

戦間期アメリカのコーポレート・ガバナンス

新 保 博 彦

E-mail: shimpo@eco.osaka-sandai.ac.jp,

URL: <http://www.hshimpo.com/>

Abstract

I have already published two papers and clarified that Japanese corporate governance in the interwar period was market oriented and that it was very like the present U.S. and British type.

Incidentally, in U.S. companies in those days, as Berle, Adolf A. & Gardiner C. Means (1932) clarified, stockholding was widely dispersed and separation of ownership and control was performed. In this paper, I want to focus on various investigation reports on U.S. companies from those days, and reexamine their validity in detail. Moreover, based on the examination result, I think that a comparison with Japan is another important subject.

First, in Section I, I survey the discussion on corporate governance actively developed since the second half of the 1990s in the United States, show clearly that the comparative survey on the corporate governance in each country was started on a worldwide basis for the first time, and point out various problems.

In Section II, I examine the top 30 companies of Berle & Means in detail, and reexamine U.S. corporate governance in the interwar period, as well as the fundamental features of Berle & Means type companies. As a result, I prove the theory of Berle & Means to be fundamentally correct, and at the same time, clarify that the state of management control differed considerably by industry; the financial features of each company in every industry were very different.

In Section III, I point out that in the United States in those days, while Berle & Means type companies were dominant, business groups played a large role and Berle & Means type companies themselves were often centers and important factors. And I confirm that investment companies, which were the most representative institutional investors, urged the formation of business groups.

In the final Section IV, based on the above examination, I compare comprehensively corporate governances between U.S. companies and Japanese companies in the interwar

period. Through this comparison, I can determine not only large differences or contrastive characters, but also common features. Concretely speaking, these were the dispersed stocks, the high dependence on financing through the market and the role of business groups etc.

These common features of each corporate governance were created by the composition of economic structure and industry in those days and their global correlation.

キー・ワード

日本語：コーポレート・ガバナンス, Berle & Means型企業, 経営者支配, 企業集団, 投資会社
英語：corporate governance, Berle & Means type companies, management control, business groups, investment companies

はじめに

新保博彦（2003）と新保博彦（2004）の2つの論文は、戦間期日本のコーポレート・ガバナンスが市場志向型であること、それは今日の英米型に非常に近似していることを明らかにした。

本論文では、同じ戦間期のアメリカのコーポレート・ガバナンスについて検討し、日本との比較を試みたい。Berle, Adolf A. & Gardiner C. Means（1932）が明らかにしたように、アメリカの企業では、この時期に、株式所有が広く分散し所有と経営の分離が行われていた。本論文では、当時のアメリカ企業についてのさまざまな調査報告を取り上げて、その妥当性を改めて詳しく検討してみたい。

まずⅠでは、1990年代の後半からアメリカで活発に展開された、コーポレート・ガバナンスにかんする議論を概観し、問題点を整理する。Ⅱでは、Berle & Meansによって取り上げられた上位30社の企業を詳細に検討し、戦間期アメリカのコーポレート・ガバナンスと、Berle & Means型企業の基本的な特徴について明らかにする。Ⅲでは、Berle & Means型企業が支配的なその時期に、同時に大きな役割を果たしていた企業集団と、それと金融機関・機関投資家との関係を、さらに詳しく明らかにする。最後のⅣでは、これまでの検討をふまえて、日米の戦間期のコーポレート・ガバナンスについて総括的な相互比較を行う。

Ⅰ. 現代アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスについての論争

1990年代の後半から、アメリカではコーポレート・ガバナンスにかんする議論が活発に行われている。Ⅰでは、その基本的な論点と論争を紹介し、Ⅱ以降の検討の問題点の整理を行いたい。ちょうど同じ時期に同じ問題意識で、新保博彦（2001）は各国のコーポレート・ガバナンスの実態を明らかにし、IT革命という新たな条件のもとで、それがどのように変化するかを検討して

いた。

この論争で、もっとも注目される重要な論文は、Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer (1998) である。彼らは、27か国の各20公開企業の所有構造を調査し、次のように主張した。Berle & Means型の、株式所有が広く分散した企業は、けっして普遍的ではない。それは、株主保護が十分に行われている国で共通にみられる。株主保護が十分ではない国では、しばしば巨大企業の株主は家族であり国家である。所有構造の収れん (convergence) は、実質的な法律上の改革がなければ非常にゆっくりとしたものになるだろう。

これほど大規模で世界的な調査は画期的なもので、この論文は広範囲な反響をよんでいる。なお、彼らは公開企業のみを対象としているので、とくに途上国で大きな役割を果たしている外国企業は除外している。もし、新保博彦 (2001) での検討のように、それを含めると、Berle & Means型ではない企業の比重は、さらに高まることになる。

なお、Barca & Becht (2001, p.19) は、La Portaらと同様に、ヨーロッパの多くの国を対象にして調査を行った。それによれば、最大の投票権ブロックは、米英では一桁であるが、ヨーロッパ諸国では、もっとも低いのがフランスの20.0% (CAC40企業)、もっとも高いのがドイツ (372企業) の57.0%と、米英に比較して大幅に高くなっている。イギリスを除けば、ヨーロッパ諸国では、Berle & Means型企业は支配的ではない。

このようにコーポレート・ガバナンスが収れんが起こりにくく、アメリカのみが分散型所有が支配的である理由を、アメリカ固有の政治的な要因に求めようとしているのが、IIで検討する、Mark J. Roe (1994) である。

Lucian Arye Bebchuk and Mark J. Roe (1999) は、さらにPath Dependence (経路依存) の理論を展開した。彼らによれば、企業構造は、経済が初期に持っていた構造に依存する。path dependenceの2つの源泉について、まず、ある経済の企業構造は、経済が初期に持っていた企業構造に依存する、structure-driven path dependencyがある。つぎに、所有構造に影響を与える企業規則が、経済が初期に持っていた企業構造に依存する、rule-driven path dependencyがある、という。

多くの国の企業がグローバル経済に急速に参入しているので、世界的な規模での比較研究が著しく活発になってきた。上記の見解がコーポレート・ガバナンスの多様性と分散を主張しているとするれば、もう一方で、収れんの可能性について主張する論者も少なくない。

たとえば、John C. Coffee (1999) によれば、Harold Demsetz (1983) などの新古典派経済学者である。John C. Coffeeは、Harold Demsetzの見解を批判しつつ、企業の海外進出や証券取引所の一体化などで機能的な (functional) 収れんは、かなり進むだけでなく、それは企業法の改革での収れんよりももっと政治的に容易であると主張する。さらに、John C. Coffee (2001) は、分散した所有の歴史的な成立を検討し、法は市場における変化に対応して現れるもので、意識的

にそれを導くものではないと結論付けている。

私は、Ⅱの3)でさらに詳しく検討するRoeの理論が、現代アメリカのコーポレート・ガバナンスの特徴を、もっとも包括的に適切に説明していると思う。しかし、次の点でなお十分な議論が必要であるとも考えている。今後議論を深めておくべき課題として、アメリカについてはBerle & Means型企業のより多面的な実態の把握、また、Berle & Means型企業がアメリカに固有のものではないことについての理解などを、挙げておきたい。本論文は、そのような検討のひとつであるが、これらの検討を通じて、将来のコーポレート・ガバナンスにかんするCoffeeの取れん理論との一致が、より多くの面で見出せるように思われる。

Ⅱ. アメリカにおける株式所有の分散

1) Berle & Meansによる30社

周知のように、戦前のアメリカのコーポレート・ガバナンスについて、もっとも包括的な調査を実施し、明確な結論を導き出したのは、Berle, Adolf A. & Gardiner C. Means (1932)である。

Ⅱでは、この文献を注意深く検討し直し、その結論をより正確にとらえ直してみたい。そのために、Berle & Meansが調査した非銀行200社のうち上位30社を集計してみる。30社に絞るもっとも基本的な理由は、十分な情報を得ることのできるトップ企業に限定することで、それらの企業についてのより詳細な財務データその他の検討が、後に示すように容易になるからである。その資産額(1930年1月1日)は382億6950万ドルで、200社合計の810億7300万ドルの47.2%に相当する。他の国でもほぼ同様であるが、この比重の高さから、200社の動向が上位30社の動向に十分に反映されているといえるだろう。

30社を一覧にしたものが、表1である。このうち、Annual Reportについては、US Major Companies Annual Reportsと題されるマイクロフィルムを利用した。このマイクロフィルムによるかぎり、当時のアメリカ企業のAnnual Reportによる情報開示は、非常に限定的で、表にも示したように、株主データはみいだせなかった。また、このマイクロフィルムは、タイトル名がない、所収会社名一覧がないなど、書誌情報が不完全である。

まず、この30社を産業別に区分してみる。最大の産業は鉄道で資産額が151.5億ドルで11社が含まれる。次に、公益が145.5億ドルで12社が含まれる。製造業は85.7億ドルで、石油が3社、自動車は2社、金属が2社にすぎなかった。当時のアメリカでは、第2の産業革命となる自動車の大量生産が本格的に開始されていたが、代表的な企業として、まだ以前の交通機関である鉄道と、新しいインフラストラクチャである公益産業の企業が大きな役割を果たしていた。

次に、Berle & Meansが結論とした区分が、この30社ではどのようにみられるかをまとめてみよう。

彼らは、各企業の支配を以下のように区分した。ほとんど完全な所有による支配はA、過半数支配はB、過半数所有がない法的な手段による支配はC、少数支配はD、経営者支配はGである。

