HOKKAIDO UNIVERSITY

| | |
|---|---|
| Title | 大戦間におけるアメリカの資本市場と投資銀行 |
| Author(s) | 森, 杲 |
| Citation | 北海道大學　經濟學研究, 13(1), 91-196 |
| Issue Date | 1963 |
| Doc URL | http://hdl.handle.net/2115/31107 |
| Type | bulletin (article) |
| File Information | 13(1)_P91-196.pdf |

Instructions for use

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

# 大戦間における
# アメリカの資本市場と投資銀行

森　　杲

目　　次

はしがき
序　節　第1次大戦以前の投資銀行
　Ⅰ　アメリカにおける資本市場形成の特質
　Ⅱ　投資銀行の成立
　Ⅲ　投資銀行の産業・銀行への進出
第1節　1920年代の投資銀行
　Ⅰ　大戦が資本市場と投資銀行にあたえた影響
　Ⅱ　企業の蓄積と合同運動の特質
　Ⅲ　投資銀行支配の性格
第2節　1930年代の投資銀行
　Ⅰ　証券ブームの崩壊と投資銀行勢力の後退
　Ⅱ　投資銀行桟構の再編成
第3節　投資銀行の桟構と業務
　Ⅰ　内部桟構
　Ⅱ　業務の専門的な分化
　Ⅲ　アンダーライティング・シンジケート
第4節　投資銀行業務と商業銀行との近代的な連繋様式
　Ⅰ　商業銀行の短期貸付業務
　Ⅱ　商業銀行の証券投資
　Ⅲ　商業銀行による投資銀行子会社の設立

## はしがき

現代資本主義の複雑で波瀾に満ちた諸現象の本質を究明するためには，その成立の出発点となった両大戦間の時期にもどって，世界経済の構造を統一的に把握することが必要になる。その場合，なかでも当時のアメリカ資本主

義の蓄積構造を解明するということが，ひとつの中心的な課題である。第1次世界大戦後の世界資本主義の再建は，アメリカ資本主義の急速な擡頭にもとずいて，アメリカ経済を基軸とする新らしい国際的連関を生ぜしめた。また，こうした地位をあたえられたアメリカ経済の再生産構造自体の行きづまりと崩壊が，1930年代における国際連関の断絶と，経済への国家の強力的介入をもたらした主たる動因だ，と考えられる。大戦間のアメリカのかかる地位や役割は，第2次大戦後にいっそう強化されたし，またこのような基本構造に多分に立脚して，最近の事態が一体的に解明できるのである。

本稿は大戦間アメリカの蓄積構造を解明するという課題にもとずき，対象をさらに限定して，アメリカの投資銀行とその主要な活動分野たる資本市場の分析を意図している。投資銀行は，アメリカの独占形成期に金融資本による支配集中の中核的な地位を築きあげ，以後数十年にわたって強大な権勢をふるったと云われている。と同時に，1930年代におけるアメリカ経済のきわめてドラスティックな再編の過程で急激にその力を失ない，以後は再び金融寡頭支配の拠点に復帰することがなかったということも，しばしば指摘されてきている。つまり，1929年恐慌に発現したアメリカ経済構造の行きづまりと，それを転期とする構造変化は，かような投資銀行機構の消長にはなはだ集約的に反映しているのではないかと考えられる。そこで，従来の強力な投資銀行の支配がどのような過程を経て獲得され，どのような支配・資金機構により維持されたのか，またそれがいかなる理由で後退したのかを，アメリカ独占資本の蓄積構造との関連において明らかにし，そのことによって逆に，こうした蓄積構造自身の特質を解明するのに役立てよう，というのが小論の意図である。以下まず序節では，大戦間の分析の前提として，それに必要と思われるかぎりで，第1次大戦以前の投資銀行の成立・発展過程を考察しておきたい。

## 序　節　第1次大戦以前の投資銀行

### I. アメリカにおける資本市場形成の特質

イギリスが産業革命を経て綿工業を中心とする産業資本の確立を迎えんと

していた時期に，アメリカは，ようやく商品経済のごく未発達な後進農業国として出発した。周知のように建国当時のアメリカとはミシシッピー以東の東部海岸のみを意味し，住民の95％までが農民であった。しかしイギリスへの農産物輸出，工業製品のイギリスからの輸入などを通じて商品経済が次第に浸透し，ある程度，商人資本的な蓄積がおこなわれて都市が出現するに至った。それと共に農業は漸次，西部の未開拓地域に移動した。他方，イギリス産業資本の発展にともなう綿花需要の増大につれて，南部での綿花栽培が促進された。とくに1793年の綿繰機の発明は，綿花の大量処理を始めて可能にし，南部農業史に一大転期をもたらしたと云われる。これを受けてアメリカ国内でも，東部における綿工業が徐々に育成され，以後のアメリカは，農業生産とならんで次第に新興工業国としての途をたどることになる。

このようにしてアメリカでは，対外的にはイギリスとの交易関係，対内的にはフロンティアの開拓を通じて，北東部での工業生産，南部での原料生産，西部での食糧生産，という地域的な分業関係が形成された。そして以後の産業資本の発展も，北東部工業の発展が南部と西部の農業的発展をうながし，これら地域の農業的発展による市場の拡大が北東部工業の発展を促進するという有機的関係のうちに展開されたのである。アメリカ資本主義が国内のフロンティアをその機構のうちに不断に組入れ，分業関係を拡大しつつ発展したということは，イギリス産業資本が植民地にたいしてもった関係に擬せられるほどの重要な意義を有する。さらに，やがてはアメリカ帝国主義成立の基本性格に関する主要な規定要因ともなるのである。

ところで，こうした地域的分業の拡大を大いに促進したのが，いうまでもなくフロンティアへの労働力の移住と，地域間の大量の生産物輸送を可能にした交通手段の整備，発達であった。少なくとも19世紀末葉までのアメリカ経済の発展は，常にそれに先行する急速な交通手段の発達に伴なわれたといってよい。それは18世紀末から1830年代にかけての州・連邦政府による有料道路の建設に始まったが，1820，30年代には運河・河川交通が道路交通にとってかわった。とくにこの時期のニューヨーク州におけるエリー運河建

設は，太西洋岸から内陸向けの交通の不備を大巾に解決し，同州をしてフィラデルフィアにかわる交易の中心地とする役割をはたしたと云われる。1830年代以後になると，水上輸送とならんで鉄道運輸が次第に進出した。37年の恐慌を経て19世紀半ば頃には，この鉄道建設熱が時代を風靡し，1860年までに鉄道敷設距離は世界最高の30,000マイルに達した。その後の鉄道建設は，従来の短線にかわって幹線鉄道への発展というかたちで拡大を続けた。

だが，後進国アメリカが広大なフロンティアをかかえつつ産業的発展をおこなったという事情は，実は決してアメリカ資本主義の円滑にして急速な発展をのみ条件づけたわけでなかった。たしかに一面では，フロンフィアの存在は，西漸運動に伴なって広汎な国内市場を次々と培養し，当初から企業にたいして安定的，かつたかい利潤を約束した。しかしこの同じフロンティアの存在が，他面では，封建関係の解体による原蓄過程を明確なかたちでは経ていないアメリカにおいて，無産労働者の新たな創出と資金の蓄積をいっそう不徹底なものにした。しかも，産業的発展の前提ともいうべき交通手段の大規模な建設のために,国内の貧弱な蓄積資金と海外から流入する資金とが,大量に吸収された。かかる理由で,アメリカ国内における個別企業の分布は,その順調な成長にもかかわらず，急テンポで拡大する国内市場に十分対応できず，相対的にかなり地域的，分散的な性格を脱することができなかった。その事情がいっそう高水準の利潤を保証したために，これら企業にとって，全国的な規模での企業基盤を一挙にきずくという衝動は，それほど強烈なものにならなかったとも云える。

こうした二面性は，結局，アメリカにおける工業生産と鉄道建設との，各々異なる独自の展開傾向として,顕著にあらわれている。すなわち一方では,国内産業の発達につれてアメリカは貿易構造における対欧依存性を次第に脱し，外国の景気変動から自立した発展傾向を示すようになった。しかもこれら産業は,その規模に比較してはなはだ有利な利潤機会をもっていたために,外部資金への依存が小さく,自己金融的な蓄積様式が一貫して強力であった。ところが他方では，運輸手段建設の分野においては，それが道路，運河，鉄

道と展開されるにしたがい，外部資金にたいする依存がますます強化される傾向を示したのである。しかもその場合，アメリカ国内の蓄積はごく微弱だったから，必然的に，イギリスを始めとする対外資金への依存がつよまった。たとえば，19世紀中期における外資への依存状況は第1表のごとくであっ

**第1表**　1853年の証券種類別発行分布と外資への依存度（単位 1,000ドル）

| 種　類 | 発行件数 | 発行額 | 外国人所有額 | 外国人所有の割合 |
|---|---|---|---|---|
| 連邦公債 | 1 | 58,205 | 27,000 | 46% |
| 州公債 | 31 | 190,718 | 110,972 | 58 |
| 郡・市債 | 460 | 93,280 | 21,462 | 23 |
| 鉄道債 | 244 | 170,112 | 43,889 | 26 |
| 鉄道株 | 244 | 309,894 | 8,026 | 3 |
| 銀行・保険株 | 1,060 | 279,555 | 7,067 | 3 |
| 運河・水運証券 | 16 | 58,019 | 2,522 | 4 |
| その他 | 15 | 18,784 | 1,068 | 6 |
| 合計 | 2,071 | 1,178,597 | 222,006 | 18 |

財務省報告による。
石崎昭彦「アメリカ金融資本の成立」85頁。

た。表によれば，この時期の鉄道債における外資依存度は¼強，株式を含めると11％程度である。しかし実は，国債，州債，地方債により調達された資金は，その圧倒的部分が鉄道を含む運輸網の整備にあてられた[1]。だから当時，公債発行の約半分が外資によっていたことや，大規模な鉄道業ほどロンドン市場への依存度がたかかったこと，後述するように，国内投資家といえども外国金融機関の直接・間接の支配下にあるものが少なくなかったこと，などを考え併せると，結局，鉄道業の資金的な動向は，かなり決定的に対外関係に規制されていたと云ってよい。

もちろん工業生産と鉄道建設とは，無関係に展開されたわけではない。鉄道建設は，国内分業と市場の拡大を促進して産業的発展をうながし，建設資材の大量の需要によって19世紀中期以来，近代的な鉄鋼産業を勃興させた。また鉄道業は，産業から資金と労働力を大量に吸収し続けた。アメリカ産業は，当初から比較的高水準の自己蓄積を保証されていたから，鉄道建設の方

が有利になれば直ちに鉄道証券の購入に向う資金を，絶えずある程度保存していたのである。他方，各地の産業の発達は，商品流通を拡大させ，地域間を結合する運輸手段の建設をつよく刺戟した。このように両者は，アメリカ経済の全構造の中で有機的に結合していた。にもかかわらず，別の面からみれば，両者は各々全く異なる蓄積様式を展開し，資金的にも対外的にも異なる意義を有しつつ，そのうえで互いに他を規制していた，ということができる。つまり，アメリカの産業資本の基本構造は，ヨーロッパ資本主義国のごとく綿工業を基軸に展開される自律的な機構としてのみ把握することはできないし，同時に，外部資金との密接な連関の下に展開される運輸手段建設中心の過程としてのみ説くこともできない。むしろ，この主要な二面が併せて再生産構造全体を規定する軸になっていたという点が，アメリカ経済の特徴である。以下に述べる資本市場形成の特質，資本市場と資金市場との関係，投資銀行の成立と機能，商業銀行の特殊な性格，等々の事情についても，その根底には上のような条件が存在しているものと考えられる。

1) 連邦・州政府による鉄道の育成は非常に積極的，かつ多面的であり，① 政府自らによる鉄道建設または民間建設の指導，② 州銀行を設立して鉄道資本の借入れに信用保証をあたえる，③ 補助金を提供または貸与する，④ 鉄道業者に公債を贈与する，⑤ 敷設地を無償または低価格で譲渡する，などの策がとられた。とくに幹線鉄道が計画される際には，鉄道がどの州のどの市を通過するかが業者の裁量にかかっているため，各地の公的資金および民間資金は，こぞって鉄道業者に投下または贈与されるという現象が生じた。Y. ブラウンの推定によると，19世紀の大鉄道建設時代には，鉄道建設資金の約6割が結局政府のふところから——約7億700万ドルが現金で，約3億3,500万ドルは土地のかたちで——提供されたものだという*。

* A. S. Y. Brown: The American Economy, 1860-1940. 1951. 渡辺誠毅訳，95頁。

アメリカ最初の大規模な証券取引は，すでに独立戦争直後，ハミルトンの公債借換政策によって生じた。この公債への投機によって，北部の商人や金貸，独立自営の農民層のうちから相当の致富を得るものが出現した。投機者の一部はその後も公債取引に専業化することによって証券ブローカーとな

り，こうして「ウォール・ストリート」が開始された。当時のブローカーのうちには自己勘定のみで応募するものも多く，また証券の発行市場へ進出して新発行の一部を引受け，販売手数料をとるような業者もあらわれた。またこうした証券市場での利得機会が増え，公債や鉄道債の発行が頻繁化するにつれて，これまで外国貿易に附随して金融業務を営んできたような国内の富裕な個人が，資金を引揚げて証券市場に向けるという傾向が，19世紀半ばまでにかなり顕著に生じている。このようなブローカーや商人の中から，証券発行の際の金融に重点をおく個人業者，商会がいくつか成立したのである[2]。18世紀末の A. Craigie, W. Duer, R. Morris, D. Parker, 19世紀初頭の J. Baker, D. A. Smith などは，その最も早い時期における土着の発行請負業者（ローン・コントラクター）だったと考えられる[3]。

ローン・コントラクターのその後の発展過程は，ロンドンを拠点とする国際金融業者の勢力と切りはなすことができない。その点は後述するとして，1830年代には，ウォール街の投機業者から成長した Prime, Ward, King of N. Y. と，20年頃までフイラデルフイアで商業を営んでいた Thomas Biddle & Co. とが，国内における二大ローン・コントラクターと目されるに至った。その他の著名な業者としては，J. D. Bears & Co., S & M. Allen, J. & L. Joseph, Johon Ward & Co. などを挙げることができる[4]。しかし30年代におけるこれら有力業者は，ほとんどが40年代までに破産ないし無力化した。それに代って19世紀中期には，ワシントンの Corcoran Riggs, フィラデルフィアの E. W. Clark & Co., Drexel & Co. などが，国内業者として擡頭してきている[5]。

2) A. S. Dewing: The Financial Policy of Corporations. 1941. pp. 1094～7.
3) F. Redrich: The Molding of American Banking. Men and Idias. Part II. 1951. pp. 315～8.
4) ibid., pp. 333～5. p. 346.
5) ibid., pp. 347～9.

かような専門業者とならんで，19世紀前半に，国内における発行公債の処

理にかなり大きな役割をはたしたのは，商業銀行であった。アメリカで最初の商業銀行といわれる北アメリカ銀行がフィラデルフィアに設立されたのは1782年のことだったが，その設立目的は革命政府の財政強化にあり，具体的には，公債と引換に銀行券を発行することによって政府に資金貸付を行なった。北アメリカ銀行に続いて，1784年には，ニューヨーク，マサチューセッツ両州にも同様の機能をもつ銀行が発足した。さらに1790年代には，連邦政府の初代財務長官ハミルトンにより，国家財政を援助し信用制度を整備するという名目で，初の中央銀行としての合衆国第1銀行が設立された。以後，19世紀前半のアメリカ銀行制度の発展は，一方でかかる中央銀行の存否をめぐる自由党と共和党，産業資本家と農民，北東部と南西部勢力の角逐のうちに，他方ではこの中央銀行の消長に関連しつつ，州法銀行 (state bank) 設立の増加・発展傾向としてすすめられた，と云ってよい。このうち中央銀行制度は，結局1836年を最後に廃止されたが，州法銀行の方は，西漸運動と国内開発の進行に結びつきつつ年ごとに発展した。彼らの主要な資金源は，株式会社形態の採用によって得た自己資金とその後の銀行券の発行，国庫金の受託などにかかっており，その資金は主として土地抵当貸付や州債の引受に投下された。

もっとも州法銀行は，こうして引受けた公債の再販売をほとんどおこなわなかったし，それを目的にしてもいなかったから，当時資本市場で証券業務に専念していた専門業者とは根本的に異なるものであった。ただ19世紀を通じてしばしばみられるように，銀行経営者が個人投資家として参与する場合には，引受後の取引をもおこなったものと思われる。たとえばペンシルヴァニア銀行の N. Biddle は，その初期における代表的な人物であった。

それにしても，当時の銀行の自己資金と預金ははなはだ小規模だったから，彼らの資金源は，引受けた公債を基礎にして発行する銀行券に大きく依存していた。この習慣は19世紀初期の政府による公有地払下げ政策などと相俟って，銀行資本のいちじるしい投機化を促進した。投機業者は土地を取得するための資金を銀行から借入れ，その土地を担保にして更に数倍の貸出

を受けて新たな土地を買占めにし，銀行側はその貸付を，次第に実体的根拠の乏しい銀行券の乱発でおこなうようになったからである。このようにアメリカ経済の再生産過程から遊離したところで，wild cat と呼ばれるような不健全なものを含みつつ，銀行制度が発達した。この投機ブームは，1830 年代後半の農業不況により反動を受け，国際収支の悪化などにもとずく政府の国庫金回収，銀行信用規制政策が出るにおよんで，一挙に瓦解した。

1840 年半ばからの回復過程以後も，州法銀行はさしあたり，農地などへの抵当貸付と公債の引受を主要業務にしていた。しかし他方では，土地投機の可能性はすでに減少していたし，また州政府が国内開発事業から手をひきはじめたことによって，不断の公債発行の水準も低下した。資本市場では，公債に代って鉄道債の進出が始まった。このことは，産業と交易の発達と相俟って，銀行の業務内容を商業銀行本来の正則業務に近ずけ，証券引受市場における彼らの地位を低下させる結果をもたらした。とくにニューヨーク，フィラデルフィアなどの銀行では，かなり大規模な企業短期貸付，手形割引業務をおこなうようになっている。また預金が急テンポで増加し，これら大都市の銀行においてはじめて，預金額が自己資金を上廻った。そのため発券による貸付方法に代って，手形や小切手の利用がかなり普及している。

だが地方銀行の方はこうした変化に必ずしも即応できず，依然として農地など不動産抵当の貸付を基盤としていたから，ここで商工業への事業貸付 (business loans) を主体にする大都市銀行との，かなり顕著な相異が生じた。その場合，大都市の銀行の銀行券や手形，小切手は次第に流通範囲を拡大して分散したが，逆に地方銀行の銀行券や手形は，受けとった借手の多くがそれを商工業中心地への支払にあてるというかたちで，時には打歩を生じつつ大都市に流入するようになったのである。ここから大都市―中都市―地方を結ぶ銀行間の兌換・決済の機構が必要になり，地方銀行はこの兌換目的で都市銀行にたいし現金を預託した。地方銀行は，かかる都市銀行への預金を自己の準備金と見做した。こうしてコルレス制度――銀行間預金による資金集中機構――が生じた。コルレス制度の普及につれて，農業地域での業務に行

きづまりを感じつつあった地方銀行は，都市銀行への安全にして流動性たかい預金により利子を得ることを好むようになったし，都市銀行の方でも，預金獲得を促進するために，5％前後というかなりの高利を彼らに支払った。このような利子支払の慣行は19世紀中期までに確立したが，この頃には，全アメリカ銀行の圧倒的多数がニューヨークの銀行に預金をもったと云われている[6]。

このような変化の結果，19世紀半ばのアメリカにおいては，商業銀行と証券金融機関（のちに近代的な投資銀行として確立する）との，かなり明確な分業関係が生じたと見做されるに至った。実はこの分業関係とは，同一産業にたいする短期資金調達と長期資金調達との機能の分化ではなくて，単に商業銀行が鉄道債中心の資本市場にたいして外的な存在になったことを示すにすぎない。だが他方では，アメリカにおける産業と交易との発展は，依然としてその分散的な性格を脱するところまではすすんでいなかった。手形の流動的な利用は，ほぼ商業中心地だけに限られ，全国的な規模を有する広範な貨幣市場は存在しない。1861年には国法銀行制度ができて，通貨の統一などと共に統一的な貨幣市場の育成を目指したが，これにも多くの限界があった。そのため，上のような過程を経てかなり厖大な資金の預託を受けた大都市銀行は，結局，貨幣市場に十全な活動の場を見出し得ず，次第に投資銀行的な機構との連繋を通じて，資本市場へ進出して行かねばならない宿命をもっていたのである。そうした動きは最初，従来のブローカー貸付勘定を急速に拡大するというかたちで生じたが，19世紀末に投資銀行が鉄道支配を確立し，工業金融に乗り出すようになった頃からは，その介入の仕方はいっそう本格的，かつ多面的になった。また，このことを契機にして，商業銀行自身の集中も始まると云ってよいのである。

6) なおコルレス制度形成の諸原因については，石崎昭彦「アメリカ金融資本の成立」1962年，89～91頁を参照されたい。

19世紀半ばまでに，アメリカ国内の資金を基盤にして証券引受活動をおこなっていた機関ないし業者は，以上のようなものであった。だが実は，この

時期のアメリカ資本市場を支配したのは，こうした国内業者ではなく，ロンドンなど海外に本拠をおく国際金融業者――マーチャント・バンカー――だったのである。これは重要な銀行が必ず多くを海外の資金に依存しなければならなかったという当時のアメリカの事情によるばかりでなく，個々の業者についても，資金力にしろ販売力にしろ，古くから先進諸国の金融界で名声と実績を築いてきたマーチャント・バンカーに，国内業者は（相対的に多数だとはいえ）遠くおよばなかったのである。むしろ国内業者は，ロンドンの一流業者と結び，その支配下に入ることによって活動が保証された。たとえば，1830年代の Prime, Ward, King of N. Y. は，ロンドンのベアリング商会 (Barings & Co.)，アムステルダムのホープ商会 (Hope & Co.) との強固な繋がりによって，また Thomas Biddle & Co. は，本来ヨーロッパ機関の代理店たることから開始することによって，当時の国内二大業者と目されるようになっている。このことは，40年代以後の有力業者として前に挙げたものについても同様であった。資本市場に関する限り，この関係は銀行についても同じで，州法銀行はしばしば州法政府の代理者として，マーチャント・バンカーの下での資金運用をおこなっている。また，アメリカ国内で資金を蓄積した商人のうちには，一旦ロンドンなどに本拠をうつしてマーチャント・バンカーとして活動し，そこを拠点としてアメリカ資本市場に進出したものが，いくつか見られる。このようにして，19世紀中期までにはマーチャント・バンカーに主導された国際的な資金機構によって，アメリカ資本市場の支配が決定される型が，ほぼできあがっていたということができる。そしてこうした支配機構の中から，投資銀行なるアメリカに固有の機関が胚出されてくるのである。

## II. 投資銀行の成立

マーチャント・バンカーとは，普通，重商主義時代に活躍した国際的商人が19世紀の始め頃からその富と名声を利用して，ロンドンなどを拠点に国際的な短期・長期の金融をおこなうようになったものを指している。彼らの

本来の出身地は多くオランダ，ドイツであり，フランス，イギリス，アメリカなどがこれに次ぐようである。

初期のマーチャント・バンカーがアメリカ資本市場に進出してきた頃は，彼らはまだ商人的な性格がかなりつよく，商品の輸出入を媒介する商業活動と資本市場に外資を導入する証券引受活動とは，未分化の場合が多かった。その中から，最も早い時期に証券引受機関としてアメリカ資本市場を掌握したのは，ロンドンのベアリング商会であり，それに次ぐのがアムステルダムのホープ商会であった。彼らは19世紀頭よりアメリカ政府の海外代理店に指定され，アメリカ国債の発行に関しての，ほぼ独占的な地位を与えられた。とくにベアリングは，ロンドンにおける最大の商会であったばかりでなく，アメリカのかなり多数の個人業者や銀行と共同関係を結び，実質的にこれを支配していたから，その力は他の競争者の追随をゆるさなかった。しかし1830年代に入ると，ベアリング商会の引締政策とアメリカのインフレ景気とを材料にして他のマーチャント・バンカーの進出が目立ち，33年にロスチャイルド (Rothschild & Sons) がアメリカ証券に初の参与をしたのを始めとして，F. Huth & Co., Palmer, Mackillop, Dent & Co., Wildes & Co., Wiggin & Co., Wilson & Co., など，当時のロンドンにおける一流商会が続々とアメリカ市場に侵入した[7]。これまでのマーチャント・バンカーは，アメリカ国内の業者や銀行にたいする共同・支配関係を基礎に，証券を一旦これら国内業者の手を経てからヨーロッパ市場での販売分だけを買いとる（または販売保証する）という傾向がつよかったが，30年代になると，ロンドンの諸商会が発行者から直接引受けて全業務を遂行し，国内業者を代理店化するばかりでなく，自ら店舗をアメリカ国内に設置せんとする動きすら，見られるようになったのである[8]。またこの時期には，バルチモアの A. ブラウン (Alexander Brown & Sons) やデトロイトの O. ニューベリー (Oliver Newberry) が，始めてアメリカ出身のマーチャント・バンカーとしてロンドンへ進出し，それと併せて国内の証券業務にも参与するようになった。

7) Redrich: op. cit., p. 336.

8) ibid., pp. 336～7. その他のページにおける実例による。

1837年恐慌は，元来イギリス産業資本の過剰生産に端を発したものだっただけに，イングランド銀行の引締政策と証券価格の暴落によって，ロンドンを地盤とする多くのマーチャント・バンカーが危機におちいった。前述のWildes & Co., Wilson & Co., Wiggin & Co. などが，この過程で倒産した。またアメリカ国内では，N. Biddle に率いられたペンシルヴァニア銀行，開発銀行たる Morris Canal & Banking Co. および North American Trust & Banking Co. など，証券引受に大きな役割を果してきた銀行が倒産し，さらに，国内二大業者たる Prime, Ward & King と Thomas Biddle & Co. が全く無力化した。これらの結果，1840, 50年代の資本市場における勢力地図は一変した。40, 50年代に活潑な活動をしたのは，マーチャント・バンカーとしては，ベアリング商会の他にロスチャイルド商会，アメリカ出身の代表的ロンドン・マーチャント・バンカーたるピーボディ商会 (G. Peabody & Co.) とブラウン・シップリー商会 (Brown Shipley & Co.) などであった。国内業者としては，ベアリングやピーボディの同盟者たる Corcoran Riggs of Washington と Duncan, Sherman & Co. ロスチャイルドの同盤者たる Winslow, Lanier & Co. それに E. W. Clark & Co., Drexel & Co. などが，新たに資本市場に登場し，有力業者となった[9]。

南北戦争以後すなわち1860年代のアメリカ資本市場は，再びそこで活動する専門業者を大巾に交替させた。従来のマーチャント・バンカーは，南北戦争によりアメリカへの資金供給が杜絶した際に一旦そこから手をひいていたから，戦後にはほとんど新たな関係を形成しなければならなかった。そのため，アメリカ出身またはアメリカ国内に代理店を有していた少数の有力マーチャント・バンカーを除けば，戦後に全く新らしく侵入したセリグマン商会 (Seligman & Co.), クーン・ローブ商会 (Kuhn Loeb & Co.), スペヤー商会 (Speyer & Co.) などが，むしろ目立った活動をするようになった。また，ピーボディ商会から派生した J. P. モルガンが，この時期に証券市場に登場した。

国内業者としては，従来から引続き第一線で活躍したのは Clarks & Co.

と Drexel & Co くらいであり，しかも前者は一度改組されたものであった。ここでも60年代には，むしろ新興業者の力が古いものを凌駕した。その最も代表的なのは J・クック商会 (J Cooke & Co.) である。また L. P. Morton, G. F. Baker, Vermilyes & Co., なども有力な新興業者として擡頭した[10]。

J・クック商会は E. W. Clarks & Co. から派生し，南北戦争で外資の導入が跡絶えたとき，地方銀行と地方資本家を動員して，当時としてははなはだしく大規模な証券の販売機構を形成した。戦後にもJ・クックの業務は，対欧依存性が小さく，むしろ自らHenry Clew & Co., Fisk & Hatch, Jahn J. Cisco & Son などの国内業者を掌握して，資本市場における支配的勢力を築いた。すなわちJ・クックは，アメリカ国内で発生し，国内資金を基礎にして他の有力マーチャント・バンカーに伍する権力を獲得した最初の証券引受業者だった，ということができる。だがこの商会も，10年後にはすでに不況による困難に直面し，結局破産によって消滅するのである。つまり19世紀末までのアメリカ資本市場史を辿れば，国内資金を根拠にして成立した国内業者の大多数が，数次の不況ごとに破産するか，または有力商会の代理店とかせいぜい二流以下の投資銀行として，生きのびたにすぎないことがわかる。彼らが多少とも資本市場で自立化し優位を得たのは，戦争によって外資流入の途が閉されたり，外国投資家がはなはだしく消極的だったりした，ほんの一時期だけのことであった。

9) なお60年代までのアメリカにおけるマーチャント・バンカーの動向については，宮島宏志氏「アメリカ資本市場史研究ノート㈠」（福島大学商学論集，31巻4号）に詳しい。

10) Redrich: op. cit., pp. 361～4.

