HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	合衆国証券市場の展開 1885-1930年
Author(s)	オサリヴァン, メアリー; 森, 杲
Description	森杲(訳)
Citation	經濟學研究, 58(1), 143-179
Issue Date	2008-06-12
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/33846
Type	departmental bulletin paper
File Information	143-179.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

経済学研究 58－1
北海道大学 2008.6

＜翻訳＞

合衆国証券市場の展開　1885–1930 年

メアリー・オサリヴァン
森　杲　訳

解　説

以下に訳出して紹介するのは，Mary O'Sullivan, "The Expansion of the U.S. Stock Market, 1885–1930: Historical Facts and Theoretical Fashions"（*Enterprise & Society*, vol. 8, no. 3, September 2007, pp. 489–542）である。筆者はペンシルヴェニア大学ウォートン・ビジネススクールの Associate Professor。また掲載誌は経営史の国際学会である The Business History Conferenceの季刊誌で，Oxford University Pressから刊行されている。本稿は（邦訳時点で）その最新号の，筆頭論文として掲載されたものである。

アメリカにかぎらずどの国でもそうであるが，金融史の中で証券市場の歴史にかんする研究は極端なまでに手薄である。その最大の理由は，たとえば銀行史の場合は個別銀行の事業経緯が日ごと年ごとに記録され多くが資料として残っているのに較べて，証券市場の取引内容は今日の常識からすれば信じられないほど，記録も保存も不完全だという事実にある。アメリカにしぼって見ると，最も多く史料が得られるのはニューヨーク証券取引所のものだが，これとても取引所という組織全体の活動記録が体系的，継続的に作成されるようになるのは，発足以後ずっとあとになってからである。したがって「ウォール街の歴史」といった標題を掲げてこれまで書かれた著述の内容は，投機や支配争奪戦にかかわるエピソードの集成か，それに時々の代表的な企業と投資銀行の事例を加えたものにとどまっており，証券市場全体の構成と推移に立ち入った経済史研究の書物は皆無といって過言でない。そしてニューヨーク以外の地方証券取引所の活動については，まとめて記述されたものがほとんどなく，エピソードすらあまり得られない。ましてやニューヨーク・カーブ市場での取引，さらに店頭取引となると，もともと「場外」での取引であるから「場」としてまとめようとする試みさえ，容易に生じなかった。

19–20 世紀転換期に巨大株式会社が出現してから 1929 年大恐慌に至るまでの数十年は，それら巨大株式会社が証券市場を舞台に繰り広げる活動が経済全体の命運を凝縮して現わすという様相がとくに強かった時代であるから，そこで肝心の証券市場の内実を充分に知りえないもどかしさは，多くの経済史研究者が実感してきたところであったと思われる。ここに訳出した論文は，証券史で最も重要なこの時代におけるアメリカ全土の証券市場の，今日入手しうるおよそすべての取引記録を渉猟し，基本的な数量データに集計した，おそらく最初の労作である。代表的な株式の動きをたどるのでなく全銘柄とその取引総量によって市場動向を把握していること，ニューヨーク証券取引所だけによらず地方取引所やカーブ市場を入れて比較し総計する困難な作業を遂行したこと，各々の市場の盛衰や市場相互の関連を上場企業の産業別構成（鉄道，公益事業，その他産業全般という三分法は，この時期のアメリカでは特別の意味をもつ）の変化との対応で取り上げていること，これらがまさに基本データとしての意味である。今後どのような側面からどんな問題関心をもってアメリカ証券市場の歴史を取り上げるにせよ，この論文を無視して研究をすすめることはできないだろう。また末尾に挙げられている文献は，証券市場

史研究の業績と資料との見当をつけるのにも，ひじょうに便利である。そういったことを考えて(またこの論文掲載誌が限られた経営史研究者以外の目に触れる機会があまりないだろうという判断も含めて)，ここに全文を訳出紹介する。

