

【書 評】

北 條 裕 雄

『現代アメリカ資本市場論』

— 構造と役割の歴史的变化 —

同文館 1992. 8 x+351 ページ

I

本書の課題は、「アメリカ資本主義の心臓部である資本市場に分析の焦点をしばり、現代資本主義論の視角からその役割および構造の歴史的变化を解明すること」(p. 3)である。なぜアメリカ資本市場なのか。著者によれば、アメリカでは資本蓄積の停滞の原因の一つとして資本コストの上昇という金融要因が議論されているが、日本ではまだ研究が進んでおらず、とりわけ資本蓄積の金融条件としての資本市場は「研究上の空白地帯」であるからだという。

ところで、著者の資本市場の分析視角としての「現代資本主義論」はいかなるものか。それは、大内力『国家独占資本主義』(1970年)、加藤栄一「現代資本主義の歴史的位置」(1974年)、馬場宏二『現代資本主義の透視』(1981年)などにみられる現代資本主義体制を説明する理論仮説であり、これによれば現代資本主義とは第一次大戦後の体制危機に際して労働者を体制内化するために、国家が労働者の法的な諸権利と完全雇用を保障する代わりに経済過程に介入する体制である。

このような現代資本主義論からみたアメリカの金融市場と制度は、つぎのような特徴を帯びる。第1に、国家の介入という点からみれば、現代の金融制度は、中央銀行の国家機関化による管理通貨制度と銀行制度の整備、政策金融機関の形成および国家機関によって監督される証券制度によって構成されること。第2に、労働者の体制内化という点からみれば、現代資本主義は完全雇用を達成するとともに労働者の家計に長期的な資金を派生させた。そして第3に、この家計貯蓄を資本市場に動員する機構が整備されたこと。

そこで本書では、「家計貯蓄の形成条件とその資本市場における役割、貯蓄の資本市場への動員機構である非銀行金融仲介機関の動向および資本市場の構造はそれぞれ制度との関連において集中的に分

析」(p. 6)されることになる。ただし、資本市場の役割の変化は、「企業の資金調達場である株式市場に凝縮」(p. 7)されているので、株式市場における発行市場と流通市場の関係の変化を主たる対象としている。また、家計貯蓄を株式市場に動員する金融仲介機関については、1930年代に商業銀行の証券業務にきびしい規制が行なわれて以降、その主役は非銀行金融仲介機関であるとして、もっぱら投資顧問会社、生命保険会社、企業年金の「経営対応」が分析対象となっている。

かくして、アメリカ資本市場を「労働者の体制内化」という視点から分析しようとする本書は、「現代資本主義論を拡充する素材を提供する意義をもつ」(p. 8)というのである。

II

本論は、資本市場の構造と役割の変化を四つの局面に分けて、合せて4章で構成されており、それぞれの章において、貯蓄形成の動向、非銀行金融仲介機関の「経営対応」、株式市場の役割の変化とそれに対応する連邦証券規制の性格規定の順序で考察している。

第1章「両大戦期間期(1920~30年代)」は、「現代資本主義の形成期」を取り上げ、「戦後期の考察のための準備として両大戦間期を対象として貯蓄の形成、金融仲介機関の役割および大恐慌を背景とする連邦証券規制の形成を1934年証券取引所法を具体例として確認」(p. 9)している。そして、1934年証券取引所法は、1929年の株式大暴落を契機とする大恐慌のなかで強行された国家による資本市場への介入であり、「株式流通市場の投機化による株式市場の役割の低下を防止」し、「資本蓄積を促進する資本市場の形成を意図した」(p. 39)ものであり、現代の証券制度の原型であるとする。

第2章「戦後第一期(1951~65年)」は、連邦準備制度と財務省とのアコードによって市場機構が回復した1951年から最初のクレジット・クラッシュが生じた1966年より前の時期を対象とする。この章は、国内の貯蓄が増加するなかで非銀行金融機関が成長し、それらによって動員された貯蓄が国家による証券金融規制のもとで株式市場に流入し、資本蓄積を加速する要因となったことを明らかにしている。

第3章「戦後第二期(1966~1975年)」は、1966年のクレジット・クラッシュから1975年のニューヨー

ク証券取引所における固定手数料制の自由化までの時期を扱っている。この時期には、非銀行金融仲介機関が株式投資から分散投資に転じたことを一因として株価は大幅な変動を繰り返すようになり、株式発行の条件であった株価の上昇傾向は鈍化する。また、企業の収益性も低下し、企業は債務手段による一時的な資金調達に依存するようになった。このため、増大を続けてきた株式発行はこの時期にピークを打ち低迷に転じた。かくして、「この時期の資本市場の役割は、金利の上昇と株価の反転によって動揺を示すようになる」(p. 6)。