1860年代以後のアメリカ資本市場におけるマーチャント・バンカーの性格は，従来とはかなり異なるものになった。まず，南北戦争の終結に伴ない，アメリカでは国債金融が一段落してむしろそれの償還が始まり，公債に代って「ヤンキー鉄道」が海外投資家の主要な投資対象になった。たとえば，

1883年についての数字をみると，外資総額20億ドル中15億ドルまでが，鉄道証券に投下されたものであった[11]。こうした変化に対応して，当然マーチャント・バンカーもこれまでの公債偏重を脱する必要にせまられ，またかかる脱皮を遂げた商会のみが，一流商会として存続したのである。さらに，かように民間の鉄道会社を引受けの対象とするようになると，資本市場における取扱量や引受機会の増加と相俟って，彼らが国内業者を媒介にして取引する慣行は，しばしば不都合なものとなった。他方，鉄道業では，60年代の急速な建設が競争の激化をもたらし，それが70年代以降に大規模な鉄道破産と集中を不可避にした。この分野に利害関係を有するマーチャント・バンカーは，かかる過程を自己に有利に展開させるため，金融手段を通じて積極的に集中過程を主導した。この過程で，マーチャント・バンカー自らのアメリカ資本市場への本格的進出，アメリカ国内への定着，証券業務への専念，資本市場操作ないし発行引受方法の確立がすすめられる。因みに，19世紀末までにこうしてアメリカに定着し，投資銀行なる独特の証券引受専門機関として確立するに至ったマーチャント・バンカーのうち，代表的なものをあげると次のごとくである[12]。

**J．P．モルガン商会 (J. P. Morgan & Co.)**……アメリカ出身の J.S. Morgan (1813～90). はベアリングの同盟者たるピーボディと共同していたが，その息子 J. P. Morgan (1837～1913) はロンドンに渡った後，ピーボディのパートナーおよび後継者となってアメリカに帰った。1860年 J. P. Morgan & Co. をニューヨークに設立，同時に Morgan Grenfell をロンドン所在商会として残した。1895年にはフィラデルフィアの大国内業者 Drexel & Co. と合同。

**クーン・ローブ商会 (Kuhn Loeb & Co.)**……1865年以来，アメリカのブローカー商会で働いてきたドイツ系ユダヤ人 Jacob Schiff (1847～1920) は，マーチャント・バンカー Kuhn Loeb & Co. を設立（1875年）した Salomon Loeb の娘と結婚し，Loeb の引退と共に，ハムブルグの銀行家 Warburg 父子，イギリスの銀行家 O. H. Kahn をパートナーに加え，ドイツ資本とアメリカ鉄道の仲介者として飛躍的に大なる勢力を得た。

**ブラウン・ブラザーズ商会 (Brown Brothers & Co.)**……アメリカ出身。ボルティモアの貿易金融業者 Alexander Brown Co. から派生したマーチャント・バンカーで，イギリス所在名は Brown Shipley & Co.

**スペヤー商会 (Speyer & Co.)**……フランクフルト出身，南北戦争債の引受以来，アメリカ市場に進出し，1878年に Speyer & Co. を設立。ロンドン所在名は Speyer Brothers であるが，主としてドイツ資本の導入で活躍した。

**セリグマン商会 (Seligman & Co.)**……ドイツ出身，1857年，アメリカに貿易商社として設立されたが，スペヤーと同様に南北戦争債の，ドイツ，イギリス，フランスなどでの販売を通じて証券業務重点に転換，ロンドン所在名は Seligman Brothers Ltd.

**ラザード・フレール商会 (Lazard Freres & Co.)**……フランス出身，パリ，ロンドン，ニューヨークに店舗を有する。ロンドン所在名は Lazard Brothers & Co.

**キッダー・ピーボディ商会 (Kidder Peabody & Co.)**……ボストンの有力な証券業者 J. E. Thayer & Brothers の後身で，1865年，パートナーの H. P. Kidder と O. W. Peabody により改組。1866年にベアリングの代理店となってから，マーチャント・バンカーとして成長した。

**リー・ヒギンソン商会 (Lee Higginson & Co.)**……1848年，J. C. Lee と G. H. Higginson によりブローカー商会として設立され，60年代よりマーチャント・バンカーとなって，キッダー・ピーボディと並ぶニュー・イングランドの有力商会に成長した。ロンドン所在名は Higginson & Co. である。

11) 石崎，前掲書 185頁。

12) Redrich: op. cit., var. pages. A. Rochester: Rulers of America. 1936. Chapter 5. TNEC. Hearings. Pt. 22～4. 生川栄治「イギリス金融資本の成立」1956年315頁，などによる。

以上の商会のうちでも，その機能を鉄道資本と完全に結合させることによって最高の経済的支配力を獲得したのは，いうまでもなくモルガンである。モルガンの商会は，19世紀の半ばより本拠地ロンドンでアメリカの公債・鉄道債を引受けていたが，1880年頃まではまだ“old style financial institution”であり，主として手数料商社として活躍していたにすぎなかった。だが1879年，ニューヨーク・セントラル鉄道債の引受，販売にあたって，同族的マーチャント・バンカーたるオーガスト・ベルモント商会や，国内の専門業者モルトン，グールドなどとによるシンジケートを組織し，以後ヴァンダビルト鉄道システムのロンドン金融代理機関として固定された頃から，その性格は鉄道資本そのものと切離し得なくなった。その後モルガンは1880年，84年などの鉄道再編ブームを通じて，鉄道資本の集中に積極的に介入し，1888年にはノーザン・パシフイック鉄道を中心とするヒル鉄道システムの利権を握

り，1889年までには西部の鉄道諸企業を支配下におさめた。これらの事件は「銀行家の勝利，鉄道支配の明け渡し」と表現された。こうして，投資銀行(investment bank) という新しい概念が，人々の頭の中に形成された[14]。

13) 当時の鉄道企業では普通株は経営支配手段として鉄道経営者により保有され，別に資金調達手段としては，海外投資家にたいする社債，国内投資家にたいする優先株が多く用いられた (Redrich: op. cit., p. 349. pp. 353～4.)。このことからアメリカの資本市場では，早くから社債と優先株の発達がいちぢるしい。マーチャント・バンカーが当時扱った証券は，その圧倒的部分が社債であった。鉄道再編に当っては，彼らはさしあたり社債権者としての権限で経営を受託し，その後の改組を通じて始めて株式保有や役員派遣にまでおよんだのである。

14) L. Corey: The House of Morgan. 1930. p. 132. p. 159.

鉄道界は1900年までには6大勢力への分割がほぼ終ったと云われる。すなわち，ハリマン（1900年現在の敷設距離 20,245 マイル)，ヴァンダビルト (19,517 マイル)，モルガン（19,073 マイル)，ペンシルヴァニア鉄道(18,220 マイル)，グールド（16,074 マイル)，ヒル（10,373 マイル）の各利権がそれであるが，モルガンはペンシルヴァニア，ヴァンダビルト，ヒルにたいする金融的な支配者または同盟者だったから，モルガン王国の名は揺ぎないものであった。それに続くのが，ハリマンやロックフェラーの鉄道利権と組んだクーン・ローブのグループだった[15]。このように，アメリカにおいて特殊な重要性をもつ鉄道業を基盤にして投資銀行が確立したことは，投資銀行のその後の経済的支配に関する極めて強力な保証になった。

15) J. A. Hobson: The Evolution of Modern Capitalism. 1926. pp. 259～61.

## III. 投資銀行の産業・銀行への進出

19世紀末までにアメリカの産業は，綿工業や消費財中心のものから鉄鋼業など重工業中心の構造へと変化した。これまで産業発展の基軸をなしていた綿工業は，競争の激化と需要の伸びなやみによって後退し，代って南北戦争に刺戟された鉄鋼業が，戦後の鉄道建設ブームに支えられて大規模かつ近代

的な生産機構を確立したのである。重工業中心へのこうした転換はまた，アメリカの一流工業国としての確立を意味した。すなわち石炭，鉄鋼などの生産で，アメリカは1870年代からイギリス，ドイツをはるかに凌ぐ拡張を果し，1890～1900年頃までに世界最大の生産量をもつに至った。また70年代後半を転期として貿易の出超国になった。だがこの場合注意すべきは，第1に，当時と云えどもアメリカの主要産業が貿易に依存する程度はごく小さかったし，第2に，工業国としてのいちじるしい発達にもかかわらず，アメリカの輸出の過半を占めたのは依然として綿花，食糧を中心とするヨーロッパへの農産物輸出であり，後進諸国にたいする工業製品輸出と併せて，その貿易構造は中進国的な性格を脱しきれなかったのである。これらのことから，工業国としてのアメリカのいちじるしい成長は，先進諸国との直接的な対立を，ただちに激化させるというようなものではなかった。

1873年以来90年の始めまでのほぼ20年間は，世界的に慢性的な不況が蔓延した時期であった。この不況は各資本主義国にとって，これまでの概して自由主義的な経済過程にたいする全面的な行きづまりとして発現したものであり，これを契機としてヨーロッパ諸国は独占の形成をすすめ，帝国主義的な経済政策を採用するようになった。アメリカの資本集中ないし独占の形成も，大体この時期から開始されると云ってよい。しかしアメリカの場合には19世紀後半の産業資本の展開自身がその深刻な行きづまりとして恐慌に発現したというよりも，直接的には，鉄道を中心とする資本市場での対欧依存がドイツ，イギリスの不況で打撃を受け，そのことによる鉄道建設の激減が生産物需要の減少として波及してくるかたちで，不況の損失を被ったという性格がつよいのである。

それにしても鉄鋼業などの主要産業は，こうした不況と海外の生産力の上昇に対処して，設備の近代化によるコスト切下げ，外国商品にたいする関税障壁の強化，国内開発による市場の拡大，に意を注いだ。この過程で，新技術の採用をおこない得ないような劣等企業が，価格の低落に耐えきれず淘汰された。しかし全体としては，鉄鋼業などは不況状勢の中でも生産量を着実

に増やし，かなりの高利潤をあげたのだった。

1880年代になると，アメリカ産業にも企業集中による組織化の動きが生じた。その最初の形態として，鉄鋼，石炭，ウィスキー，塩，製肉などの部門でプールが組織された。プールの内容はほとんどが価格協定であり，生産統制にまで立ちいったものはは少ない。しかもそれらが組織されたのは，1880～2年，87年など，景気が若干の回復をみた時期であって，むしろ不況の最中には協定違反やアウトサイダーの続出によって崩壊する傾向があった。このようにプールは，独占組織としては，当時のドイツにおけるカルテルなどとは較べものにならない脆弱性を有していた。

当時の企業の多くは株式会社形態を採用していたが，それは実質的にパートナーシップと異なるものではなく，資本市場を利用して資産を資金化し，それを基礎にして一挙に外部資金を吸収し支配を集中することに役立つようなものではなかった。この事情は鉄鋼業といえども同様である。当時，資本市場で取引されている工業証券は皆無といってよかった。たとえ市場に出したとしても，工業証券は鉄道証券に較べてはるかに不安定視されたし，アメリカでは，こうした場合にドイツの信用銀行のごとく工業証券の地位を強化してやるような機関が欠如していたのである。

かかる事情のために，アメリカの産業は，19世紀末のトラスト方式を採用した企業合同運動の中で始めて，資本市場を形成することになった。またトラスト方式を通じて始めて，アメリカでも株式会社形態を利用せる本格的な企業集中が開始されたのである。とくにそれは，1897～1903年頃の数年間という一般的な始況期に集中的におこなわれた。1904年までには，全製造工業資本の約⅔がトラストにより支配されるに至った。これまで不況を乗りきってきた比較的優良な諸企業が，それ以上の競合を防ぐ目的と，併せて統合による今後の収益膨脹の予想にもとずいて，かかる急激な集中運動を促進したのである。

16) H. R. Seager & C. A. Gulick: Trust and Corporation Problem. 1929. pp. 60～1.

アメリカにおける最初のトラスト形成は，1882年にロックフェラーにより組織されたスタンダード石油トラストだったと云われている。そしてこの集中方式は80年代に，綿実油，亜麻仁油，砂糖，鉛，ウィスキーなどの部門で次々に模倣された。石油業の場合トラストの形成は，生産物輸送の問題を通じて鉄道資本との密接な関連の下にその気運が醸成されたし，他の部門は比較的国際的な不況の波を被りやすく競争の切迫したものであった。いずれにしてもこうした消費財産業中心のトラストは，種々の点で不完全なものではあったが，独占の形態としても，工業証券市場を育成したという点からも，その他，立法，慣習上の多くの面で，後の本格的なトラスト運動にたいする重要な先駆的役割を果した。

この初期のトラスト形成にあたっては，投資銀行はほとんど関与していない。新証券の発行を主導したのは，当該部門の産業家自身であった。つまりトラストに参与する各企業の株式が一括して新会社に提出され，それと引換えに旧株主が新会社の証券を受けとるという方法がとられたから，ここに金融家が介入する必要はなかった。また投資銀行の方でも，依然として工業証券を不安定視し，トラスト証券の取扱いには消極的だった。だが取引市場においては，この証券はさしあたり投機家の関心を集め，その後次第に投資家の投資対象としても取引されるようになった。

このような工業証券市場の形成を前提として，鉄鋼業でも1897年頃よりトラスト形成がおこなわれるようになった。98年から1900年までの3年間には鉄鋼業で20件の主要な大合同があり，そのほとんどがトラスト方式により組織されている。鉄鋼業以外の主要産業もすべて，この前後に大合同運動を展開した。1897年以前の先駆的なトラスト形成は，総計して約3億ドルの新証券発行により資本総額10億ドルの会社を成立させた程度にすぎないが，98年には，この1年間だけで9億ドル余の資本が合同した。トラスト運動が一段落した1903年現在では，203億7,900万ドルの資本をもつ440のトラストが存在したと推定される[17]。

この時期にはじめて，投資銀行は鉄道証券偏重を脱し，工業金融に関与す

るようになった。たとえばモルガンが鉄道以外の産業に証券発行を通じて関係した最初のものは，1892年のゼネラル・エレクトリック会社でのトラスティーの役割だったと云われるが，これとてもまだ金融的に参加したわけではなかった。ところが98年以降の合同運動期には，すでに主要なトラストのほとんどが一流投資銀行と関係するに至った。中でも，モルガンの指導によって1901年，アメリカ最初の10億ドル会社として成立したU.S.スチール会社は，その最も代表的なものである。この過程でのモルガン勢力の伸長は，きわめて顕著である。鉄道分野でモルガンと競合したクーン・ローブも，1901年の和解以来，しばしばモルガンのトラスト金融に協力するようになった。同時に，マーチャント・バンカーや個人金融業者，商人などにして投資銀行業に転向するものがはなはだ多く，その中から一流投資銀行に名を連ねるものもいくらか出た。

17) Corey: op. cit., pp. 247～8.

だが，こうしたトラスト金融への参与によって生じたトラスト企業と投資銀行との結合関係は，これら企業の蓄積様式の特質と相俟って，はなはだアメリカ的な，特殊なものであった。その点を総括的に述べると，第1に，かかるトラストの形成は株式形態を既存企業統合の手段として，つまり，すぐれて支配集中的な目的で利用したものであって，株式による外部資金調達という目的は背後にやられ，副次的なものになる場合が多かった。事実，トラスト証券発行の多くが新たな現金払込を要しなかったばかりでなく，一旦トラストによる独占体の形成が終ると，企業は再び伝統的な自己金融的蓄積方式に復帰する傾向がつよかった[18]。もちろん後節で述べるように，独占企業による自己金融は株式発行との密接な関連をもったものではあるが，それにしても，株式がその資金調達機能と一応遊離したところで利用されたということは，大企業と投資銀行との結合の基盤が意外に脆弱なものだったことを意味している。

しかし第2に，それにもかかわらず，本格的なトラスト運動の過程では企

業と投資銀行とのかなり緊密な連繋が生じたし，しかもその多くは投資銀行の支配下でおこなわれたのである。この点は先駆的トラストとの大きな相異と云える。その理由としては，① 上のような特徴があるにせよ，やはり種々のかたちでトラスト形成に伴なう現金需要が大規模に生じ，従来の個人的プロモーターや産業家自身のみの力では及び得なくなったこと[19]，② 証券を市場化する以上，資本市場支配を確立した投資銀行の既存の勢力に依存せざるを得なかったこと，すなわち発行・流通過程での市場操作，証券取扱者としての大なる信用力，一挙的な販売力，などはすべてトラスト形成の必須の条件であった，③ 大企業にとっては，証券をひろく市場化することによって将来の多面的な資本市場の利用を確保しておく必要があり，そのためには一流投資銀行との連繋が最も効果的であったこと，などを挙げることができよう。

第3に，トラスト証券の強固さが立証されるにつれて，投資銀行はきわめて積極的にトラスト形成に参与したばかりでなく，時にはトラスト形成そのものを企画し，それを強制するに至った。これに反抗する企業にたいしては，株式の取得，買収，競争企業を用いてのダンピング，資金調達源の封鎖など，あらゆる手がうたれ，結局トラストに参与せざるを得ないような状態に追いこんだ。しかし多くの場合には，かかる策がとられる以前に企業の方が屈伏し，これら企業間の死斗をまたずして投資銀行の下に統一されたのであった。

投資銀行がこのように積極的な態度をとるようになったのは，多分に彼らの創業利得（水増利得）獲得の目的によると云ってよい。初期のトラストのようにトラスト証券が被合併会社の証券と 1：1 の割合で交換されている限りでは，水増利得は生じなかった。だがトラスト形成が従来の個々の企業を総和したよりも大なる収益力を有することが次第に明らかになるや，その交換比率は漸次トラスト証券に有利となり，従って新会社の資産は現実に存在する価値を上廻って評価されるに至った。こうした変化を基礎にして，トラスト・プロモーターとしての投資銀行は，トラスト形成による将来の独占利潤を一方的に予想して資本化し，その過大資本額を利得として受けとること

になったのである。具体的にはここで，実質資本額を代表する優先株と将来の独占利潤の予想額を資本化せる普通株とが分化して発行され，後者をプロモーターや大株主がボーナスとして与えられた。こうした水増利得目的による証券発行という性格は，主要な独占形成が完了した後の資本市場において，いっそう顕著になってくる。

18) たとえば，20世紀初頭の鉄鋼業の場合，主要4社の運用資金調達源泉をみると，1905～15年総額中，利益留保43.5%，減価償却積立金33.8%と自己金融部分が77.3%を占め，社債は18.5%，株式発行によるものは4.2%にすぎなかった。** G. G. Schroeder: The Growth of Major Steel Co. 1900～50. 1953.（武田隆夫編:「帝国主義論上」234頁より。）

19) トラスト形成による現金の必要は，① プロモーターが被合同会社を一定期限，一定価格で新会社に売渡す契約を締結するに際し，いわゆるオプション・マネーを要する，② 即時返済が必要な被合同会社の債務の存在，③ 新設会社の当面の運転資金の必要，④ 旧株主中，トラスト証券との交換を好まない者にたいする現金の支払，などのために生じた。

投資銀行による産業証券市場への進出は，同時に投資銀行と商業銀行との積極的な接近をうながした。トラスト形成期以後の証券発行は，従来に較べてはるかに大規模かつ恒常的であり，不断に回転するかなり巨額の資金を要したため，大投資銀行と云えども自己資金に不足を感ずる場合が生じたし，また彼らとしては，むしろ自己資金の利用をおさえて他商会との“team operation”や低利の外部資金を運用することが一般に有利だったのである。この場合，商業銀行資金の利用は，① 投資銀行が証券引受資金を担保付または無担保で短期借入れする，② 商業銀行自身が証券の一部を自己の投資として購入する，という方法でおこなわれた。

単一銀行制度のもとに全国に散在していたアメリカ商業銀行は，投資銀行の側からのこうした要請に基いて，少数権力下への本格的な集中傾向を開始した。たとえばモルガンは1899年から1901年までの間に，株式保有や役員兼任を通じて10行以上の商業銀行・信託会社を掌握した。すでに述べたような，コルレスによる全国的な資金集中機構がいちじるしく発達し，その資金の大部分がコール・ローンとして，証券発行・取引市場に貸出されるとい

う慣行が確立した。かかる事態は当然，市場での証券引受能力を急速にたかめたのであって，第1次大戦までのアメリカの資本市場はなお外資への依存を絶ちきれなかったとは云え，実質的にはほとんど国内のみで処理しきれるような状態にまで達していたのである。

だが，同時に，当時の商業銀行の集中傾向は，それをあまり過大視するのは誤まりである。一例としてホブソンが作成した第2表により，支配的勢力

**第2表**　1901年，4大勢力の資産（100万ドル）

| | 鉄　道 | 銀　行 | 産　業<br>トラスト | 計 |
|---|---|---|---|---|
| スタンダード石油・グールド・ハリマン・グループ | 1,997 | 85 | 746 | 2,828 |
| モ　ル　ガ　ン | 1,691 | 122 | 1,677 | 3,490 |
| ヴ　ァ　ン　ダ　ビ　ル　ト | 753 | 12 | 10 | 775 |
| ペンシルヴァニア鉄道グループ | 870 | — | 30 | 900 |
| 計 | 5,311 | 219 | 2,463 | 7,993 |

J. A. Hobson: The Evolution of Modern Capitalism. 1926. p. 260.

に占める銀行資産の位置をみても，それは1920，30年代に較べて，まだはなはだ小さいものであった。商業銀行の主要業務になりつつある証券貸付および投資の内容にしても，その圧倒的部分は鉄道債と公債なのであって，トラスト証券との直接的な関係はまだほとんど無いのである。この点では商業銀行は，投資銀行よりもはるかに保守的であった。つまり，トラスト形成期におけるアメリカの銀行業は，コール・ローンや証券投資による資本市場への接近によって自ら集中への端緒につき，一種のフイナンシャル・バンキング的な性格をつよめたのであるが，とは云っても，それがただちにアメリカ産業の独占形成ないしその後の再生産過程と，証券金融を通じて密着する方向を辿ったわけではなかった。むしろ当時の商業銀行の業務の性格から云えば依然としてその分散的，パーソナルな特徴，資本市場と貨幣市場にまたがりながらそのいずれに於ても部分的な機能しか果しえない，という特質を多分に残していた。そのことは1912年のピュージョー委員会調査の時期におい

てすら，そうであった。投資銀行との連繋にしても，それは20年代以降にみられるような機構的，近代的なものとは云い難い。むしろ当時の商業銀行資金が資本市場で果した最大の役割は，取引市場におけるブローカーへの短期資付を通じて，きわめて活発な証券取引活動を促進したことだというべきであろう。

## 第1節　1920年代の投資銀行

### I. 大戦が資本市場と投資銀行にあたえた影響

周知のように，第1次大戦を契機として，アメリカは債務国から債権国へ，資本借入国から貸付国へと転換した。大戦前にもすでにアメリカの生産力は多くの主要部門で世界の第1位を占めたが，生産物の大部分が国内市場を対象としたため，輸出額ではイギリス，ドイツに遠く及ばなかった。しかし大戦によって，アメリカはきわめて有利な条件を得た。ヨーロッパ経済は疲弊し，他方，アメリカは戦時戦後の国内外の需要増加によって生産を急激に拡張した。この結果，輸出総額でもイギリスを抜いて1位となった。だが，かといってアメリカの生産構造が貿易依存度をいちじるしくたかめたわけではなく，むしろアメリカの経済は，依然として原料獲得から市場での製品販売に至る全過程を国内で基本的に処理するという特徴をもっていた。しかも，この貿易の占めるわずかの比重が世界的には最大量だったのだから，第1次大戦後のアメリカの経済力がいかにずばぬけて強大だったかがわかるのである。

資本市場における転換も同様である。イギリス，フランスが保有していたアメリカ証券は戦争勃発と同時にほとんどアメリカに売戻され，その上，外国証券のアメリカ市場での発行をもアメリカが引受けなければならなかった。同時に，戦時中にはアメリカ政府によって巨額の公債が発行されたが，その大部分は連合国にたいする貸付資金の調達のためのものであった[1]。大戦後も外国証券の国内新発行は続き，1920～23年の4年間に22億6,000万

ドル，1924～27年に45億ドル，1928～30年の3年間に31億7,000万ドルに達した[2]。この量は，1920年代を通じて，アメリカにおける全証券発行量の15～17％程度を一貫して占める。国別では，大戦中はイギリス，フランス証券の比重がかなりたかいが，20年代には，カナダ，ラテン・アメリカ，極東地域の諸国による発行が圧倒的で，ドイツがこれに次いだ[3]。このドイツ証券の引受は，同じドイツへの短資輸出，財務省による直接的貸付と相俟って，戦後のドイツが外国から供給された資金の大半を占める。ドイツはこの資金をもって，自国の復興に用いると共にドウズ案に基づくヨーロッパ連合国への賠償支払に当て，その連合国は，ドイツから取立てた資金を対米戦債および戦後債務の支払いに振向ける，という関係が展開された。戦後の世界資本主義の再建・安定化は，アメリカの資本輸出を起点とするこうした資金循環と共に進行した，ということができる。

1) 1914～19年の間に，外国人保有のアメリカ証券，約30億ドルがアメリカに還流した。また，アメリカ政府が1917～19年に5次に亘って発行した自由公債約250億ドル中，150億ドル余は連合国政府に直接貸付けられたのであった。*
* A. Rochester: Rulers of America. 1936. p. 36.

2) A. W. Dakin: Foreign Securities in the American Money Market. 1914-1930. (Harvard Business Review. vol. 10.) p. 229.

3) ibid., p. 231.

このような情勢の変化につれて，投資銀行の対外的な機能も大きく変化した。すなわち大ざっぱにいえば，この時期を堺にして，投資銀行は主として外資を国内に調達するという役割から，海外への資金調達者，外国証券のアメリカ市場における引受機関としての役割に転換した。またこの過程では，これまで依然としてロンドンの商会に従属していた投資銀行のいくつかが，完全にアメリカ資本市場を本拠として独立し，場合によっては在外機関への優位を獲得した。

かかる場合にも最大の役割を果したのはモルガンである。J.P. モルガン商会は1915年1月にイギリス政府の合衆国における購買代理人に指定され，同年5月にはフランス政府の購買代理人となって，食糧，軍需品などを調達

したが，この買付額は約30億ドルにのぼった[4]。また，大戦勃発から合衆国参戦までの間にモルガンが設定した対外クレジットは15億5,000万ドル，その後1919～33年までの15年間に彼がアメリカ市場で引受けた外債は22億3,300万ドルと推定されている。戦後についての金額は，同期間の全外国証券の約1/6，モルガン商会による証券引受額の37％にあたる[5]。ドーズ案が採用されたとき，モルガンはドイツに与える借款を，ニューヨークの大銀行間に彼らとは何らの協議もなしに割当てプランを作成していたという。その他の投資銀行については，たとえばクーン・ローブ商会は，第1次大戦による外債引受を契機に従来の鉄道債偏重をかなり脱したようである。彼は30年代初めまでに，モルガンの約1/3の外債をアメリカ国内で募集した。ディロン・リード商会（Dillon, Read & Co.）は大戦後の外国証券取扱いによって一躍一流投資銀行の列に入ることになり，1919～31年の間にモルガンに次ぐ量（15億ドル）の外国証券を引受けた[6]。ブラウン・ブラザーズ，セリグマン商会などは，大戦を機に従来のロンドン商会への依存を絶った。彼らも戦時の対外金融ではかなり活躍したが，その後は外債部門から漸次身をひき国内産業証券に専念する方向をとったようである。

4) Rochester: op. cit., p. 38.

5) ラン「合衆国の独占資本主義の基礎」（「アメリカ資本主義の諸問題」1932年）78頁。

6) ディロン・リード商会は，中西部の機械工場主 C. Dillon とニューヨークの個人銀行 W. A. Read & Co. との結合（1916年）に従がい，1921年に上記商会に改称されたものである。*

* F. Redrich: The Molding of American Banking Men and Ideas. Pt. II. 1951. p. 420.