このように本論文の意義を高く評価しながら，しかしそのいわば理論面に私が感じている不満にも，一言触れないわけにいかない。とくに論文の後段，証券取引の需要側と供給側の要因分析，少数株主保護という法制と取引所規制の意義などにかんする記述には，とくべつ重要な発見がなく，「分析」の次元でこれまでのレベルを越えた鍬入れがなされたようにも思えない。その意味で，私としては，本論文をあくまで上に述べた基礎データの初の集成として推奨したい。なお本論文によって明らかにされた事実と別に，この期間のアメリカ証券市場の動態を企業集中や産業の動きに即して洞察した邦語文献として，小林真之『株式恐慌とアメリカ証券市場』(北大出版会，1998 年)を挙げておく。またこの期間の株式証券には，普通株と優先株の種類の多様化と使い分け，無額面株式の出現，新株引受権の変化，議決権信託条項，持株会社方式の活用，それに反トラスト法からの規制等々といった，取引証券の種類や内容にかかわる多くの変化があったが，本論文ではそこにまったく目が向けられていないので，その面をとりあえず拙稿「ニューディール以前の株式会社法制の経済的性格」(『アメリカ経済史研究』第 6 号，アメリカ経済史学会，2007 年 9 月)で補っていただければ幸いである。

要　約

本稿は，合衆国の主要な株式取引市場の分析を通して，1880 年代半ばから 1930 年代初めにかけて合衆国証券市場に生起した規模と範囲の劇的な拡大を実証している。分析は，広範な基盤をもつ証券市場が 1910 年代初頭でさえまだ完成にほど遠い状態だったこと，そのような証券市場は，世界大戦による強い刺激に 1920 年代の熱狂が加わって構築されたことを明らかにする。また本稿では，合衆国における証券市場の成長を説明するのに，市場の発展を少数株主保護の向上と結びつけるいま流行の証券理論がどれだけ通用するかを吟味し，それが私の考える歴史的発展の軌道とは異なるものであるとの見解に達している。と同時にそれ以上にもっと考慮されてしかるべき他の要因のあることを示唆する。第 1 に，少数株主の権利ということを越えて，この期を通じて会社株式への需要変化を導いた諸要因，とりわけ銀行や生保など機関投資家による株式需要の増大，第 1 次大戦後の株式にたいするリテール・マーケットの出現といった要因がある。第 2 に，大戦後の会社株式の供給側にも重要な発展があって，それには，まだ若い企業が拡張資金を求めて株式を発行するようになったこともあるが，だがとくに，既存企業によるM＆Aにともなう株式発行が，合衆国証券市場の拡張を牽引する役割を果たしたことが重要である。

はじめに

証券市場の発展の動因にかんして，近年，さまざまの研究分野から議論が展開されている。研究者たちは当初，全国各地の証券市場を代表すると見られるデータを観察するにとどまったが，今では多くの研究者が，証券市場の発展の動因を理解するには歴史的な精査が不可欠であることを認識している。そしてその点にかんして，合衆国はまことに豊富なケースを提供してくれる。

今日，合衆国の証券市場は世界で最も精巧に整備された一つとみなされているが，著名な経済史家の多くが，19 世紀末のそれはまだイギ

リス，フランス，ドイツなどに較べて未開状態にあったことを強調してきた。[1]ラグラム・ラジャン＝ルイジ・ジンガレスの近著も同じ見解に立っており，証券市場の規模をさまざまな面から測定したうえで，20 世紀初頭の合衆国の証券市場が，同時代の先進的な産業諸国家に較べ，またその後の合衆国の証券市場の規模に較べて，「相対的に後進的であった」と結論づけている。[2]しかしながらリチャード・シーラは同書にたいする書評のなかで，ラジャン＝ジンガレスが用いた尺度が合衆国証券市場のサイズを現実より小さく見せていると指摘している。彼らがもし 20 世紀初頭の合衆国で行われた市場取引のすべてを――すなわちニューヨーク証券取引所だけでなくニューヨーク・カーブ市場，幾多の地方市場，さらに非上場の店頭取引市場までを――計算に入れていたら，合衆国証券市場はラジャン＝ジンガレスによる分析が提示したより，他の先進諸国経済との比較でずっと大きい割合になったはずだと，シーラは主張するのである。[3]