表1 アメリカの30大企業の一覧, 1930年

	会社名	産業	資産額 (100万 ドル)	記 事	分 類	株主数 データ (人)	AR	株主 データ
1	American Telephone & Telegraph Co.	公益	4,228.4	最大所有量の割合: 0.60%	G	469,801	○	×
2	Pennsylvania R. Co.	鉄道	2,600.0	最大所有量の割合: 0.34%	G	196,119	×	
3	United States Steel Corp.	金属	2,286.1	最大所有量の割合: 0.74%	G	182,585	○	×
4	New York Central Rd. Co.	鉄道	2,250.0	最大所有量の割合: 5.35%	G	54,122	×	
5	Southern Pacific Co.	鉄道	2,156.7	最大所有量の割合: 1.65%	G	55,788	○	×
6	Standard Oil Co. of New Jersey	石油	1,767.3	Rockefeller interests: 約20%	D	104,000	×	
7	Alleghany Corp.	鉄道	1,600.0	ピラミッド型	C	24,511	×	
8	General Motors Corp.	自動車	1,400.0	E. I. du Pont de Nemours & Co.(と従属会社): 32.6%	D	189,600	○	×
9	Consolidated Gas Co. of New York	公益	1,171.5	最大所有量の割合: 2.11%	G	93,515	×	
10	Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co.	鉄道	1,135.4	最大所有量の割合: 0.76%	G	59,042	×	
11	Commonwealth & Southern Corp.	公益	1,133.7	Am. Super-power Corp.: 12.7%他	D	107,000	×	
12	United States Electric Power Corp.	公益	1,125.8	ピラミッド型および特殊株式	C	51,322	×	
13	Union Pacific Rd. Co.	鉄道	1,121.1	最大所有量の割合: 2.27%	G	49,387		
14	Middle West Utilities Co.	公益	1,120.0	Insull Utility Investments, Inc.: 28.4%	D	296,389	×	
15	Baltimore & Ohio Rd. Co.	鉄道	1,040.8	最大所有量の割合: 2.56%	G	39,627	×	
16	Cities Service Co.	公益	989.6	特別加重議決権優先株式	C	459,458	○	×
17	Associated Gas & Electric Co.	公益	900.4	無議決権普通株式	C	190,139	×	
18	Standard Oil Co. of Indiana	石油	850.0	Rockefeller interests: 14.5%	D	81,022	○	×
19	Atlantic Coast Line R. Co.	鉄道	840.0	少数持株所有者, Atlantic Coast Lines Co.: 27.10%他	D	12,850	×	
20	Northern Pacific Ry. Co.	鉄道	813.9	最大所有者の割合: 2.13%	G	38,339	×	
21	Great Northern Ry. Co.	鉄道	812.4	最大所有者の割合: 2.12%	G	42,085	×	
22	North American Co.	公益	810.3	Central States Elec. Corp. & subs. or affil.: 24.4%	D	47,528	×	
23	United Gas Improvement Co.	公益	802.0	United Corp.: 27.0%	D	90,054	×	
24	Bethlehem Steel Corp.	金属	801.6	株主数: 75,876	K	75,876	○	×
25	Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Rd. Co.	鉄道	776.1	最大所有量の割合: 1.36%	G	12,045	○	×
26	Ford Motor Co.	自動車	761.0	Ford家が全部所有	A	n.a.	×	
27	Niagara Hudson Power Corp.	公益	756.9	United Corp.: 22.1%	D	73,702	×	
28	Electric Bond & Share Co.	公益	756.0	最大所有者の割合: 4%	G	95,000	×	
29	American Power & Light Co.	公益	754.1	Elec. Bond & Share Co.: 20.2%	D	13,064	×	
30	Standard Oil Co. of New York	石油	708.4	Rockefeller interests: 約20%	D	55,804	×	
	資産合計		38,269.5	30社平均株主数		108,659		

出所 1) Berle & Means. 1932. pp.20-7, 86-107.

2) *US Major Companies Annual Reports* と題されるマイクロフィルム (本文を参照)

この区分で30社をみると、Gの経営者支配は13社で、資産額は211.5億ドル、30社合計の55.3%に達する。次に大きなグループはDの少数支配で11社、資産額は109.4億ドル、28.6%になる。Cは4社で12.1%、AとK（株式の過半数が広く分散されていると信じられ、経営支配力は、大きな少数株式所有者か経営者のいずれかに所有され、おそらくは後者により所有されている）が、それぞれ1社である。Aは、Ford家が全部所有するFordのみであり、KはBethlehem Steel Corp.で、どちらも製造業の企業である。

ここから、いくつかの重要な結論が導き出される。第1に、Berle & Meansが200社について導き出した、経営者支配（G）が、究極的な支配において58%を占め支配的であるという結論が、30社についてもほぼ同様にみいだされることである。ここで改めて、30社に限定した調査によって全体を推測するという方法が生み出す問題点が小さいことを確認できる。

第2に、経営者支配について、産業別にみると、13社のうち9社が鉄道、3社が公益で、そのうちの1社がアメリカ最大企業のAmerican Telephone & Telegraph Co.である。残りの1社が製造業のUnited States Steel Corp.である。

鉄道産業の11社のなかで、G以外は、後に検討する持株会社Alleghany Corp.と、Atlantic Coast Line R. Co.の2社にすぎない。アメリカで経営者支配が支配的になっているのは、一部の巨大企業を除けば、鉄道産業に集中していることがわかる。公益と製造業では、一部の巨大企業を除けば、経営者支配の比重は大きく低下する。

第3に、経営者支配の企業はいうまでもなく、それ以外の企業の場合も、全体として株式の分散が非常に進んでいたことである。表によれば、もっとも株主数の多いのは、American Telephone & Telegraph Co.（Berle & Meansによる分類はG）の469,801名、Cities Service Co.（同じくC）の459,458名、持株会社Middle West Utilities Co.（同じくD）の296,389名が続く。株主数が100,000名を超える企業は全部で9社あるが、そのうちGはわずかに3社、Dが4社、Cが2社と、Gは3分の1にすぎない。株主の分散は、過半数所有がない法的な手段による支配のC、少数支配のDにおいても見られるのである。

持株会社Middle West Utilities Co.の株主数が多いことは注目されるが、後に見るように、最大の持株会社のひとつUnited Corporation傘下の3大企業についても、株主数が非常に多い。このように、当時のアメリカ企業の株主の分散は、広い範囲の企業にわたって見られる現象である。

株式分散の歴史的な動向について、American Telephone & Telegraph Co.で見ると、株式所有者は、1901年の10,000人から、1911年の48,000人、1921年の186,342人、1931年には642,180人と着実に増加を続けていることがわかる。（Berle & Means 1932, p.52）証券全体あるいは株式の所有者が急増する現象は、1920年代に広く見られる。Vincent P. Carossoは、全米でその数を1400万人とも1500万人とも推測している。（Carosso 1970, pp.249-50）

2) 30社の財務データ

Berle & Meansには財務データが含まれていないので、30社の特徴を、*Moody's Manual of Investments, American and Foreign* (1932) などによって明らかにしたい。*Moody's*は、アメリカにおいて、各企業のAnnual Reportの情報開示が不十分な点を補う非常に重要な資料である。なお、以下の記述で、個々の企業について記述する場合、とくに注記してない場合には、*Moody's*の各文献、各社のAnnual Report、*International Directory of Company Histories*に依っている。

表2では、30社の1930年末の負債と資本を、表3では資産を一覧にした。Berle & Meansの調査時期は1930年初めのものであるが、日本などとの比較の都合で1930年末とした。

はじめに、技術的な注意点をいくつかまとめておこう。まず、Berle & Meansの資産評価と*Moody's*の評価では、金額が大きく異なる場合がある。たとえば、Alleghany Corp.とMiddle West Utilities Co.である。両社は、*Moody's*では、持株会社のみ資産として評価されている。同様のケースは、Electric Bond & Share Co.であるが、この企業については、*Moody's*による評価が大きくなっている。また、各企業には、基本的には子会社を含めているが、American Telephone & Telegraph Co.については、子会社を含めると、Berle & Meansによる金額と大きく異なるので、単体のデータとした。ただし、その場合でも、表からわかるように子会社への投資は、非常に多い。

また、減価償却費の取り扱いが、産業ごとに異なる。製造業では一般に資産でマイナス表示され、その他の産業では負債と資本の項目に含まれている。これを同じように記載すると、製造業の全産業に占める比重はかなり高くなる。

では、表2からみていこう。この表では、資本計は、優先株、普通株、Minority Interests, Capital Stock, 子会社の株式の合計とし、長期負債は、BondsあるいはBonded Debt (子会社分を含む)と、Funded Debt (子会社分を含む)の合計とした。なお、銀行ローンは例外的にしかみられない。

この表から、第1に指摘できる重要な事実は、製造業の資本計の総資産に対する比率は46.7%であるが、剰余金が33.5%と著しく高く、長期負債の比重は、わずかに6.4%にすぎない。さらに、資産の側にマイナス表示された減価償却費を、負債と資本の側にプラス表示にすると、資本計比率は36.6%に低下し、減価償却費と剰余金を合計した内部（自己）金融の総資産に対する比率は49.9%にまで上昇し、鉄道・公益に比較して圧倒的に高くなる。

これらの数値は、当時のアメリカの主要な製造業企業において、株式以外では外部金融への依存がいかにかに低く、自己金融への依存がいかにかに高いかを明確に示している。当時のアメリカ企業の資金調達に自己金融を中心にしてきたという特徴は製造業に典型的にみられ、それ以外の産業ではそれほど水準ではないことも明らかになる。

これに対して、鉄道産業と公益産業の企業は、外部金融への依存が高い。ただし、両者には大

表2 アメリカ企業30社 負債と資本 産業別 (単位:100万ドル)

順位	会社名	産業	資産額	分類	総資産	資本計	長期負債計	減価償却	剰余金
2	Pennsylvania R. Co.	鉄道	2,600.0	G	2,166.3	651.9	562.2	212.4	525.8
4	New York Central Rd. Co.	鉄道	2,250.0	G	1,800.1	499.3	570.5	156.8	290.3
5	Southern Pacific Co.	鉄道	2,156.7	G	2,321.5	755.9	784.7	129.5	521.3
7	Alleghany Corp.	鉄道	1,600.0	C	253.0	120.5	78.9		33.7
10	Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co.	鉄道	1,135.4	G	1,272.7	366.4	310.6	136.3	409.9
13	Union Pacific Rd. Co.	鉄道	1,121.1	G	1,208.0	321.8	359.9	79.8	374.1
15	Baltimore & Ohio Rd. Co.	鉄道	1,040.8	G	1,178.4	315.2	603.9	75.3	109.9
19	Atlantic Coast Line R. Co.	鉄道	840.0	D	388.5	81.5	156.2	29.7	100.0
20	Northern Pacific Ry. Co.	鉄道	813.9	G	868.9	248.0	314.1	55.6	212.1
21	Great Northern Ry. Co.	鉄道	812.4	G	878.6	248.9	355.6	43.8	164.9
25	Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Rd. Co.	鉄道	776.1	G	802.2	256.2	484.4	17.0	8.0
鉄道産業計			15,146.4		13,138.2	3,865.6	4,581.0	936.2	2,750.0
						29.4%	34.9%	7.1%	20.9%
6	Standard Oil Co. of New Jersey	石油	1,767.3	D	1,771.0	801.6	169.0		549.3
18	Standard Oil Co. of Indiana	石油	850.0	D	801.2	441.6	57.9		251.1
30	Standard Oil Co. of New York	石油	708.4	D	720.3	446.2	98.3		123.6
8	General Motors Corp.	自動車	1,400.0	D	1,315.8	622.9	0.0	218.7	344.3
26	Ford Motor Co.	自動車	761.0	A	782.0	17.3	0.0		708.9
3	United States Steel Corp.	金属	2,286.1	G	2,394.5	1,229.0	101.8		741.8
24	Bethlehem Steel Corp.	金属	801.6	K	719.8	415.9	117.5		128.5
製造業計			8,574.4		8,504.6	3,974.5	544.5	218.7	2,847.5
						46.7%	6.4%	2.6%	33.5%
1	American Telephone & Telegraph Co.	公益	4,228.4	G	3,162.9	1,795.7	462.6	122.8	581.5
9	Consolidated Gas Co. of New York	公益	1,171.5	G	1,265.3	597.3	252.9		221.2
11	Commonwealth & Southern Corp.	公益	1,133.7	D	1,162.7	533.2	496.7		22.0
12	United States Electric Power Corp.	公益	1,125.8	C	1,244.9	550.4	483.9	86.5	42.7
14	Middle West Utilities Co.	公益	1,120.0	D	320.4	205.6	0.0		37.6
16	Cities Service Co.	公益	989.6	C	1,282.6	384.5	518.4	104.5	115.1
17	Associated Gas & Electric Co.	公益	900.4	C	922.0	369.1	388.4		
22	North American Co.	公益	810.3	D	841.2	247.4	293.7	88.8	28.9
23	United Gas Improvement Co.	公益	802.0	D	826.9	356.4	240.7		114.0
27	Niagara Hudson Power Corp.	公益	756.9	D	784.3	260.4	206.1		52.2
28	Electric Bond & Share Co.	公益	756.0	G	1,002.7	279.4	0.0		708.6
29	American Power & Light Co.	公益	754.1	D	800.7	306.5	357.8		42.9
公益産業計			14,548.7		13,616.6	5,885.9	3,701.2	402.6	1,966.7
						43.2%	27.2%	3.0%	14.4%
全産業合計			38,269.5		35,259.4	13,726.0	8,826.7	1,557.5	7,564.2
						38.9%	25.0%	4.4%	21.5%