それと同時に大戦による変化として注目すべきは，国内における証券の小売販売に重点をおく商会が増えたことである。19世紀の70年代までは，小売販売機構をもつような一流商会は皆無といってよかった。トラスト形成期には，工業証券が主として国内投資家に依存した関係もあって，有力な投資銀行中，たとえばリー・ヒギンソン，ハルシー，N・W・ハリス商会のごとく，かなり大規模な販売機構をもつものが出現している。しかしなお，当時の投資家とはごく少数の富裕な個人や機関に限られたから，販売機構の必要

性は小さかったのである。だが大戦時には事情が一変した。政府による投資家創出の一大キャンペインによって，戦争直前にはまだ20万人程度と推定された全国の証券保有者数が，大戦終了時までに一躍2,000万人に増えたといわれる[7]。こうした大衆資金の動員に対応して，投資銀行の販売部門の設置が促進されたのだった。それと共に販売部のみに重点をおくような，多数の中小銀行が設立された。彼らは各々の地域や専門職能に応じて一流投資銀行の引受業務に従属し，その販売部門化した。このようにして投資銀行機構内部での分業体制，固着的なシンジケートの組織が形成されてくるわけであるが，その点は後節で述べる。

7) G. L. Leffler: The Stock Market. 1951. pp. 91～2.
大戦中にアメリカ政府が発行した公債中の約78％（197億ドル）まではこうしたキャンペインにより創出された個人投資家と銀行以外の機関とによって購入された。*
* Studenski & Krooss: Financial History of the U. S. 1952. p. 292.

戦時中に増加した証券保有者の大半は，もちろん公債への投資家だった。国内の産業も，戦時中は「戦争花嫁」と呼ばれた軍需産業を中心にはなはだ活況を呈したが，一般に資本市場の方は，外国の資金引揚げと新調達発行，および連邦政府による主として対外貸付のための公債発行，の動きに圧倒された。この公債発行は19年末まで戦後処理目的で続いたが，以後，政府は一転して赤字減少のための大規模な公債償還政策を開始した。そこで当然，引揚げられた公債に代る大量の資金が資本市場に残った。この資金は結局，投資を求めて民間証券の市場に向うことになる。戦後の証券ブームは，さしあたりこうした資金の利用をもって始まったと考えられる。

## II. 企業蓄積と合同運動の特質

大戦後の一時的不況を経て，アメリカ産業は1921年後半から一般的な好況を開始した。だが，この好況という外見の背後を探ってみると，そこにはこれまでの発展過程とはかなり異なる，いくつかの特徴が生じている。

まず，トラストの形成以来，着実に生産力を伸長した大企業は，大戦によ

ってさらに飛躍的に拡張されたが，他方では，この頃までに国内の既存のフロンティアは一応消滅した。だから，戦後復興による需要が一巡した後には，これら企業の生産物にたいする国内需要は伸びなやんだ。しかも，トラストの形成によってすでに高度な独占的組織化を完了している主要産業では，それ以上の組織化によって生産力の飽和に対処しうるという可能性は，はなはだ少ない。かといってアメリカには，その生産力をただちに対外的な進出によって処理する方向をとるわけにも行かない事情があった。というのは，アメリカは諸外国にたいする巨額の債権国であり，もしアメリカ生産物がヨーロッパへ進出してヨーロッパ諸国の経済復興を阻害すれば，アメリカからヨーロッパを循環してアメリカに帰る世界資本主義の資金構造に打撃を与えるばかりか，ひいてはアメリカ自身の債権や利子受取に損害をもたらすだろうからである。

アメリカがこうした問題をかかえつつも，20年代を通じて経済の「永遠の繁栄」という様相を維持し，ともかくも世界資本主義の相対的安定を支え得たのは，次の理由によると考えられる。第1に，産業発展の基幹をなしてきた鉄鋼，石油，機械など原材料部門における大独占が，自動車，住宅建設，化学，電気工業，人造繊維などの新興産業に主導されて生産の素材的な大転換をとげたことである。この過程は，一方で上のような新興産業の擡頭を含みながら，他方では農業を始めとし石炭，繊維，造船，製革などの諸部門がいちじるしく斜陽化して行くという，産業構造上のかなり重要な再編を伴ないつつ展開された。このような斜陽部門の存在が，アメリカ金融資本の一つの弱点となっていたことは見逃せない。だがそれにしても，こうした転換は，その過程で採用された急速な技術革新と相俟って，生産物にたいする新たな市場の創出と拡大をうながしたばかりでなく，旧設備を一方で廃棄・遊休しつつおこなわれた新設備投資への，かなり大規模な資金需要をももたらしたのである。

第2に，大戦によって動員され大戦後に公債市場から遊離した厖大な大衆資金，戦後の所得水準のいちじるしい上昇から派生した個人投資家の資金，お

よび現実資本に転化し得ずに企業内部に留保された大量の遊休資金などは，一様に産業証券市場に殺到して証券価格を押しあげ，空前の証券ブームを現象させながら国内生産の停滞的な側面を覆いかくす，という結果をもたらした。換言すれば，当時，投資を求めながら現実の資本形成には吸収され得なかった厖大な過剰資金が，資本市場での大衆資金の収奪を通じて高利益をあげる資金に転化するという，きわめて有力なはけ口をもったことなのである。この点については，以下の叙述がおいおいより明らかにするはずである。

こうした事情に基づき，当時の企業蓄積とくに大企業蓄積にみられたいちじるしい特徴として，企業がブーム下にある資本市場を背後に控え，一面ではそれを積極的に利用していながら，各々の直接的な生産活動自身は圧倒的に自己金融方式でおしすすめるという現象が顕著になった。この特徴をもう少し具体的に明らかにするために，以下，当時の代表的ないくつかの産業部門について，その資金調達・運用の状態を概観しておこう。

(1)　鉄鋼業　　鉄鋼業の支配集中は，20世紀初頭の U.S. スチール会社の成立をもって一応完成していた。しかし鉄鋼業の生産能力は第1次大戦によって急速に上昇した。戦後の数年間は若干の低下をみたが，23年より再び上昇に転じ，以後20年代を通じてその傾向を続けた。だが，この場合注目すべきは，20年代後半の生産能力の増大が，設備の拡張によるというよりも，ほとんど新技術の導入によっておこなわれたことであった。つまり，それは，自動車，鉄鋼器具など耐久消費財産業を対象とする light steels の分野で集中的におこなわれた拡張であり，鉄道，重工業などを主たる顧客とする heavy steels の分野は相対的に不振だった。そのため，U.S. スチール，ベスレヘム製鋼，ジョーンズ & ラフリンなど，これまで heavy steels に重点をおいた企業ほど，従来の生産設備を大量に遊休せしめたまま，比較的多くの新投資をおこなったのである。

そこで U.S. スチール会社だけをとりあげてみよう。第3表は30年代をも含む大戦間の時期の同社の資金調達・運用状況である。表によると，長期資金必要額の約76％が，何らかの内部的な源泉から調達された。そしてそ

**第3表**　U.S. スチール会社の長期資金調達・運用（1921～38年）

| | | | (100万ドル) 金額 | % |
|---|---|---|---|---|
| 資金源泉 | 利益留保 | 純利益 | (1,102) | 10.7 |
| | | 配当 | (910) 192 | |
| | 減価償却積立金 | | 938 | 52.3 |
| | 普通株発行 | 現金発行 | (148) | 13.4 |
| | | 財産との交換 | (51) 240 | |
| | | 流動資産との交換 | (41) | |
| | 社債発行 | | 187 | 10.4 |
| | 税金払戻 | | 50 | 2.7 |
| | 運転資本縮少 | | 186 | 10.4 |
| 資金用途 | 設備投資 | | 1,222 | 68.2 |
| | 普通株と交換せる財産 | | 51 | 2.8 |
| | 社債返済 | | 520 | 29.0 |
| 計 | | | 1,793 | |

Hearings before the TNEC. Pt. 9. p. 4026. により算出，作成。

の圧倒的部分は減価償却積立金である。とはいえ，上のような理由により，同社では価値的には更新投資であっても，新技術により事実上新投資と区別し得ないような性質の投資が多かった。なお，20年代を通じて，U.S. スチールは常に20％前後の設備を遊休させていた。だが同時に，20年代における同社の採算操業度は約40％未満だったから，8割程度の稼働率を保っただけで，かなり大きな利益が保証されていたのである。

他方，証券発行による資金調達は，表によれば全体の約24％を占めている。しかし，社債の発行額はその返済額よりはるかに少ないし，株式発行については，一部は合同に伴なう他企業の資産獲得のためのもの，現金発行は大部分が社債償還のためのものであった。つまり，直接的な設備投下資金はほぼすべてが内部蓄積ではたされ，資本市場で調達された資金は，資本市場における取引や返済のための資金として，その範囲内で独自に回転しているといった傾向がみられる。

(2)　石油業　アメリカの石油業は19世紀末までにスタンダード石油を頂

点とする巨大な独占体を形成していた。当時の石油は主として灯油として利用されたのであるが，それ故に一定の生産規模が確保されてからは伸びなやみの状態にあった。だが1919年以後，生産は再び急速に増え，20年代，30年代を通じて次々とその記録を更新した。かかる増加の9割以上は国内需要に向けられたが，とくにその大部分はガソリンと潤滑油の需要であり，それに次ぐのが燃料であった。つまり，自動車産業の進出に伴なう需要構造の変化に対応して，生産物の素材的転換がおこなわれたわけである。そのため石油業では，技術革新投資が比較的大規模に進められた。だが実は，こうした転換のための投資は，基本的には1915～20年の間にほぼ完了していたのであって，その後は主として生産コストの切下げということが，投資の推進力になったようである。

石油大企業の大戦間における資金調達状況は，鉄鋼業の場合とほぼ同様であった。ただ石油業の方が，自動車産業とより直接的に結びついて需要を大規模に拡張したこと，頻繁なコスト切下げに成功したことなどもあって，利益留保の規模は鉄鋼業よりも大きかった。従って資本市場への依存は石油業の方がより小さく，20年代の技術革新投資はそのほぼ全部が自己金融でまかなわれたと考えられる。

(3) 自動車工業　アメリカの自動車製造業は，大戦間における最大の成長産業だったといわれている。その純資産額は，1920年の12億ドルから26年の21億ドルまで飛躍的に上昇した。しかしその後は29年までほぼ同水準に保たれ，1930年代には若干の後退がみられる。30年代後半より第2次大戦を経て，自動車産業は再び顕著に拡大されるようになる。

この過程で自動車生産に最大の投資をおこなったのはフォードとジェネラル・モーターズであり，クライスラーがこれに次いだ。この3会社が事実上生産の大部分を占め，他の会社は中小企業の域を脱し得ないようなものであった。

3会社の中で，フォードとクライスラーは個人企業的性格がつよく，とくにフォード会社は，あらゆる金融利権からまったく独立していることを同社

**第4表**　ジェネラル・モーターズの資金状況（100万ドル）

| 年 | 総設備投資 | | 内部資金 | | | 外部資金 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 設備工場 | "Special Tools" | 利益留保 | 減価償却積立金 | "Special Tools" 控除 | 証券発行又は増資 | 債務の増加 |
| 1921 | 11.7 | | −65.5 | 6.8 | | 0.8 | −33.1 |
| 1922 | 13.8 | | 34.9 | 13.6 | | 3.6 | −27.8 |
| 1923 | 29.8 | | 30.4 | 15.1 | | 2.0 | 25.4 |
| 1924 | 16.1 | | 13.0 | 16.1 | | | −32.1 |
| 1925 | 12.6 | | 36.9 | 17.2 | | | 62.0 |
| 1926 | 137.2 | | 64.5 | 20.3 | | 82.7 | 35.3 |
| 1927 | 55.1 | | 94.4 | 26.9 | | 29.1 | 15.0 |
| 1928 | 79.8 | | 97.6 | 30.5 | | | 13.7 |
| 1929 | 75.6 | 27.7 | 79.9 | 35.2 | 29.4 | 19.2 | −55.3 |
| 1930 | 25.3 | 20.5 | 13.7 | 37.7 | 15.7 | − 1.4 | −33.9 |
| 1931 | 17.7 | 20.5 | −43.0 | 38.0 | 23.5 | | 0.8 |
| 1932 | 4.9 | 18.8 | −63.0 | 37.2 | 20.3 | | −26.8 |
| 1933 | 7.9 | 14.1 | 20.2 | 30.1 | 15.1 | − 9.5 | 18.3 |
| 1934 | 24.4 | 19.2 | 21.1 | 32.6 | 20.1 | | 14.0 |
| 1935 | 51.1 | 24.5 | 61.6 | 35.4 | 23.7 | | 54.9 |
| 1936 | 98.7 | 35.3 | 36.4 | 38.8 | 22.4 | | 29.2 |
| 1937 | 76.7 | 32.2 | 26.7 | 43.0 | 40.2 | | −28.6 |
| 1938 | 32.3 | 33.3 | 28.6 | 46.2 | 28.4 | | −12.6 |
| 計 | 770.8 | 246.1 | 488.5 | 520.6 | 239.0 | 126.6 | 18.4 |

Hearings before the TNEC. Pt. 9. pp. 4031～2. より作成。

の誇りとしていた。それにたいしてジェネラル・モーターズはモルガンの一員であり，3会社中では，外部資金の利用が最も頻繁である。それにしても，第4表にみるように，内部蓄積にたいする証券発行の比重はごく小さかった。しかも表にみられる証券発行の大部分が自己蓄積の資本組入れに基づく無償発行であって，また26年の8,000万ドル余は，合同による財産取得のためのものだった。経常的財務における資金調達目的での発行としては，27年の2,700万ドル優先株などがあったにすぎない。つまり，投資の大部分が結局自己蓄積でおこなわれたが，とくにそのうち利益留保（資本組入された剰余金を含む）の比重のたかいことが，鉄鋼，石油などの大企業と比べた場合の，同社の特徴である。しかも鉄鋼，石油企業などに比べるとジェネラル・モー

ターズの配当性向はかなりたかかった（20年代には利益の7.8割が配当されたとみられる）のであるから，同社の利益規模がきわめて大きいものだったことがわかる。だがそれと同時に，投資の規模が鉄鋼業などよりもかなり小さかったことも挙げる必要がある。自動車産業は重工業に比して，その取扱う商品量ほどには，大なる設備や工場を必要としなかったし，モデルや性能に関する競合が激しかったとはいえ，そのための技術革新投資もさして巨額にはならなかったようである。

(4) 電気機械工業　ラジオ，電動機，電力，電灯設備，家庭電気器具等々を製造する電気機械工業は，大戦間がその最大の成長期だった。この期を通じ，同部門を圧倒的に支配したのは，モルガン・グループの一員たるジェネラル・エレクトリック会社である。それに次ぐのはウェスティングハウスであるが，同社ですら前者の半分の価値を生産し得たにすぎない。

ジェネラル・エレクトリックは新興産業といっても，20世紀初頭までにすでにトラストによる独占の形成を完了していた。1892年に4,500万ドルの資産をもって成立して以来，数次の合同，証券発行，自己蓄積により企業規模を拡大し，1938年現在で3億2,274万ドルの資産を擁する企業に成長した。その間の数十年の拡張資金源泉を示したのが第5表である。表のうち，現金調達と資産取得のための証券発行は，すべて第1次大戦以前におこなわれた。それにたいして実質的に自己蓄積を意味するストック・ディヴィデンド

**第5表**　ジェネラル・エレクトリック会社の資金源泉（1938年現在）

| 資金源泉 | | 金額 |
|---|---|---|
| 内部留保資金 | | 142,452,000 |
| 株式発行 | | 280,287,000 |
| （内訳） | ストック・ディヴィデンド | 49,790,000 |
| | 資産取得のため | 37,784,000 |
| | 同社の社債償却のため | 17,334,000 |
| | 現金調達のため | 75,379,000 |
| 計 | | 322,739,000 |

Hearings before the TNEC. Pt. 9. p. 3599. より作成。

は，多く大戦後（主として1922～26年）の出来事だった。つまり20年代の同社の財務政策は，自己金融を基調としつつ，トラスト形成期以来堆積した社債・優先株を資本市場の利用によって償却せん，というものであった。

(5) 航空機製造業　この業種は大戦間の成長産業といっても，その本格的な発展は1927年以後のことであり，他の産業の生産がすでに飽和ないし後退の兆をみせていた1928，9年に最大の設備投資を行なって，証券ブームを煽りもちこたえるにきわめて大きな役割をはたした。1925年から28年10月までにはまだ2,474万ドルの新証券が同産業で公募されたにすぎなかったが，その後の15カ月間に，2億1,951万ドルが市場で発行されている。そして1925～29年の5年間に73の航空機会社が新設され，その総資産も3,000万ドル未満から4億1,000万ドルにまで増えた。同時に28年以後は，これら新設会社が急速に合同された。

このように，設立期と合同の最盛期が証券ブームの頂点と重なったために，航空機産業の形成は，トラスト形成期の他産業にみられたよりも一層顕著な投機的性格を伴なっていた。その資産は，はなはだしく水増されていた。そこで証券市場の崩壊以後，1934年までに大幅な破産や合併がおこなわれ，同産業には17社が残るにすぎなくなったが，彼らといえども，その水増資産を完全に実質的資産によって埋めつくしたとはいえない状態にあった。そのためこの産業では，30年代になって始めて，その水増分を埋めつつ企業の安定的発展をはかるという意図で，積極的に自己金融化政策がとられるようになったのである。

(6) 鉄道業　最後に，かって資本市場で最優位を占めた鉄道業についてみておこう。20年代の鉄道業は拡張の余地が相対的に小さかったことと，工業証券，公益事業証券の進出がいちじるしかったために，資本市場における鉄道証券の比重は年々低下した。だがそれでも，第6表にみるように，大鉄道業の資本市場への依存度は，他産業の水準とほぼ同じか，まだ，ややたかい程度である。ここで社債の占める比重がとくにたかいのは，外資依存から出発した鉄道業における伝統的な傾向である。それにしても20年代の資金調達中自己蓄積部分は75％以上なのであるから，自己金融基調は他産業と

**第6表**　第1級鉄道の資金調達状況（100万ドル）

| | 内部資金から | | | | 運転資本の減少から | 証券発行から | | | 総　計 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 利益留保 | 減価償却 | その他* | 計 | | 株式 | 社債 | 計 | |
| 1921～1930年 | 2,424 | 2,183 | 1,396 | 6,003 (69.10%) | 555 (6.39%) | 479 | 1,640 | 2,129 (24.51%) | 8,688 (100.00%) |
| 1931～1937年 | −476 | 1,419 | 460 | 1,403 (86.29) | 415 (25,51) | −116 | −75 | −191 (−11.80) | 1,625 (100.00) |

* 営業外収益，諸積立金など。
Hearings before the TNEC. Pt. 9. pp. 4019～22. により作成。

同様に顕著である[8]。

8)　ここではいちいち文献を注記する煩を避けたが，各産業についての以上の叙述は主として，Hearings before the TNEC. Pt. 9. TNEC. Monograph. No. 12. No. 13. No. 15. およびアメリカ産業の動向に関するいくつかの著作によっている。

以上，代表的な産業の粗描からみた20年代における自己金融現象の特徴を，従来アメリカに伝統的だった自己金融の傾向と比べながら総括すると，次のごとくいい得るであろう。第1に，20年代の自己金融は国内市場の飽和に基づく生産の停滞という側面をかなり顕著に示している。それは，多くの産業が必ずしも技術革新による旧設備の陳腐化とはいえない遊休設備を大量にかかえていたこと，第7表の大ざっぱな計算からもわかるように，内部資金中で減価償却積立金部分の占める比重がはなはだたかかったこと，それに，

**第7表**　全鉱工業における内部資金構成（100万ドル）

| 年 | 固定資本粗投資額 | 内部資金 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 計 | 利益留保 | 減価償却 |
| 1900～14 | 14,901 (100.0%) | 12,937 (86.9) | 6,730 (45.2) | 6,257 (41.7) |
| 1920～29 | 25,352 (100.0%) | 26,232 (103.4) | 5,565 (21.9) | 20,667 (81.5) |
| 1930～39 | 17,662 (100.0%) | 9,212 (52.2) | −10,662 (−60.2) | 19,874 (112.4) |

D. Creamer and others: Capital in Manufacturing and Mining its formation and financing. 1960. pp. 331～4. により作成。

新生産投資の規模自身がさほどたかい水準に達しなかったこと，などから明らかである。しかし第2に，20年代の自己金融現象は必ずしも上のような消極面ばかりを反映しているともいえない。むしろ他面では，価格政策と合理化を通じてたかい利潤を確保した独占体が，積極的な財務政策としてそれを推進したという性格がつよいのである。このことは当時の相対的に高水準の利潤，配当性向の低下，価格の硬直性，社債の償却傾向，採算必要操業度のいちじるしい低下，などを示す諸資料からうかがうことができる。そこで第3に，自己金融と資本市場との関連について，それをトラスト形成期に比べて多少シェーマ化すれば次のごとくである。トラスト形成期には，企業の急速な拡張や集中が過大に評価された証券を含む証券発行によっておこなわれ，こうして成立した大企業が，その後の自己蓄積によって水増資産に実体的根拠を与えるとか経営内容を充実させるとかの過程をたどった。それにたいして，20年代には事態は逆であった。企業の財務方式は一貫して自己金融を基調とし，配当を抑制しつつ自己蓄積により資産を拡張した。そして，その資産を資金化する目的で証券を事後的に発行したのである。だからこの場合には，現金の払込を要しない無償交付，株式配当(ストック・ディヴィデンド)，株式分割などが，資本市場で広範に用いられるようになった。つまり代表的企業にとっての証券発行の性格は，少なくとも財務的には自己金融を補完する程度になり，むしろいよいよ支配集中手段たる側面をつよめた，といってよいであろう。

このように主要産業での自己金融化が進行したのに，他方では前述のごとく投資を求める厖大な資金が資本市場に殺到した。そのことは当然，証券の需給をはなはだしく不等にしたから，1924年頃より株価は急速に騰貴し始めた。1923年を100とする投機利得——取引所における証券購入と販売との差額——の指数は，24年の129.2，25年の250.6から29年の400.3まで，つまり4倍以上に上昇している[9]。こうした厖大な投資需要に対応し，発行に際しての巨額のプロモーター利得を獲得し，ひいては投機活動の範囲を一層拡大するために，投資銀行は戦前よりも激しい企業合同による証券発行にう

ったえたのである。合同といっても，すでに主要部門での独占形成は完了していたわけだから，投資銀行は合同する必要のないあらゆる企業の合同にまで熱中することになった。そこでは結合する企業の性質や結合による経営上の得失が考慮の背後に押しやられ，「石けんとろうそくが合同する」ような事態がごく一般的に生じた。こうして史上空前の企業結合がおこなわれた。1920～29年に合同によって消滅した会社数は実に6,600にのぼった。また27年現在の400大企業を調査したところでは，そのうち93社までが21年以後の7年間に何らかの改組または設立を経ていることがわかった[10]。また第8表によれば，1920年代に資本市場に提出された新証券のうち，それが企業

**第8表** 発行中における純生産金融（100万ドル）

| 年　　度 | 証券新発行 | 純生産金融 | 後者の前者にたいする% |
|---|---|---|---|
| 1922 | 3,568 | 2,721 | 76.3 |
| 1923 | 3,812 | 2,954 | 77.5 |
| 1924 | 4,521 | 3,466 | 76.2 |
| 1925 | 5,141 | 3,318 | 64.5 |
| 1926 | 5,208 | 3,168 | 60.8 |
| 1927 | 6,152 | 3,259 | 53.0 |
| 1928 | 6,682 | 2,947 | 44.1 |
| 1929 | 9,155 | 3,186 | 34.7 |
| 1930 | 6,068 | 3,446 | 57.2 |

H. Moulon: The Formation of Capital. 1935. p. 145.

の純金融目的によると推定される部分の比率は，22年の76.3％から29年の34.7％にまで低下している。この点に関しては，別な調査は生産目的のための証券発行をさらに少なく推定しており，たとえば29年の比率は20％以下だとしているのである[11]。生産目的以外の発行の中には社債の借換発行，短期の債務返済のための発行なども含まれるわけであるが，それにしてもこのようにはなはだしい比率の変化は，明らかに単なる投機目的による証券発行の増加を反映しているといえよう。たとえばある合同に伴なう発行においては，新会社は大量の新証券を発行市場に提出すると同時に，それを市場で積極的に購入した。彼らにとっては販売量と購買量との差額だけが実質的な発

行必要量であるのに，その6～7倍の証券が市場に提供され，それに伴なって発行者グループが厖大な投機的利得を獲得した。発行に際して投資銀行などがこの程度の大規模な市場操作を計画的におこなうということは，当時ごく普通にみられた現象であった[12]。

9) L. Corey: The Decline of American Capitalism. 1934. p. 172.
10) Nelson: Merger Movements in American Industry. 1895–1956. p. 96.
11) TNEC. Monograph. No. 37. p. 61.
12) Hearings before the TNEC. Pt. 5–A. p. 2414.

企業の現実の生産過程と遊離しつつ資本市場が拡大されるという傾向は，序節で述べたようにトラスト形成期にもみられたのであるが，それでもその時期にはまだ一挙的な支配集中の手段として資本市場を利用するという目的が基本的な動力になっていたから，アメリカ経済の金融資本的組織化にとっては必須のものであった。もちろんこうした動力が20年代に消滅したというわけではないが，それにしてもこの時期の企業合同に伴なう証券発行には，何よりも水増利得ないし投機利得獲得が主要目的となっているという場合が，はなはだ多いのである。そうなると，発行証券の水増部分が将来の独占利潤によって実質的に埋められるかどうかはますます関心の外におかれ，証券の詐欺的な性質がつよまる。しかしこのことは，そのままでは企業の経営自身にも不安定性を付与し，また支配をおびやかす危険を含んでいる。それを避けるために，20年代の資本市場にはきわめて多様な証券が出現し，目的に応じて使い分けられた。すなわち従来の普通株，優先株，社債の各々の機能をさらに細分して，議決権の有無，配当請求権の程度，危険の程度などをさまざまに組み合わせ，時には証券間の転換条項を付して市場に提供した。こうした多様化は，鉄道，公益事業などに比べて工業証券市場で最もはなはだしかったようである。このことによってまた，アメリカの資本市場では，最も保守的な投資家から最も冒険的な投機家までの，あらゆる層の資金を誘引する機構が強化されたわけである。

## III. 投資銀行支配の性格

資本市場の以上のような性格から当然予想されることであるが，1920年代の投資銀行と大企業との関係は，たとえばドイツ金融資本が典型的に示しているような，資金調達の面から必然的に生じその後の不断の信用関係を通じて組織的に維持される融合関係というよりは，企業合同を契機とし，その後の役員派遣や株式の保有，長期的な業務取扱いの協定などにより，多面的に支えられてきたという性格のつよいものであった。もちろんトラストの形成に際しては企業はできるだけ有利な価格で一挙に証券を捌いてしまう必要から，市場支配力または信用度の少しでもあつい一流投資銀行の手にかかることを欲した。そしてこの場合には両者の密接な関係が生ずるし，そのうちでも，かっての鉄道支配からいま資本市場に君臨する投資銀行の側に支配の主導権が握られるというケースは，むしろ普通のことであった。だが，一旦合同が終ってしまえば，資本市場に用のなくなった企業が投資銀行との関係を解消してしまうという例も，実際に少なくなかった[13]。とくに中小規模の合同の場合には，その例が多いようである。しかし大企業の場合には，合同後は自己金融財務を基調としてきたとはいっても，完全に資本市場から去り得たわけではないから，その後の外部資金の調達や長期債務の返済・借換，増資による株主への無償の株式交付などを，トラスト形成時に関係した投資銀行のみを通じておこなってきたというのが，むしろ普通だった。投資銀行を乗換えるということは，企業が破局に瀕して従来と異なる何らかの打開手段が必要であるとか，発行の規模や性格がこれまでと異なるため従来の取引銀行にとってはいちじるしく不適当であるとかのように，正常でない場合にのみ生じたのである。事実この異常な場合には，かなりの大投資銀行ですら，モルガンやナショナル・シティのごとき超一流機関に業務を奪われるというようなことが起った。だがこのことを除けば，後節にやや詳述するように，1920年代，30年代を通じての大企業と特定の投資銀行との固定的な結合関係は，資金面での結合の基盤の弱さからは想像できないほどの強固さを保っ

ているのである。

13) M. H. Waterman: Investment Banking Functions. 1958. p. 52.