合衆国証券市場の包括的な分析が必要だというのはいかにももっともだが，しかしそれを実行するのはたいへんなチャレンジである。現存する歴史研究の業績は，総じて 19 世紀末から 20 世紀初頭にかけて鉄道証券から産業証券へと証券市場が多様化したことに焦点を合わせたものである。[4]その上，合衆国証券市場の展開にかんする多くの記録が，とても全体の趨勢をカバーしてはいない。歴史文献の中でニューヨーク証券取引所だけが突出していて，ニューヨーク・カーブ市場，地方取引所，店頭取引市場にかんしてわれわれは，情けないほどわずかのことしか知らないのである。

この論文の主眼は，1885 年から 1930 年にいたる合衆国証券市場の発展を体系的に記録することへの挑戦である。ここではわが国の取引市場で扱われた株式の発行数と発行量およびその部門別の多様性を検証する。ニューヨーク証券取引所だけに絞らず，カーブ市場，地方取引所，店頭取引市場をも視野に入れる。拙論で，この期間における合衆国証券市場の発展の重要な諸特質を析出できたと考えているが，それでも有益な証拠を十分得るにいたっていないことを断わらなければならない。とくにいくつかの地方取引所と店頭取引においてそれがはなはだしく，なお今後の調査が必要である。それゆえ本稿は，その包括性において先行研究を越えるものではあるけれども，1885–1930 年の合衆国証券市場の進展と範囲にかんして明確な結論に到達するには，依然として重要な作業を残している。

1）Lance Davis, “The Capital Markets and Industrial Concentration: The U.S. and U.K., a Comparative Study,” *Economic History Review* 19, no.2 (1966): 255–72; Ranald C. Michie,“The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914,” *Journal of Economic History* 46 (March 1986):171–87; Ranald C. Michie, *The London and New York Stock Exchanges, 1850–1914* (London,1987).

2）Raghram Rajan and Luigi Zingales, *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Finantial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity* (NewYork,2003), 194, さらにp.36も参照。ここでラジャン＝ジンガレスは，一国の証券市場の規模を，人口 100 万人当りの上場企業数，総固定資本形成にたいする株式発行の割合，上場株式の時価総額が GDP に占めるシェア，という 3 点から計測している。

3）Richard Sylla, “Scumpeter Redux: A Review of Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales’s Saving Capitalism from the Capitalists,” *Journal of Economic Literature* 44 (June 2006), 401.

4）Thomas Navin and Marian Sears, “The Rise of Market for Industrial Securities,1887–1902,” *Business History Review* 29 (June 1955): 105–38; Ralph Nelson, *Merger Movements in American Industry, 1895–1956* (Princeton, N.J.,1959); William M. Doyle,“The Evolution of Financial Practices and Financial Structures among American Manufacturers, 1875–1905: Case Studies of the Sugar Refining and Meat Packing Industries,” (Ph.D.diss., University of Tennessee, 1991).

分析は，1885–1930 年に合衆国証券市場に劇的な拡大が生じたことを示す。この拡大は，19 世紀末から 20 世紀初頭にかけて起こった周知の企業合同の大波を，部分的に反映している。しかしながら，その後の 1910 年代前半でさえ，合衆国証券市場はまだ相対的に小さく狭くしか寄せ集まってはいなかった。第 1 次世界大戦と 1920 年代の熱狂とが，成長と多様化にとって決定的だったのである。1930 年までに合衆国証券市場は，産業会社，公益事業会社，鉄道会社 3 部門の株式の，巨大かつ広範な多様性をもつ市場になった。

