それ以前からも、日本をやや例外として、景

気調整のための財政支出をまかなうための公債発行などがおこなわれていたが、それが資本市場において存在感を示すようになるのは、石油危機後のスタグフレーションの時期であった。その時期になると、景気対策のための財政拡大が、公債発行による資金吸収によって進展することで、一面ではクラウディングアウトの危険が高まると同時に、他方では需要創出政策の効果が明確ではないという側面も顕在化した。こうしてケインズ的な景気調整政策への批判が高まるとともに、経済政策体系そのものの見直し論がさまざまな角度から展開した。

つまり、資本市場の変化は、1970年代に世界経済を襲った二つの大きな激動に対する体制的な対応として加速されたものであった。変動相場制に移行するとともに、国際間の資金移動は、実需に基づく為替資金や投資資金だけでなく、投機的な資金移動が加わって活発化した。加えて、石油価格の高騰を起点にスタグフレーションに沈み込んだ各国の経済において、低成長への転換がリターンの減少をもたらすことによって、投資家たちは「株主主権」の声を高め、投資利益の還流を求めようとなった。

投資家の効率性の優位

そうした中で資本市場は、投資家の投資効率の向上に奉仕すべく、多様な商品を生み出しながら、その十分な量が供給されることによって、既述のように、効率的な資金配分を実現する基盤的な条件を整えることになった。それはあくまで、投資家の効率的な資金運用に適合的な市場を生んだにすぎなかったが、その変化のもつ意味は極めて大きかった。

なぜなら、このような市場の発展は、金融市場における多様な金融商品を介した資金の移動が活発化し、それが投機性を伴って拡大するために、そのリスクの増大がさらに多様な金融商品の開発を促すことになるからであった。その意味では、金融商品の多様性と量的な拡大が実現した20世紀の最後の20年間こそが、資本市場の本格的な展開の条件を備えた時代であった。リスクの管理技術の向上が目指され、金融工学が注目を浴びたのはこのような条件に基づ

いている。デリバティブなどの発展はそのような状況の一つの表現ではない。

こうして金融・資本市場が肥大化し、自立性が高まるとともに、企業総体を商品として取引するような企業活動も活発化する。資本の商品化の徹底した形態がここに出現しているのである。このような状況は、次のような変化を表現している。

資本市場の効率性を基準にすれば、株式会社制度の展開は、投資家の投資に対する効率性を保証しつつ、実態としての企業活動にも効率的な状況を回復・維持する条件を整えるものであったが、現在の展開は、その両立を必ずしも保証するものではない。それは投資家の投資効率性の優位を承認することに、市場が同意したことを意味するに過ぎない。

増大する不安定性の示す過渡的性格

短期的な視点での投資の効率性の追求が、財やサービスの生産を担う企業の本来の機能に照らしてみたとき、必ずしも適切ではなかったことは、しばしば指摘されてきた。それだけでなく、投資家の効率性を保証すべく求められる過度な市場からの圧力は、企業行動に芳しくない影響を与えている面がある。市場による監視が、株主に対する裏切り行為にしばしば結実するのは、そのような状況に対して市場経済メカニズムが未だ十分には対応しきれていないことを意味している。

しかも、資本市場を駆けめぐる資金量は膨大となり、その一挙手一投足は、各国経済の行方を左右しかねない影響力を行使しはじめている。それは、市場の累積的な悪循環の危険を常に抱えていることを意味する。現代資本主義は、こうして生じた安定性の欠如によって脅かされているのである。それは資本の効率性を追求する市場経済システムの自律的な発展の結果ではあるが、それを制御する仕組みを考案することが、現代資本主義の次の克服すべき課題となっていることを示している。

かつて、固定資本の巨大化によって生じた資本の流動性の欠如を補う証券形態による「実物と貨幣評価との分離」を可能にするとともに、独占の弊害を生んだように、市場経済のもつ無政府性と暴走の危険を回避する人間の知恵は、いまや資本市場を介した経済システムの効率性向上という成果を生み出しつつも、これに随伴して市場経済に新たな病理を生み出しているのである。

お わ り に——資本主義の段階的変容と持株会社の機能転換

持株会社は、以上のような資本市場の変容にともなって、その主要な機能的役割を変えた。日本の経験に即してこれを概括することで、本稿のまとめに代えよう。

財閥持株会社の機能：設立の意図

独占体制のもとでは、支配集中の手段として株式会社制度が重要な意味を持ったが、そこでは、持株会社はコンツェルン組織の頂点に立ち、持株支配を通して傘下企業を統括しようと試みた。第一次大戦前後の財閥持株会社も、あるいは日本産業などの新興財閥の事業持株会社にしても、そのような機能を追求したと評価しうる面があった。

そうした意図を貫徹するためには、現場の経営に関する十分な知識と判断能力をもつスタッフが必要であった。三大財閥の持株会社は、その設立当初には、査業課、調査課などの名称で新規事業の開拓や投資先の選択などの戦略的な役割を果たす部門を設置していた。しかし、それらが戦略的な決定に関与し得たという事実はほとんど見出されていない。また、それを実現しうるほどの「大きな」本社組織は形成されなかった。従って、規定上は、持株会社が多様な権限を手元に留保して、強い影響力を行使する条件を備えていたことは、麻島昭一などの研究で指摘されている通りであるが¹⁴⁾。その半面で、橋本寿朗が現場の知恵の活用というように、事業計画に関する子会社の判断が尊重される事例