このように強固な結合を投資銀行が支え続け得た理由はおそらく個別的に異なるであろうが，基本的には，銀行機構内部での集中がいちじるしく進んで，資金調達に関する全市場が投資銀行，商業銀行を包摂する少数のグループに分割されてしまったことによる，と考えられる。つまり外部から幾分かでも資金を調達しようという企業は，必ずそのグループのいずれかに属することになり，一旦そうなった以上は容易に他のグループに転じ得ないような市場構造が確立していたのである。この機構が最も固定的，体系的なものになった場合には，大投資銀行はしばしばアメリカ経済の全構造を分断する少数のコンツェルンの，支配の拠点となり得た。だが，そのような力を，投資銀行は20年代のはなはだしく投機的・詐欺的な証券ブームと不可分のものとして維持していたのである。

1920年代に大投資銀行は，自己資金の増大を計ってしばしば企業などから大口の預金を受け入れた。同時に，関係会社にたいする商業銀行的なサービスをもおこなう傾向が生じた。たとえばJ.P.モルガン商会は，20年代を通じて，約3万行におよぶ全国商業銀行中の17位にあたる預金量を保有していた。この時期には，証券発行1件につき単独で2,000万ドル以上の現金を提供し得る程度の投資銀行が，各大都市に数行ずつ存在するようになったといわれる。しかし実際には，発行額が500万ドルをこすような場合で，引受投資銀行が商業銀行から資金の借入をおこなわないとか，他投資銀行との引受シンジケートを組織しないとかいうことは，ほとんど皆無であった。すでに1910年代においてすらそうであり，全国通貨委員会の調査によると，投資銀行やブローカーは証券購入に当ってその総価格の20％前後を自己資金でまかない，残りの80％は商業銀行からの短期借入でまかなっていること，さらにシンジケートを組織した場合には前者（20％）のうちの半分以上が他のメンバーの負担になるから，結局マネージャーたる投資銀行は，全体の10

%未満を自己負担するにすぎない程度が普通のことになっていると指摘している[14]。実はこの自己負担の比率は，各々の場合に応じてかなり異なるのであるが，それにしても1920年代の資本市場においては，投資銀行と商業銀行資金との連繋は証券引受に際しての決定的な要素であったといってよい。

14) National Monetary Commission: Bank Loans and Stock Exchange Speculation. 1911. p. 24.

これに対応して，20年代の商業銀行業務は，トラスト形成期ともさらに異なるかなりいちじるしい変化をみせた。同時に，商業銀行の本格的な集中過程も20年代に始めて，こうした投資銀行との連繋を通じて進行したといってよい。その集中方式はさまざまであるが，まずコルレス制度からみて行くと，コルレスは本来全国的な単一銀行組織を連結する取引決済，準備金預託，需給調節の機構として成立してきたものであるが，トラスト形成期頃より次第に，地方の資金を都市へ集中して都市の資金需要に適合せしめるという機能を主軸とするに至った。とくに1913年に成立した連邦準備制度が一応の中央銀行的機能を果すようになると，コルレスのこうした資金集中機能は一層顕著になった。コルレスによる大都市銀行と地方銀行との関係は，実質的な本店支店関係といい得るほど強固なものではなかったようであるが[15]，それにしても，ニューヨーク，シカゴなどの大銀行が保有する預金の数十%は，必ずこの地方銀行からの預金が占めていたのである。次に，他の集中方式として，いわゆるチェインおよびグループ・バンキング・システム（持株会社または特定銀行下に統一される潜行的支店銀行制度）についてみると，この制度は1910年代までは，主として農業地域の中小銀行間で発達したきたものであるが，20年代にはニューヨークやシカゴにも出現しており，証券業務を軸とする銀行間の連繋機構としてある程度利用されるようになった。また従来かなり厳しい制限下にあった支店銀行制度についても，その枠は多少緩和され，とくに金融中心地での大銀行においては本店所在都市内への店舗設置が大きな役割を果すようになった。同時に銀行合同運動が生じた。だがこの点では，都市の大銀行が合同の主体になるのは，20年代末期以後のことで

ある[16]。つづめていえば，20年代の銀行資金の典型的な集中方式とは，大都市における一流商業銀行が，同じ都市内部の資金を都市内支店機構を通じて，また都市外部の資金をコルレス機構を通じて集め，その他の集中方式をそれにたいする補完的手段として用いる，というようなものであった。この結果，当時の大銀行の預金増加はめざましいものがある。たとえばニューヨークにおける10の最大銀行について，その預金高の推移をみると第9表のごとく

**第9表**　ニューヨーク大商業銀行の預金増加（100万ドル）

| | 1900 | 1913 | 1919 | 1921 | 1925 | 1927 | 1928 | 1929 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Chase National Bank | 43 | 123 | 430 | 359 | 564 | 792 | 1,126 | 1,248 |
| National City Bank | 123 | 160 | 767 | 649 | 722 | 1,275 | 1,349 | 1,649 |
| Guaranty Trust Co. | ? | 93 | 703 | 495 | 581 | 720 | 842 | 1,224 |
| Arving Trust Co. | 4 | 35 | 161 | 238 | 356 | 622 | 734 | 583 |
| Bankers Trust Co. | (1903年設立) | 94 | 332 | 300 | 462 | 562 | 584 | 552 |
| First National Bank | 37 | 96 | 287 | 230 | 300 | 350 | 450 | 409 |
| Manufactures Trust Co. | (1905年設立) | ? | 33 | 41 | 209 | 224 | 319 | 387 |
| Bank Manhattan Trust Co. | 22 | ? | 175 | 187 | 257 | 216 | 464 | 519 |
| Bank of United States | (1913年設立) | — | 26 | 37 | 68 | 95 | 157 | 226 |
| Chemical Bank & Trust Co. | 25 | 26 | 82 | 123 | 162 | 167 | 206 | 339 |

金融研究会調書第4編「銀行集中の大勢，其一，米国の部」1930年，107～8頁により作成。

であった。これら大銀行の預金は1931年現在で81億ドルに達したのであるが，それはニューヨーク市中74銀行の預金高の73.8％，全国における約24,000行の預金高の16％程度を占める額であった[17]。

15) 中村通義：「アメリカにおける銀行の集中」（「北大経済学研究」18号）64頁。
16) 同34頁。
17) 金融研究会「銀行集中の大勢，其一，米国の部」1930年，99頁，および Board of Governors of the F.R.S.: All-Bank Statistics, U.S. 1896～1955, 1959. により算出。

商業銀行の業務内容における最も顕著な変化は，商業貸付の減少と証券関係業務の増大であった。商業貸付が減少した理由としては，第1に，農業における収益性の減退に伴ない，地方銀行が農業地域での短期貸付を止めてコルレスを通じて都市へ資金を提供する傾向が一層つよまったこと，第2に，大企業の自己蓄積が進んで銀行からの短期借入の余地が狭まったこと，第3に，これまで商業貸付の主要な対象だった中小企業は，第1次大戦後の過剰在庫の経験から，在庫比率を低下させ回転率をたかめる財務政策を積極的に推進したこと，第4に証券市場の繁栄につれて，運転資金を証券市場で調達する方法が容易になり，むしろその方が有利な場合が生じたこと，などを挙げることができる[18]。連邦準備銀行は健全な貨幣市場と商業信用制度を育成せんとして，割引政策などを通じ商業手形市場，銀行引受手形市場を援助した。これもあずかって，たしかに20年代初期には手形市場が着実に拡大し，コール市場にとって代ることが期待されたのであるが，しかし貨幣市場における過剰資金の存在が顕在化するにつれ，証券取引と結合したコール市場は再び急速に拡張されて手形市場の成長を押止めた。それと共に，割引政策を主体とした連邦準備銀行の金融統制もその力を失ない，次第に公債売買を通じての公開市場操作に重点を移してきている。

預金の増加と商業貸付の減少とによって過剰になった銀行資金のはけ口として，証券担保貸付をはじめとする証券業務が急激に増加し，いまや全国の商業銀行資金がそれを主軸にして運用されるようになったのであるが，この場合注目すべきは，証券担保貸付に際して担保として提出される証券や証券投資において投資対象となる証券自身の内容にも，大きな変化があったことであった。つまりそれは，第1に，トラスト形成期までの公債と鉄道債一辺倒から工業・公益事業証券中心への転換であり，第2に，債券ばかりでなく株式が商業銀行で取扱われる傾向が幾分かでも増大したことである。20年代には，① 公債市場が相対的に狭隘化し，② しかも従来のごとく銀行が銀行券発行保証としての公債を保有する必要がうすれ，③ 民間証券中，鉄道債の比重がいちじるしく低下し，④ 同様に，社債に比しての株式発行の増加

がめざましかったから，商業銀行が真に投資銀行との連繋による資金運用をその主要業務とするためには，こうした転換が必須の条件であった[19]。このことはまた，同じ資本市場への参与とはいっても，商業銀行が，従来とは違って始めて資本市場における最も活動的な部分と積極的関係をもつようになったことを意味してもいる。

業務と資産内容の変化につれて，大商業銀行は一様にその機構内部におけるいわゆるデパートメント化の傾向をすすめ，信託部，貯蓄部，証券部または投資部などを独立の部局として設置するに至った。それが更にすすむと，多くの一流銀行が証券取扱業務のみを完全に独立化して，専門の子会社を作る傾向が生じた。当時の銀行法は依然として株式の取扱いに多くの制限を設けており，他方，投資銀行の方は銀行法の適用から除外されて一般商事会社法の適用を受けるにすぎないという法律上の事情があるため，とくに20年代後半の株式ブームの時期には，大商業銀行が競って投資銀行を子会社として設立したのである。この点の詳細は後節にゆずるが，要するに20年代には，一方で大投資銀行が預金を受け入れて商業銀行業務を兼営するようになり，他方で大商業銀行が積極的に証券市場に進出して，時には発行利得の獲得をも目指すようになったから，この二つの機関の機能や性格はいちじるしく接近した。時には，両者の差異は実質的に消滅してしまったといつてよいであろう。

18) 平田嘉彦：「1920年代のアメリカにおける銀行資産構造の変化」（立正大経済学季報，第12巻，1・2合併号）110～1頁。
19) 同，112～3頁，115頁など。

1920年代後半までに，証券市場が投資銀行と商業銀行とを包摂する少数の大グループによってほぼ分割が完了したということは，第10表などからも推察できる。表において，モルガン・グループとは，J・P・モルガン商会，ドレクセル商会，ボンブライト商会，グアランティ商会の各投資銀行とファースト・ナショナル，バンカーズ・トラストの各商業銀行である[20]。チェイズ・ナショナル・グループは，商業銀行であるチェイズ・ナショナル，およ

**第10表**　1927～32年，証券発行引受の大グループ（1,000ドル）

| | |
|---|---|
| モルガン・グループ | 4,756,500 |
| チェイズ・ナショナル銀行グループ | 3,231,200 |
| ナショナル・シティ商会 | 1,997,100 |
| ハルシー・スチュアート商会 | 1,696,700 |
| クーン・ローブ・グループ | 1,603,900 |
| ディイロン・リード商会 | 1,132,100 |
| リー・ヒギンソン商会 | 759,800 |
| バンカメリカ・ブレア | 730,400 |

A. Rochester: Rulers of America. 1936. p. 92.

び投資銀行たるハリス・フォーブス商会からなる。クーン・ローブ・グループとはクーン・ローブ商会およびインターナショナル・マンハッタン商会である。デイロン・リードとリー・ヒギンソンは，すでにみたように本来の投資銀行であるが，バンカメリカ・ブレアは，投資銀行ブレア商会が1929年，カリフォルニアの最大銀行バンク・オブ・アメリカに併合されて子会社化したことにより成立した。これら8大グループがこの時期に引受けた証券額約160億ドルは，当時存在した約1,000の投資銀行による全引受の60％にあたる。また1901～6年のトラスト運動期間に，支配的な投資銀行が扱ったと推定される30億ドルの5倍以上の額である。全体の60％とはいっても，その中には大発行のほとんどすべてが網羅されているから，資本市場における8大グループの支配力は全く決定的だといってよい。この時期の中小投資銀行のうちには，証券ブームに便乗して各地方の企業合同や資金調達を取扱い，それによって自主的な業務の量を多少とも増加させたものが少なくなかった。だが他方では，産業活動が大都市周辺へ結集する傾向がいちじるしくすすみ，かつ証券の発行がニューヨーク市場に集中したから，中小投資銀行が従来よりもつよく大投資銀行に依存し，大投資銀行から与えられた業務に専念するという傾向も，むしろ顕著になった。彼らは少しでも多量の有利な業務を得んとして，競って大機関の傘下へ駆せ参じた。そして各々の能力，特性にしたがい，特定のシンジケートの一員としてマネージャー商会に登録され，専門化したのである。

20) J．P．モルガン商会自身は，第10表における6年間に，約22億ドル（資本市場における全引受量の10%）を扱った。同商会は大戦前，1902～12年の11年間に約19億ドルを取扱ったことがわかっている。

## 第2節　1930年代の投資銀行

### I. 証券ブームの崩壊と投資銀行勢力の後退

1920年代のアメリカ経済の繁栄がその根底にもっていたきわめて重大な脆弱性は，すでに1927年頃から明らかになりつつあった。特殊な国際関係をかかえつつ，フロンティアの消滅をもっぱら耐久消費財部門の発展を基軸にする再編成で切り抜けてきたアメリカ独占資本の生産構造は，それら最終生産物が市場に行きわたり，賦払信用やモデル・チェインジによる人為的購買力の形成が限界に近づくに従って，徐々に関連産業に沈滞をおよぼし，やがてはその全構造の壊滅に帰着せざるを得ないようなものであった。このような崩壊の原因と様相を全面的にさぐり，30年代以後の経済過程にたいする国家の強力的介入の必然性を解明することは，本稿の直接の課題ではない。ともあれ，27年頃からすでにこうした構造的な行きづまりが顕在化しつつあったわけである。それにもかかわらず，28，29年のアメリカ経済は空前の繁栄という外見を維持していた。かかる引延しの主要な要素は，証券市場にあると思われる。この2年間，証券投機熱は全国に蔓延し，投機利得のはなはだしい膨脹によって企業の過剰資金に利得機会を与えていた。

1929年恐慌は，同年10月の証券取引市場の暴落をもって発現したと云われている。だが取引所でもそれ以前に，28年6月，12月，29年3月などに何度か，これまでにない大規模な株価暴落がみられた。しかし，その都度市場は，連邦準備銀行による割引率などの操作，金融機関共同の買い支え，大企業の高率配当宣言，などを好材料として持ちなおし，繁栄ムードを一層促進したのであった。この時期に取引市場に生じたいちじるしい特徴は，金融機関のコール資金だけでなく，産業企業が自己の留保資金をこれまでになく

大量に市場に提出したことである。これにより，取引所崩壊の寸前までに，「その他の貸手」によるコール・ローンが商業銀行からのローンを上廻るに至った。中でもスタンダード石油（ニュージャージー），ゼネラル・モーターズ，ベスレヘム製鋼，エレクトリック証券，などの一流会社は，取引所における最大の貸手であった。彼らのローンは銀行法による規制の対象にならず，また連邦準備銀行の金融統制の効果から最も遠いところにあった。この資金は株価つり上げと投機ブームを最もはなはだしく助長しておきながら，一旦，危険を感ずると，真先きに争ってローンを引揚げにかかった[1]。このことは混乱を一層激化させた。株価暴落によって最大の被害を被ったのは，もちろん証券の大部分の所有者である投資大衆であった。しかし商業銀行も，他の貸手ほどには速かにローン回収に向い得ず，むしろ買い支えなどに努力したことと，自行保有の担保証券が無価値同然になったため，結局資本市場で大損害を被ることになった。投資銀行は，取引所で投機的利得を失っただけでなく，取引所に未提出の発行済証券を大量にかかえており，その長期保有の負担に耐えきれず投売りをする事態が続出した。それでもなお商業銀行からの借入金を返済できないような商会が破産した。しかし，投資銀行勢力にたいする最大の打撃はむしろ，この時期以後の1930年代を通じて現われた，証券に関する業務量の絶対的縮少と発行利得機会の喪失という事情にあった。

1) F. Lundberg: America's 60 Families. 1937. p. 221. および，B. Mitchell; Depression Decade. 1929-41. 1947. pp. 160～1.

1930年代全体の民間企業証券発行量は，20年代における10年間の半分以下の水準に下り，とくに株式の発行量ではわずか12％以下であった。また第11表に示された社債発行額の圧倒的部分は借換であり，それを差引くと，純発行量は微々たるものである。1936年の発行量の一時的な増加にしても，市場のわずかの好転を利用して短期債および満期債から長期債への大規模な借換がおこなわれたことの現われであって，同年の全社債発行中に占める借換の比率は約80％と推定されている[2]。

証券発行量が急減した基本的な理由は，アメリカ資本市場のブームを支えていた投資資金が一斉に引揚げられ，企業合同と株価操作による投機的な利

**第11表**　企業証券発行量の推移（100万ドル）

| | 総　計 | 長期社債 | 短期社債 | 株　式 |
|---|---|---|---|---|
| 1925 | 4,738.1 | 3,040.2 | 386.9 | 1,311.0 |
| 1927 | 7,319.2 | 5,190.4 | 355.5 | 1,773.3 |
| 1929 | 10,026.4 | 2,842.3 | 262.6 | 6,921.4 |
| 1930 | 5,473.3 | 3,248.0 | 657.0 | 1,568.3 |
| 1931 | 2,589.0 | 1,840.8 | 405.1 | 342.1 |
| 1932 | 643.9 | 405.8 | 214.0 | 24.0 |
| 1933 | 381.6 | 138.5 | 90.4 | 152.7 |
| 1934 | 491.1 | 287.0 | 169.5 | 34.6 |
| 1935 | 2,267.4 | 2,066.1 | 50.5 | 150.8 |
| 1936 | 4,631.9 | 4,001.3 | 62.8 | 567.9 |
| 1937 | 2,433.7 | 1,578.6 | 94.7 | 760.4 |
| 1938 | 2,140.5 | 2,032.3 | 10.5 | 97.7 |
| 1939 | 2,196.2 | 1,883.4 | 78.8 | 233.9 |

Statistical Abstract of the U. S. 1949. p. 487.

得獲得の機会が失なわれたことである。他方で生産活動の困難からくる企業の外部資金需要は一時的に増加したが，それを沈滞せる証券市場を通じておこなうということは，ほとんど断念された。投資家大衆による企業証券不信の念はきわめてつよく，その感情は30年代を通じてほぼ回復することがなかった。また所得水準の低下に応じて，投資階層自身が絶対的に縮少された。このように証券の最終的な購入グループが欠如すれば，いかに市場を煽り株価をつりあげたとしても，結局その当人に損失が帰ってくることになる。こうして1930年代は，アメリカの企業運動としても，その最も沈滞せる時期となった[3]。もちろん，不況により倒産に瀕した企業が相互に，または大企業に吸収されるというかたちでの合同はある程度生じたが，その合同のかなりの部分が，証券市場を経ない資産の直接的取得によっておこなわれた[4]。

投資銀行や投機業者への最大の資金供与者であった商業銀行は恐慌によって徹底的な整理を強いられ，その過程で資本市場の多くの領域と絶縁した。この最良の指標は，商業銀行の運用資金のうち証券担保貸付項目が占める比重の変化である。全商業銀行による投資銀行，ブローカー，ディーラーへの

証券担保貸付推定額は，1929年の83億ドル（全貸付の23％）から33年の31億ドル（18.7％），39年16億ドル（10％）にまで激減した[5]。とくにニューヨーク・シカゴなどの商業銀行では，その変化がはげしい。かように，過剰資金のはけ口だった資本市場から資金を引揚げたために，30年代初期の商業銀行は，処理しきれない巨額の資金をかかえることになった。そのことは，金本位停止と平価切下げ以後の大量の金の流入と相俟って，景気上昇なきインフレの危機を予感せしめるほどのものであった。そこで政府は，一方では支払準備率の引上げや金不胎化政策などの通貨量管理によってこれに対処し，他方では国債発行金融により銀行資金をみずから吸収，運用せんとの傾向をつよめた。つまり銀行の過剰資金の存在は，基本的には国債投資に向うことによって解決の途を得たと云ってよい。それと共に商業銀行の社会的な機能は，従来のごとき企業証券を手段とする投資銀行および諸企業との直接的関係の維持ということから，国家が運用する資金の提供，および国内市場拡大を目的とする種々の新しい信用分野へと移って行く[6]。

2) M. H. Waterman: Investment Banking Functions. 1958. p. 71.

3) Nelson: Merger Movements in American Industry. 1895–1956. p. 122.

3) 直接的な資産の取得による合同のケースは，1930年代の後半までにかなり増加した。この理由は，旧株主の証券にたいする不信の故でもあるが，また一つには，30年代の立法規制や監視の強化を免れるきわめて有効な手段でもあったのである。すなわちクレイトン法7条が株式取得による合同の範囲について規制しているなどにたいし，その適用を免れるためであった。たとえば1932～38年に証券取引委員会は137件の企業合同を摘発したが，そのうち57件は資産の直接的取得であったという理由で，第1次調査の段階で詐訟対象から除外された。たしかにクレイトン法7条は株式取得による合同のみを禁止しているかのようにみえるが，この法律が制定された時期にはそれ以外の方法による合同の形態がほとんど予想されていなかったからである。*

* Hearings before the TNEC: Pt. 5. p. 1777. および Pt. 5-A. pp. 2373～77.

5) R. W. Goldsmith: Financial Intermediaries in the American Economy since 1900. 1958. p. 344.

6) 1930年代の銀行資金の動態については，別の稿でやや詳しく述べた。*

*「ニュー・ディール期における資金集中とその運用形態」(北大経済学研究，11巻1号)

1930年代は，国内民間証券の発行の減少だけでなく，対外的な資金供与の面でも最も沈滞せる時期であった。これは資本市場の崩壊によるというだけでなく，31年の国際金融恐慌以来引き続いた資金循環構造の混乱と，ニュー・ディール政策に基づくアメリカの孤立主義の直接的結果でもあった。アメリカの外国証券投資残高は，1930年の72億ドルから39年の38億ドルまで低下し，新規引受額は，32～38年を通じて年平均わずか2,800万ドルの水準にとどまった[7]。しかもその圧倒的部分は，アメリカ・ブロック内の諸国の証券に限られるようになった。この傾向は直接投資および貿易においても，ほぼ同様である。アメリカによるこうしたドルの大規模な回収は，ヨーロッパ経済の本来的な脆弱性を決定的に暴露し，世界恐慌を激化せしめ，その回復をおくらせる大きな要因になった。

7)　楊井克巳編「世界経済論」1961年，245～6頁。

30年代の進行と共に，企業の自己金融化傾向はますます顕著になった。むしろ証券市場のブームが取払われたために，おおよそこの時期から自己金融の現象が，学者や実務家をはじめあらゆる陣営の人々から認識され，新しい現象として指摘されるに至ったのである。だが30年代の自己金融の特徴は，20年代よりもはるかに利益留保部分が低水準にあり，減価償却積立金による運用の比重がいちじるしくたかいことであった。つまり当時の自己金融は，経済活動の沈滞，新投資の減少とはなはだしい遊休設備の存在という面をつよく反映している。しかし他面では，大企業の多くはこの時期でさえも一定の純利潤を挙げており，かつ租税面への考慮から利潤の一部を実際償却額以上の積立金におとして隠蔽した。償却率の引上げなどによるこうした会計操作が財務政策の大きな要素になったのは，およそこの時期以後のことである。同様に30年代には，租税措置によっても自己金融が促進された。すなわち法人税が個人所得税から分れて独立し，さらに配当税が新設された。これにより配当は二重課税の対象になった。この方法は政府の何らかの新たな理念に基づくというよりは，もっぱら公共建設ないし救済支出の資金を得る

ための歳入増加手段として採用されたのである。それはとも角，このことは現金配当を極力おさえて企業内に留保せんという，経営者や支配株主の要請をひき起した。現金配当に代るストック・ディヴィデンドの利用はいっそう顕著になった。

このように，あらゆる面からみて資本市場の規模と貸金調達的な意義は後退した。それに伴って，投資銀行の支配勢力も後退した。アメリカ経済全体の発展が20年代のように投機的な資本市場の拡大をその重要な支えとしていたときには，投資銀行の勢力は巨大であったが，その機構が後退すれば，もはや投資銀行をコンツェルン支配の拠点にしておく根拠はうすい。かくして1930年代には，金融コンツェルン内部において，かかる情勢の変化に即応した支配機構の再編がおこなわれた。それをいま，体系的に述べる余裕はないが，とくに投資銀行勢力の転移という面から云えば，生命保険会社を始めとして投資会社，貯蓄銀行，年金基金など，主として大衆資金の貯蓄・投資機関の進出のいちじるしいことが注目される。

30年代には証券投資における機関投資家の比重がきわめてたかまり，それにつれて証券の直接引受 (private placement)，つまり資本市場を媒介としない証券引受方式も急速に普及した。そして，この場合の機関投資家とは圧倒的に（約8～9割）生命保険会社なのである。

第12表にみるように，証券の直接引受は年ごとに増加した。とくに1938～9年には，全発行の⅓にまで接近した。高級社債のみについてみれば，

**第12表** 発行中に占める直接引受の割合

| 年次 | 全企業証券 (100万ドル) | 直接引受 | |
|---|---|---|---|
| | | 金額 (100万ドル) | % |
| 1934 | 397 | 92 | 23.2 |
| 1935 | 2,332 | 387 | 16.6 |
| 1936 | 4,572 | 373 | 8.2 |
| 1937 | 2,309 | 330 | 14.3 |
| 1938 | 2,155 | 692 | 32.1 |
| 1939 | 2,164 | 706 | 32.6 |

Study of Monopoly Power (Celler 委員会調査の聴問会記録), Pt. 1. pp. 476～7.

その比率はいっそうたかくなる。20年代の証券投資には，むしろ大衆投資家の進出が特徴的だったし，しかも証券の発行目的自体がはなはだ投機的だったから，かかる時期に直接引受方式などはまったく稀であった。ところが31年に公益事業会社の資金調達に大生保が半ば慈善的に関与してから，この方式が普及したと云われる。そしてこのことは，生保にとっても発行企業にとっても，次第に歓迎すべきことになった。と云うのは，一方で生保機関は，資本市場から引揚げられた資金の預託を含めて厖大な大衆資金を保有し，不況期にも一貫して資産を拡張した。しかも，従来の主要な投資対象だった西部の農地抵当貸付，南部の都市債引受などが不況により後退したため，次第に，大企業の高級社債中心の資金運用を積極的に望むようになった[8]。他方，企業の方では，外部資金調達の必要を，多かれ少なかれこうした大機関による一括引受に頼らざるを得ない状況にあった。それだけではなく，当時資本市場に新しく付与された諸規制や義務を免れ，投資銀行への支払を含む発行費用を節約し，さらに租税上の利点などからも，機関投資家との直接取引の方を好む条件がしばしば生じたのである。

直接引受に際しては，投資銀行は発行の技術的な媒介機関として働き，そのサービスにより一定の手数料を得ることが多かった。しかしこうした直接引受ばかりではなく，投資銀行がアンダーライターとして引受けた証券についても，当時は結局，それの最終的な販売先として機関投資家に向わざるを得ない場合が増えているのである。たとえば一つの推定によれば，1936年に投資銀行が引受けた証券の95％までが，最終的には機関投資家の手に落ちたという（もっとも，この数字は誇張を含んでいるようである）[9]。換言すれば，発行が直接引受方式をとろうがとるまいが，かかる大機関投資家が最終的引受手として投資銀行と関係する限り，投資銀行の機能は単なる手数料商社的なものとなってしまう可能性が，はなはだつよいのである。また，こうした証券発行は，資本市場で広く公募される発行とは性質が異なり，その市場性や流動性はきわめて限定され，一旦引受けられた以上は，半ば永続的に保有される傾向があった。だからその場合には，金融機関が企業にたいして

資金の長期貸付をするのと同じ性質のものだとさえいい得る。事実，この債権債務関係の固着性を基礎にして，生保機関と企業との連繋はいちじるしく強化された。

当時発行された証券は，ほとんどが借換だったから，こうした機関投資家の比重の増大は，これまでの中小投資家からある程度証券を回収して機関投資家に一括移管する，という意味をも持っていた[10]。だが機関投資家の進出は，単にかかる資本市場内部での証券引受・保有者層の置換を意味するだけではなく，上に述べたように，証券を媒介とはしていても，本来の証券発行金融とはいささか性質の異なるものであった。機関投資家や直接引受の比重が増加すればするほど，そのことは資本市場の本来の意義を稀薄にする。だから，30年代における上のような傾向は，結局，資本市場のはなはだしい沈滞の，別の表現にすぎないともいえる。生保が投資銀行の業務を奪ったのではなく，資本市場の衰退が投資銀行を後退させ，それを埋める長期資金の供与者としての生保の勢力が新しく拡大されたのである。

8) 企業の証券発行量のいちじるしい減少にもかかわらず，生保の民間企業証券保有は，1927年の41億ドル，29年の51億ドルから，1933年57億ドル，35年62億ドル，37年75億ドル……と増勢を続けた。*
* R. W. Goldsmith: A Study of Saving in the U.S. 1955. vol. I. p. 456.
9) A. S. Dewing: The Financial Policy of Corporations. 1941. p. 1170.
10) 例えば，2,500万ドルの社債を大衆投資家に発行済みの，ある公益事業会社は，借操によって，意識的にそれを，7つの生保，1つの銀行に集中させた。*
* Dewing: ibid., p. 1169.