今日流行の理論は，この市場の拡大を，少数株主に求められた保護の改善の結果として説明するかもしれない。ある学者はその保護の進展を法改正に即して説き，また別の学者は，投資家の権限を合法的に委託され機能的に代行できる金融の実行者とりわけ株式取引所と投資銀行の自己規制に言及する。しかし本稿が明らかにするように，このどちらの理論も，1885–1930 年に合衆国証券市場で起こった出来事を説明するものではない。実際に起こったことは，会社株式への需要の変化とりわけ第 1 次世界大戦後の機関投資家による需要と小売需要の変化であり，また大戦後の会社株式の供給における変化であった。

合衆国証券市場発展の軌跡――1885–1930 年

研究者はさまざまな仕方で証券市場の重要度を測定する。そこには株式取引が行われた会社（銘柄）数，取引量，株式市場での資本化（時価総額）などの指標が含まれる。私の場合は，証券市場の幅と範囲を測るのに主として株式銘柄数に頼り，市場の流動性や奥行きを測るのに取引量に依拠する。[5] さらに可能なかぎり，株式の銘柄数と取引量の部門別の違いをも取り上げる。量をもって示しうるデータは市場の発展を理解するのに有益であるが，同時にまた，銘柄と取引量の数字にこめられた文脈を理解する必要がある。その目的で私は，合衆国証券市場の組織と運営，およびとくに市場を構成している異なる取引所ごとの運営規則や規範にも言及する。

本稿での大きな挑戦の一つは，合衆国の異なる取引所に上場された株式にかんするデータの収集であった。新聞はしばしばその時々に最も活発に取引された株式を報ずるけれども，包括的な一覧を提供することは滅多にない。だが 1885–1915 年にかんしては，ニューヨークのマニュアル・オブ・スタティスティクス社が作成した株式取引ハンドブックである *Manual of Statistics* があって，これにわが国の主要取引所で取引された株式のほぼ完全な一覧表が載っている。[6] この *Manual of Statistics* は 1921 年をもって発刊をやめたので，1918–1929 年は主に，ニューヨーク・タイムズ社が主要取引所で取引されたデータをもとに作成した年次刊行物である *The Annalist* に頼った。1930 年については，同じく主要取引所に上場された証券にかんする包括的なデータが，コマーシャル・アンド・フィナンシャル・クロニクル紙の別刷付録である *Bank & Quotation Record* から得られる。[7]

5）私は取引された株式の時価総額にかんするデータを分析に用いることをしない。その動向は各会社の内部留保に強く影響されており，株式市場の活動を測る指標としては間接的なものにすぎないからである。そのうえ，これに関するデータは，ニューヨーク証券取引所でさえ 1920 年代半ばまで体系的に作られてはいなかった。

6）これと並ぶこの期間の有益な資料は，コマーシャル・アンド・フィナンシャル・クロニクル紙が作成した *Financial Review* であるが，しかし *Manual of Statistics* よりも包括度において劣る。その理由は主に，地方取引所で取引された地方的証券や，ニューヨーク証券取引所など以外の取引所を取引の拠点にしている株式の一部を除いているように見えるからである。それでも私の分析には有力なバックアップとして役立った。

7）*The Annalist* は 1940 年，ビジネス・ウィーク誌に吸収された。

カーブ市場にかんして，私が入手できた最初の包括的な取引証券リストは，1908 年の *The ABC and Manual of the Curb Market* である。[8] その後の年次は，コマーシャル・アンド・フィナンシャル・クロニクルが作成した *Financial Review* が，1911–1920 年に取引された全株式のサマリーを 2 度別々に発行しており，これが最も包括的であるとともにこの時期にかんして得られる最も信頼できる資料と思われる。1920–1930 年にカーブ市場で取引された株式のデータは *The Annalist* から，1930 年だけについてはまた *Bank & Quotation Record* からも得られる。