出所 1) Berle & Means. 1932. pp.20-7, 86-107. (順位から分類までの項目)

2) *Moody's Manual of Investments, American and Foreign, various issues.* 1932. (総資産から剰余計までの項目)

きな相違がある。鉄道では長期負債が34.9%と高く、公益では株式が43.2%と高い。

こんどは資産についてみていこう。まず、表3でわかるように、30社のうち総資産に占める子会社への投資の比重がきわめて高い持株会社が、Alleghany Corp.を含めて3社ある。

製造業では子会社への投資が非常に少なく、それぞれが比較的独立した企業である。もちろん、表1から、Standard Oil 3社は、Rockefellerが約20%所有する、ひとつの企業集団であることはわかる。また、General Motors Corp.は、30社に含まれなかったE. I. du Pont de Nemours & Co.（と従属会社）が32.6%を所有する、その子会社である。

これに対して鉄道では、多くの企業が子会社への投資を行っている。Southern Pacific Co.の6.5億ドル、Pennsylvania R. Co.の6.0億ドル、Baltimore & Ohio Rd. Co.の4.3億ドルが目立っている。以上の3社は、それぞれ経営者支配の企業ではあるが、同時に多くの子会社を支配する巨大企業集団なのである。

なお、以下で、各主要企業の傘下にある企業としての分類を、Berle & Meansの研究を中心に行った。Berle & Meansの研究は、この点についても豊富なデータを明らかにしていて、包括的な研究となっている。

最大の鉄道会社Pennsylvania R. Co.は、1846年に設立され、フィラデルフィアからピッツバーグを結ぶ路線を中心として3000マイルで活動していた。子会社には、New York, New Haven & Hartford R. Co.（Berle & Meansによる資産：5.6億ドル、Berle & Meansによる分類はF、以下同じ）、Norfolk & Western Ry. Co.（5.0億ドル、D）、Wabash Ry. Co.（3.3億ドル、D）などがあつた。Berle & Meansの200社に含まれる企業の合計の資産は、45.7億ドルに達した*1。

Southern Pacific Co.（Berle & Meansによる第5位）は1884年に設立されたが、最初の持株会社のひとつであつた。それは、Southern Pacific R. R. Co.（Southern Pacific Co.の投資額は1.6億ドル）やSouthern Pacific R.R. Co. of Mexico（0.8億ドル）などの子会社を傘下に置いていた。Baltimore & Ohio Rd. Co.（Berle & Meansによる第15位）は、「アメリカで最初の鉄道」（Jacobs 1989）と呼ばれ、ペンシルバニア、西ヴァージニア、メリーランドなどの9900マイルの路線で活動していた。Reading Co.（5.7億ドル、E）などが、その集団を形成していた。

これ以外にも、Berle & Meansの30社に含まれる、ほぼ同じ規模の2つの会社、Northern Pacific Ry. Co.（Berle & Meansによる第20位）とGreat Northern Ry. Co.（Berle & Meansによる第21位）の企業集団と、Union Pacific Rd. Co.（Berle & Meansによる第13位）を中心とする企業集団がある。前者には、Berle & Meansの200社のChicago, Burlington & Quincy Rd. Co.（6.5億ドル、I）とSpokane, Portland & Seattle Ry. Co.（1.4億ドル、I）が加わり、Berle & Meansによる集団の総資産は24.1億ドルになる。後者には、Illinois Central Rd. Co.（6.8億ドル、D）が加わり、Berle & Meansによる集団の総資産は18.0億ドルになる。

* 1) なお、主要な鉄道企業と7つの主要な鉄道企業集団が、20世紀初めに、どの地域で活動していたかは、Stover 1997, pp.148-9で概観できる。

表3 アメリカ企業30社 資産 産業別 (単位:100万ドル)

順位	会社名	産業	資産額	分類	総資産	主要固定資産投資	減価償却	子会社への投資	その他の固定投資	在庫
2	Pennsylvania R. Co.	鉄道	2,600.0	G	2,166.3	1,160.1		597.9	96.7	
4	New York Central Rd. Co.	鉄道	2,250.0	G	1,800.1	1,088.9		343.3	43.4	
5	Southern Pacific Co.	鉄道	2,156.7	G	2,321.5	1,512.8		653.5	20.0	
7	Alleghany Corp.	鉄道	1,600.0	C	253.0			225.3	21.2	
10	Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co.	鉄道	1,135.4	G	1,272.7	1,094.7		25.8	22.7	
13	Union Pacific Rd. Co.	鉄道	1,121.1	G	1,208.0	883.5		65.9	167.7	
15	Baltimore & Ohio Rd. Co.	鉄道	1,040.8	G	1,178.4	563.1		431.9	111.4	
19	Atlantic Coast Line R. Co.	鉄道	840.0	D	388.5	272.8		73.8	6.4	
20	Northern Pacific Ry. Co.	鉄道	813.9	G	868.9	605.4		185.2	8.8	
21	Great Northern Ry. Co.	鉄道	812.4	G	878.6	527.2		238.4	7.1	
25	Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Rd. Co.	鉄道	776.1	G	802.2	720.4		23.8	0.6	
	鉄道産業計		15,146.4		13,138.2	8,428.9	0.0	2,864.8	506.0	0.0
						64.2%	0.0%	21.8%	3.9%	0.0%
6	Standard Oil Co. of New Jersey	石油	1,767.3	D	1,771.0	1,459.0	-654.5		167.6	233.8
18	Standard Oil Co. of Indiana	石油	850.0	D	801.2	911.9	-407.9		24.6	138.6
30	Standard Oil Co. of New York	石油	708.4	D	720.3	834.3	-375.0		12.4	136.7
8	General Motors Corp.	自動車	1,400.0	D	1,315.8	614.0		250.8		136.3
26	Ford Motor Co.	自動車	761.0	A	782.0	284.5			382.9	112.5
3	United States Steel Corp.	金属	2,286.1	G	2,394.5	2,387.0	-709.7			323.1
24	Bethlehem Steel Corp.	金属	801.6	K	719.8	710.9	-208.7			74.9
	製造業計		8,574.4		8,504.6	7,201.6	-2,355.8	250.8	587.5	1,155.9
						84.7%	-27.7%	2.9%	6.9%	13.6%
1	American Telephone & Telegraph Co.	公益	4,228.4	G	3,162.9	435.3		2,318.4		
9	Consolidated Gas Co. of New York	公益	1,171.5	G	1,265.3	1,164.1			8.5	
11	Commonwealth & Southern Corp.	公益	1,133.7	D	1,162.7	1,032.3			24.1	
12	United States Electric Power Corp.	公益	1,125.8	C	1,244.9	1,111.9		35.6		
14	Middle West Utilities Co.	公益	1,120.0	D	320.4			261.7		
16	Cities Service Co.	公益	989.6	C	1,282.6	1,006.8		35.3		
17	Associated Gas & Electric Co.	公益	900.4	C	922.0	753.9			123.6	
22	North American Co.	公益	810.3	D	841.2	642.2			129.8	
23	United Gas Improvement Co.	公益	802.0	D	826.9	615.2			139.7	
27	Niagara Hudson Power Corp.	公益	756.9	D	784.3	674.5			51.0	
28	Electric Bond & Share Co.	公益	756.0	G	1,002.7			910.1		
29	American Power & Light Co.	公益	754.1	D	800.7	715.3			13.7	
	公益産業計		14,548.7		13,616.6	8,151.5	0.0	3,561.1	490.4	0.0
						59.9%	0.0%	26.2%	3.6%	0.0%
	全産業合計		38,269.5		35,259.4	23,782.0	-2,355.8	6,676.7	1,583.9	1,155.9
						67.4%	-6.7%	18.9%	4.5%	3.3%

出所1) Berle & Means. 1932. pp.20-7, 86-107. (順位から分類までの項目)

2) *Moody's Manual of Investments, American and Foreign, various issues.* 1932. (総資産から在庫までの項目)

そして、以上で検討したPennsylvania R. Coをはじめとする主要な鉄道会社は、企業集団の中心に位置する企業でありながら、すべて経営者支配の会社ということになる。

公益産業では、American Telephone & Telegraph Co.が23.2億ドルという突出した金額の子会社への投資を行っていた。同社も多くの鉄道企業と同様に、経営者支配の企業であるが、その傘下に多くの企業を抱えるそれ自体がひとつの巨大な企業集団である。

American Telephone & Telegraph Co.は1885年に設立された。それは、24の関連会社とともに、Bell Telephone Systemを形成し、全米に電話サービスを供給していた。関連会社のうち、American Telephone & Telegraph Co.が過半数を所有する会社は、22社であった。

同社と持株会社2社を除くと、公益企業は子会社への投資はそれほど多くない。これは後に検討するように、公益企業では、持株会社が発展していて、持株会社を中心とした企業集団が形成されていることの反映である。