## II. 投資銀行機構の再編成

市場沈滞期における投資銀行は，なによりも，投資銀行機構内部でのいちじるしい再編と集中によって，危機に対処せんとした。まず取引所崩壊後の数年間は，保有証券の価格暴落と小規模発行の機会が杜絶したことによって，多数の中小投資銀行が破産した。それ以後も，資本市場での証券発行の可能性は大企業社債にのみ残ったから[11]，中小投資銀行はもっぱら大投資銀行の

仕事に依存せねばならず，しかもその大投資銀行の業務も，大規模なシンジケートを常に組織するほど大きなものは少なかった。さらに，1933年銀行法，33年証券法，34年証券取引所法，35年公益事業持株会社法，等々の一連の立法規制は，投資銀行機構の整理と集中を促進させる大きな要因になった。とくに33年銀行法は，信用組織の立直しを計って投資銀行業務と商業銀行業務との兼営を禁じ，商業銀行の証券貸付業務を制限したのであるが，この規定は，金融支配グループの機構内にある大投資銀行にとっては，多分に形式的な意味しかもたなかった。ところが，商業銀行との不断の円滑な資金関係を絶たれた一般の投資銀行にとっては，その打撃は大きかった。つまり銀行法は，銀行預金を証券業務に直接利用するのを制限することによって，投資業務に参与しうる金融機関そのものを制限する役割をも果した。

11) 30年代以後，投資銀行は中小企業（資産150～160万ドル程度まで）の金融にはほとんど関与しなくなつた。また小規模企業の発行は，証券取引委員会に登録されるところまで行っても，その¾までは，登録後1年を経ても引受手がなく，結局，実際の発行を断念せざるを得なかったという。*
* TNEC. Monograph. No. 15. pp. 263～4.

上のような事情の下で，投資銀行機構がどのように再編されたかを，以下にもう少し具体的にみよう。まず，1920年代に活躍した投資銀行について，その消息を明らかにする必要がある。

(1) **J. P. Morgan & Co.**……1920年代は商業銀行業務と投資銀行業務を大規模に兼営していたが，33年銀行法以後，商業銀行業務に専念する旨，公言した。しかし同時に，35年9月，投資銀行 Morgan Stanley & Co. を新設し，従来の顧客をここに引継いだ。新商会は払込資本金725万ドルの株式会社で，議決権株の60％が H. Stanley, H. S. Morgan, W. Ewing の旧モルガン商会パートナーによって，他の40％もモルガン系株主に保有された。また，新商会の経営者陣の構成は，第13表のごときであった。要するに新会社モルガン・スタンレー商会では，その業務内容，内部構造のいずれからみても，商業銀行 J．P．モルガンとの絶縁を証明できるようなものは，ひとつも見つからなかった[12]。

(2) **Bonbright & Co.**……モルガン・グループの一員として，商業銀行・投資銀行業務

**第13表**　モルガン・スタンレー商会の経営陣（1939年現在）

| 名　　前 | 地　　位 | 前　　歴 |
|---|---|---|
| Harold Stanley | 社長 | J. P. Morgan & Co. のパートナー |
| H. S. Morgan | 取締役兼<br>財務・文書部長 | 〃 |
| W. Ewing | 常務副社長 | 〃 |
| P. E. Hall | 取締役兼副社長 | Drexel & Co. のパートナー |
| E. H. York | 〃 | 〃 |
| J. M. Young | 〃 | J. P. Morgan & Co. 社債部長 |
| A. N. Jones | 〃 | 〃　　統計部長 |
| A. Schriver (1936年より) | 〃 | Guaranty Co. 社長 |
| S. E. Emerson ( 〃 ) | 〃 | Fire Association 副社長 |
| A. M. Vandervoort | 財務・文書次長 | J. P. Morgan & Co. 社員 |

Hearings before the TNEC. Pt. 23. pp. 12049～50.

を兼営してきたが，1933年に一旦休業し，その後直ちに，新ボンブライト商会として投資銀行分野に再建された。以後は主として公益事業債の取扱いで，モルガン・スタンレーにたいする補佐的役割を果たした[13]。

(3) **Guaranty & Co.**……商業銀行 Guaranty Trust & Co. の証券子会社だったが，1933年に清算された。従来の顧客と役員の大部分は，同系投資銀行たる E. B. Smith 商会（のちの Smith Barney 商会）に，残りはモルガン・スタンレーに引継がれた。

(4) **Bankers & Co.**……商業銀行 Bankers Trust & Co. の子会社だったが，33年銀行法以前に投資銀行業務から手をひき，親銀行だけが，モルガン系の代表的商業銀行として存続した。

(5) **Chase Securities Co. および Harris Forbes & Co.**……前者は商業銀行 Chase National Bank の子会社，後者はハリス系の投資銀行として，商業銀行 Harris Trust Saving と密接な関係をもっていた。1932年，両商会は合同して，Chase Harris Forbus Corporation となった。この新会社はさらに34年，後述するように First Boston Corp. へ発展的に解消した[14]。

(6) **National City Co.**……商業銀行 First National Bank of N.Y. の子会社。恐慌後 New York City Co. と改称して営業を続けたが，銀行法以後，解散して業務を同系

の投資銀行に引継いだ。解散後の旧役員の行方は第14表のごとくであり，Brown Harriman Co. への移行が最も大きい。主要な顧客の引継ぎについても同様で，United Aircraft Corp. Firestone Tire & Rubber, Virginia Railway Co. などがブラウン・ハリマンに

**第14表**　ナショナル・シテイ商会解散後の役員の行方（1935年現在）

| 名　前 | 地　位 | 行　先 |
|---|---|---|
| C. E. Mitchell | 会長 | ブライス商会 |
| H. B. Baker | 社長 | ベイカー・ウイークス　ハードン（ブローカー商会） |
| H. C. Sylvester | 副社長 | ブラウン・ハリマン商会 |
| P. V. Davis | 〃 | 〃 |
| S. A. Russel | 〃 | ラザード・フレール商会 |
| G. D. Buckley | 〃 | 死亡 |
| V. F. Schoepperle | 〃 | ニューヨーク・ナショナル・シテイ銀行 |
| J. P. Ripley | 〃 | ブラウン・ハリマン商会 |
| W. R. Marrison | 〃 | イースト・リバー・セービング銀行 |
| H. F. Mayer | 副社長兼コントローラー | （不明） |
| H. R. Jolles | 副社長 | ブラウン・ハリマン商会 |
| Morien Gordon | 〃 | ハリス・ユーファム商会（ロンドンのブローカー） |
| Mann, Henry | 〃 | ブラウン・ハリマン商会 |
| S. W. Baldwin | 財務部長 | 引退 |
| S. W. Schrewsburg | 副社長 | 〃 |
| A. A. Custard | 副社長付 | （不明） |
| H. W. Beebe | 〃 | ブラウン・ハリマン商会 |
| Wm. Co. Wells | 〃 | 死亡 |
| Wm. Niller | 〃 | ブラウン・ハリマン商会 |
| S. L. Castle | 〃 | ラザード・フレール商会 |
| P. L. Smith | 〃 | パブリック・サービス商会 |
| J. G. Scarff | 〃 | ブラウン・ハリマン商会 |
| M. C. Cross | 〃 | 〃 |

Hearings before the TNEC: Pt. 22. p. 11607.

引渡された。その他の顧客のうち，モルガン・スタンレーが Consolidated Gas & Co. クーン・ローブが National Steel & Co. ブライスが Anaconda Copper & Co. ラザード・フレールが Pacific Gas & Electric Co. などを，それぞれ引継いでいる。しかし結局のところ，1920年代に較べて，ナショナル・シテイ系の投資銀行が占める比重は低下した[15]。

(7) **Brown Brothers & Co., W. A. Harriman & Co., Harriman Brothers & Co.**……この3商会は31年に合同して Brown Brothers Harriman & Co. となり，主として商業銀行業務を営むようになった。そして33年以後，商業銀行業務に専念する旨，宣言したが，他方，National City Co. と結んで，35年に Brown Harriman Co. を新設した。新商会は株式会社組織を採用し，社長に National City Co. の J. P. Ripley を据えたが，以下のスタッフはブラウン系とナショナル・シティ系が 50：50 という比率の協定を厳密に守った。なお，Brown Harriman Co. は，1939年，Harriman Ripley Co. と改称した[16]。

(8) **Lee Higginson & Co. と Kidder Peabody & Co.**……旧くから，両商会の共同関係は有名だった。前者は恐慌の結果，また特にクロイガーによる国際的マッチ・トラストの崩壊とその証券詐欺行為の暴露によって大打撃を受けた。33年に再編されて，以後投資銀行業務に専念している。後者は，恐慌の後31年に改組されて投資銀行業務を一旦放棄した。しかしその際，従来の投資業務は若干の資産とともにあるグループに買収され，それに基いて33年，新たにキッダー・ピーボディの名称をもつ資本金530万ドルの商会がスタートした。リー・ヒギンソンにしてもキッダー・ピーボディにしても，かかる思いきった改組によってようやく救われたが，1930年代を通じ，その地位はかなり低下した。低下の大きな理由として，彼らの地盤であるニュー・イングランド産業のいちじるしい不振をもあげることができる[17]。

(9) **Blyth & Co.**……同商会は1914年にサンフランシスコに設立され，公益事業部門の有力資本家 H. Williams の支配下にあった。33年銀行法以後，この商会は商業銀行との資金関係を確保せんとしてウオール街に出て権力者を求め，解散される National City Co. から C. E. Mitchell 会長を社長にいただいた。その結果として，業務の内容はいちじるしくモルガンへの従属性をつよめたが，同時に，30年代にその地位をかなりたかめることができた[18]。

(10) **その他の商会**……第1に Kuhn Loeb & Co. は，1920年代にも商業銀行業務への参与は比較的少ない大商会に属していた。また，クーン・ローブ勢力の最大の拠点は一貫

して鉄道業であった。30年代にも同商会はこの傾向を維持し，大規模な再編を要しなかった。だが同じ理由から，クーン・ローブ・グループは，20年代にすでに，アメリカの金融支配者としての位置から後退しつつあったのである。同様に，Clark Dodge, Dillon Read, Halsey Stuart, Mellon Securities 等々の商会にも，重要な改組や再編は無かったようである。第2に，Lehman Brothers & Co. と Goldman Sachs & Co. は，設立当初からの共同によって着実に発展し，1920年代までには，消費財，商業部門の証券を中心に，きわめて多方面に手をのばしていた。そのため恐慌による損害は受けたが，同時にその多面性の故に，30年代にも一定の業務を確保することができた。第3に，E. B. Smith & Co.（のちの Smith Barney & Co.）は，Guaranty & Co. の清算にともなう業務の移穣によって，投資銀行機構内部での比重がたかまった。同じように Lazard Fréres & Co. も，ナショナル・シティ系の業務と役員の引継ぎによって拡張された。第4に，Continental & Commercial, First Trust, Illinois Merchants, など，これまで比較的，彼らの投資銀行子会社を活躍させてきた商業銀行は，恐慌と銀行法との前後に，この子会社を清算した。また，Bank of America の子会社 Bancamerica Blair Corp. は，銀行法の後も，同じ名称で投資銀行業務をおこなった。しかし，その業務取扱いの地位は低下した。商業銀行 Manhattan Trust Co. の子会社 International Manhattan Co. および Chemical Bank & Trust の子会社 Chemical Securities & Co. は，共に閉鎖されたが，その全業務を親銀行の証券部に戻し入れた[19]。

(11) **First Boston Corp.**……最後に，1930年代に新設された大投資銀行 First Boston Corporation について，その系譜を大略述べておく。この会社も実は，幾つかの一流投資銀行による多くの利権や資産の思いきった合同の結果，成立したものであった。まず，First National of Boston の子会社 First National Corp. と，Old Coloney Trust の子会社 Old Coloney Corp. とが，1929年に合同して First National Old Coloney Corp. となり，さらに32年，First of Boston Corp. に改組した。他方，前述のごとく，Chase Securities Co. とアメリカ最古の投資銀行のひとつ Harris Forbes & Co. とが合同して，32年に Chase Harris Foroes Corp. となった。次に33年銀行法によってハリス系の親銀行が商業銀行業務に専念することになり，その子会社のひとつ N. W. Harris & Co. が整理されて業務を Chase Harris Forbes に引継ぎ，同時にこの Chase Harris Forbes は，商業銀行 Chese National Bank と一応分離された。同じように First National Bank of Boston が，First of Boston の株を放棄することになり，協定によって，全体の44.4％ を Chase Harris の株主へ，44.5％ を First National of

Boston の株主へ，残りを新会社の役員，職員および一般投資家に公開することになった。こうして1934年，チェイズ・ナショナル系，ハリス・フオーブス系，ボストン・ファースト・ナショナル系の，名声と顧客と資力と，全国的な販売網をすべて結合した，最大投資銀行 First Boston Corp. が成立した。同社は，株式の分散度，職員数，営業方式など幾多の点で，従来の投資銀行にはみられなかった近代的な性格をもって出発した[20]。

12) モルガンが33年銀行法の結果投資銀行業務を離れた時，それが永続的なものだと信ずる者はウオール街には一人もおらず，事実，銀行法再改正までの臨時措置として，他の投資銀行が数行共同でモルガンの業務を代行していた。しかし，1935年銀行法によっても兼営が認められぬと知るや，モルガンは新商会の設置にのりだした。ブライス商会のミッチェル社長は，35年に次のような手紙をブライス氏に書き送っている。
"今日の午後の会見で，(モルガンの) Whittney 氏から，モルガンの人々がもうじき……投資銀行業に復帰するという言葉を聞いたことは，はなはだ喜ばしかった。彼らは今，銀行法の証券引受条項の改正案が通るのを待機している……それが駄目なら，彼らは別の方法をとるだろう。たとえば，J．P．モルガン商会に商業銀行業務を残して，ドレクセル商会に投資銀行業務をすべて集中させることなどが予想される。いずれにしても彼らの復帰は喜ばしい。彼らは指導に積極的だし，我々と緊密に同盟できることが明らかだから。" *
* Hearings before the TNEC.: Pt. 22. p. 11768. なお，セルガン・スタンレー設立の状況については，ibid., Pt. 23. pp. 12050～5.
13) ibid., Pt. 23. pp. 12086～90.
14) ibid., Pt. 22. p. 11512. pp. 11696～7.
15) ibid., Pt. 22. p. 11481. などによる。
16) ibid., Pt. 22. pp. 11385～408. pp. 11605～7.
17) ibid., Pt. 23. p. 11945. などによる。
18) ibid., Pt. 22. pp. 11486～7. などによる。
19) S. L. Osterweis: Security Affiliates and Security Operations of Commercial Banks (H. B. R. vol. 11) pp. 125～6. および Hearngs before the TNEC. Pt. 22～4 の var. pages による。
20) Hearings before the TNEC.: Pt. 22. pp. 11512～3. pp. 11696～8.

1930年代前半までの，以上のような徹底的な整理・再編によって，投資銀行業務の集中は一段とたかまった。たとえば，第10表に掲げた20年代の資料と較べつつ第15表における30年代の数字をみると，20年代後半には約15の投資銀行・商業銀行からなる8大グループが全証券引受量の60％を占

**第15表**　全証券引受中に占める大投資銀行の比率（1934.1～1939.6）パーセント

| | 社　債 | 優先株 | 普通株 | 全証券 |
|---|---|---|---|---|
| Morgan Stanley & Co. | 25.9 | 9.2 | 8.0 | 23.2 |
| The First Boston Corp. | 12.0 | 5.1 | … | 10.7 |
| Kuhn Loeb & Co. | 7.7 | 0.2 | 4.3 | 7.7 |
| Dillon Read & Co. | 7.4 | 10.3 | 1.7 | 6.4 |
| Smith Barney & Co. | 4.5 | 9.8 | 5.0 | 5.1 |
| Blyth & Co. | 4.3 | 4.0 | 2.7 | 4.2 |
| | 61.8 | 38.6 | 21.7 | 57.3 |
| その他の在ニューヨーク14投資銀行 | 20.0 | 29.1 | 27.7 | 21.3 |
| ニューヨーク外18投資銀行 | 12.8 | 5.3 | 13.1 | 12.1 |
| その他の全投資銀行 | 5.4 | 27.0 | 37.5 | 9.3 |
| 計 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 全投資銀行取扱量(100万ドル) | 7,790 | 961 | 483 | 9,233 |

在ニューヨークの14投資銀行とは，Bonbright & Co., Harriman Ripley & Co., Lazard Fréres & Co., Stone & Webster, Hayden Stone & Co., Lehman Brothers, Glore Forgan & Co., Goldman Sachs & Co., Salomon Brothers & Hutzler, W. C. Langley & Co., White Weld & Co., Kidder Peabody & Co., Lee Higginson Corp., E. H. Rollins & Sons.

ニューヨーク外の大投資銀行としては，Halsey Stuart & Co., Mellon Securities Corp., Harris Hall & Co., Byllesby & Co. 等々がある。

Source: Hearings before the TNEC: Pt. 24. p. 12991.

めていたが，30年代には単独のわずか6機関が全体の60％近くを引受けている。また，ニューヨーク市中の20機関だけで，89.6％を引受けているのである。1939年現在で，投資銀行家協会に登録済の機関数は723社，1,410店舗だと云われるから[21]，この集中度は，驚くべき高さだと考えられる。また同じく，当時の大きな特徴は，第16表にみるように，大投資銀行が各々の主宰する引受シンジケートに相互に他を参与させ，こうした大機関相互の参与だけで必要な引受額の過半を制してしまうといった傾向が，ごくつよかったことである。これは業務量全体の激減という条件の下で，大投資銀行が自己保全のためとった必然的な結果だった。だがそれと共に，資本市場における一流機関ごとの勢力割拠の意義も稀薄化したことは，否めない。このような傾向のために，二流以下の投資銀行はますます有利な引受業務から排除

**第16表**　8大投資銀行指導下の証券引受業務参与比率（1934.6～1939.6）％

| 引受シンジケートに参与せる投資銀行名 | シンジケートを主宰せる投資銀行名 | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | モルガン・スタンレー商会 | クーン・ローブ商会 | コーポレーション・フアースト・ボストン | ブライス商会 | デイロン・リード商会 | セキュリティーズ・メロン商会 | ハリマン・リプレー商会 | スミス・バーニー商会 |
| Morgan Stanley & Co. | 21.7 | 2.5 | — | 2.4 | 1.1 | 2.1 | 2.7 | 0.9 |
| Kuhn Loeb & Co. | 6.5 | 39.8 | 0.7 | 2.9 | 3.4 | 3.3 | 6.1 | 3.7 |
| First Boston Corp. | 5.8 | 5.8 | 24.3 | 6.1 | 5.9 | 6.1 | 3.8 | 5.1 |
| Blyth & Co. | 4.1 | 2.5 | 4.0 | 26.9 | 4.3 | 3.5 | 8.0 | 2.5 |
| Dillon Read & Co. | 2.5 | 0.7 | 0.7 | 1.8 | 23.3 | 0.9 | 0.5 | — |
| Mellon Securities Corp. | 3.4 | 1.4 | 1.4 | 0.5 | 2.4 | 35.6 | 2.1 | 2.7 |
| Harriman, Ripley & Co. | 6.8 | 9.8 | 5.1 | 7.1 | 4.5 | 4.6 | 33.4 | 6.8 |
| Smith Barney & Co. | 7.6 | 3.4 | 5.9 | 7.5 | 3.5 | 6.2 | 5.3 | 34.9 |
| 8 銀 行 総 計 | 58.0 | 65.9 | 42.1 | 55.2 | 48.4 | 62.3 | 61.4 | 56.6 |
| その他の投資銀行計 | 42.0 | 34.1 | 57.9 | 44.8 | 51.6 | 37.7 | 38.6 | 43.4 |
| 全投資銀行参与額（100万ドル） | 2,414 | 1,054 | 993 | 428 | 682 | 213 | 332 | 555 |

Hearings before the TNEC: Pt. 24. pp. 13001～5.

され，わずかに第2次，第3次的な販売・運用のシンジケートへの参与を頼みとせざるを得なかった。しかもその参与の機会さえも，引受・販売過程での利得減少に基いて，シンジケートの分化がむしろ20年代よりも制限されたため，多くを望むことができなかった。

要するに1930年代には，アメリカ経済の全構造にたいする投資銀行の金融的支配力およびその意義はかなり後退したというものの，業務のいちじるしい集中によって，投資銀行機構内部における少数大機関の支配力は，むしろ強化されたとう面をも持っていた。大投資銀行の多くは，主要企業との伝統的な結合関係を維持していたし，中には資金調達や企業合同への介入・指導のみでなく，その他の多様な戦略的な影響力，秘密の金融情報の掌握，取締役の派遣や兼任，株式の保有，などの諸手段を通じて，一定の企業支配を

保つたものも少なくなかかった。

21) Hearings before the TNEC: Pt. 23. p. 11887.

## 第3節　投資銀行の機構と業務

### I. 内 部 機 構

投資銀行の設備，建物などは，一般にはなはだ小規模であり，ほとんどそこから「独占」という言葉を予想するのが困難なほどである。一流投資銀行といえども，ウォール街の一角に小さなビルを構えるとか，そのビルの一部に寄寓しているにすぎない。従業員数にしても，最大機関ですら，せいぜい数百人程度である。それは，彼らの業務が広い場所や大規模な設備を要さず，投資大衆と直接に交渉する必要もほとんど無いという，特殊な性格のものだからである。33年銀行法までは多くの機関が商業銀行業務を兼営したが，その業務にしてもほぼ大企業だけを対象にしていたから，たとえば預金受入のために店舗をとくに拡張するとか分散するとかいう必要がなかった。各投資銀行は，20年代の最盛期においても，その銀行内部での個人支配的な性格をつよく残していた。

これを反映して，投資銀行機関の多くは，個人会社またはパートナーシップ形態をとっている。とくに彼らの場合，株式会社組織が受ける種々の法的な規制を免れ，「パートナーシップが〝アンダーライティングの詳細を秘密にしたいという望みを助けてくれる[1]」利点を活用し，引受利得や投機利得のすべてを手中にする，という目的からも，こうした個人的な企業形態が採られたのである。稀に株式会社組織をとる機関も無かったわけではないが，その場合でも株式はほとんど完全な個人的所有であり，かつ，上のような条件がすべて解決される限りで利用されたにすぎない。ただ，商業銀行の子会社として設立された投資銀行の場合には事情が異なり，これはすべて株式会社形態を採って，その株式の保有関係により親銀行から支配されていた。

1930年代になると，商業銀行の子会社が独立の機関として分離され，また他の商会と合同したことなどもあって，こうした投資銀行機構の再編の過程で，株式会社形態をとる投資銀行が比較的増えた。モルガン・スタンレー商会，ブラウン・ハリマン商会，ファースト・ボストン・コーポレーションなどは，30年代の改組または新設に際して，株式会社組織を採用した。この場合，たとえばモルガン・スタンレーでは，議決権株の60％を3名の経営者が保有し，残りを数人の役員が購入した[2]。ブラウン・ハリマン商会では，従来，全株式の約95％をハリマン家がもっていたが，1939年以後は，全議決権株を J．P．リプレー社長以下の3人に預託した[3]。だから，これらの新商会にとっては，その株式会社組織はパートナーシップの場合と実質的に異ならなかった。なお，モルガン・スタンレー商会は，1941年に再び改組されたが，その際パートナーシップに戻った。旧くからの投資銀行にして株式が比較的分散しているものとしては，シカゴのハリス・ホール商会，ニューヨークのブレア商会などを，わずかに挙げることができる[4]。

しかし30年代に出現したファースト・ボストンの場合には，その機構は，上のごとき老舗をほこる一流機関とはかなり異なっていたし，異なる意義をもっていた。この会社は，設立当初ですら7,500人の株主と692人の職員を擁し，最大株主でも全株式の4.8％を保有するにすぎない[5]。M・メイヤーは，第2次大戦後のファースト・ボストンとモルガン・スタンレーとを比べて次のように述べている。

「この両社はあまり似ていない。ファースト・ボストンには8,000人の株主がいる。モルガン・スタンレーは，役員数12人余のパートナーシップ制である。ファースト・ボストンは資本金2,000万ドル，モルガン・スタンレーは300万ドルである。ファースト・ボストンは百貨店も経営しているし，自分が幹事になって引受けた銘柄のかなりの部分を自分の手で販売する。モルガン・スタンレーは基本的には金融業者であり，自分で販売する額は比較的少ない。ファースト・ボストンには約450人の従業員がいる。モルガン・スタンレーは，最も新しい数字では83人であった。ファースト・ボストン

は，全国に支店網を張っている。モルガン・スタンレーには，ニューヨーク・ウォール街2番地の本社ひとつだけである[6]。」

この相違は，30年代以後における資本市場の危機と変転の中にあって，一流投資銀行として生残り，発展する条件が，どのようなものであったかということにも関係している。この時期のモルガンの投資銀行業界における勢力は，多分に過去の伝統と名声，経済の他の領域における強力な支配力とに支えられていた。ファースト・ボストンの場合には，この新会社設立に参加した各商会や銀行の名声はたしかに強大だったが，それと同時に，積極的な業務の開拓が同社の地位をいちじるしくたかめたのである。メイヤーの叙述にしたがえば，「(モルガン・スタンレーは) 会社の方針として，相手が第1級の，よく名の知れた会社でなければならないという理由から，その活動がどうしても制限されている。ファースト・ボストンはと云えば，相手会社の歴史にはお構いなく，利益があがるところならどこでも，あらゆる種類の取引に関心を寄せている[7]。」また，ファースト・ボストンは，従来の大投資銀行が比較的軽視してきた販売部門に力を注ぎ，業務の範囲の拡大と大衆化を目指した。そのため同社は，1939年現在で，全国主要都市に20の支局・支店，10の代表部を保有するに至った。投資銀行が支店網をもつというのは，このように販売部にかなりの重点を置く機関に限られている。

1) M. H. Waterman: Investment Banking Functions. p. 59.
2) Hearings before the TNEC. Pt. 23. p. 12051.
3) ibid., Pt. 22. pp. 11404～7.
4) ibid., Pt. 22. p. 11516.
5) ibid., Pt. 22.
6) M. Mayer: Wall Street, Men and Money. 1955. pp. 171～2. 邦訳「ウォール街」228頁。
7) ibid., p. 186. 邦訳，250頁。
1930年代末までに，ファースト・ボストンの証券業務はモルガン・スタンレーの取扱量を抜き，最高の成績をあげるに至った。この地位は，現在まで保持されている。

投資銀行の経営執行者の構造は，他の部門で異なる業務をおこなう企業に比べて，とくに際立った違いはない。たとえば，会長，社長，取締役会また

は代表パートナー組織，各部課長，等々の組織である。しかし，明確な部課組織をもたない機関も多い。また機関が個人的性格をもっているため，数人の最高経営執行陣が業務全体を完全に掌握してしまう傾向がつよいし，同時に，業務の内容がはなはだ専門的なものであるために，各パートナーまたは部の指導職能という点では，かなり特徴的なものがある。まず会長 (Chairman) と社長 (President) が併存するような機関では，会長の名称は名誉職またはロボット的なものというよりは，他企業における肩書きをできるだけ多くもち，ウォール街における信望の最もあつい者に与えられ，実際に取引銀行，発行企業などとの対外的な交渉のある時に，主要な役割を果すのが常のようである。この場合，社長はむしろ，機関内部の全業務を総括する責任者となる。社長の下にある称号は副社長であるが，投資銀行では，各専門部の部長をすべて副社長とすることが，めずらしくない。そればかりではなく，たとえばファースト・ボストンでは，引受部だけに6～7人の副社長をもっている。彼らは投資銀行業務の専門家として，その技術に最も熟達した人々であり，専門に応じていちじるしく特殊化されている。同じ引受業務でも，公債，外口債，鉄道・公益事業・産業証券の各種類，株式と社債との相違，発行方法や資金調達方法における違い，時には発行企業ごとの相違，等々によって担当副社長が別々に決められている，というごときである。そのため，彼らの前身は主として，特定の大企業または銀行の関係者，証券スペシャリストないしブローカー，などであり，かつ現在も幾つかの肩書きを有するという者が非常に多い。ある意味では，銀行・産業のコンツェルンの内部から出た数人の代表者が，投資銀行という小さな専門機関を構成しているような様相すら呈している。この性格は，パートナーシップをとる大投資銀行の場合に一層顕著である。

部課組織をもつような投資銀行では，一般に，証券の引受（購入）部，配分（販売）部，シンジケート部が，主要3部門である。しかし，モルガンやクーン・ローブを始めとするような，アンダーライティング・シンジケートで低次の証券配分にまで自ら立ち入らない投資銀行では，証券配分の部門は

重要でないか，シンジケート部が兼ねる程度で十分間に合う。むしろ銀行との資金関係を扱う財務部などの地位がたかい場合も多いようである。そのほか，証券運用部，郵便部，広告部，などがある。さらに経理部，会計部または簿記部，統計部，管理部またはコントローラー部，などがみられるのは一般の企業とかわらない。云うまでもないことだが，かかる部課編成は，大規模な株式会社組織をとる投資銀行ほど明確である。

販売部を重視する投資銀行は，しばしば正式の社員でない多数の外務員（セールスマン）を擁している。証券取引市場に数人のブローカーを派遣している投資銀行は多いし，また，自らが取引所でブローカーとして活動するような機関もある。そのほか，大投資銀行は，副業的ないくつかの業務のための機構をもっている。とくに，大口の基金や個人財産を受託運用して配当を支払う信託部の役割は，かなり重要である。さらに，もっぱら機関投資家の直接引受の際に働く専門部，顧客への助言・相談をおこなうサービス部門，商業手形売買や商品ブローカー業務などの特殊部門も，時には何らかのかたちで存在している。

## II. 投資銀行業務の専門的な分化

前項では投資銀行の内部機構について，それが最高経営執行陣の各指導職能に応じ，かなり専門的に分化されたものがあることを指摘した。次に我々は，各々の投資銀行が他の投資銀行にたいして一定の専門的な分野に固定されている状態を，幾つかの側面からみることにする。かかる専門化は，各機関のおかれているさまざまの歴史的，地理的，資金的条件，企業との結合，経営者の技能などに由来する。

(1)　発行引受過程での分化

イリノイ大学の経営研究所は，1930年，ニューヨークとシカゴにある約2,860の証券専門機関を調査した結果，それを12のグループに大別した[8]。そのうちから，ディーラーのみ，ブローカー業務のみに従事する，発行市場と無関係な機関を除外すると，広義の投資銀行機関は，彼らが専門に果す機

能に従って次の10のグループに分類される。

① 発起業務のみをおこなう。（きわめて少数の機関のみ）
② 発起および証券配分（販売）への参与。
③ 発起，アンダーライティング，配分への参与。
④ 発起，アンダーライティング，配分，ディーラー業務。
⑤ 配分への参与のみ。
⑥ アンダーライティグ，配分。
⑦ アンダーライティング，配分，ディーラー業務（多数）
⑧ 配分，ディーラー業務（多数）
⑨ 若干の発起をおこなうディーラー（ニューヨクの少数機関のみ）
⑩ 若干のアンダーライティングをおこなうディーラー。

このうち①は非常に特殊な機関であり，また②に属するものは，発起証券をすべて自分で販売するような中小規模の投資銀行に多い。我々がこれまで扱ってきたような一流投資銀行は，ほとんどが③④に属する機関である。そのうちでもモルガン商会やクーン・ローブは③に属すとは云え，証券配分では，とくに高次の大口配分の段階でしか，それをおこなわない。ただしモルガン・スタンレーは，1941年以後，個人顧客への販売，ディーラー業務などをも若干兼営するようになった。それにたいして，たとえばハリス・フォーブス商会は，④に属しながらも，伝統的に低次の証券配分にもかなりの重点を置いている。次に，⑤⑥⑦に属する機関は，ほとんどが中小投資銀行である。しかも彼らは，他の機関が組織するシンジケートに参与することだけが全業務なのであるから，その点で，地方的な発起を自らおこなう中小投資銀行とも異なる。⑧⑨⑩の機関は本質的にはディーラーであり，副業的に発行市場に参与するにすぎないから，我々の対象とするような狭義の投資銀行機関には，実は含まれていない。

なお，かような証券引受過程での業務の専問的分化の問題は，次項でのアンダーライティング・シンジケートを扱う際に詳しく述べることになるので，ここでは以上を指摘するに止める。

8) A. S. Dewing: Financial Policy of Corporations. p. 1103.