14) 麻島昭一編『財閥金融構造の比較研究』御茶の水書房、1987年。

も目立ったのである¹⁵⁾。実質論としては、橋本の解釈に近い機能を果たしたと考える方が適切であろう。

持株会社の金融仲介機能化

しかし、そのような評価が適切であるとしても、持株会社がまったく権限を失うわけではなかった。事業の統轄機関としての持株会社機能は空洞化したが、その一方で、内部資本市場を基盤として、その内部市場と外部市場との双方をにらみながら、持株会社は金融仲介機能をもつ事業組織へと転化する¹⁶⁾。

このようにして投資家として子会社に対峙することになる持株会社は、資本市場では不可能なほどの十分な情報開示を子会社から受けながら、その事業拡張計画を審査し、これに金融的な判断を与えることで、必要資金を調整する役割を担った。そこでは、持株会社が投資の効率性を監視しつつ、子会社が実物の企業資産の価値を最大化し効率的な運営を図る役割を分担する水平的な分業関係が——コンツェルン形態から想定されるような持株会社と子会社の垂直的な関係ではなく——成立する。それは、子会社株式の長期保有を前提として短期的な利益の追求が排除されたという限りで、安定的な仕組みであった。

かつて、鈴木良隆は持株会社組織の機能について、「持株会社は内部資本市場を形成し、一方では資金的資源を配分する機能を持ち、他方では資金的資源以外の資源の配分機能をもっている。そして権限によって資源を配分するが、配分される資源の種類は違う。そこで持株会社という組織がどのような資源を配分するのに適合的かどうかはその持続性を決める要因となる」と主張した¹⁷⁾。このような問題提起に即してみると、両大戦間期の財閥持株会社は資金という資源の配分に特化したということになる。

もっとも、このような体制は、① 持株会社と子会社の利害対立の可能性を

15) 法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会、1992年。

16) Takeda, *op. cit.*, 参照。

17) 鈴木, 前掲論文「両大戦間期のビッグ・ビジネスと管理組織」参照。

内包すること、② 子会社の好業績が寡占的な市場支配に依存する面があること、の二つの点で限界をもっていた¹⁸⁾。もともと、内部資本市場が展開する上で持株会社が投資の効率性を判断する基準は、外部の一般資本市場における投資効率の水準に強く規定される。それは、持株会社が資本市場で資金を調達して子会社に投資するような金融仲介機能を果たすようになれば一層強まるが、自己資金の再投資という特異な制約条件を持つ財閥の場合にも、資本市場の投資利回りが基準となり、それに規律づけられることは変わらないからである。

現代資本主義における持株会社の機能転換

このような持株会社の機能は、反独占規制が強められる現代資本主義では、一般的に後退する。自己金融化した巨大企業では、持株会社組織による企業統括が可能であるかどうかは、競争政策のあり方という制度的な条件に依存する。そして、一般的には、競争政策上望ましくない結果を持ちうるとして、このような組織の形成には制度的な制限が成立していた。それでも事業部制などの組織のもとで、内部資本市場による資金配分とともに、その他の経営資源の配分を経営者の権限に基づいて実行することに大きな問題は生じなかった。なぜなら、経営者の専門性が尊重される経営者資本主義にあっては、傘下事業に関する経営的な専門知識は、経営陣の中こそ蓄積されていたからである。

そして、このような条件は、株主主権の聲が高まり、経営者の専門性が財務的な側面に傾斜するに伴って失われていった。資本市場の現在に即してみれば、持株会社は投資家の効率性を保証するための機関であると同時に、経営統合の手段である。しかし、この場合には、支配の対象となる企業があげている独占的な利潤によって過大な買収価格のリスクが独占段階とは異なって補填される条件をもたないために、その企業の転売による可能性や、支配権を防衛しよう

18) 前者については、古河合名と古河電工との対立が市場の組織化に重要な障害になった事実を指摘したことがある。詳しくは、武田晴人「産業の組織化」(大東英祐ほか「ビジネスシステムの進化」有斐閣, 2007年)を参照されたい。

とする株主グループによる買い戻しなどのゲームの結果に、買収側の持株会社の収益性は依存している。他面で、経営統合の手段としての機能が注目されているのは、持株会社組織が資金以外の資源配分に関与することの困難を端的に示すとともに、法人組織の実質的な統合の困難か、あるいは実質的な統合に対する無関心を表現しているにすぎないのである。そのような持株会社を利用した企業行動は、実体的な企業活動に対する関心が薄いだけに、産業組織に対する影響を重大視するような批判に曝されることなく、むしろ、投資家の投資効率の維持という名目のもとに、許容されるようになったということができよう。それが現代日本において独占禁止法の改正によって持株会社が解禁された歴史的な背景であった。