驚くことではないが，店頭取引市場は，その活動をはっきり捕捉する機関を欠くがゆえに，データの収集に最も困難な挑戦を要する。*The Annalist* が 1918–1930 年の店頭市場での取引証券一覧を印刷しているが，これは「ディーラーおよびブローカーの明確な肩書きを持つ人々からの聞き取り」をもとに集成されたものである。[9] 1918 年以前については，私は店頭取引の主な担い手であった銀行，信託，保険会社等の株式一覧表に依拠した。これはバンカーズ・マガジン誌およびウォール・ストリート・ジャーナルやニューヨーク・タイムズのような新聞に公表されたものである。残念ながら，これらのデータ資料が店頭取引活動全体のどれだけをカバーしているかという，その包括度は明確でない。それゆえそのデータは，株式の発行数や取引量の分析を正確に近づけて行うための基礎というより，店頭取引なるものの規模と範囲を大まかに窺う指標としてだけ，有効である。

最後に，異なる取引所ごとの営業規則・基準にかんする典拠では，ニューヨーク証券取引所には膨大な史料があり，私もそれを広範に利用している。[10] カーブ市場の歴史では，ロバート・ソーベルの 2 冊の著述が，この重要な取引市場の運営と発展とを理解するのに不可欠であった。[11] 地方の諸取引所については，私の考察対象とする時期の歴史資料の空白からして，問題がより大きいことが明らかだが，ただし 1930 年までに合衆国の地方取引所の先頭に立ったシカゴ証券取引所にかんしては，ある面についてひじょうに有益な資料を利用することができた。[12]

こうした資料を補完するものとして，私は，異なる取引所における運営状況と発展にかんし，同時代の新聞や雑誌の記事，合衆国政府の諸部門およびその他の機関の報告書などの分析を利用した。最後に私は，ニューヨーク証券取引所の文書館の中でのリサーチを実施した。これはこの「ビッグ・ボード」の行動と，それが合衆国の他の証券市場にどんな影響を及ぼしたかを理解するのに，有益だった。そこでとりわけ興味をひかれたのが，ニューヨーク証券取引所がニューヨーク市の他の競争的証券取引およびカーブ市場での取引と，関係性を増していった事実を示す一連の資料であった。

8）Myron Weil, *The ABC and Manual of the Curb Market* (New York City, 1908).

9）"Annalist Open Market," *The Annalist*, 3 Jan. 1921.

10）たとえば以下を参照。Edmund Stedman ed., *The New York Stock Exchange: Its History, Its Contribution to National Prosperity, and its Relation to American Finance at the Outset of the Twentieth Century* (NewYork,1905); William Van Antewerp, *The Stock Exchange from Within* (New York, 1914); Robert Sobel, *The Big Board: A History of the New York Stock Market* (Washington, D.C., 1975); Michie, *London and New York Stock Exchanges*.

11）Robert Sobel, *The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange* (Washington, D.C.,1970); Robert Sobel, *AMEX: A History of the American Stock Exchange, 1921–1971* (Washington, D.C.,1972).

12）Wallace Rice, The Chicago Stock Exchange: A History (Chicago, 1928); Francis Merrill, "The Chicago Stock Exchange" (Ph.D. diss., University of Chicago, 1937).

第1表　1885年　合衆国主要取引所における取引株式数

	ニューヨーク証券取引所	ボストン証券取引所	フィラデルフィア証券取引所
全部門	151	249	79
鉄道	122	73	50
(%)	(81)	(29)	(63)
公益事業	5	22	6
(%)	(3)	(8)	(8)
鉱業	11	10	0
(%)	(7)	(4)	(0)
工業その他	13	73＊	10
(%)	(9)	(29)	(13)
金融･保険･不動産	0	71	13
(%)	(0)	(29)	(16)

出所：NYSE: *Financial Review,* 1886; Boston and Philadelphia Stock Exchange: *Manual of Statistics*, 1886.
＊American Watch および Quincy Railroad Bridge を除いて競売(auction)による販売。