(2)　地域的な専門化

大投資銀行のほぼすべてが，ニューヨークに本店をもっている。有名投資銀行にしてニューヨーク外にあるものは，ハルシー・スチュアートおよびハリス商会（シカゴ），メロン・セキュリティーズ（ピッツバーグ）など，少数の機関にすぎない。これは，ニューヨークの経済的，金融的地位からくる当然の経果であり，また原因であった。最初はニューヨークに支店を設置することから始め，第1次大戦前後から次第にそれを本店化するに至った投資銀行も少なくない。だが，ニューヨークに本店をもつ投資銀行と云えども，その引受・販売活動の本拠地は，必ずしもニューヨークとは限らないのである。ニューヨーク州外にある大企業が証券発行を意図する場合には，彼はウォール街の取引投資銀行に通報する。連絡を受けた機関は，その証券の引受資金をニューヨークで調達する。次の段階では，その証券を各地に広汎に散布するために，地域ごとの販売力をもつ中小機関の招集によってシンジケートを組織する。その場合でも，ニューヨークに本店を置く投資銀行自身が，相互に管轄地域を分割し，各々の地域でシンジケートを組織するようなことが生じた。たとえば，リー・ヒギソン，キッダー・ピーボディ，ブラウン・ブラザーズ，ヘイドン・ストーンなどは，その点で，むしろボストンを中心とするニュー・イングランド地域に活動の本拠地をもつといえる。かかる専門化は，一件の証券発行を，複数の投資銀行が別々の地域で発起するような場合に，最も顕著だった。一例をあげると，アメリカ電話・電信会社は，1906年から30年代を含む約30年間の証券発行を，常に，ニューヨーク地域を主宰するJ．P．モルガン商会と，ニュー・イングランド・グループを総括するキッダー・ピーボディ商会とに委ねていた。当初の発行では，前者のグループが全体の52.5％，後者のグループが47.5％を引受けた。しかし，ニューヨーク周辺の金融的，産業的比重の増大と，ニュー・イングランド産業の相対的な衰退に伴なって，後者の引受割合は，35％，31％，5％，30％，と発行ごとに低下した[9]。

だが，一流投資銀行がこのように地理的に異なる領域で専門化するという

傾向は，むしろ投資銀行の草創期に顕著にみられた現象である。当時のアメリカ証券の発行市場は海外と国内に大別されていたし，国内での産業中心地がかなり分散的で，それをニューヨークに直結するような金融機構がまだ不十分だったからである。20年代頃には，大機関のこうした地域的専門化の性向は，むしろ稀薄になってきているといってよい。それにたいして，中小投資銀行の方は，特定地域のみの担当者としてシンジケートに組織される傾向が，はなはだ顕著である。

9) Hearings before the TNEC: Pt. 23. pp. 11847～61. pp. 12202～6.

(3) 産業別，発行部門別の分化

モルガン商会やクーン・ローブ商会のように，鉄道支配から出発した伝統をもつ投資銀行は，1920年代にも，鉄道証券の引受に依然としてかなりの比重を置いていた。しかし，かっての鉄道証券一辺倒の時期に較べれば，やはり公益事業証券と産業証券の増加がいちじるしい。さらに，この二商会の場合には，大戦後の外口証券引受が大きな比重をもっていた[10)]。外国証券の引受を重点視する点では，ディロン・リード商会も同様だった。これにたいし，比較的新興の大投資銀行は，早くから公益事業あるいは産業証券の取扱いに専心する傾向があった。中でも，たとえばハルシー・スチュートは公益事業，レーマン・ブラザーズとゴールドマン・サックスは商業および消費財産業，という工合に，産業部門別に若干の重点の相違がみられる。もっともそうした相違は，最初から意図されたというよりも，各機関が特定の大企業と結びついた結果として生じた，という面の方がつよいと思われる。

中小規模の投資銀行では，かかる業種別の専業化への傾向は，しばしば，かなりいちじるしい。彼らは証券の最終購買者と直接取引しなければならないからである。とくに，自己が発起した証券のほぼ全部を自分で販売するような中小機関の場合には，こうした一業種への専門化が，技術的に最も適当なことだとされた。そのため，彼らの運命は，この特定業種の浮沈に決定的にかかっていた。他方では，その危険を多少とも緩和する目的で，補完的な証券として，安全性たかい公債などを併せて利用する傾向なども，若干あっ

たようである[11]。

10) 第17表は，モルガンの投資銀行が発行市場で取扱った証券の部門別金額である。1919～33年と35～39年とでは集計の基準が異なるが（後者は発起のみ。ただし，共同発起の場合にも全発起額が集計に加えられているから，モルガンの現実の取扱量より多く計算されている），一応の比較はできょう。表によれば，1930年代には

**第17表**　J．P．モルガン商会，モルガン・スタンレー商会の証券引受

| | 1919～1933年（100万ドル） | 1935年9月～1939年6月 | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 金額（100万ドル） | 発行件数 | 発行会社数 |
| 外国証券 | 2,233 | 279 | 7 | 2( 2) |
| 鉄道証券 | 1,979 | 316 | 12 | 8( 8) |
| 公益事業 | 1,075 | 1,420 | 39 | 22(10) |
| 産業 | 578 | 520 | 15 | 12( 6) |
| 都市・地方債 | 160 | 0 | 0 | 0( 0) |
| 計 | 6,025 | 2,535 | 73 | 44(26) |

（ ）内は，モルガン・スタンレーがモルガン商会より引継いだ会社数。
Source: 1919～33年については，A. Rochester: op. cit., pp. 34～5. 1935～39年については，Hearings before the TNEC: op. cit., Pt. 23. p. 12290. の折込み表及び pp. 12064～5. より作成。

外国証券と鉄道証券の引受低下がとくにはげしく，かつ，この部門の証券にして30年代に取扱われたものは，すべてJ．P．モルガン商会時代から取引を継続している企業の発行に限られていた（カッコ内の数字）。他方，公益事業，産業証券の方はそれほど低下せず，しかも，30年代に新しい顧客を若干獲得している。この多くは，投資銀行業務の集中の過程で，他の投資銀行から奪ったものである。これらのことにより，J．P．モルガン商会に較べると，モルガン・スタンレー商会は，いちじるしく公益事業・産業部門中心の投資銀行として，再出発したのだった。

11) Specialization by a Small Investment Banking House. (H. B. R. vol. 3.) pp. 115～120.

### (4)　証券の種類および等級による重点の相違

投資銀行の取扱証券別の比較をすると，大機関は大戦間を通じて，圧倒的に社債を引受けており，それにたいしてむしろ株式に重点をおくのは，株式ブームに便乗して設立された中小投資銀行に多かったようである。これは，鉄道業およびトラストの金融方式から生じたアメリカの社債利用の特殊な発達，商業銀行にたいする担保証券としての適格性，などに由来する。ある調

査によると，1925～32年の8年間に8大投資銀行および8大商業銀行子会社が引受けた証券発行2,526件中，90.5％までが社債で，残りのうち，7.7％が優先株，1.8％が普通株であった[12]。ただし，普通株は，こうした市場での正式な引受額だけで社債と比較するわけにはいかない。普通株はむしろ，トラスト金融に際してのボーナスとして投資銀行や旧株主に交付されるのが特徴だからである。たとえば，連邦取引委員会の推定に従うと，1918～27年に市場で発行された全証券のうち普通株は17％を占めるにすぎないが（社債は70％），同期間のボーナス，ストック・ディヴィデンドを加えると，普通株の比率は39％（社債は50％）に達するという[13]。

20年代末の株式ブーム期には，一流投資銀行の株式引受への移行が目立ち，また商業銀行も株式取扱の目的で子会社を設立するに至ったのであるが，そのような時期には，社債自身が従来の機能に投機的な性格を加えて一定の役割を果したから，社債は依然として彼らの重要な取引対象だった。取引所の崩壊以後，社債が再び唯一の取引証券となったことは云うまでもない。

そこで次に，社債だけにしぼって考察してみよう。アメリカでは，一般の

**第18表**　38主要投資銀行の発起せる社債の等級別分類（1934.1～1939.6）（％）

| | 第1級 | 第2級 | 第3級 | 第4級 | 第4級以下 | 計 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Morgan Stanley & Co. | 65.0 | 31.4 | 11.3 | 10.9 | 14.6 | 27.3 |
| The First Boston Corp. | 16.1 | 16.3 | 11.8 | 7.9 | 0.5 | 12.7 |
| Kuhn, Loeb & Co. | — | — | 15.2 | 18.4 | 9.2 | 8.1 |
| Dillon, Read & Co. | 4.2 | 13.8 | 7.3 | 3.2 | 3.0 | 7.8 |
| Smith, Barney & Co. | 0.7 | 2.7 | 8.4 | 5.0 | 15.8 | 4.8 |
| Blyth & Co. | — | 9.0 | 0.7 | 6.0 | 6.6 | 4.6 |
| 6大商会合計 | 86.0 | 73.2 | 54.7 | 51.4 | 49.7 | 65.3 |
| その他のニューヨーク14商会 | 14.0 | 13.5 | 26.5 | 30.6 | 28.6 | 21.1 |
| 以上20商会合計 | 100.0 | 86.7 | 81.2 | 82.0 | 78.3 | 86.4 |
| ニューヨーク外18商会 | 0.0 | 13.3 | 18.8 | 18.0 | 21.7 | 13.6 |
| 総計 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 発起総額（100万ドル） | 1,323 | 2,344 | 1,836 | 1,563 | 302 | 7,368 |

Hearings before the TNEC: op. cit., Pt. 24. p. 12993.

社債がその安全性，確実性の見地から，取引所の専門機関によって数等級に分類されている。第18表で，第1～3級に属する社債はA級と呼ばれ，一流企業発行のものが多い。第4級はB級，4級以下はC級または投機的社債と呼ばれている。なお，30年代の商業銀行は，その投資対象となし得る証券をA，B級社債のみに制限された。

表によれば，社債等級別の引受分布は，6大商会の間でもかなりの相違がみられる。第1級社債の取扱いでは，モルガン・スタンレーが他をまったく圧倒している。しかしモルガンは低級証券を全然扱わないわけではなく，投機的目的を含めて，しばしば4級以下の社債をも引受けるのである。部門別にその内訳をみると，鉄道債および産業証券ではもっぱら高級社債のみ，公益事業分野では高級と低級を混淆している[14]。次にファースト・ボストンは，顧客の層がはなはだ広いため，社債等級の分布は，ほぼ平均的である。ただ投機的社債の引受はきわめて少ない。クーン・ローブは，鉄道，産業ともむしろ低次の証券発行に専業化し，他方，公益事業債の取扱いはほとんど無い。ディロン・リードは，産業，公益事業分野でのモルガンへの追随の結果，中級証券に主力を置くかたちになっている。なお同商会では，鉄道証券の発起は皆無だった。スミス・バーニーは地方的な企業，顧客との結合が比較的つよいため，低級証券の比重が大きい。ブライス商会は，公益事業，鉄道債では中級が多いが，産業社債の引受では低級に偏している[15]。

12) H. D. Hoagland: Corporation Finance. 1947. p. 375.
13) W. Hodgkinson: Prefered Stock Issues and Redemptions. 1919～27. (H. B. R. vol. 7.) p. 51.
14) Hearings before the TNEC: Pt. 24. p. 12994.
15) ibid., pp. 12996～13000.

## III. アンダーライティング・シンジケート

アンダーライティング (underwriting) とは，元来，イギリスで用いられた言葉である。それは，資本市場で発行された証券に大衆が即時広募申込をお

こなわなかった場合，これらの証券をアンダーライター(発行保証引受機関)が買取るという保証契約のことであった。つまり，それは保証の一形態である。アンダーライターは，証券を自己または他人のために購入したり販売したりするのではなく，一定期限内に売残った証券を買いとったにすぎない。アンダーライターとなったのは，ブローカー商会，発行商会，銀行，保険会社，信託会社，マーチャント・バンカーなど，ごく多様であった。

これにたいし，アメリカに輸入されたアンダーライティングは，投資銀行固有の業務として，アメリカ独特の内容をもつ語として育ち，確立した。すなわち，それは，発行証券を市場化する以前に一括して引受け，その代金を一定期限内に発行企業に支払うという，特殊の業務を意味した。同一の言葉がイギリスとアメリカでこのように異なるものとなったのは，その橋渡しとなったマーチャント・バンカーが，アメリカでの鉄道金融を通じて自ら変質して投資銀行となった事情に基づいている。

次に，アンダーライティング・シンジケート (underwriting syndicate) とは，さしあたり，1件当りの証券発行を2行以上の投資銀行が共同で引受け，資金を提供する行為（広義には共同の販売過程をも含む）を意味する。共同引受で資金と販売義務とを分担し，損失の危険を分散するというやり方は，すでに19半ばに，マーチャント・バンカーがアメリカの国内業者との間でしばしば採用しており，また，J・クック商会が1870年代にかなり大規模に利用した方法でもあった[16]。しかしその実体は，シンジケートというにはあまりにも一回限りの便宜的なものであり，引受から販売までの全過程を一商会の統帥の下で保証するというほどの，体系的なものでもなかった。発行の発起機関はただ，引受全体が自分の能力の限界を超えていると感じた時に，直接の友人間から始めて，銀行資本家や各地の富裕な個人へと，引受の勧誘範囲をどんどんひろげて行ったにすぎない[17]。また，マーチャント・バンカーと国内業者との本店・代理店的な関係は，シンジケートという概念とは異なるものである。以下に述べるような，大規模にして固定的，組織的，近代的なアンダーライティング・シンジケートが出現し普及したのは，むしろ第

1次大戦を境にしてのことだと思われる。1915年にモルガンは，フランスの政府債を引受けるに際して，J・P・モルガンを頂点とし，多数の投資銀行およびディーラーを含めた大販売シンジケートを組織した。モルガン商会の意見では「シンジケート・システムは，ほぼ，この1915年に発明された[18]」というのである。大戦を終えて1920年代になると，一流企業の発行証券にして，かかる近代的なシンジケート・システムの手にかからないものは，ほとんど無くなった[19]。

16) F. Redrich: The Molding of American Banking. var. pages.
17) M. Meyer: Wall Street. pp. 163～4. 邦訳217頁。
18) M. H. Waterman: op. cit., p. 25.
19) クーン・ローブ商会の O. H. Kahn 氏に従えば（1925年），「ハリマン氏が生きていた時代には，アンダーライテイングにはロマンスと冒険がつきものだった。当時としては大規模な発行を彼がもちだした場合には，我々としては，それがどうなるか，公衆がそれを購入するかどうか，まったく見当がつかなかった。彼のやり方は実に巧妙で，視野が大きく，広く，だから我々はしばしば，結果を予想してから彼に同意するというようなことができなかった。しかし今日では，わが国に約1,000の投資銀行がある。彼らが各々15,000ドルづつを持ち寄れば1,500万ドルの発行が，アンダーライング協定のインクが乾く前に売りきれてしまうのだ。」（ibid., p. 50）

第1次大戦以後のアンダーライティング・シンジケートの最大の特徴は，引受・販売過程における投資銀行間の機能分化がいちじるしくすすんでいる点にある。企業と直接に接触しつつ全体を統帥するマネージャー（発起または幹事）商会，発行証券を分担引受する各アンダーライター，2次的な証券配分または運用をおこなうディストリビューター（またはトレーディング・グループ），最終的な投資家への販売をおこなう販売グループ，というように，全過程がきわめて組織的に分化されている。大規模発行の場合には，この過程に数百の投資銀行やディーラーが参与することがめずらしくない。

このような機能分化が第1次大戦を境として確立したのは，何よりもまず，資本市場での資金需要がはなはだしく拡大されたためである。それは，商業銀行資金と投資銀行との機構的な連繋とも，期を一にしている。第2に，投

資銀行の集中がすすみ，少数大銀行による市場支配と，他方では，その傘下で専門的な部分職能のみを果し得るような，各規模各層の投資銀行が胚出された。第3に，投資家の数や層がいちじるしく広がり，地理的な分散がすすむに従がい，同様に部分職能に専門化した中小投資銀行をシンジケートに組織する必要が増大した。第4に，投機利得の増大に伴なって，引受・販売過程に分化した各商会に手数料を支払うことが容易になった。そこで発起商会は，自己の資金が潤沢な場合ですら，むしろ自己負担をできるだけ少額におさえて他商会や銀行資金を利用することを望んだのである。30年代に以上のような条件がいくつか失われ，従って引受・販売過程における広範な分化がむしろ後退したことは，前にも触れた[20]。

次に，引受から販売までの全過程における，分化した各々の機能について，やや詳しく考察してみよう。

まず，シンジケート・マネージャーの義務は，証券発行を望む企業を探しだし，その企業と直接に交渉し，引受・販売団を組織し，市場を操作し，全過程が終るまでシンジケートを指導する，ということにある。マネージャー自身は，アンダーライターとしては，せいぜい発行の20～40％程度を引受けるにすぎない。20年代のJ・P・モルガン商会についての資料を集めると，むしろ20％を割るケースが多数で，10％以下のものもめずらしくない。発行企業が発起商会を選択する基準は，その機関自身のもつ資金力にあるのではなくて，彼の抜群の組織力と経験，名声なのである。マネージャーが引受から販売の過程でおこなう業務内容について，その一例を次にあげておく。これは，スミス・バーニ商会がおこなった手続きである[21]。もちろん，企業と発起商会，マネージャーとシンジケート・メンバーの関係が固定的なものになればなるほど，以下の手続きの大きな部分が節約されるであろう。

| 順序 | 業　務 | 取　扱　者 | 時　期 |
|---|---|---|---|
| 1 | 企画された発行に関し，発行会社との第一次協定。 | 購入部パートナー(部長)および同部から数人。 | 一般に実際の発行時の数ヶ月前 |
| 2 | 会社の資産および財務諸表の監査 | 購入部，および外部の会計士または専門機関 | 〃 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 3 | 引受・販売時の暫定計画 | 購入部，発行会社，およびその顧問 | 〃 |
| 4 | 登録書類および契約書の検査 | 購入部およびその顧問と発行会社およびその顧問により。 | 協定が現実性を帯びれば直ちに |
| 5 | 発起書試案，発行会社との協定，アンダーライティング協定試案，販売団組織試案，伝達専門機関への連絡試案 | 購入部 | 〃 |
| 6 | アンダーライターの選択 | 購入部パートナーおよび販売部パートナー（しばしば発行会社と協議） | 価格その他に関する計画ができれば直ちに。 |
| 7 | アンダーライターへの通知 | 購入部 | 計画の進行に伴い随時。 |
| 8 | 販売団の第一次リスト作成 | シンジケート部 | 発行登録直後 |
| 9 | 第一次見通しの作成，販売団への第一次勧誘通知（価格，手数，日時などを記載し） | 購入部が主体となり，販売部パートナー，シンジケート部と共に。 | 申込予定日の４～５日前 |
| 10 | 各州のブルー・スカイ法との抵触を考慮 | 購入部のブルー・スカイ主任が，発行会社，アンダーライターと共に。 | 申込予定日の数日前 |
| 11 | 最終投資家中，貯蓄銀行，保険会社にとっての発行証券の合法性を検討（州毎に） | 購入部および顧問 | 申込予定日数日前より，顧問の意見をきく。 |
| 12 | ムーディ，その他調査機関への資料提供 | 購入部 | 申込予定日直前 |
| 13 | 第一次予定を販売団の申込メンバーと伝達専門機関へ通報 | 郵便部（シンジケート部の指導の下で） | 申込予定日の２・３日前 |
| 14 | 発行会社との最終契約調印 | 購入部 | 〃 |
| 15 | アンダーライターとの最終契約調印 | 購入部，またはそのパートナー | 〃 |
| 16 | 登録書の最終書類作成 | 発行会社，購入部および顧問 | 〃 |
| 17 | 予定表の最終作成 | 購入部 | 〃 |
| 18 | 販売団への最終的予定通報書を作成 | 購入部（販売，シンジケート部パートナーの承認を得て） | 〃 |
| 19 | 新聞広告草案 | 購入部（販売部パートナーとの相談の上）広告会社へ渡す。 | 草案は数日前，広告会社へは前日 |
| 20 | 販売団リスト，各々の金額を最終決定 | シンジケート部（販売部パートナーの管轄下で） | 申込予定日の前日 |
| 21 | 販売団へ提供開始時を指令する電報の準備 | シンジケート部（顧問と共に） | 〃 |
| 22 | パートナーおよび商会が提供日に使用するため，最終的販売団リストのコピー作成 | 郵便部 | 申込予定日の前夜 |
| 23 | 同じく販売団への通報のコピー作成 | 郵便部 | 〃 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 24 | 販売団への電報に提供額を書き入れるために電信会社が使用するリストを作成 | シンジケート部が金額決定，郵便部がリスト作成 | 〃 |
| 25 | 販売団へ最終的予定および指令を通報 | 郵便部（シンジケート部の管轄下） | 登録許可がおり，申込期限が決定すれば直ちに |
| 26 | 右の通報をアンダーライター支店などへも提供 | 郵便部 | 〃 |
| 27 | **提供日**——販売団から受取受諾又は削減申込の通知を受けて記録し，再配分の記録，通知など。 | シンジケート部 | 申込日 |
| 28 | 販売団からの署名入り手紙を受取りそれを記録 | シンジケート部 | 申込日翌日 |
| 29 | 販売に関する附加的諸業務 | 販売部パートナーおよびシンジケート部 | 申込日翌日から数日継続 |
| 30 | 未売却証券についてのアンダーライター，販売団メンバーの調査 | アンダーライターについては販売部パートナー，販売団はシンジケート部 | 随時（一般に申込の数日後から数回） |
| 31 | トレーディング・アカウントなどによる市場での証券の買い向い。又はアンダーライター，販売団メンバーからの直接の買取り。 | 市場では取引部。その他の場合は販売部パートナーおよびシンジケート部 | 申込日翌日から，市況好転まで |
| 32 | 仮発行（Temporary Bonds）がある場合，その取扱い。 | 購入部とその顧問が発行会社と相談の上。 | 契約が調印されれば直ちに。 |
| 33 | 引渡通知書（引渡日と支払日に関する販売団への勧告） | シンジケート部 | 引渡期限決定直後 |
| 34 | 販売団に引渡される証券の記録作成 | シンジケート部（購買部および販売と共に） | 〃 |
| 35 | 作業状況コピーの作成（正確な意味不明—森） | 出納部 | 右の直後 |
| 36 | 引渡日と支払日に関する指令の記録 | 出納部 | 〃 |
| 37 | 各アンダーライターが実施する全予定表の作成 | 社長，出納部および顧問が購入部と共に | 引渡日数日前 |
| 38 | 引渡しに先立ち，顧問の意見を聴取し，編成を行なう。 | 購入部と社長顧問 | 引渡日当日または前日 |
| 39 | 引渡立替金の準備（正確な意味不明—森） | 出納部の特定メンバーが受託者の店舗で | 一般に引渡日以前の2日間に |
| 40 | 勘定簿の開設（販売団，特別販売，スミス・バーニーの購入，小売勘定別に） | 社長および出納部 | 引渡日数日前 |
| 41 | **引渡日**——各アンダーライターと会合。証券と引換えに，各アンダーライターより発行会社へ小切手の支払い。各アンダーライターは，自己の販売団へ引渡す分の証券を受取る。 | パートナー，社長，出納部長がアンダーライターおよび発行会社と共に。 | 引渡日 |
| 42 | 販売団メンバー，および特別購入者に対する証券引渡 | 出納部 | 引渡日，およびそれ以後 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 43 | マネージャーとアンダーライター間の勘定。販売団，特別購入者から支払われた資金を，アンダンダーライターの引受率に応じて配分する。 | 社長および出納部長 | 引渡業務終了時。 |
| 44 | 保存する記録の作成 | 簿記部 | 引渡の翌日 |
| 45 | 証券の売行きが悪い場合，引受者による再購入のシステムを作る。 | 出納部 | 〃 |
| 46 | 市場で再購入されて再び引渡される証券の記録 | 出納部 | かかる事態が生じたら直ちに |
| 47 | 再購入証券のアンダーライターへの再引渡し。 | シンジケート部 | シンジケート部への報告後直ちに |
| 48 | 販売団の期限終了。その後は販売価格の規制を解除する。 | シンジケート部 | 市況が良好の際は極めて早い。時には引渡当日に終了。 |
| 49 | 報告書作成（販売団販売量，再購入額など） | シンジケート部 | 販売業務終了後直ちに |
| 50 | シンジケート部記録（アンダーライター，販売団各メンバーの成績を，保存資料として） | シンジケート部 | 〃 |
| 51 | 販売団への手数料支払い，（再購入，違反行為などを考慮しつつ） | 出納部が小切手をきり，シンジケート部が郵送 | 販売団解散後直ちに |
| 52 | 会計記録の分析 | シンジケート部 | 手数料支払直後 |
| 53 | 諸支払，およびその分析（アンダーライターへの立替分を抽出） | シンジケート部 | 経理部記録作成直後 |
| 54 | アンダーライターとの最終的会計処理 | シンジケート部 | 計算確定直後 |
| 55 | 使用せざる準備金をアンダーライターに配分 | シンジケート部 | アンダーライターとの最終会計処理の30～60日後 |
| 56 | 仮発行証券と交換される永久証券の準備 | 購入部およびその顧問が発行会社およびその顧問と共に | 随時 |
| 57 | 上の交換に関するアンダーライターと販売団への助言 | シンジケート部 | 上と共に直ちに |

20) T. K. Haven の研究によれば，1933～37年における496のアンダーライティング中，257社債発行の44.2％，80優先株発行の48.3％，159普通株発行の39.6％が，販売グループまでを組織した。この数字はたしかに発行過程における機能分化の衰えを示すものではあるが，なお同時に，大規模発行ではシンジケートの利用が依然としてかなりおこなわれていることを意味する。*

* M. H. Waterman: op. cit., p. 77.