これらの検討から、いくつかの重要な事実が明らかになる。戦前のアメリカ企業では、すでにみたように、経営者支配が支配的であるが、それは必ずしも企業集団の影響力が小さいということの意味しない。30社のなかにも持株会社が3社あるし、多くの鉄道企業やAmerican Telephone & Telegraph Co.は、それ自体が多くの子会社を抱える企業集団である。最近では、Berle & Means型企业という表現がしばしば登場するが、以上のような事実もあわせて理解されていなければならない。

ただし、30社に関係する企業集団については、多くの国でみられるような、鉄道・公益・製造などの産業を超えて組織されている場合や、General Motors Corp.とE. I. du Pont de Nemours & Co.のように製造業内での異種産業間で組織されている場合も例外的である。これは、アメリカの企業集団の重要な特徴である。

3) なぜ、アメリカ企業の株式は分散したのか

ではなぜアメリカ企業の株式は分散したのか。Mark J. Roeの見解を中心にまとめてみよう。

まず、もっとも基本的で必ず指摘される経済的な要因である。企業の成長の初期には、資本は企業内部から調達されたが、企業規模の拡大と資金需要の増大にともなって、内部からだけの調達では、巨額の資金需要に応じられなくなり、市場にそれを求めるようになる。

アメリカで最大の市場であるニューヨーク証券取引所の歴史は、ロンドンに次いで古いと言われる。1792年にはニューヨーク証券取引所が公式に組織され、24の証券取引業者が協定に署名した。1817年までにはNew York Stock and Exchange Boardという名称が掲げられ、現在の取引所の原型ができあがった。(New York Stock Exchange 1936, p.34)

こうして、アメリカは独立後直ちに証券市場を設立し、その市場を基礎にした経済発展を始めようとした。企業はこの市場から資金を調達することが容易にできたのである。アメリカで、もっとも古い巨大企業群を構成している鉄道産業の企業の株式がもっとも分散しているという事実

は、以上のような条件にもとづいているといえるだろう。

そして、この点については、日本においても同様である。日本における株式取引所は、政府が1878（明治11）年5月4日に、布告第8号をもって「株式取引所条例」を制定発布し、東京と大阪に相次いで設立されている。

つぎに、Roeが重視しているのが政治的な要因である。彼は、「経済的な諸要因がより重要であることは承知した上でバランスを矯正しようとしている」。(Roe 1994, p. XV)

政治的なパラダイムとして指摘できるのは、次の要因である。第1に、アメリカの世論では、「大規模機関を信用しない」ポピュリストの考え方が大きな力を持っていた。第2に、小規模金融機関や小企業などの経営者による利益集団の政治が、重要であった。第3に、アメリカの連邦制と議会の構造は、これらの地方的勢力に大きな発言権を与えた。(Roe 1994, p.48-9) この点については、近代化以前から統一した国家を形成していた日本とは異なっている。

アメリカには、こうした説明を裏付ける反トラスト法の伝統がある。1890年には、反トラスト法上最初の制定法かつ基本であるシャーマン法が制定された。さらに、それを進めたクレイトン法と連邦取引委員会法が、1914年に制定された。(村上政博 2002, 第1章)

1882年にJohn D. Rockefellerたちはアメリカで最初のトラストStandard Oilを設立した。彼を含む9人の受託者は、トラストの30社とともに、アメリカの精油所の80%、石油パイプラインの90%を支配した。しかしながら、この巨大なトラストStandard Oilは、1892年に、直接その法律ではなくオハイオ州の州法によって解散させられた。(International Directory of Company Histories, Volume 32, April 2000, pp.175-82, 安部悦生・壽永欣三郎・山口一臣 2002, 84-7ページ)

また、企業の株式所有を通じて支配をめざしていた生命保険会社に対しては、アームストロング調査委員会が報告書を提出し、その主な内容が、1906年に改正ニューヨーク州保険法として実施された。この法律は、生命保険会社の株式投資を禁止した。(Maclean 1962, Chapter 30 & 15, Keller 1963, 堺雄一 1993)

さらに、その後大恐慌の結果として、1933年には銀行法と証券法が、1935年には公益事業持株会社法が、40年には投資会社法などが制定されて、その動きはさらに強まり、多くの分野に広がった。(Waterman 1958, Chapter 4)

ここで詳しく紹介したRoeの理論についての私の見解については、あらかじめIで説明した。そこで述べた今後の検討課題のうち、まず、アメリカについてはBerle & Means型企业のより多面的な実態の把握についてはⅢで、また、Berle & Means型企业がアメリカに固有のものではないことについての理解についてはⅣで、それぞれ詳しく検討してみたい。

そうすることで、Coffeeが展開したような、各国のコーポレート・ガバナンスの取れんの可能性を見出せるだけでなく、アメリカにおけるその歴史的な発展過程についても、より実態に即した把握が可能になると思う。

Ⅲ. 企業と金融機関

Ⅱでは1930年のアメリカの主要企業について検討し、その多くの企業の株式の所有が広く分散していること、また同時に、アメリカに固有の特徴をもった企業集団も重要な役割を果たしていることが明らかになった。

Ⅲでは、その主要企業に対してどのような金融機関が、企業との間にどのような関係を形成しているか、企業集団はどのような特徴をもっているかを検討したい。

まず、1929年に、どのような金融機関 (Financial Intermediaries) が活動していたかを示しておこう。Goldsmithによれば、資産が100億ドルを超えるのは、商業銀行が662億ドル、民間生命保険会社が175億ドル、証券ブローカー・ディーラーが100億ドルとなっている。後に検討する投資会社は30億ドル、投資持株会社は44億ドルである。(Goldsmith 1958, pp.73-4)

また、彼は、これらの金融機関がどれだけの株式を所有しているかについて、次のようなデータを示している。1469億ドルの国内企業株式総額のうち、全金融機関がその12.3%を所有している。金融機関別にみると、個人信託部門を除けば、投資会社が1.5%で最大、商業銀行と火災・海上保険会社の0.8%が続き、民間生命保険会社は0.2%にすぎない。投資会社が最大の株式所有金融機関であるという状況は、1952年まで続いている。

これに対して国内企業社債は、これとは全く異なる。総額は390億ドル、金融機関の所有比率は、合計で51.3%、うち商業銀行が12.1%、民間生命保険会社が12.0%、投資会社は0.3%にすぎない。(Goldsmith 1958, pp.224-5)

1) 投資会社と投資信託

以上のデータから、当時の企業株式の所有者として、投資会社がもっとも大きな役割を担っていることがわかったので、投資会社の特徴、それと企業との関係をみていくことにしよう。

Ⅱでも述べたように、投資会社の強大化を防ぐために、投資会社法が制定されるが、その過程で行われた調査が、非常に重要な資料を提供してくれている。

*Investment Trusts and Investment Companies*は、表4のように、投資会社を次のように区分し、1929年と36年(5)については、1935年)の資産を示している。まず、固有のManagement Investment Companiesがあるが、これは以下の2つに分類される。Closed-End Management Investment CompaniesとOpen-End Management Investment Companiesである。これらは、投資する企業への支配や影響にはほとんど関心がない。これらは、一般に投資信託として知られている。当時は、Closed-end Management Investment Companiesの方が多くの資産を抱えており、たとえば、Pacific Eastern CorporationやUnited Founders Corporationが有力であった。

これに対して、投資会社で資産がもっとも多いのは、Management Investment-Holding Companiesで、これらは何らかの明白な支配や経営的な影響を求める投資を行っている。そのう

表4 アメリカの投資信託と投資会社 一覧(数字は資産額, 100万ドル)

	1929		1936
1) Closed-end management investment companies			
Pacific Eastern Corporation	251.9	Atlas Corporation	114.0
United Founders Corporation	208.2	Lehman Corporation, The	104.4
American Founders Corporation	171.6	Tri-Continental Corporation	64.4
2) 12 open-end management investment companies			
Massachusetts Investors Trust	14.5	左に同じ	130.3
Incorporated Investors	41.2	左に同じ	77.5
State Street Investment Corporation	18.9	左に同じ	52.3
3) Management investment-holding companies			
Christiana Securities Co.	361.5	Christiana Securities Co.	535.2
United Corporation, The	332.5	United Corporation, The	249.1
Alleghany Corporation	263.7	Chesapeake Corporation, The	202.7
American Superpower Corporation	225.5	Alleghany Corporation, The	150.7
Chesapeake Corporation, The	169.9	Solvay American Investment Corporation	133.7
4) Unclassified management investment companies			
Insull Utility Investments, Inc.	157.6	Electrical Securities Corporation	91.0
G. E. Employees Securities Corporation	96.4	G. E. Employees Securities Corporation	83.5
Corporation Securities Co. of Chicago	72.7	Newmont Mining Corporation	78.1
5) 14 fixed and semifixed investment trusts			
	1929		1935
North American Trust Shares, 1956	-	左に同じ	23.2
North American Trust Shares, 1955	-	左に同じ	22.2
Diversified Trustee Shares, Series D	-	左に同じ	10.3

出所) *Investment Trusts and Investment Companies*. 1939. pp.53-4, p.56, p.92, p.95, p.98.

ち最大の投資会社は, Christiana Securities Co.で, 資産額は1936年に5.4億ドルに増加している。

Christiana Securities Co.は, 以前にはdu Pont Securities Co.と呼ばれ, 1931年末にはE. I. du Pont de Nemours & Co.の普通株式を300万株所有している。また, 「Pierre du Pontの直接の家族がChristianaの普通株式の60%以上を所有している」(Chandler, Jr. and Salsbury 1971, p.564)

後に詳しく検討する, The United Corporation, The Chesapeake Corporation, The Alleghany Corporationなどがこれに続いている。

これ以外に, 上記の分類ができないManagement Investment Companiesがあり, その分類には, 有名なInsull Utility Investments, Inc.と, 同社とともにInsullグループの中核となるCorporation Securities Co. of Chicagoが含まれる。最後にFixed and Semifixed Investment Trustsであるが, 以上で検討した4つが基本的には投資会社として分類されるのに対して, これらは投資信託とみなされている。

表5に掲載された投資会社のうち, 資産が2つの年度のどちらか(結果的にはいずれも1929年)で1.5億ドルを超える9つの有力な投資会社について, さらに詳しい財務データを, *Moody's*にもとづいて1930年について一覧にした。ただし, Pacific Eastern Corporationについては, *Moody's*

表5 アメリカの投資信託・投資会社の財務データ（単位：100万ドル）

	資産		負債・資本					
	計	投資	資本計	同 比 率	Funded debt	同比率	その他： 銀行 ローン	剰余金
United Corporation	555.3	536.8	186.3	33.5%				353.9
United Founders Corporation	332.6	266.2	151.3	45.5%	51.7	15.5%	12.0	36.2
Insull Utility Investments, Inc.	285.0	253.7	143.0	50.2%	57.7	20.2%	58.5	12.8
Alleghany Corporation	253.0	225.3	120.5	47.6%	78.9	31.2%		33.7
American Founders Corporation	189.2	144.2	76.5	40.4%	51.7	27.3%		23.2
Chesapeake Corporation	168.1	164.9	74.2	44.1%	45.6	27.1%	36.7	11.2
American Superpower Corporation	134.6	108.1	92.1	68.4%				38.8
Christiana Securities Co.	50.0	48.3	30.0	60.0%				18.7
Niagara Share Corporation of Maryland	102.3	78.3	39.7	38.8%	14.9	14.6%		35.0
Solvay American Investment Corporation	95.3	79.5	74.5	78.2%	15.0	15.7%		4.0
Petroleum Corporation of America	38.8	34.1	13.7	35.3%				19.9
American Cities Power & Light Corporation	34.4	32.8	27.2	79.1%				4.4
Electric Power Associates, Inc	16.9	15.6	10.0	59.2%				6.9

出所：Moody's Manual of Investments, American and Foreign, various issues. 1932.