1885年時点の合衆国証券市場

1885年までにニューヨーク証券取引所(以下，NYSEと略記する──訳者)は，すでにわが国随一の証券取引所という地位についていた。[13]1869年に，証券上場にかんする委員会を設け，取引所に上場できる証券への要件を定めた。[14]NYSE上場要件の保守主義が，最大級にして最も経営基盤の強固な企業以外，この市場で証券を発行することを排除した。そして当時の合衆国でそのような要件を満たす企業は，ほぼ鉄道会社にかぎられていた。第1表が示すように，1885年にNYSEで取引された151種の株式のうち，122種までが鉄道会社株である。同年の残る29種のうち最も多いのが電話・電信関連と鉱山会社である。工業およびその他会社の範疇に属するのは13種類にすぎず，しかもこの中に寝台車製造のプルマンと4運送会社が含まれており，これらも鉄道業と密接な関連をもつ業種であった。

ニューヨーク市は，この「ビッグ・ボード」と競合する，他の重要な諸取引市場の本拠地でもあった。1880年代半ばに鉱工業証券の重要度が増してきたとき，NYSEはその大部分を投機性の高いものとみなし，そのことがニューヨーク市内でこれらの証券を取引する積極的な外部市場あるいはカーブ市場の条件をつくり，さらにはかつて「オープン・ボード」がNYSEの侮りがたい競争相手になったとき以来の直接の競争者として，コンソリデーテッド証券取引所(Consolidated Stock and Petroleum Exchange)の誕生に契機を与えた。[15]

コンソリデーテッド取引所は，鉱業株式，石油パイプライン証券，「その他証券」を取引していた業者たちが，1884年になって鉄道証券取引への関心を表明したことから発する。[16]1884年の暮れ，鉱業証券取引所(Mining Stock and National Petroleum Exchange)が，最も活発な取引対象たる鉄道証券を擁しているNYSEに手紙を送り，「全国各地のいわゆる“もぐり証券業”(Bucket Shop)が盛況を呈している事実およびNew York Stock and Petroleum Boardの成功が示すように，株式の片々の集積が巨大なビジネスを形成し，今なおそれがなされている」ことを指摘して，NYSEとの協定を提案した。それによって「われわれの取引所は，あなたとの協同のもとに小口株式を扱う唯一の認知された取引所となるでしょう」と。[17]

しかしながらこうした協同への努力は何ものをも生みださず，鉱業証券取引所は，鉄道証券

13) Michie, London and New York Stock Exchanges, 167.
14) George Leffler, The Stock Market (New York, 1957), 101.
15) ニューヨーク証券取引所は，このオープン・ボードとの競争の脅威にたいしては，1869年にこれを合併吸収することで対処した。
16) Samuel A. Nelson, *The Consolidated Stock Exchange of New York, Its History, Organization, Machinery and Methods* (New York,1907),3.
17) New York Stock Exchange Archives(以降NYSEAと略記する)， Special Committee on New York Mining and National Petroleum Exchange, Letter from New York Mining and National Petroleum Exchange to NYSE, 9 Dec.1884.

取引の計画のために別の道へと歩を進めた。[18] この取引所は，原則上もはや雑多な小口株式を扱う場所という自己規定を捨て，NYSEへの一人前の競争者たることを目指したのである。1885 年，同取引所は，New York Petroleum Exchange and Stock Board および Miscellaneous Securities Boardと合併して「合同（コンソリデーテッド）」取引所となったのだった。[19]

これにたいしてニューヨーク証券取引所は攻撃的に反応し，取引所会員に宛てて，「直接と間接とを問わず，コンソリデーテッド取引所との電信または電話による交信」を禁ずるとともに，NYSE で扱われている証券にかんする何らかの契約を「ニューヨーク市の当取引所以外の公共の場所で」なすいかなる会員も，「他の会員にたいして背信を犯し，かつまた当取引所の利益と福祉に反した，有害な行動への責めを負うべきものと思量する」との通達を発した。[20] 実際のところこの通達は，コンソリデーテッドの会員にもなっていた 400 人からの NYSE 会員に，コンソリデーテッドでの資格を捨てるよう求めたものであった。