21) Hearings before the TNEC: Pt. 24. pp. 12806～10.

マネージャー商会は，原則として，他のいかなる投資銀行をもシンジケートに招請することができる（競争入札の場合は例外）。30年代以降は，第16

表にみたように，大投資銀行相互の “give and take” の関係が顕著である。つまり彼らは，他の機関がマネージャーの時に自分のところにどれだけの割当をくれるかによって，自分が発起する場合の，相手への割当額を決めることになる[22]。その他の選択基準としては，① 発行企業が営業している地域と各商会の活動本拠地との関係，② 過去の実績，③ この発行について提供できる資金の量，④ この発行についての配分・販売能力，⑤ 発行企業との友好関係，などを挙げることができる[23]。こうして選択された投資銀行は，それが上場証券である限り，新聞や専門誌の広告欄に引受金額順で商会名を列記される。この際の「広告面における序列」は，各アンダーライターにとってきわめて重大な事柄であり，このランクの変動をみることによって，各投資銀行の盛衰，マネージャーとの関係，などをうかがうことができる[24]。

上のような，各アンダーライターによる引受活動は，いわば狭義のアンダーライティング・シンジケートの内容である。引受・販売の全過程を含む広義のアンダーライティング・シンジケートの中でも，この第1次的な業務の意義は，決定的に大きい。発行に際しては，「うまく引受けられた証券は，もはや半分売れたも同然」と考えられている。

アンダーライターはマネージャーの指示に従いつつ，引受証券を，販売団に参与せる投資銀行やディーラー，または特別の顧客に配分して行く。しかし市況が思わしくなく，予定した販売価格が望めないような場合には，市場の好転を待って証券を保有し続ける必要が生ずる。その保有期間は，1～2年から時には5年以上に亘ることすらある[25]。だが，たとえばファースト・ボストンのごとく，原則として1ヶ月以上の保有をおこなわず，協定期限後はむしろ，価格の如何を問わずに処分してしまうという商会もある。証券を持ち続ける場合には，運用シンジケート (Carring or Banking Syndicate) がしばしば別に形成される。証券を一時に発行しないで分割発行する際には，技術的な必要から，こうした運用シンジケートが頻繁に利用されたようである[26]。運用シンジケートには，普通，各アンダーライターの他，商業銀行や信託会社を含む別の機関が新たに加わった。比較的豊富な資金をもちなが

ら，第1次的なアンダーライティングに参与し得ないような二流機関は，このような中間的なグループの参与に大きな魅力を感じたのである。

投資銀行の引受機能は，投資家にたいする最終的な販売によって完成される。アンダーライティング・シンジケートが形成されるような発行においては，その最終段階は，数十，数百の商会，ディーラーからなる販売団（販売グループ）または販売シンジケートによって果されるのが普通である。この場合，販売グループと販売シンジケートとは，厳密には異なる。前者は全過程のシンジケートからは一応外的な存在であって，マネージャーの要請に応じて販売を代行し，各販売額に従って手数料を受けとる，という性格がつよい。それにたいして，後者の場合は，全過程の中により積極的に組みこまれて，総費用を比例的に分担し，同じく，この引受業務によって得る利益を一定の比率で分配される，という性格をもつ[27]。つまり，概して前者の方が，業務全体の成否に関する義務感はうすいと云える。一般に，販売シンジケートの構成メンバーは販売グループよりも大規模であり，かつ巨額の発行に用いられることが多いようである[28]。だが，このいずれに属するにせよ，彼らは一定期間，マネージャーの統一的な指令の下で，一単位として行動しなければならない。彼らは，マネージャーの直接の指示によらずしてメンバー間で証券のやりとりをすること，シンジケート期間中に指示価格以下で販売すること，マネージャーの指示なしに同一の証券を何度も市場で売買する（いわゆる investment guaranteed selling）こと，などをかたく禁じられている。

アンダーライティング・シンジケートの公的な利得は，証券の引受価格と販売価格との差額 (spreads) である。この差額については，必ずしも標準的な水準があるわけではない。だが T. K. Haven が1926～29年，34～37年の間に発行された344件の社債につき，100ドル当りの Spreads 率を平均したところでは，第19表 (A) のようになっている。A. S. Dewing によると，第1次大戦前の Spreads の水準は，19表よりもかなりたかいようである[29]。これは，証券発行の容易化，安定度の相違によるものであろう。次に，この利得のシンジケート内部での分割程度が19表の (B) に示されている。Haven

**第19表** (A) アンダーライティング Spreads 水準の推移（1926～37年）社債等級別

| | AAA級 | A A 級 | A 級 | Baa 級 | それ以下 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1926～29年平均 | 2.492 | 2.939 | 3.021 | 3.154 | 4.388 |
| 1934年 | 1.757 | — | 3.264 | 5.080 | — |
| 1935年 | 1.856 | 2.102 | 2.560 | 3.162 | 4.362 |
| 1936年 | 1.937 | 1.942 | 2.323 | 2.785 | 3.960 |
| 1937年 | 1.981 | 1.894 | 1.954 | 2.415 | 4.214 |

(B) アンダーライティング Spreads の分割，1936年（100万ドル以上の公募発行）

| | 社債等級 | 発行数 | 総 Spreads | マネージャー手数料 | アンダーライター手数料 | 販売手数料 | アンダーライティング共同保有分 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 産業その他 | AAA | 3 | 1.94 | 0.29 | 0.22 | 0.79 | 0.64 |
| | AA | 2 | 2.18 | 0.19 | 0.31 | 0.88 | 0.81 |
| | A | 5 | 2.55 | 0.33 | 0.21 | 1.06 | 0.95 |
| | Baa | 10 | 2.89 | 0.26 | 0.40 | 1.27 | 0.96 |
| 公益事業 | AAA | 10 | 2.02 | 0.32 | 0.21 | 0.73 | 0.75 |
| | AA | 16 | 2.07 | 0.27 | 0.19 | 0.87 | 0.73 |
| | A | 12 | 2.43 | 0.17 | 0.23 | 1.05 | 0.98 |
| | Baa | 6 | 2.86 | 0.30 | 0.27 | 1.39 | 0.90 |

M. H. Waterman: Investment Banking Functions. p. 76. および 78.

の計算によれば，1934～37年の引受手数料中，社債の場合には55.8％をマネージャーとアンダーライターが受けとり，販売業務にたいしては44.2％が与えられた。優先株の場合，その比率は51.7％と48.3％，普通株では60.4％と39.6％であった[30]。もちろんこうした正規の Spreads の他に，マネージャーはプロモーターとしてのボーナス，いわゆる "secret commission" などを，種々のかたちで受けとる。大投資銀行にとって，このような手数料以外の利得の方が，むしろ，しばしば引受の主要目的だったということは，前にも述べた。

22) M. Mayer: op. cit., p. 169. 邦訳224頁。

23) Investment Banking Association: Fundamentals of Investment Banking. 1949. pp. 518～9.

24) M. Mayer: op. cit., p. 178. 邦訳237～8頁。

25) Fundamentals of Investment Banking. op. cit., pp. 521～7. など。

26) Method in the Distribution of Securities to Investors by an Originating House: (H. B. R. vol. 3.) p. 109.

27) T. H. Mckittrick: A Comparison of British and American Practice in Issuring Investment Securities. (H. B. R. vol. 3.) p. 186.
なお，両者の相違については証券取引委員会の定義がある (Waterman: op. cit., p. 49).

28) Method in the Distribution of Securities. op. cit., p. 110.

29) A. S. Dewing: op. cit., (1923年版), vol. II. pp. 147～50.

30) H. E. Hoagland: op. cit., p. 384.

第1次大戦後のアンダーライティング・シンジケートの第1の特徴が引受・販売全過程を網羅した，投資銀行間の構造的な機能分化にあるとすれば，第2に，それと並んで重要なのは，シンジケート組織自身のもつ強固さ，永続性，という特徴である。

20世紀初頭における引受商会の共同という現象は，臨時的なパートナーシップの一タイプと考えられていた。すなわち，パートナーシップ組織をとる商会や個人が，資金を持ちよって，一時的により大規模なパートナーシップを合成するものと解された。だからマネージャーはとも角として，引受商会の資格は金額の如何にかかわらず形式的に同一で，また無限責任制であった。つまり自己に割当てられた証券の処理如何に関係なく，全体としての損失や未売却にたいする責任を負っていた。こうした無限責任のシンジケートでは，各アンダーライターの最終的な証券処理能力がかなり大きな問題となり，発起，引受，販売などの機能が各々分化するということができない。ところが他方では，発行の規模や回数が年ごとに増加し，事実上，商会ごとの特性を生かした専門的分化が不可欠となった。しかも，販売に加わる中小投資銀行は，自己のわずかの分担だけで全体の無限の責任に関係せねばならないことを極度に嫌った。そこで，最初はマネージャーが発行企業には秘密に，販売完了の商会を無限責任から免除してやるという慣行が生じ，やがて公然の有限責任制シンジケートとして確立した。この変化が明らかになったのは，ほぼ1915～16年頃のことである[31]。そういう事情のために，20年代以後のアンターライティング・シンジケートでは，一次的なシンジケートほど，まだ

無限責任制がしばしば見られ，販売などを扱う低次のシンジケートほど持分に応じた責任制がはっきりしているようである。この場合の無限責任制の残存ということの内容は，せいぜい，期限後の未処分証券を比例按分的に引受けなおす程度の義務であった。それも多くの場合は，共同勘定や運用シンジケートで処理するという方法が普及していた。

31) A. S. Dewing: op. cit., p. 1148.

**第 20 表**　"Telephone System" の証券発行引受に関するアンダーライターの参与比率（1920～30年）％

| 会社名 | 金額（100万ドル） | 発行日 | J・P・モルガン商会 | ファースト・ナショナル銀行 | ナショナル・シティ商会 | クーン・ローブ商会 | ハリス・フォーブス商会 | リー・ヒギンソン商会 | グランティ商会 | バンカーズ・トラスト商会 | キッダー・ピーボディ商会 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Bell Telephone Co. of Pa. | 25 | 1920. 9 | 20.00 | 10.00 | 10.00 | 10.75 | 5.00 | 5.00 | 4.75 | 4.75 | 29.75 |
| Northwestern Bell Telephone Co. | 30 | 1921. 1 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| N. Y. Telephone Co. | 50 | 1921.11 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| Pacific Telephone & Telegraph Co. | 25 | 1922. 5 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| New England Telephone & Telegraph Co. | 35 | 1922. 5 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| Bell Telephone Co. of Pa. | 35 | 1923. 1 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| Illinois Bell Telephone Co. | 50 | 1923. 6 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| American Telephone & Telegraph Co. | 100 | 1923.11 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| Southwestern Bell Telephone Co. | 50 | 1924. 1 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| American Telephone & Telegraph Co. | 125 | 1925. 1 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| Bell Telephone Co. of Pa. | 50 | 1925. 9 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| New England Telephone & Telegraph Co. | 40 | 1926. 5 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| Southern Bell Telephone & Telegraph Co. | 32 | 1929.10 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| American Telephone & Telegraph Co. | 150 | 1930. 1 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |

Hearings before the TNEC: Pt. 23. p. 12234.

次に，特定証券発行へのシンジケートの固着性を示す例として，第20表を掲げる。この表は，アメリカ電話・電信会社を中核とする，いわゆる“telephone system”に属する企業の，証券発行引受状況を示している。マネージャーはモルガン商会であり，このシステムの発行は，モルガンの最大業務のひとつだった。telephone system は，1906年以後19年までの間にも，モルガン商会の指導するシンジケートの下で，数次の証券発行をおこなっている。だが，当時のアンダーライターの参与比率は，まだごく不安定で，発行の都度，変動するのが普通だった。また，アンダーライターとして登場する商会名にも，しばしば変化がある。ところが，1920年以後には，それらはまったく固定化された。なおJ・P・モルガンとキッダー・ピーボディは，自己の引受分を各々さらに第2次的なアンダーライターのグループに分与したが，その比率も20年以後は固定している。この期間には資本市場が急速に発展し，投資銀行の消長も少なくなかったことを考えれば，この10年余の固着性はかなり強固なものだったと云い得るであろう。しかもTNECが集めた厖大な資料によれば，かかる傾向はまったく大企業の証券発行に一般的な現象であった。むしろこのような発行では，シンジケート内部で特定の投資銀行が脱落したり加わったりすることの方が大事件とされた。とくに，恐慌と33年銀行法とを境にした商業銀行子会社の清算，投資銀行の合同と再編，が一挙におこなわれた時のこうした参与商会，参与比率の組みかえは，各商会における最大の事件であった。その一例として，第21表を掲げる。これは，クーン・ローブとリー・ヒギンソンが共同発起してきた Chicago Union Station Co. の発行において，① 商業銀行子会社の清算，② ファースト・ボストン会社の成立，③ J・P・モルガン商会の引揚げとモルガンスタンレーとしての再登場，が如何に参与の割当に変化をおよぼしたかを示している。こうした再編成は，その都度まったく新しく作りなおされたわけでなく，引受グループに出入りする商会が，その持分を特定の他商会に分与するかまたは分与されることによって，おこなわれた。たとえば21表の場合，33年銀行法直後の状態をみると，J・P・モルガンが引受から脱退し，

**第21表** Chicago Union Station Co. の証券発行引受に関するアンダーライターの参与比率（%）

| 発行金額（100万ドル） | 発行日 | クーン・ローズ・グループ | | | リー・ヒギンソン・グループ | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 商会クーン・ローズ | ナティ商会ナショナル・シ | ジ商会クーク・ドッ | ン商会リー・ヒギンソ | シ（ニューヨーク）ショナル・銀行ファースト・ナ | J・P・モルガン商会 | ストイリノイ・トラ | | |
| 30.0 | 1916. 2 | 28.83 | 14.44 | 6.67 | 13.33 | 13.33 | 13.33 | 10.00 | | |
| 10.0 | 1920. 4 | 30.00 | 15.00 | 5.00 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | | |
| 6.0 | 1921. 5 | 33.33 | 16.67 | | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | | |
| 6.2 | 1922. 5 | 〃 | 〃 | | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | | |
| 7.0 | 1924. 1 | 〃 | 〃 | | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | | |
| 7.0 | 1924.11 | 〃 | 〃 | | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | | |
| | | 商会クーン・ローブ | ン商会ブラザーズ・ハリマン・ブラウ | | ン商会リー・ヒギンソ | ロア商会フィールド・グ | 商会E・B・スミス | ストン会社ファースト・ボ | W会・ウェルド商 | ール商会ラザード・フレ |
| 16.0 | 1935. 3 | 35.00 | 17.50 | | 15.84 | 10.00 | 10.00 | 5.00 | 3.33 | 3.33 |
| 2.1 | 1935. 3 | 〃 | 〃 | | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |
| | | 商会クーン・ローズ | ブマン商会ブラウン・ハリ | ストン会社ファースト・ボ | ン商商リー・ヒギンソ | レー商会モルガン・スタ | ロア商会フィールド・グ | E商会・B・スミス | W会・ウェルド商 | ール商会ラザード・フレ |
| 44.0 | 1936. 4 | 31.67 | 15.83 | 5.00 | 15.00 | 15.00 | 7.50 | 5.00 | 2.50 | 2.50 |
| 7.0 | 1936. 8 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 | 〃 |

Hearings before the TNEC: Pt. 22. pp. 11431～8. pp. 11621～30. などにより作成。

彼が再び参与するまでの措置として従来の13⅓％の持分のうちから，1⅔％をクーン・ローブへ，5/6％をブラウン・ハリマンへ，2½％をリー・ヒギンソンへ，5％を新設のファースト・ボストンへ，3⅓％をE・B・スミスへ，それぞれ割譲した。他方，清算される商業銀行子会社ナショナル・シ

ティの16⅔％は，すべてブラウン・ハリマン商会に移った。商業銀行ニューヨーク・ファースト・ナショナルの13⅓％は，6⅔％がE・B・スミスへ，3⅓％がW・ウェルズへ，3⅓％がラザード・フレールに割譲され，イリノイ・トラストの10％はすべてフィールド・グロア商会に移った。その結果が，1935年の新しい参与比率である。36年にモルガン・スタンレーが入ってきたときにも，やはり同じような授受がおこなわれた[32]。

シンジケートのかかる固定的性格は，アンダーライターのグループに限ったことでない。販売のシンジケートにおいても，一流投資銀行は専属，準専属的な中小投資銀行をかかえ，特定の発行ごとに，その専門能力に応じて組織した。そこで中小投資銀行は，自己の営業成績や販売能力を不断に詳細に大銀行に報告している。報告を受けた商会はその内容をカードに記入して分類し，発行ごとに利用する方法がとられた[33]。ただ，これらの中小投資銀行は，必ずしも各々一つの支配商会のみに従属していたわけではなかった。

32) Hearings before the TNEC. Pt. 22. p. 11640.
33) ibid., Pt. 24. pp. 12661～2.

アンダーライティング・シンジケートの固着性を保つためには，マネージャー商会と発行企業との緊密な結合関係が必要である。それは種々の方法で伝統的に維持された。だが時には，取引の永続性を確認するために，発行の都度作成される協定とは別に，然るべき長期契約が結ばれる場合があった。契約の条文はさまざまであるが，たとえば，引受・販売に関する長期の排他契約，引受申込を他商会に先立っておこなう権利，将来のいかなる発行をも適正な価格で引受ける権利，将来の発行計画に必ず参加する権限，などが，ごく一般にみられる内容である[34]。

次に，マネージャーとアンダーライターとの間にも，固定的な参与比率を守るための長期協定が経ばれる場合がある。しかしこの分野でも，成文化された協定や法の力よりも，強大な慣習の力が存在していることが特徴的であった。ただ，発行ごとにマネージャーとアンダーライター・グループとの間に作られる，いわゆるアンダーライテイング協定は，成文化されるのが普通

になった。同様に，マネージャーと販売グループとの間にも販売シンジケート協定が結ばれる。

アンダーライティング協定の内容についても一定の基準があるわけではないが，組織的，継続的なシンジケートほど発行ごとの協定の意義はうすれ，従って内容も類型化する傾向があった。その内容は主として，従来の慣行の確認とか，若干の調整を加える程度の意義しかない。こうした傾向も，近代的なアンダーライティング・シンジケートにおける一つの特徴だと云えよう。そこで最後に，アンダーライティング協定の一般的な項目をあげて，若干の説明を付しておく[35]。

(1) 各商会が引受ける証券の量と参与率……証券引受額については，すでにマネージャーによるアンダーライターへの招聘状に規定されているから，協定はまったくの確認事項にすぎない。

(2) 証券代金の支払方式……一般には，引受日にマネージャーに小切手を提出し，それを総和してただちに発行企業に引渡す。

(3) 販売価格の協定……これは最も重要な項目の一つである。シンジケート・メンバーに秘密で特定の顧客に値引販売をするような商会は，以後のメンバーから排除されるだけでなく，全国証券業者協会からも営業停止処分を受けることがあり得る。

(4) 売残り証券の処理に関する条項……これは，シンジケートが無限責任か有限責任かで異なる。無限の場合には，売残り部分を全メンバーで処理するが，有限の場合は，売残りを生ぜしめた商会のみの責任である。このほか，売残りの処理については，マネージャーと企業との間に，いわゆる “best effort agreement” が結ばれ，企業にたいする証券の返済が可能なことを規定する。これは比較的小規模企業の発行に用いられた。もっとも，1935年，ソコニー・ヴァキューム石油の5,000万ドル社債発行の際におこなわれたというような例もある[36]。

(5) 手数料の配分についての協定

(6) トレーディング・アカウント (trading account) 協定……最も重要な項

目の一つである。ここでは，マネージャーがシンジケートの共同勘定を利用して取引市場での証券売買をおこない，価格を操作する権限が決められている。30年代に証券についての諸規制が設けられた際にも，かかる行為は「株価の安定のため」好ましいものとされ，ただそれを一般に公告せねばならないという義務だけが加えられた。トレーディング・アカウントは，一定期限が終れば解除される。マネージャーはそれに要した総費用をシンジケート・メンバー間に割当て，事後的に取立てるのが普通である。

(7)　登録事務に関する規定……証券取引委員会 (S. E. C.) に提出する諸報告，資料などを，マネージャーがシンジケートを代表して作成，提出する権限についての確認である。

(8)　協定の期限……6ヶ月未満の期限をもつものが多い。販売の成績如何では，延期，短縮の可能性は大いにあるが，かかる点については特に成文にして協定はしていないようである。

(9)　その他の具体的な諸事項，および違反にたいする罰則など。

34) Hearings before the TNEC: Pt. 24. pp. 12854～60.
35) ibid., Pt. 24. pp. 12911～4. pp. 12944～7. および Fundamentals of Investment Banking. op. cit., pp. 484～6.
36) A. S. Dewing. op. cit., pp. 1145～6.

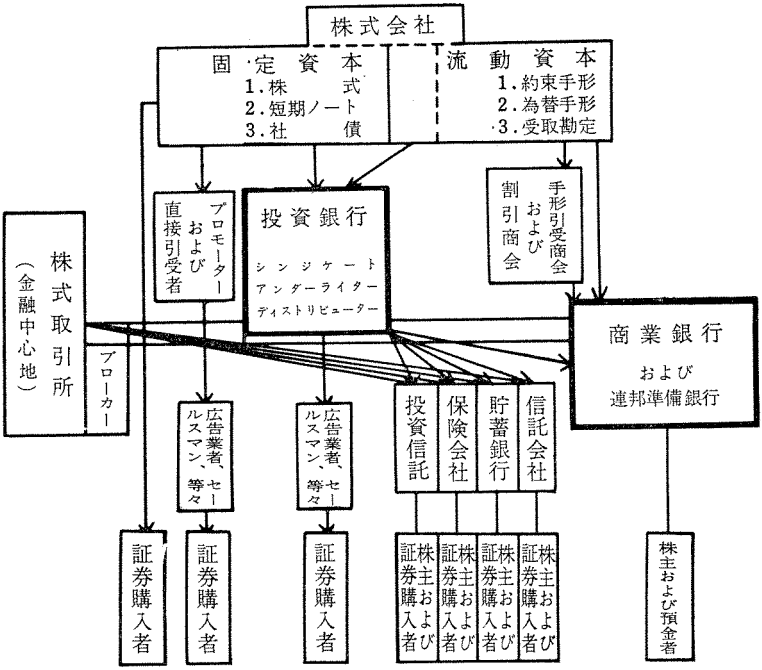
## 第4節　投資銀行業務と商業銀行との近代的な連繋様式

### I.　商業銀行の短期貸付業務

アメリカでは，資本市場における証券金融の専門機関としての投資銀行，貨幣市場で短期の貸付業務を営む商業銀行，という分業関係が19世紀末までに確立した。しかしその時期は同時に，投資銀行による商業銀行支配，投資銀行と商業銀行との資金的，機構的な連繋が，種々の側面から開始された時でもあった。そして1920年代後半までには，両機関の実質的な差異が消滅したとさえいえる状態に至ったのである。この過程については，序節以下

で説明した。以下の叙述は，こうした両者の資金的，機構的接近の実態を解明せんとするものである。本節は，それを三つの項目に分けて検討するが，まず第Ⅰ項では，商業銀行の本来的業務である短期信用が資本市場で利用される機構について述べることにする[1]。

1) H. G. モウルトンは，大戦間アメリカの株式会社における外部資金の調達経路を鳥瞰図に作成した。アメリカの代表的金融機関の資金的な位置や相互関係を一覧するに便利と思われるので以下に掲げておく。*
* G. H. Moulton: Financial Organization and the Economic System. 1938. p. 133.




投資銀行は引受証券がどの程度売れたかに関係なく，一定期日に，協定した金額を発行企業に提供しなければならない。すでに述べたように，その際発行企業が引受商会から受取る小切手のうち，引受商会の自己資金から出る額はほんのわずかしかない。残りは，商業銀行からの借入によってまかなう

のである。この借入資金は，原則として，証券の販売が終ってから貸手に返済されることになる。

ニューヨークの一流投資銀行が商業銀行から借入れる，最初の，一般的な形態はデー・ローン (day loans) である。すなわち，証券引渡当日にアンダーライターは，その日限りというきわめて短期的な貸付を受けることによって小切手を振出し，マネージャー商会に支払う。そして，当日の商業銀行の窓口業務完了以前に，借入額に利子をつけて返済する。デー・ローンの利子率は20年代には若干変動したが，1929年に1％に固定され，その後30年代を通じて変化しなかった[2]。

デー・ローンは，一般のコール・ローンとは異なる。コール・ローンは，商業銀行の返済要求権付の証券担保貸付である。その返済要求は一日前に予告されねばならず，かつ返済要求がなければ，ローンは自動的に翌日まで更新される。それにたいしてデー・ローンは，証券担保貸付ではなく，商業銀行は原則として，投資銀行がこのローンにより取扱う証券にたいする留置権ないし動産抵当権を保有しているにすぎない。また，デー・ローンは必ずその日限りの利用に限定され，ローンを更新することができない。借入を継続する必要がある場合には，担保貸付に切換えられるのである。投資銀行は，このデー・ローンを受けるために，予め特定の商業銀行に預金勘定を設定するのが普通だった。だから，デー・ローンはむしろ当座貸越に類似している。アメリカでの当座貸越 (overcertification) 業務は，国法銀行法の制定以後，通貨監督官による規制の対象になった。そこで，資本市場でかかる性質の貸付をおこなわんとする商業銀行は，次第に当座貸越を廃してデー・ローンまたはモーニング・ローンと称される業務に移行したのである。この新しい業務と当座貸越との違いは，期限についてのやや厳しい規定を除けば，前者が貸付ごとに支払約束証を提出させるのにたいして当座貸越ではその義務がないという程度の，ごく形式的なものにすぎなかった[3]。

デー・ローンの支払約束証は“day loan agreement”と称され，各銀行により一定の書式に規格化されている。いま，ニューヨークのチェイズ・ナシ

ョナル銀行作成の約束証につき，その内容を列記すれば次のごとくである。

(1)　日時，場所，金額の記載

(2)　融資当日に返済するという条件

(3)　デー・ローンの使用途の制限

使用途は，借入者が購入または引受ける証券代金の支払，すでに彼に対して為されていた他の貸付を返済する目的，他の貸付に対する担保として預入していた証券を引出す目的，でのものに限られる。

(4)　借入者の権利，義務

借入者は商業銀行の受託者として行動するから，資金を当日中に返済できない場合には，貸付の担保としてその証券を銀行に引渡さなければならない。当日中ならば借入者は受託者としての権限において，その証券の販売，他の借入のための担保とすること，他の証券との交換，を行ない，それによって収益をあげることができる。他の証券との交換が行なわれた場合には，商業銀行はその証券に対し，前の証券に対して持ったと同一の権利をもつ。

(5)　貸付者の権利

デー・ローンを行なう商業銀行は，借入者の扱う証券の権利，タイトル，利子のうち，ローン額に当る部分のすべて，借入者が第三者から購入する価格につき，借入者が持つ権利のうち，ローン額に当る部分のすべて，借入者が顧客に引渡した証券の購入中，その日までに期限がきている支払について借入者がもっている権利中，ローン額に当る権利のすべてを，借入者から委託される。

(6)　その他

協定が，借入者と商業銀行との諸関係を阻害するようなものであってはならない旨の確認など。

(7)　署　名

2) M. Nadler & others: The Money Market and Its Institution. 1935. 邦訳「ニューヨーク金融市場」

3) H. G. Moulton: op. cit., p. 257.

4) Hearings before the TNEC. Pt. 24. pp. 12838～9.