にデータがないので、掲載したのは8社になる。また、あわせて、後の表6で、特記事項に記載され、企業に対して支配力をもつ会社として挙げられた、5つの投資会社を表の下段に追加した。

表5と表6の資産額が大きく食い違う理由は、各企業の場合と同じように、それぞれの投資会社に含まれる子会社の範囲の違いだと推測される。とりあえず本論文では、Moody's にしたがって検討を進めることにしたい。

表で上位に位置するUnited Corporation, Insull Utility Investments, Inc., Alleghany Corporationなどについては、後で検討するので、ここではUnited Founders Corporationについて検討しておこう。なお、American Founders Corporationは、その子会社である。

Moody'sによれば、United Founders Corporationの株式投資の特徴は、第1に、非常に分散していることである。公益事業だけでなく、多数の製造業企業にも投資している。第2に、外国企業への投資が多いことである。100万株(金額は示されていない)以上の投資としては、“Gesfurel” Ges. fuer Elek. Unterneh. (Germany), Reichebank (Germany), Zellstoff Fabrik Waldhof, 8 % pfd. (Finland) となっている。以上の点では、他の投資会社とはかなり異なっている。

ところで、投資会社の資産の大部分が投資であることは当然である。その資金をどのように調達しているかについては、会社ごとにより異なっている。United Corporationは、他の投資信託・投資会社とは異なって、基本的に剰余金からまかなっている。これに対して、下位に位置する、Insull Utility Investments, Inc.やAlleghany Corporationは、約50%を株式で、長期負債を含める

表6 アメリカの投資信託・投資会社の企業支配

	産業	順位	資産 (100万 ドル)	発行 株式数 (1,000 株)	投資信 託・投資 会社の所 有数 (1,000株)	所有 比率 (%)	特記事項 (所有比率が10%を 超える場合に記入)
Commonwealth & Southern	公益	11	1,133.7	33,673	7,414	22.02	American Superpower Corporationが ^s 14.22%を所有。
North American	公益	22	810.3	8,575	2,045	23.85	American Cities Power & Light Corporation他2社の連携で18.32%を所有。
United Gas Improvement	公益	23	802.0	23,252	6,398	27.51	The United Corporationが ^s 26.09%を所有。
Niagara Hudson Power	公益	27	756.9	9,036	3,161	34.98	The United Corporationが ^s 21.19%, Niagara Share Corporation of Marylandが ^s 12.46%を所有。
Public Service of New Jersey	公益		634.6	5,503	1,177	21.39	The United Corporationが ^s 17.96%を所有。
Erie R. R.	鉄道		560.9	1,511	300	19.88	Alleghany Corporationが ^s 14.23%, さらにその子会社 The Chesapeake Corporationが ^s 4.57%を所有。
Columbia Gas & Electric	公益		529.2	11,732	2,586	22.04	The United Corporationが ^s 20.66%を所有。
United Light & Power A (nonvoting)	公益		520.1	2,405	306	12.74	
United Light & Power B (voting)	公益		520.1	1,068	137	12.81	
E. I. du Pont de Nemours	化学		497.3	11,048	3,269	29.59	Christiana Securities Co.が ^s 27.60%を所有
American Gas & Electric	公益		431.0	4,483	472	10.52	
American Water Works & Electric	公益		378.5	1,741	357	20.52	Electric Power Associates, Incが ^s 14.66%を所有。
Missouri, Kansas & Texas R. R.	鉄道		314.0	809	125	15.42	
Brooklyn Manhattan Transit	鉄道輸送		288.5	736	95	12.87	
Allied Chemical & Dye	化学		277.2	2,214	577	26.08	Solvay American Investment Corporationが ^s 22.58%を所有。
Chesapeake & Ohio Ry.	n.a.	n.a.	n.a.	7,654	3,762	49.15	Chesapeake Corporationが ^s 47.67%を所有。
Consolidated Oil	n.a.	n.a.	n.a.	13,983	2,368	16.94	Petroleum Corporation of Americaが ^s 11.32%を所有。
Missouri Pacific R. R.	n.a.	n.a.	n.a.	828	523	63.17	Alleghany Corporationが ^s 63.12%を所有。

出所1) Berle & Means. 1932. pp.20-7, 86-107. (産業から資産までのデータ)

2) *Investment Trusts and Investment Companies*. 1939. pp.725-7.

注) *Investment Trusts and Investment Companies* のデータは1935年末である。

と70%以上の資金を外部に依存している。

最後に表6で、1935年末に、投資信託と投資会社が企業に対してどのように支配と影響力をもっていたかを示す*Investment Trusts and Investment Companies*の総括表を検討してみよう。この表は、アメリカの機関投資家の影響を示す表として利用されることがある。なお、この表は、1935年末についての調査なので、他の表とはデータが異なっている。

表6では、原表に掲載されている企業のうち、投資会社全体の所有比率が10%を超えて高くなっている企業についてのみデータを掲載し、上・中段の15社については、Berle & Meansによる資産額で並べ替えた。下段の3社については、Berle & Meansの200社に含まれていないが、*Moody's*のデータによれば、それらに含まれてもおかしくない規模の企業ばかりである。上・中段の企業15社を産業別にみると、公益事業の会社が10社で3分の2を占め、また上位5社を独占している。それ以外は、鉄道産業が3社、化学が2社となっている。

特記事項としては、ひとつの投資会社が10%を超えて所有している場合、その会社名と所有比率を記載した。このデータでは、United Corporationが4社について登場しており、その突出した役割が明らかである。それ以外では、American Superpower CorporationがCommonwealth & Southernの、American Cities Power & Light CorporationがNorth Americanの株式を多数所有している。

ただし、掲載された企業は、投資信託と投資会社が所有している企業に限定され、巨大企業が所有している企業は含まれていないことには注意しておかなければならない。登場している企業は、公益産業の企業と、鉄道については、Alleghany Corporation系の企業が目立つことになる。

2) 鉄道産業と電力産業

では、当時の代表的な2つの産業をとって、その代表的な企業集団をさらに詳しく検討してみよう。

鉄道の発展を簡単に見ておこう。周知のように、イギリスでは、George Stephensonが蒸気機関車を完成させ、1825年に12マイルのStockton & Darlington Railwayが開かれた。早くも1830年には、アメリカで最初の定期的な蒸気機関車列車サービスが、南カロライナのCharlestonで始まった。(Stover 1999, p.12, Chronology)

その後、鉄道路線は拡大し、アメリカでは1869年5月10日にユタ州プロモントリーで、Central PacificとUnion Pacificが結合し、太平洋への鉄道路線が完成する。(Hollingsworth 1983, p.19)

アメリカ鉄道の総延長は1870年に52,922マイルであったが、1900年には198,964マイルに、1920年には252,845マイルに達した。その後は、主要な交通手段の変化にとまってしだいに低下することになる。(Lord & Lord. 1953, p.208*²)

* 2) Stover 1997, p.205もほぼ同じ数字を掲載している。

鉄道業の各企業は、必要な資金の調達のために積極的に株式と社債の発行を行った。鉄道事業の発展に企業の株式公開は非常に重要な役割を果たした。1872年の株式の発行（残高）は16.5億ドル、社債など長期負債は15.1億ドルで、合計が31.6億ドルであった。1900年には、それぞれ58.5億ドル、56.5億ドル、合計で114.9億ドルとなり、1920年には、それぞれ88.4億ドル、112.6億ドル、合計で201.0億ドルまで増加した。1920年代以降はしだいに増加のテンポは低くなり、1940年代になると減少が始まる。（U. S. Department of Commerce 1975, Q346-55, Q356-66）*³

この期間に大きな役割を果たしたのが、投資銀行（Investment Bank）である。なかでも、この過程をけん引したのはモルガン財閥である。J. P. Morganが最初に企業に対する大口引き受け業務を行ったのは1879年のNew York Centralの株式の発行であった。J. P. Morganは、このとき以来、鉄道専門の引受業者になった。（Sobel 1965, p.108: *International Directory of Company Histories*, Volume 30, December 1999, pp. 261-5; Chernow 1990）

次に注目するのは、電力産業である。1870-80年代に電力産業が興る、画期的な技術革新が生まれた。1878年にEdison Electric Light Co. (USA) が設立され、翌年、最初の商業電力ステーションがサンフランシスコに開かれた。また同じ年に、T. A. EdisonとJ. Swan (UK) は、別々に実用的な白熱灯を発明した。そして、1882年9月4日に、85名の顧客に400のランプでPearl Street Stationが電力を供給し始めた。（Hyman 1992, p.74, Appendix: Chronology 1800-1900）

公共用の発電と配電量は1887年に1億7500万Kwhであったが、1912年には115億6900万Kwhまで66倍に急増した。それは1932年までに794億Kwhまで、加えて工業用については、1912年の132億Kwhから1932年の200億Kwhまで増加した。この間の増加は劇的といってもよいだろう。（Hyman 1992, p.82, p.90）

鉄道に次ぐように、市場での資金調達が増加してくるのが、公益産業である。1920年代の後半には、公益事業による資金調達が活発になった。1924年に販売された電力公益証券は、社債が8.1億ドル、株式が1.8億ドル、顧客への販売が1.9億ドル、合計で11.8億ドルであった。1927年には総額で1924-39年の最大の21.3億ドル、1929年には株式が1924-39年の最大の7.9億ドルと社債を超え、1930年には、それぞれ11.1億ドル、3.4億ドル、1.4億ドル、合計で15.9億ドルとなった。