同時に NYSE の理事会（Governing Committee）は，「すべてのクラスの株式および社債の市場を当取引所に集中しすべての取引活動を当取引所の規則をもって保護するとの観点から，“その他証券”あるいは“非上場証券”の扱いを可能にし促進するため努力を傾注すべき」ことを決定した。[21] 取引所内に「非上場証券部」（Unlisted Department）が設置された。後に NYSE の運営を解説した J. エドワード・ミーカーは，この部門設置にかんして次のように言う。「ますます厳しくなる上場委員会（Committee on Stock List）の上場基準にはとても適合しえないような新しい産業証券が，にもかかわらず取引対象として認められることになった。こうして今日では最も健全とみなされる産業投資証券の多くが，当時は高度に投機的な証券として，古くからの取引所会員にはむしろいかがわしい提案と受け取られて出発したのである。」[22]

コンソリデーテッドが NYSE との直接対決の方策をとったのと対照的に，NYSE から離れた街頭で営業していた屋外あるいはカーブ市場は，ビッグ・ボードの補完物として営業を続ける道を模索した。カーブはビッグ・ボードに上場された証券を取引対象にしなかった。たまに扱うことがあったが，それは上場前に「上場される可能性（if and when）」をベースにした取引にかぎられた。それよりもカーブでの取引の主眼は，NYSEの理事会から見て投機性がありすぎるとされるような会社証券に向けられた。あるいはまた，優良企業でありながらまだ NYSE 上場対象に選ばれていないような会社証券への取引市場を提供した。[23] そうした証券のどれかが NYSE に上場されるということになった時には，カーブ市場はそれの取引を停止した。

以上のようなニューヨーク市内の諸取引所と別に，合衆国は多数の地方取引所を持っていた。第 1 表に示したように，1885 年時点ではボストン証券取引所が最も重要な地方取引所であり，株式の種類だけから言えば NYSE を上回る株式に市場を提供していた。[24] 同時に当時

18）Nelson, *Consolidated Stock Exchange*, 4.
19）Ibid.,2; George Garvy,“Rivals and Interlopers in the History of the New York Security Market,” *Journal of Political Economy* 52（June 1944）: 137.
20）NYSEA, Committee on Unlisted Securities, Folder 5.1, Letter from George W. Ely, Secretary, New York Stock Exchange, dated 24 March 1886.
21）Ibid.
22）Edward J. Meeker, *The Work of the Stock Exchange*（New York, 1922）, 36.
23）Garvy, “Rivals and Interlopers”; Sobel, *Big Board*.
24）ただし取引量ではニューヨーク証券取引所がボストン取引所をはるかに上回る。以下を参照。New York Stock Exchange, *NYSE facts and figures*, available at www.nyse.com; Aldo Musacchio, “Trading Places: Stock and Bond Market Turnover in Europe, the United States, and Latin America, 1880 – 1930,” Harvard Business School, mimeo（May 2007）.

の合衆国における「工業その他」証券の取引所として最も重要な市場でもあった。「工業その他」はそれに鉱業株も加えると同取引所の上場全体の 33% を占め，重要度において鉄道や金融・保険・不動産部門を凌駕していた。とはいいながら，繊維会社株を主体とするこの工業株のほとんどは，きわめて薄い商いしかなされず，そしてその価格は多くが競売方式(auction sales)で決せられていた。[25)]

合衆国でそれに次ぐ地方取引所は第 1 表に見るようにフィラデルフィアであるが，これはボストンやニューヨークよりはるかに小規模で，扱われている株式も 79 銘柄にすぎない。株式の部門別配分で，鉄道株が全体の 63%，次いで金融関連株が 16% という数値は，いずれもボストンとニューヨーク取引所の中間にある。当時フィラデルフィア証券取引所で取引された「工業その他」は 10 株式，全体の 13% にすぎなかった。

以上，私の調査の全時期を通じて，合衆国証券市場の取引活動の多くがニューヨーク市に集中していた。NYSE が全体で抜きんでていたが，とはいえ同取引所の相対的重要性は，ニューヨーク・カーブ市場の年ごとの伸長を反映して幾分か後退した。[26)]本稿における以下の論述を，まずこの二つの取引所の発展進化と両者の相互関係をたどり，次いで地方取引所に目を転じ，最後に株式の店頭市場の発展を取り上げるという順ですすめたい。