第4章「戦後第三期(1976~80年代)」は、構造的な金利上昇と不安定性が定着したことから、非銀行金融仲介機関が株式以外への分散投資と短期売買を行なった。またこの時期は、株式市場が国際化し海外の投資家がアメリカ資本市場に投資したことも短期売買を強め、高い売買回転率は株価の上昇をもたらすとともに、取引高の急減の可能性という脆弱な構造になった。さらに、企業買収や株式の買戻しの盛行から株式純発行額はマイナスに転じた。こうして、この時期には資本市場は企業の資金調達の場としての役割を縮小し、流通市場の脆弱性は87年および89年の株価大暴落として現象した。

III

本書の最大の意義は、アメリカ企業の資本蓄積の停滞の金融的要因としての資本コストの上昇を、株式市場に焦点を当てて一貫して分析した点である。確かに、貯蓄率、資本コスト、投資率には正の相関関係があることが従来から統計のうえで確認されているが、それぞれの規定要因とこれら3者間の関係の実証的な研究は不十分なのが現状である。本書は、各時期における貯蓄率の規定要因を検討するとともに、貯蓄率と資本コストの関係を、非銀行金融仲介機関による家計貯蓄の吸収と株式市場への投資による株価の安定的上昇メカニズムとして説いた点はきわめて有意義である。ことに、家計貯蓄吸収における投資顧問会社、生保、企業年金の「経営対応」の分析は、類書に例のないほど微に入り細を穿つものである。

第2に、政府の証券金融規制の性格について、各局面の証券市場の特質からその評価を試みるという方法をとった点でも優れている。個人投資家による証拠金取引が増えた「第一期」では証拠金所用率規制を、機関投資家の成長した「第二期」では固定手数料制の解体を、機関化と国際化の進展した「第三

期」では株式市場制度の全面的再編を、それぞれ歴史的に評価しており、これらの政策評価は説得的である。

つぎに、本書に対するいくつかの論点を提起したい。まず、本書にとって「現代資本主義論」とはなにか、ということである。家計貯蓄の増大を「労働者の体制内化と国家介入の金融面における現象」とみる「現代資本主義論」を分析視角とする著者にとって、「貯蓄形成の停滞」が進行した1980年代は「労働者の体制内化のトレンドが弱体化」(p. 189)した時期として描かれるが、はたしてそれは「譲歩の時代」といわれ、むしろ体制内化を強めつつあるかにみえる現在のアメリカの労使関係の現実をリアルに捉えているだろうか。そもそも、家計貯蓄の形成と資本蓄積資金へのその動員機構の分析は、それを「労働者の体制内化」とみる「現代資本主義論」を導きの糸にせずとも十分に達成できたように思う。著者に「現代資本主義論を拡充する素材を提供する」だけでなく、資本市場分析における「現代資本主義論」の積極的意義を聞きたいのは、ひとり「現代資本主義論」者だけではないはずである。

第2に、アメリカ企業の蓄積停滞の金融要因としては資本コストだけでなく、株式の流通市場による企業パフォーマンスのモニタリング問題がある。この論点をめぐって一方の見解は、エージェンシー問題を解決するための方法として80年代のM&A・LBOブームを積極的に評価するが、他方はむしろマクロ的にもミクロ的にもマイナス作用を及ぼすとする。著者は、この点について、「市場の機関化は企業経営者の短期指向を強めたため、企業経営者は長期的な新規投資より企業買収による事業展開を選択するようになった」(p. 263)と断定しているが、係争点だけでもっと立入った分析が必要ではなかったか。

そして付言すれば、60年代のコングロブーム、80年代のLBOブームには商業銀行が買収資金供給者として不可欠の役割を果たしたのであるから、その際、もっぱら非銀行金融機関だけの「経営対応」を資本コストの視点から取上げた本書の方法が問われよう。

最後に、資本コストと企業の投資行動との関係の実証的な研究は今後に残された課題である。アメリカ企業の投資行動に、具体的にみて、資本コストの上昇がいかなる制約要因になったのか。この点を解明してはじめて、アメリカ企業の資本蓄積停滞要因としての資本コスト上昇説は、十分な批判に耐えるものになる。 [中本 悟]