とくに、1920年代には顧客による株主が増加している。1924年から28年までの4年間（1925年のデータはない）の、年間新規株主増加数は20万人を超えていた。（Thompson and Smith 1941, p.114, p.117）

3) 3つの代表的な企業集団

この電力産業の発展に大きな役割を果たしたのは、さまざまな投資会社である。以下に示すように、1929年代後半から30年代にかけて、この産業で持株会社の設立が相次いだ。1935年にFederal Trade Commissionから上院に提出された、*Utility Corporations*と題する報告書によると、

* 3) 社債の年度別・産業別の発行について、さらに詳しくは、Hickman 1953, Appendix Aを参照。

1929年から1932年にかけて、電力エネルギー量全体に対して、United Corporation groupが約20%、Electric Bond & Shares Co.が約14%、Insull interestsが約10%を支配していたとしている。3 集団ではほぼ半分の電力生産を支配下に置いていたことになる。(Utility Corporations 1935, p.38)

それでは以下でこれらの企業集団について、電力事業の2つから順にみていくことにしよう。本論文での図は、上記の報告書などをもとに簡略化した。掲載した企業は、主にBerle & Meansの200社である。ただし、持株会社については、Berle & Meansにはデータがない。図の下には、それらの企業の1930年の基本的な財務データを、Moody'sにもとづいて掲載した。図を作成した年度と財務データの年度は、少し異なっている。

まず、United Corporationである。この持株会社は1929年に設立された。集団の総資産額は、Berle & Meansには完全なデータがないので、Moody'sによると48.8億ドルで、最大の資産をもつ投資会社である。また、表6のように、主要な企業に対して強い影響力を持っている最大の投資会社でもある。

United Corporationの主要な株主の株式所有比率は、図1でわかるように、St. Regis Paper Co.が12%、別の投資会社American Superpower Corp.が7.6%、J. P. Morgan & Co. & Drexel & Co.が1.2%となっている。

United Corporation自体はBerle & Meansの200社に含まれていないが、支配下に置く企業は、Berle & Meansの上位30社のうちCommonwealth and Southern Corp. (Berle & Meansによる第11位、以下同じ)、United Gas Improvement Co. (第23位)、Niagara Hudson Power Corp. (第27位)の3社、それ以外に2社がある。その所有比率はUnited Gas Improvement Co.に対する26.1%を始め非常に高く、傘下の企業間には所有関係がみられない垂直的な構造になっている。

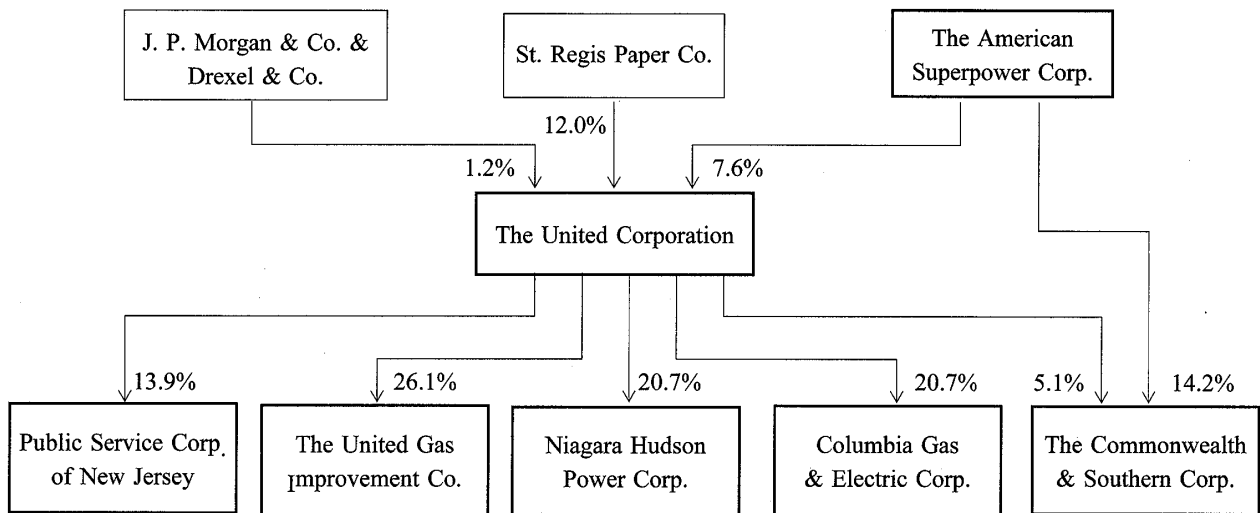
独立系の電力会社でかつ子会社への投資もとくに多くないConsolidated Gas Co. of New Yorkなどの企業を含め、全電力企業と比較しても、Commonwealth and Southern Corp.は、1930年の資産では第2位であるが、発電量では第1位の企業である。それは、ミシガン、オハイオ、インディアナなど11州に電力を供給し、電力の顧客は105万人、ガスの顧客は22万人であった。

United Gas Improvement Co.は、1882年にペンシルバニアに設立された企業で87万人に電力を、43万人にガスを供給している。Niagara Hudson Power Corp.は、1929年にニューヨークにいくつかの企業の株式の交換で設立され、64万人に電力を、24万人にガスを供給している。

なお、この企業集団に属する3大企業の株主数は、表1から、Commonwealth and Southern Corp.が107,000人、United Gas Improvement Co.が90,054人、Niagara Hudson Power Corp.では73,702人といずれもかなりの多数にのぼっていることがわかる。企業集団という用語からそれを組織する多くの企業が閉鎖的な株主所有構造を持っていると想定するのは正確ではない。

もうひとつの巨大な企業集団がInsullグループである。図2のように、United Corporationに比べて、やや複雑になっている。集団の頂点には、1928年に設立されたInsull Utility

図1 The United Corporation



(単位:100万ドル)

	資産①	分類	資産②	資本計	長期負債計	剰余金計	主要固定資産投資	子会社への投資
Commonwealth and Southern Corp.	1,133.7	D	1,162.7	533.2	496.7	22.0	1,032.3	
United Gas Improvement Co.	802.0	D	826.9	356.4	240.7	114.0	615.2	
Niagara Hudson Power Corp.	756.9	D	784.3	260.4	206.1	52.2	674.5	
Public Service Corp. of New Jersey	634.6	E	700.9	327.5	185.5	25.2	626.4	
Columbia Gas & Electric Corp.	529.2	D	716.4	329.9	111.8	55.8	594.0	46.8
計	3,856.4		4,191.2					
<i>United Corporation</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>555.3</i>	<i>186.3</i>	<i>0.0</i>	<i>353.9</i>		<i>536.8</i>
<i>American Superpower Corp.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>134.6</i>	<i>92.1</i>	<i>0.0</i>	<i>38.8</i>		<i>108.1</i>
合計			4,881.1					

出所1) *Utility Corporations*. 1935. Chart VI. (データは1931年末)

2) Berle & Means. 1932. pp.20-7, 86-107. (資産①と分類のデータ)

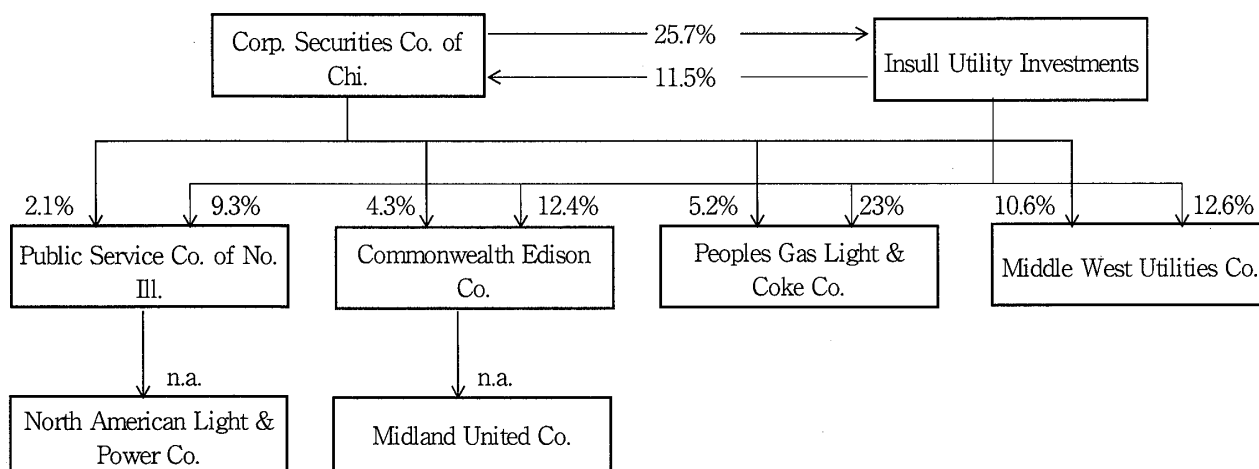
3) *Moody's Manual of Investments, American and Foreign, various issues*. 1932. (資産②から子会社への投資までのデータ)

Investmentsと、その翌年に設立されたCorp. Securities Co. of Chi.があり、両社は相互に株式を保有している。本論文の図には示していないが、両社に対して、Insull-Halsey StuartやInsull familyなどが出資をしている。また、これも図には示していないが、Insull Utility InvestmentsとCorp. Securities Co. of Chi.はSecond Utilities Syndicateに、Insull Utility InvestmentsはInsull Son & Co.に出資し、公益産業各社に投資している。

集団の総資産額は、*Moody's*によると、22.6億ドルで、United Corporationや、次に示すElectric Bond & Shares Co.に比べると比較的小規模である。

この両社が、Middle West Utilities Co. (Berle & Meansによる第14位) をはじめとする企業を支配している。表1の30社にはMiddle West Utilities Co.だけであるが、それ以外に

図2 Insull Group



(単位:100万ドル)

	資産①	分類	資産②	資本計	長期負債計	剰余金計	主要固定資産投資	子会社への投
Middle West Utilities Co.	1,120.0	D	320.4	205.6	0.0	37.6		261.7
Commonwealth Edison Co.	440.0	D	400.0	142.5	131.8	46.0	302.1	46.0
North Amer. Light & Power Co.	308.4	E	344.4	122.1	179.2	6.2	291.0	
Midland United Co.	298.1	E	333.8	141.9	133.1	23.1	272.1	
Peoples Gas, Light & Coke Co.	192.1	D	211.1	62.5	77.5	28.8	162.2	
Public Service Co. of Northern Illinois	190.0	D	210.3	66.2	105.0	16.2	144.9	37.1
計	2,548.6		1,820.0	0.0	0.0			
<i>Insull Utility Investments</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>285.0</i>	<i>143.0</i>	<i>57.7</i>	<i>12.8</i>		253.7
<i>Corp. Securities Co. of Chi.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>150.7</i>	<i>58.9</i>	<i>0.0</i>	<i>36.2</i>	<i>140.7</i>	
合計			2,255.7	0.0	0.0			