上の協定中に明記されているように，証券の引受日にアンダーライターが全証券を処分し尽せない場合，従ってデー・ローンの金額を返済し得ない場合には，その商会は，末売部分をただちに銀行に担保として差出す。このことによってデー・ローンは，証券担保貸付 (collateral loans) に切換えられるのである。とくにニューヨークの大投資銀行では，こうしたデー・ローン→コラテラル・ローンという経路をとる借入方式が，かなり普及していた。だが他方では，シカゴのハルシー・スチュアート商会のごとく，デー・ローンを全然利用せず，証券担保貸付だけを受けた投資銀行も少なくはなかったようである。

かような商業銀行の貸付経路を，返済完了までの全過程についてより具体的にみるために，次にいくつかの例を挙げてみよう。スミス・バーニー商会（またはE・B・スミス商会）は，① 1937年，Pure Oil Co. の5％累積優先株58,936株を単価100ドルで引受け，② 同年，Bethlehem Steel Corp. の15ケ年転換社債（3½％利付）発行中，約720万ドルを引受け，③ 1939年，Shell Union Oil Corp. の15ケ年社債（2½％利付）発行中，額面総額400万ドルを単価96.5ドルで引受けた。① の場合，スミス・バーニーは，引受日にニューヨークの商業銀行グワランティ・トラストからデー・ローン450万ドルを借受け，残額の約140万ドルを同行からの預金引出によってまかなった。同様に ② の場合には，グワランティ・トラストから600万ドルのデー・ローンと120万ドルの預金引出，③ の場合は，385万ドル中，グワランティ・トラストから330万ドルのデー・ローンと55万ドルの預金引出でまかなった。

以上のうち，③ の Shell Union 発行は，引受当日に全証券が処分されて，デー・ローンの全額が返済された。従って，証券担保貸付への再編は必要でなかった。逆に ① の発行では，同商会は引受日に1株も捌かず，従って，全証券を担保として預入した。この際，証券の担保価格は単価64ドルで，故に377万ドルの証券担保貸付を受け，デー・ローンとの差額70万ドル余を現金で商業銀行に返済した。担保証券は，顧客との販売契約が成立するに

応じて，借入金の返済と見合いに徐々に引出された。その状況は第22表にみるごとくである。結局，この表の場合には，約2ヶ月で全担保証券の引出と債務の返済とが完了している。

次に②の Bethlehem Steel 債の場合には，事態はより複雑であった。第23表にみるように，デー・ローン600万ドル中473万ドル余が担保貸付に切

**第22表**　Pure Oil Co. 優先株への証券担保貸付およびその返済状況（1937年）

| 月　日 | 証券担保貸付勘定 | | | | | 担保証券の出入 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 借　方（ドル） | 貸　方（ドル） | 残　高（ドル） | 利子率（%） | 利子支払（ドル） | 預　入（株数） | 引　出（株数） |
| 10. 22 | 3,771,904 | 0 | 3,771,904 | 3½ | | 58,936 | |
| 10. 30 | | 0 | 〃 | | 3,300.39 | | |
| 11. 30 | | 0 | 〃 | | 11,001.39 | | |
| 12. 6 | | 2,904 | 3,769,000 | | | | 36 |
| 12. 7 | | 22,000 | 3,747,000 | | | | 350 |
| 12. 8 | | 0 | 〃 | | | | 50 |
| 12. 8 | | 19,000 | 3,728,000 | | | | 300 |
| 12. 8 | | 28,000 | 3,700,000 | | | | 400 |
| 12. 9 | | 0 | 〃 | | | | 5 |
| 12. 9 | | 1,000 | 3,699,000 | | | | 19 |
| 12. 9 | | 5,000 | 〃 | | | | 53 |
| 12. 23 | | 3,694,000 | 0 | | 8,318.66 | | 57,723 |

Hearings before the TNEC: Pt. 24. p. 12834. より作成。

換えられた。預入証券の担保価値は，単価80ドルと評価された。勘定開設後2ヶ月間にスミス商会は30回に亘って証券を引出したが，そのうち21回は現金の返済により，他の9回は，同額の他証券を担保として差出すことによっておこなわれた。その上，利子率が途中で変更され，以後の貸出残高が新利子率で算定された。

最後の例のように，他証券との交替により借入を回転させて行くというやり方は，現実の貸付期間をかなり長期化させるような効果をもつし，それによって投資銀行との不断の資金的連繋をもたらす手段ともなる。またデー・ローンがただちに証券担保貸付に接続するという機構自身が，投資銀行による預金と商業銀行による証券貸付を有機的に結びつけ，両機関の関係を永続

**第23表**　Bethlehem Steel Corp. 社債への証券担保貸付およびその返済状況（1937年）

| 月　日 | 証券担保貸付勘定 | | | | | 担保証券の出入 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 借　方（ドル） | 貸　方（ドル） | 残　高（ドル） | 利子率（%） | 利子支払（ドル） | 預　入（額面金額） | 引　出（額面金額） |
| 10. 11 | 4,730,800 | 0 | 4,730,800 | 3 | | 5,913,500 | |
| 10. 11 | | | | | | 4,000 | 4,000 |
| 10. 13 | | | | | | 1,000 | 1,000 |
| 10. 15 | | | | | | 3,000 | 3,000 |
| 10. 18 | | 484,075 | 4,246,725 | | | | 569,500 |
| 10. 19 | | 232,000 | 4,014,725 | | | | 1,200,000 |
| 10. 19 | | 1,020,000 | 2,994,725 | | | | 200,000 |
| 10. 21 | | | | | | 12,000 | 12,000 |
| 10. 22 | | | | | | | 200,000 |
| 10. 25 | | 195,725 | 2,799,000 | | | | 200,000 |
| 10. 26 | | 44,000 | 2,755,000 | | | | 100,000 |
| 10. 27 | | 35,000 | 2,720,000 | | | 1,000 | 1,000 |
| 10. 27 | | | | | | | 40,000 |
| 10. 28 | | | | | | | 54,000 |
| 10. 29 | | 40,000 | 2,680,000 | | | | |
| 10. 30 | | | | | 5,973.72 | | |
| 11. 1 | | 105,000 | 2,575,000 | | | | 130,000 |
| 11. 4 | | | | | | 1,000 | 1,000 |
| 11. 8 | | 70,000 | 2,505,000 | | | | 46,500 |
| 11. 9 | | 125,000 | 2,380,000 | | | | 162,000 |
| 11. 10 | | 90,000 | 2,290,000 | | | | 110,000 |
| 11. 12 | | 10,000 | 2,280,000 | | | | 10,000 |
| 11. 15 | | 75,000 | 2,205,000 | | | | 133,500 |
| 11. 16 | | 50,000 | 2,155,000 | | | | 30,000 |
| 11. 18 | | 50,000 | 2,105,000 | | | | 62,000 |
| 11. 19 | | 25,000 | 2,080,000 | | | | 31,000 |
| 11. 22 | | 100,000 | 1,980,000 | | | | 97,000 |
| 11. 23 | | 30,000 | 1,950,000 | | | | |
| 11. 24 | | 25,000 | 1,925,000 | 2½ | | | |
| 11. 29 | | | | | 5,585.77 | | 100,000 |
| 11. 30 | | 290,000 | 1,635,000 | | | | 363,700 |
| 11. 30 | | | | | | 1,000 | 1,000 |
| 12. 2 | | | | | | 6,000 | 6,000 |
| 12. 17 | | | | | | 1,000 | 1,000 |
| 12. 23 | | 1,635,000 | 0 | | | | 2,074,300 |
| 12. 24 | 4,730,800 | | | | 2,611.45 | | |
| | 4,730,800 | 4,730,800 | 0 | | | 5,943,500 | 5,943,500 |

Hearings before the TNEC: Pt. 24. p. 12835. より作成。

化させるに役立つのである。ここに例示したスミス・バーニーの場合には，1939年現在でグワランティ・トラストなど4行からデー・ローンを受け，この4行全部を含む17行から証券担保貸付を受けていた。もっとも，両機関のこうした資金的な連繋は，ドイツ信用銀行の交互計算業務を媒介にする銀行と発行企業との結合などに較べると，なお十分に有機的，かつ強固なものだったとはいえない。そのことは，投資銀行による当座預金開設の目的がデー・ローン利用のためばかりではなかったこと[5]，デー・ローンにしても，それがアンダーライターにより必ず利用されたとか証券担保貸付に必ず接続したというほど，全面的なものではなかったこと，そのほか，アメリカ資本市場内部の多くの特徴を考慮しても，そう推測せざるを得ないのである。

5) 33年銀行法の結果，J．P．モルガン商会が商業銀行に専念する旨公言した時，大投資銀行の多くが同商会に預金勘定を開設した。しかし，この預金設定は，モルガン商会から貸付を受けることを意図したのではなく，むしろ，モルガンの関係する多数の企業の証券発行に招請されたいという願望に基づくものであった。このような例は，他にもみられる。逆に業務を与えてくれるという点で全く無力な商業銀行にたいしては，そこから多くの貸付を受けたとしても預金をおこなわない事例が数多い。

証券発行市場にたいする商業銀行の融資機構は，ニューヨーク株式取引所を始めとする取引市場においても，ほぼ同様に適用される。両市場にたいする貸出の若干の相違をあげれば，さしあたり，後者の方が1件当りの規模が小さく，かつ，担保証券が単一種よりも混合されている場合がむしろ一般的であること，などである[6]。アメリカの取引所における主要な企業証券の歴史をたどれば，それらがほとんどどの時期にも，商業銀行からの借入資金によるブローカー名義で投資大衆に保有され，支えられてきていることがわかる。つまり，コール市場の発達が，当初から取引市場の不可欠の要因であった。そしてこのコール資金を媒介にして，取引市場においても，商業銀行資金と投資銀行との交流が展開されている。直接には，主要取引所におけるブローカーの多数が投資銀行から派遣またはその支配下にある者だということ，間接には，取引市場に流入する厖大なコール資金を通じて株価騰貴が助長さ

れ，それが発行市場における投機利得の獲得を保証していること，がこれである。モルガン商会の場合，ニューヨーク取引所会員中の数十人が，この商会から派遣されたものであったし，とくにパートナーであるR・ホイットニーは，20～30年代にわたり，ニューヨーク取引所の会長と副会長を勤めていた[7]。大投資銀行の多くがパートナーシップ制を維持していた理由の一つは，株式会社組織をとる場合には，取引所の直接の会員権が得られないとの規定があったからだ，とさえ云われている[8]。

6) R. D. Kilborne: Principles of Money and Banking. 1927. p. 313.
7) Lundberg: America's 60 Families. p. 525.
8) R. D. Kilborne: op. cit., p. 489.

このように，商業銀行の短期信用を証券の発行・流通市場の両面から徹底的に利用する機構が，ほぼ1920年代に確立したということは，すでに述べてきた。念のために，商業銀行の貸付・割引全業務に占める証券担保貸付の比重の推移を，第24表に示しておこう。その比率は，1919～30年の間に23.8％から38.6％へ，そして絶対額は約2.5倍に増加した。この傾向はニ

**第24表**　商業銀行の証券担保貸付（100万ドル）

| 年次 | 全貸付・割引 | 証券担保貸付 | |
|---|---|---|---|
| | | 金額 | ％ |
| 1919 | 21,957 | 5,200 | 23.8 |
| 1920 | 27,305 | 6,410 | 23.5 |
| 1921 | 24,946 | 5,750 | 23.1 |
| 1922 | 23,694 | 5,780 | 24.4 |
| 1923 | 25,734 | 6,320 | 24.6 |
| 1924 | 26,260 | 6,750 | 25.7 |
| 1925 | 28,200 | 8,228 | 29.1 |
| 1926 | 30,008 | 9,001 | 30.0 |
| 1927 | 31,164 | 10,036 | 32.2 |
| 1928 | 33,020 | 11,248 | 34.1 |
| 1929 | 34,615 | 12,534 | 35.2 |
| 1930 | 33,696 | 13,026 | 38.6 |

R. W. Goldschmidt: The Chainging Structure of American Banking. 1933. p. 293.

ニューヨーク，シカゴの国法銀行において最もいちじるしく，20年代末までに，証券担保貸付は全貸付・割引の過半を占めるに至った[9]。

もっとも，こうした証券担保貸付の大部分を含むコール・ローンの正確な量は，いずれの時期にも決して明らかになったことがないし，資料によっても非常に異なるのである。同時に，コール・ローンは他の貸付に比して回転が一般に早いから，一時点の貸出残高で他業務と比較してみても，それはかなり限定された意味しかもたない。だがこのような限定を附し，またはこの点に留意するとなお一層，20年代の商業銀行資金にとって資本市場との結合が決定的なものであることを強調せねばならないであろう。それは，当時の担保適格証券の内容の変化，証券投資勘定の拡大と相俟って，まさに「商業銀行のフィナンシャル・バンキング化」と呼ぶにふさわしいものであった。

9) Comptroller of the Currency. Annual Report. 1926～29. var. pages.

## II. 商業銀行の証券投資

第1次大戦以後，商業銀行は次第に民間証券投資を積極的に望むようになった。すでに10年代から，主要な商業銀行の内部ではいわゆるデパートメント化の傾向が生じ，従来の正則部門に加えて，投資部，信託部，貯蓄部などが併置された。しかし，証券投資を専門に扱う投資部の設置が急速に普及したのは，もう少し後のことであった。その時期には，利潤の新しい源泉を開拓するというだけでなく，顧客（発行企業および大衆投資家の資金）を誘引する重要な手段としても，投資部の新設が促進されたようである[10]。とくに，1927年のマックファーデン法は，商業銀行の証券投資にたいする規制をいちじるしく緩和した。そのために中小規模の銀行すらが，競って投資部を作った。また，チェイン，グループ方式などによる銀行連繋システムが，しばしば，各参加銀行の投資部の結合のために利用されるようになったことが，注目される。

第25表は，全国商業銀行の民間企業証券投資の推移を示している。1920

**第25表**　商業銀行の民間企業証券投資

| 年　次 | 民間企業証券投資（100万ドル） | 全貸付・投資中に占める比率（%） |
|---|---|---|
| 1920 | 3,816 | 8.4 |
| 1921 | 4,055 | 9.4 |
| 1922 | 4,367 | 10.0 |
| 1923 | 4,539 | 9.6 |
| 1924 | 5,037 | 10.0 |
| 1925 | 5,774 | 10.7 |
| 1926 | 6,087 | 10.7 |
| 1927 | 6,759 | 11.4 |
| 1928 | 7,534 | 12.2 |
| 1929 | 6,856 | 11.1 |
| 1930 | 7,407 | 11.1 |

All-Bank Statistics. 1959. pp. 34～5. より算出。

年から30年までの10余年間に，貸付・割引業務の伸びは約1.2倍であるが，民間企業証券投資のそれは1.9倍であった。従って，商業銀行の収益資産中に占める民間企業証券投資の比率が増加した。だが重要なのは，そうした比率の動きだけでなく，一流商業銀行による投資経路および方法の変化であった。すなわち，商業銀行の証券投資は，① 発行市場における第1次的なアンダーライターとしての参与，② 発行市場における低次のシンジケート・グループのメンバー，ないし最終の購入者となること，③ 取引市場から購入すること，④ 企業および個人から直接購入すること，を通じておこなわれる。そのうち20年代の大きな特徴は，大銀行が自らアンダーライターまたはシンジケート・メンバーとなる傾向のいちじるしいことであった。もっとも，アンダーライターとしての商業銀行の参与は，20世紀初期までにも，ニューヨークのファースト・ナショナルやナショナル・シティなどを始めとする，ごく少数の商業銀行によって比較的頻繁におこなわれていた。だがそれは，ほとんどが公債市場における公式の引受に限られており，それ以外の場合には，「銀行機関」としてというよりも各銀行の頭取（ナショナル・シティのスティルマン，ファースト・ナショナルのベーカーなど）が，富裕な個人として参与するという性格がつよかったようである。1920年代における商

業銀行のアンダーライターとしての参与は，そのようなものではなく，またその数や規模においても，発行市場で新しい役割を担ったというにふさわしいものであった。20年代の大規模な証券発行のアンダーライティング・シンジケートが，多数の商業銀行をその中に含むのは当然のこととなった。

このような積極的な進出によって，商業銀行は，証券利子のみでなく発行利得ないし投機利得をも獲得する機会を，しばしば得たのである。この時期の商業銀行による投資証券は，かっての公債投資と異なり，1週間以内，1ケ月以内など，ごく短期間に回転するものが多かった。だから時には，それが証券担保貸付なのか証券投資なのか，見合けが困難なことがある。このように投資が速かに回転するのは，それが価格差による利得獲得を目的としていることを示しているが，また他方では，商業銀行が投資銀行や顧客にたいする単なるサービスとして一時的に証券を購入する，という行為のあらわれでもある。事実，投資勘定のうちから購入価格と同じ価格で証券を投資銀行に売戻した，という例は少なくない。1930年のニューヨーク大銀行の証券投資のうちには，投資勘定に記載されてはいるが実は買戻し契約付だという証券の額が，5億ドルにのぼったと推定されるのである[11]。

商業銀行の証券投資の推移の内容には，このようにいろいろな特徴が含まれている。それにしても，かかる証券投資が投資銀行と同じ利得機会を得るほどの機能を発揮するということのためには，業務の性格や法的規制の面からいっても多くの限界があった。そこで，もっと思いきった機構的な改造が必要であった。こうして次項に述べるように，商業銀行機関から形成的に独立した投資専門の子会社が，商業銀行の手によって続々と設立されることになった。

10) The Establishment of a Bond Department in a Commercial Bank. (H. B. R. vol. 7.) p. 87.

11) 長尾昭哉:「1920年代におけるアメリカ銀行の資産構成について」(東北大学「経済学」1959年) 56頁。

## III. 商業銀行による投資銀行子会社の設立

商業銀行のアンダーライティング業務への進出につれて，商業銀行による

投資銀行業務の専門機関の設立が盛んになった。

すでに1903年，シカゴのファースト・ナショナル銀行の子会社が，投資銀行業務を営んだといわれている。だが普通は，商業銀行による最初の投資銀行子会社の設立は，1908年のニューヨーク・ファースト・ナショナル銀行だとされているようである。この子会社はファースト・セキュリティーズ商会と称し，資本金1,000万ドルを以って営業を開始したが，設立後の4年間で，年平均配当率を12～17％に保ちつつ資本金の40％に等しい剰余金を留保した[12]。この成功に刺戟されて，1911年，ナショナル・シティ銀行が資本金1,000万ドルでナショナル・シティ商会を作った。次いで1917年，チェイズ・ナショナル銀行がチェイズ・セキュリティーズ会社，オールド・コロニイ・トラストがオールド・コロニー会社を設立した。その後1920年を通じて，かかる子会社の設立が相次いだ。とくに20年代後半に商業銀行が株式の取扱に進出した時期には，子会社設立の趨勢は最高調に達した。一流商業銀行にして投資銀行子会社をもたないものは皆無だといわれ，事実1931年までには，285の国法銀行子会社が存在するに至ったのである[13]。

商業銀行と子会社との結合関係は，まったく完璧なものである。通常，子会社の資本金全額が商業銀行株主に割当てられるのであるが，その際，銀行株主が子会社株に応募するかどうかをいちいち照会する煩を避けて，ストック・ディヴィデンドとして自動的に配分してしまうのが普通だった。つまり，銀行株主と子会社株主とは，まったく同一人物，同一比率である。しかも，両者の株券を同一紙上に印刷して，これを分離し得えないようにすることさえあった。チェイズ・セキュリテーズの場合には，この方法をとった。そのほか，ナショナル・シティ商会のごとく，全株式を商業銀行を支配している数人のトラスティーに預託する，というケースが比較的多い。また，他の方法として，一子会社が他の子会社の株を受託するとか，商業銀行機関自身が一括保有するとか，グループ・バンキングにおける持株会社が受託するなど，多少複雑な関係もみられる[14]。

子会社の主要業務は，もちろん証券の引受と販売である。このうち引受

（アンダーライティング）は大商業銀行の子会社，販売は比較的地方的な商業銀行子会社が，重点にしていた。アンダーライティングの場合，子会社はこの引受資金を，親銀行および他の銀行からの借入と自己資金でまかなった。1930年に11大子会社を調査したところでは，同年の総借入中，50％程度が親銀行からきたものだという[15]。つまりこれは，親銀行の貸付業務を拡大させたが，同時に，他の50％についての他銀行からの借入によって，資金を大銀行に集中させるという役割をも果した。

次に証券販売については，これら子会社は，親銀行がすでに多数の顧客を有し，しかも彼らの資金状態を悉知しているという有利さを基盤にして，販売・運用シンジケートできわめて大きな役割を果した。その際，子会社がさしあたり証券を販売する対象が，親銀行の投資部である場合もはなはだ多かった。このように，証券の一時的な停止場所を容易に利用し得たという点にも，子会社の優位があった。マネージャーとしてシンジケートを組織する投資銀行は，かかる子会社の参与が販売組織への重圧をいちじるしく軽減せしめるという観点から，好んで彼らをシンジケート・メンバーに招請した[16]。

子会社はこの他に，持株会社，信託機関としても，しばしば活動している。また時には親銀行株の販売や取引にも介入し，同株式の市場での価格安定に貢献する。さらに，こうした業務をすべて果したほかに，なお商業銀行業務をも兼営することがあった。つまり，一種の支店制度として利用されたわけである。とくに州法銀行の場合には，支店設置に関する各州法の規定を勘案して，かかる方法をとることがしばしばあった[17]。

12) L. Corey: House of Morgan. p. 358.

13) S. L. Osterweis: Security Affiliates and Security Operations of Commercial Banks. (H. B. R. vol. 11.) p. 125.

14) ibid., p. 126. および，金融研究会「銀行集中の大勢」14～5頁。
なお，銀行・通貨委員会における商業銀行の投資銀行子会社の定義は，① その会社の株式の一部または全部が銀行株主の利益のためにトラスティーに預託されているもの，② 銀行株と結合し，統一して取引される証券により成りたつ会社，③ 銀行を支配するのと同一の利権により支配されている会社，④ 銀行機関により利権を保有されている会社，⑤ 銀行の支配する他の子会社により，利権を保有されて

いる会社，となっている。*

* Osterweis: ibid., p. 124.

15) ibid., p. 127.

16) ibid., p. 127.

17) ibid., p. 126.

商業銀行の投資銀行子会社が，アメリカの全投資銀行の中で果す役割は，1920年代後半までにいちじるしくたかまった。いまその一つの指標として，第26表をみる。表は，1921年からの12年間に，本来の大投資銀行と商業銀

**第26表**　8大投資銀行，8大子会社による社債発行の発起量および発起件数（1921～1932）

| 投資銀行 | 発起量（100万ドル） | 発起件数 | 商業銀行子会社 | 発起量（100万ドル） | 発起件数 |
|---|---|---|---|---|---|
| J. P. Morgan & Co. | 4,786 | 183 | National City Co. | 2,183 | 189 |
| Kuhn-Loeb & Co. | 2,819 | 162 | Guaranty Co. | 1,453 | 105 |
| Harris-Forbus | 2,230 | 279 | Chase Securities | 733 | 57 |
| Dillon Read | 2,166 | 200 | Bankers Trust | 477 | 42 |
| Halsey Stuart | 1,582 | 258 | Continental Illinois | 308 | 34 |
| Lee Higginson | 1,130 | 139 | Union Trust | 302 | 23 |
| Blair & Co. | 1,059 | 90 | Equitable Trust | 119 | 16 |
| Bonbright & Co. | 777 | 113 | First Nat. Old Colony | 108 | 69 |
| 計 | 16,549 | 1,424 | 計 | 5,683 | 485 |

T. Moore: Security Affiliate versus Private Investment Banker. (Harvard Business Review. vol. 12.) p. 480.

行の8大子会社とが発起した，証券の発行量・発行件数を比較している。この数字をみるだけでも，ナショナル・シティを頂点とする子会社勢の比重はかなり大きいのであるが，時期を20年代後半だけにとり，かつ，発起量でなく引受・販売量で比較すれば，その状態は一層顕著になる。たとえば第27表をみると，アンダーライティングにおける商業銀行全体の参与が1929，30年までに，本来の投資銀行によるものとほぼ等しい額に達したことがわかるのである[18]。また，26，7表に関する限り，発起・引受に当っての両グループの成功の度合いには，ほぼ優劣がないことも明らかにされた[19]。子会社のうちではとくに，ナショナル・シティ商会，グワランティ商会，チェイズ・

**第27表**　アンダーライターの分類（年間引受量2,000万ドル以上の機関のみ）

| 年次 | 投資銀行 | | 商業銀行の子会社 | | 商業銀行自身 | | 総計 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金額（100万ドル） | % | 金額（100万ドル） | % | 金額（100万ドル） | % | 金額（100万ドル） | % |
| 1927 | 4,567 | 78.0 | 755 | 12.8 | 541 | 9.2 | 5,862 | 100.0 |
| 1928 | 2,924 | 70.5 | 970 | 23.3 | 259 | 6.2 | 4,153 | 100.0 |
| 1929 | 1,586 | 54.5 | 1,204 | 41.5 | 115 | 4.0 | 2,906 | 100.0 |
| 1930 | 2,557 | 55.4 | 1,810 | 39.2 | 249 | 5.4 | 4,616 | 100.0 |

Hearings before the TNEC: Pt. 22. p. 11611.

セキュリティーズの三会社が，参与の圧倒的な部分を占める。1927，8年には，全子会社によるアンダーライティングの90％余が，この三商会によりおこなわれたのである。しかしこの比率は，29年には59％，30年には46.2％へと低下した[20]。

次に，子会社のこうした業務が，商業銀行の全業務の中でどの程度の比重をもったものかについては，各銀行によって異なる事情があり，一概にはいえない。しかし，従来の一流投資銀行に匹敵する業績を挙げ得たような子会社の場合には，その業務が商業銀行内部で決定的に重要だっただろうことは，容易に想像できる。たとえば第28表は，二つの商業銀行の子会社の利潤量と，それが親会社を含めた総利潤中に占める比重とを示している。実はこの比率だけではなく，親会社の収益のきわめて大きな部分も，子会社にたいする貸付，子会社からの証券購入，子会社の発起するシンジケートへの参与，その他，

**第28表**　子会社の利潤

| 年次 | Chase Securities | | First Securities | |
|---|---|---|---|---|
| | 利潤量（1,000ドル） | 全銀行利潤に対する％ | 利潤量（1,000ドル） | 全銀行利潤に対する％ |
| 1928 | 4,652 | ? | 5,585 | 47 |
| 1929 | 5,766 | 32 | 6,367 | 50 |
| 1930 | 6,990 | ? | 4,081 | 32 |
| 1931 | * | — | 2,548 | 46 |

* Harris Forbus と合併した。

Source: S. L. Osterweis: Security Affiliates and Security Operations of Commercial Banks. p. 129.

子会社による種々の証券操作などで得たものである。さらに，直接に子会社との関係で利益をあげたのではなくとも，投資専門機関としての子会社からの情報，顧客の開拓，損失の回避，などの点で多くを負っている。これらを考えれば，表示したような一流商業銀行にとっては，子会社の活動如何が銀行全利潤の決定的な要素になっていた，と云わざるを得ないであろう。

18) もっとも，子会社の業務に関する種々の資料は，本来の投資銀行の場合と同様必ずしも正確なものとはいえない。たとえば，銀行・通貨委員会でのミッチェル氏の証言によると，全投資銀行業務に占める子会社の比重は，若干たかく評価されている。すなわち，発起量では1927年の12.8％から30年の40％へ，発起・引受全業務では27年の20.6％から30年の54％へ，商業銀行の投資部も含めた比重は，27年の36.8％から，30％には60％までたかまったと推定されている。*
* S. L. Osterweis: op. cit., p. 126.

19) T. Moore: Security Affiliate versus Private Investment Banker. (H. B. R. vol. 12.) p. 483.

20) Hearings before the TNEC: Pt. 22. p. 11611.

投資銀行業務に専念する子会社の設立と運用，という以上のような方法が，1930年代の不況，とくに資本市場のはなはだしい衰退と「合衆国，州政府およびその下部機関の発行する債券ないしはその保証債権を除き，商業銀行が証券の引受・売買をおこなうことを禁ず」という1933年銀行法の規定により，機関の廃棄ないし大幅な再編を余儀なくされたことは，すでに第2節で述べた。子会社の多くは，この過程で清算された。しかし一流商業銀行の子会社は，ただ消滅したのではなかった。一部は自行の投資部に吸収され，他の一部は形式的に親会社から離脱して業務を続け，また一部は，他の投資銀行との合同によって再編された。つまりこれら大商業銀行にとっては，商業銀行と投資銀行業務との連繋様式に関する限り，その実質は1930年代にも失なわれなかった。この間の事情も，第2節で説明した。

だがいずれにしても，30年代の商業銀行は，従来のごとく民間企業証券市場への直接・間接の参与を全業務の基軸として営業を続けて行くということは，ゆるされなかった。資本市場が，それを支えるに足る規模を維持できな

かったからである。だから，子会社の去就を考えるより先に，商業銀行の全業務が一大転換をせまられていた。大商業銀行の手には，資本市場から引揚げられた資金と中小銀行から大規模に移動してきた資金とが，厖大な過剰資金として運用の途を求めていた。この時期には，一方でかかる過剰資金の集積があり，同時に国民経済の他の分野では，はなはだしい資金および信用の欠如がみられた。これを如何に調整し円滑な再生産関係を回復させるかが，30年代の国家に委ねられた大きな課題だった。この課題にたいして立てられた諸政策の試行錯誤の過程が，いわゆるニュー・ディール政策の主要な一面だったのである。