出所 1) *Utility Corporations*. 1935. Chart IX. (データは1932年頭)

2) Berle & Means. 1932. pp.20-7, 86-107. (資産①と分類のデータ)

3) *Moody's Manual of Investments, American and Foreign, various issues*. 1932. (資産②から子会社への投資までのデータ)

Commonwealth Edison Co.ほか4社が200社に含まれている。他の傘下企業の資産規模は、United Corporationに比べると小さいが、Insullグループは多くの公益事業の企業を抱える典型的な企業集団である。

なお、Middle West Utilities Co.は、1912年に設立され、子会社への投資が資産の大部分を占める持株会社である。この傘下にある企業は、32州におよぶ広い地域の比較的小さな都市で活動し、141万人に電力を25万人にガスを供給している。こうした性格を反映し、持株会社ではあるが株主数は表1で3番目に多く、約30万人も数える。United Corporation傘下の3大企業について指摘した特徴は、この持株会社にも当てはまる。

なお、電力産業には、これ以外の有力な企業集団に、Electric Bond & Shares Co. (Berle & Meansによる第28位、以下同じ)がある。傘下にある最大の企業は、American Power & Light Co. (第29位)で、表1が示すように、Electric Bond & Shares Co.の持株比率は20.2%である。

American Power & Light Co.は、1909年にメーン州に設立され、テキサス、ワシントン、フロリダなどなどに子会社を所有している。

それ以外の企業としては、Electric Power & Light Corp. (Berle & Meansによる資産：5.6億ドル、Berle & Meansによる分類はD、以下同じ)、National Power & Light Co.(5.0億ドル、D)、American Gas & Electric Co. (4.3億ドル、D) がある。以上5社の総資産額は、Berle & Meansによると30.0億ドル、Moody'sによると37.0億ドルに達する。

さらに、North American Co. (Berle & Meansによる第22位) の企業集団もある。表1によると、Central States Elec. Corp.とその子会社・関連会社が24.4%を所有していることになっており、また、表6によると、American Cities Power & Light Corporation他2社(ここに、Central States Elec. Corp. が含まれる) の連携で18.32%を所有していることになっている。なお、Central States Elec. Corp.とは、1.1億ドルの資産をもつ持株会社である。

この集団には、North Amer. Light & Power Co. (3.1億ドル、E)、Detroit Edison Co. (3.0億ドル、D)、Pacific Gas & Elec. Co. (4.3億ドル、D)、Pacific Lighting Corp. (2.0億ドル、D) が傘下であり、Moody'sによると資産総額は25.4億ドルになる。North American Co.がサービスを提供している地域は、ミズーリ・イリノイ・アイオワ、ウィスコンシン・ミシガンなどであった。

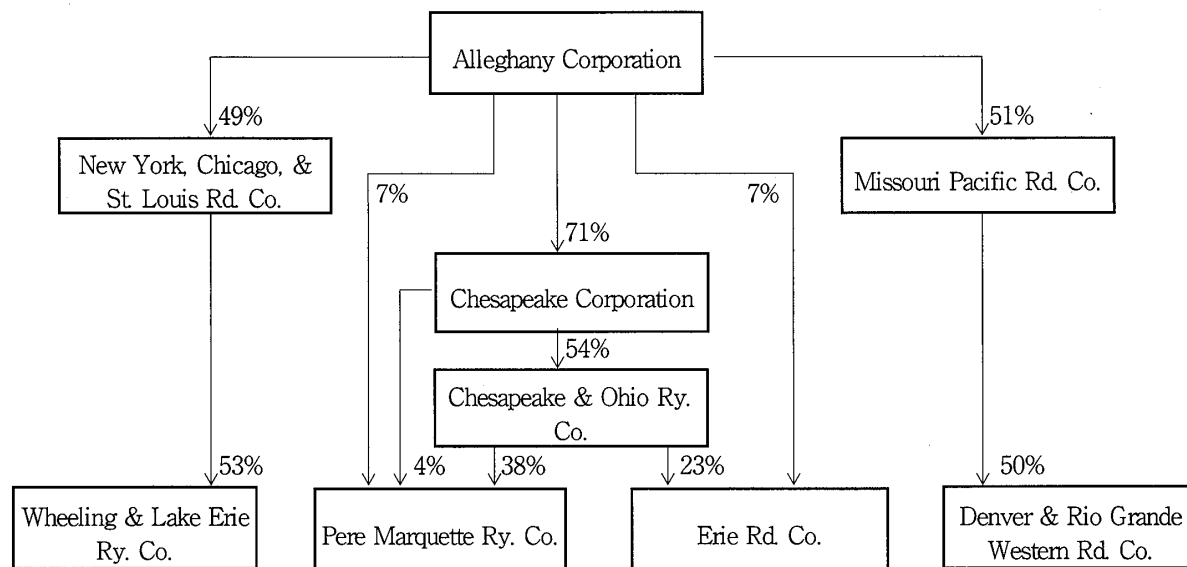
最後に、図3で、鉄道産業の持株会社Alleghany Corporationをみておこう。先にも指摘したように、鉄道会社の場合には、巨大企業それ自体が企業集団となっている場合が多く、公益事業でみられるような持株会社は例外的である。

Alleghany Corporationは、1929年にO. P. and M. J. Van Sweringenによって設立され、彼らが普通株の実質的な多数株主となっている持株会社である。Alleghany Corporationは、鉄道会社のNew York, Chicago & St. Louis R. Co. (Berle & Meansによる資産は3.5億ドル、Berle & Meansによる分類はD)、Missouri Pacific Rd. Co. (Berle & Means 200に含まれない、Moody'sによると、資産は6.6億ドル) と、もうひとつの持株会社Chesapeake Corporationを通じて、図のような企業集団を構成している。集団の総資産は、Moody'sによると33.7億ドルに達する。

この集団の特徴は、集団の構造が重層的で、持株会社についても二重になっていることである。集団最大の鉄道会社Chesapeake & Ohio Ry. Co. (Berle & Means 200に含まれない、Moody'sによると資産は6.8億ドル) や、その支配下であり匹敵する規模のErie Rd. Co. (Berle & Meansによる資産は5.6億ドル、Berle & Meansによる分類はD) などが、もうひとつの持株会社Chesapeake Corporationの傘下にある。Chesapeake & Ohio Ry. Co.は、ヴァージニア、西ヴァージニア、ケンタッキーなどの州の3100マイルで活動していた。Erie Rd. Co.は、ニューヨーク、ニュージャージー、ペンシルバニアなどの州の2300マイルの路線で活動していた。さらにもうひとつの特徴は、いうまでもなく、Insullグループと同様に家族の支配力が大きいことである。

Berle & Meansは、「法律的手段方法による支配」の典型的な例として、この持株会社を挙げ、「総投資額の1パーセント足らず、即ち、株式によって表される投資の2パーセント強が、この大

図3 Van Sweringen System of Railroads



(単位:100万ドル)

	資産①	分類	資産②	資本計	長期負債計	剰余金計	主要固定資産投資	子会社への投資
Alleghany Corp.	1,600.0	C	253.0	120.5	78.9	33.7		225.3
Erie Rd. Co.	560.9	D	623.7	215.0	234.4	49.3	389.3	134.7
New York, Chicago & St. Louis R. Co.	350.0	D	312.1	69.8	158.4	34.3	235.8	11.3
Kansas City Southern Ry. Co.	146.1	D	148.8	51.0	68.1	19.5	122.3	0.6
Wheeling & Lake Erie Ry. Co.	104.1	H	108.9	55.9	22.2	21.7	93.1	3.6
計	2,761.1		1,446.5					
Chesapeake & Ohio Ry. Co.	n.a.	n.a.	683.9	191.4	233.6	175.6	513.7	127.9
Missouri Pacific Rd. Co.	n.a.	n.a.	663.1	154.6	394.3	62.3	536.3	98.4
Pere Marquette Ry. Co.	n.a.	n.a.	180.9	68.6	70.5	17.4	157.1	12.8
Denver & Rio Grande Western Rd. Co.	223.4	I	230.1	78.9	120.9	15.8	208.0	7.1
合計			3,204.5					
Chesapeake Corporation	n.a.	n.a.	168.1	74.2	45.6	11.2		164.9
総計			3,372.6					

出所 1) Berle, Adolf A. & Gardiner C Means. 1932. p.70と, pp.20-7, pp.86-107. (データは1930年4月末, 資産①と分類のデータ)

2) *Moody's Manual of Investments, American and Foreign, various issues*. 1932. (資産②から子会社への投資までのデータ)

注 1) Kansas City Southern Ry. Co. については, Berle & Means (1932) は, このグループに含めているが, 表の中には記載していない。

2) 上段の5社は Berle, Adolf A. & Gardiner C Means. 1932. p.25にグループ企業として記載された企業である。

鉄道網を支配するに充分なものとなった」と評価している。(Berle & Means 1932, p.69)

電力と鉄道の2つの産業と持株会社は, 1930年を前後して大きく変化する。電力の生産と消費はその後も拡大を続ける。1932年から45年の間に, 生産は2.7倍に, 消費は2.0倍になる。しかしながら, 1935年の持株会社法制定の影響は大きく, 1935年から50年の間に, 759企業が持株会社から分離され, 1938年から58年の間に, 登録された持株会社は216から18に激減する。持株会社

の強い影響力のもとにあった民間企業に代わって、しだいに公的な（政府所有）企業が大きな比重を占めるようになる。（Hyman 1992, pp.102-6）

鉄道産業は、戦間期には自動車や航空機の登場によって、しだいに主要な交通手段としての役割を縮小せざるをえなくなる。その傾向はその後も継続し、戦後には、多数の鉄道会社が経営の悪化に陥り全般的な再編成を迫られる。（Stover 1999, p.17）こうして、戦間期のアメリカのコーポレート・ガバナンスを特徴づけた2つの代表的な産業とその企業の役割は、どちらも後退することになる。

本論文が検討の時期とした戦間期に、もうひとつの産業である製造業では、まだ産業が確立しつつある段階で、株式の分散がそれほど進んでおらず、経営者支配が比較的弱かった。本論文で検討したアメリカの市場志向型のコーポレート・ガバナンスが、戦後にどのように変化していくかは、製造業での展開が検討されなければならない。これは、次の論文の課題としておきたい。

IV. 戦間期日米のコーポレート・ガバナンス比較

以上の検討から得た結果を、すではじめに示した2つの論文で検討した、戦間期日本のコーポレート・ガバナンスと基本的な点について比較してみよう。

第1に、アメリカの株式の分散が顕著に進んでいることである。表1に示したように、アメリカの企業の多くは、Gで示される経営者支配の企業であり、株主数が10万人を超える企業が9社あり、筆頭株主の株式所有比率が1%以下の企業が4社ある。これに対して、日本でも株主が分散しているとはいえ、もっとも株主が分散した企業である東京電灯では、その株主数は61,114人である。筆頭株主の持株比率が1%を切っている企業は、京阪電気鉄道のみである。（新保博彦 2004, 5-8ページ）

第2に、アメリカと日本の企業の両方とも、銀行借入れに対する依存は非常に小さく、主に株式や社債の発行を通じて市場から資金を調達していた。日本では、戦後にメインバンク・システムという、銀行を中心とした金融システムが発展するが、戦前には、それとは異なる市場志向型のコーポレート・ガバナンスが発展していた。（新保博彦 2004, 15-7ページ）

ただし、アメリカの企業の場合には、とくに製造業の企業で、剰余金の比重が高く、市場への依存が株式のみであるという企業も少なくなかった。このような特徴は、日本にはみられない。

第3に、アメリカでもっとも大きな機関投資家としての役割を果たしたのは、投資会社である。生命保険会社には株式所有に強い制約が課せられていたし、最大の金融機関商業銀行は州を基盤にした分散化したシステムであった。これに対して、日本の場合には、生命保険会社が最大の機関投資家であり、積極的な株式投資を行っていた。（新保博彦 2004, 25-7ページ）

アメリカで有力であった投資会社については、しばしば直接に企業集団を組織し、産業全体に強い影響力をもち、巨額の利益を獲得するという目的が明白であった。

第4に、アメリカでは企業集団は、投資会社＝持株会社を中核として形成された場合と、巨大

企業自体が企業集団になった場合がある。それらは、全体としての経営者支配という特徴をもちながら、公益産業と一部の巨大企業で大きな役割を果たした。しかしながら、それが産業を超えて形成されるという例は、比較的少なかった。

日本の場合には、戦後のメインバンク・システムのように銀行が中核としてではなく、持株会社が企業集団の中核にあり、集団が産業を超えて形成されている場合がある。ただし、その企業集団＝財閥が日本の企業活動全体に与える影響が、全般的であるとはいえない。独立系の企業として、南満州鉄道や東京電灯をはじめとする企業や企業集団が同時に存在しているからである。

第5に、日本では企業集団の中心に家族があり、その集団が財閥とみなされる場合が少なくない。これに対してアメリカでは、主要な製造業の企業と主要な持株会社に、家族の強い支配と影響がみられる。

また、企業集団に対する国家の役割については、地理的に規模が小さく、近代化以前にすでに統一国家を形成していた日本ではその役割は小さくない。とくに第2次世界大戦が近づくにしたがってその傾向が増大した。他方、アメリカでは、そのような例はみられない。アメリカでは、市場経済の歴史が長いだけでなく、地理的に大きな国で、政治と経済の両面において各州の役割が大きいからだと考えられる。

終わりに

以上の検討を通じて、アメリカ企業では、経営者支配の企業、いわゆるBerle & Means型の企業が支配的であり、その特徴は、とくにアメリカで顕著であるという結論を改めて確認できる。また、それが、アメリカ固有の歴史的な発展過程と深い結びつきがあるという結論も、変わることはないだろう。あわせて、Berle & Means型の企業そのものが、企業集団の中心や重要な一構成要素である場合も少なくないことも、指摘しておかなくてはならない。

以上のことを念頭におき、IVでのような比較を行えば、戦間期のアメリカ企業とそれ以外の国の企業、とりあえずは日本企業との間に、コーポレート・ガバナンスについて大きな相違点や対照的な性格ばかりでなく、しばしば共通点を見いだすことができる。それは、それぞれのコーポレート・ガバナンスが、ある時期の経済構造と産業の構成、それぞれの歴史的な発展過程、そしてそれらの世界的な相互関係にともに影響されているからであると思われる。

ところで、Iで紹介した、現在アメリカで活発に行われている論争は、はじめて世界的な規模で各国のコーポレート・ガバナンスについて本格的な比較調査が始まった段階であり、さしあたりは、アメリカとそれ以外の国の企業の相違を明らかにすることが基本的な課題となってきた。しかし、本論文のような検討や結論などを通じて、この論争が、各国のコーポレート・ガバナンスの固定的な類型化から、各国ごとに異なった過程を通じての市場志向型コーポレート・ガバナンスの移行可能性の検討へと、次の段階に向かうように思われる。

<文献目録：英語>

- Barca, Fabrizio & Marco Becht. 2001. *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press.
- Bebchuk, Lucian Arye and Mark J. Roe. 1999. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, *Stanford Law Review*, 52, 127-170.
- Berle, Adolf A. & Gardiner C Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt Brace & World, Inc., New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 1991. (北島忠男訳. 1958. 『近代株式会社と私有財産』, 文雅堂銀行研究社)
- Bullock, Hugh. 1959. *The Story of Investment Companies*, New York: Columbia University Press.
- Carosso, Vincent P. 1970. *Investment Banking in America: A History*, Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- Chandler, Jr., Alfred D. and Stephen Salsbury. 1971. *Pierre S. du Pont and the Making of the Modern Corporation*, New York, Evanston, San Francisco, London: Harper & Row, Publishers.
- Chernow, Ron. 1990. *The House of Morgan: An American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, New York: The Atlantic Monthly Press. (青木榮一訳. 1993. 『モルガン家』, 日本経済新聞社)
- Coffee Jr., John C. 1999. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications, *Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper*, 144, 1-141
- Coffee Jr., John C. 2001. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, *Yale Law Journal*, 111 (1), 1-82.
- Demsetz, Harold. 1983. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, 26, *J.L. & Econ.* 375.
- Goldsmith, Raymond W. 1958. *Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900*, Princeton: Princeton University Press.
- Hickman, W. Braddock. 1953. *The Volume of Corporate Bond Financing since 1900*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Hollingsworth, J. B. 1983. *The History of American Railroads*, Greenwich, CT: Bison Books Corp.
- Hyman, Leonard S. 1992. *America's Electric Utilities: Past, Present and Future, Fourth Edition*, Arlington, Virginia: Public Utilities Reports, Inc.
- Investment Trusts and Investment Companies, Letter from the Chairman of the Securities and Exchange Commission, transmitting, pursuant to law, a report on the Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies*, Washinton: U. S. Government Printing Office, 1939.
- International Directory of Company Histories*, St. James Press. 2004年12月末現在, 74巻が刊行されている。
- Jacobs, Timothy, Ed. 1989. *The History of the Baltimore & Ohio: America's First Railroad*, Greenwich, CT: Brompton Books Corp.
- Keller, Morton. 1963. *The Life Insurance Enterprise, 1885-1910: A Study in the Limits of Corporate Power*, Cambridge, Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- Lord, Clifford L. & Elizabeth H. Lord. 1953. *Historical Atlas of the United States, Revised Edition*, New York: Henry Holt and Company, reprinted by Johnson Reprint Corporation, 1969.
- Maclean Joseph B. *Life Insurance, 9th ed.*, New York: McGraw-Hill, 1962. (小林惟司訳. 1971. 『生命保険【原書第9版】』, 慶応通信)

- Moody's Manual of Investments, American and Foreign. Banks-Insurance Companies, Investment Trusts-Real Estate Finance and Credit Companies.* 1932. New York: Moody's Investors Service.
- Moody's Manual of Investments, American and Foreign. Industrial Securities.* 1932. New York: Moody's Investors Service.
- Moody's Manual of Investments, American and Foreign. Public Utility Securities.* 1932. New York: Moody's Investors Service.
- Moody's Manual of Investments, American and Foreign. Railroad Securities.* 1932. New York: Moody's Investors Service.
- New York Stock Exchange. 1936. *New York Stock Exchange: Its Functions and Operations.*
- Roe, Mark J. 1994. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, N.J.: Princeton University Press. (北條裕雄・松尾順介訳. 1996. 『アメリカの企業統治』, 東洋経済新報社)
- Sobel, Robert. 1965. *The Big Board, A History of the New York Stock Market*, New York: the Free Press & London: Collier-Macmillan limited. (安川七郎訳. 1970. 『ウォール街二百年—その発展の秘密』, 東洋経済新報社)
- Soldofsky, Robert M. 1971. *Institutional Holdings of Common Stock, 1900-2000*, The University of Michigan. この文献には、参照指示の一部に間違いがある。
- Stover, John F. 1999. *The Routledge Historical Atlas of the American Railroads*, New York & London: Routledge.
- Stover, John F. 1997. *American Railroads, Second Edition*, Chicago & London: The University of Chicago Press.
- Thompson, C. Woody and Smith, Wendell R. 1941. *Public Utility Economics*, New York and London: McGraw-Hill Book Company, Inc.
- U. S. Department of Commerce, *Historical Statistics of the United States*, colonial times to 1970, Washington, D.C.: U.S. Dept. of Commerce, Bureau of the Census, U.S. G.P.O., 1975. (斎藤眞・鳥居泰彦監訳. 1999年. 『新装版 アメリカ歴史統計』, 東洋書林)
- US Major Companies Annual Reports.* (マイクロフィルム集, 書誌情報については本文を参照のこと。なお、本論文作成に当たっては、神戸大学経済経営研究所附属政策研究リエゾンセンターに所蔵されているものを利用させていただいた。)
- Utility Corporations*, Summary Report of the Federal Trade Commission to the Senate of the United States, Washington: United States Government Printing Office, 1935.
- Waterman, Mervin H. 1958. *Investment Banking Functions*, Ann Arbor, Michigan: The University of Michigan. (志村嘉一訳. 1965. 『アメリカの資本市場』, 東洋経済新報社)

<文献目録：日本語>

- 安部悦生・壽永欣三郎・山口一臣. 2002. 『ケースブック アメリカ経営史』, 有斐閣。
- 堺雄一. 1993. 『アメリカ私募証券市場の発展と構造』, 有斐閣。
- 新保博彦. 2004. 「戦間期日本の主要企業と企業間関係」, 大阪産業大学経済論集, 第5巻第2号, p.1-28。
- 新保博彦. 2003. 「戦前日本の金融市場と機関投資家」, 大阪産業大学産業研究所, 産研叢書 18 アジアに

における経済発展メカニズムの再編成, p.83-116。

新保博彦. 2001. 『IT革命と各国のコーポレート・ガバナンス』, ミネルヴァ書房。

村上政博. 2002. 『アメリカ独占禁止法〔第2版〕』, 弘文堂。