ニューヨーク証券取引所(NYSE)——1885–1930 年

上述のごとく，1885 年時点の NYSE はほとんど鉄道証券のための取引所であった。第 2 表に見るように，10 年後にも鉄道証券は同証券取引所でトップの座を占めていたが，しかし産業株と公益事業株が成長して急速に重要性を増してきていた。産業株は 1895 年に取引された全銘柄の 29%(鉱業株を除くと 22%)，公益事業株は 10% に達している。1886–1895 年にこの取引所に加わった公益事業会社のほとんどは，市街電車，電信・電話・ケーブル，電気・ガスを営む会社である。同じくこの 10 年に産業会社の新顔として加わったうちの 60% 以上は，トラスト運動とその他の企業合同の産物だった。

こうした産業会社の多くは，NYSE の非上場証券部でだけ，証券の取引が認められた。この非上場証券の取引量が急速に膨れ上がって，上場証券取引量の 4.5% から 1895 年の 29% に相当するまで成長した。[27)]しかしながら，この非

25) Davis, "Capital Markets and Industrial Concentration"; Joseph Gregory Martin, *Martin's Boston Stock Market: Eighty-eight years, from January 1, 1798, to January, 1886* (Boston, 1886).

26) Consolidated Stock Exchange もこの期を通じ，とくに 1880 年代末から第 1 次世界大戦まで重要な役割を果たした。William Brown, J. Harold Mulherin, and Marc. D. Weindenmier, "Competing with the NYSE," National Bureau of Economic Research Working Paper no.12343 (June 2006)を参照。しかしながらそれは多く NYSE にすでに上場されている証券の 2 次的取引のための市場であった。NYSE に上場されていない若干の鉱業その他証券を取引し，またこの取引所独自の上場要件をもっていたが，だが 1909 年の Hughes Commission Report にあるように，「ここを起点とする証券の上場にはほとんど役立っていな」かった(Hughes Commission, *The Report of Hughes Commission of 1909*, reprinted in William Van Antwerp, *The Stock Exchange from Within* (New York, 1914, p.428)。第 1 次大戦後，コンソリデーテッドの重要度はますます後退し(Julia Ott, "The 'free' and 'open' 'People Market': Public Relations at the New York Stock Exchange, 1913–1929," *Business and Economic History On-Line 2* (2004):1–43)，挙句，1926 年，詐欺事件の被害を受けて閉鎖に追い込まれた(Garvy, "Rivals and Interlopers"; Sobel, *AMEX*)。

27) Stedman, *New York Stock Exchange,* 473–4.

第 2 表　ニューヨーク証券取引所で取引された株式の部門別内訳

	1885	1890	1895	1900	1905	1910	1915	1920	1925	1930
鉄　道	122	194	160	161	168	146	146	150	131	151
(%)	(81)	(73)	(61)	(54)	(49)	(44)	(35)	(22)	(17)	(12)
公益事業	5	15	26	32	34	34	34	11	38	89
(%)	(3)	(6)	(10)	(11)	(10)	(10)	(8)	(2)	(5)	(7)
石炭その他鉱業	11	20	19	18	22	30	36	44	29	25
(%)	(7)	(8)	(7)	(6)	(6)	(9)	(9)	(7)	(4)	(2)
工業及びその他	13	35	57	85	117	121	204	465	576	1,058
(%)	(9)	(13)	(22)	(29)	(34)	(37)	(49)	(69)	(74)	(79)
総　計	151	264	263	296	341	331	420	670	774	1,273

出所：*Manual of Statistics, Financial Review, The Annalist, Bank & Quotation Record* のデータから筆者が試算して作成。

上場株の取引は高度に集中されていた。1895 年にそこで取引された 1,360 万株のうち 94%(1,280 万株)が，わずか三つのトラスト――77%1,050 万が砂糖トラスト株，13.5%184 万が皮革トラスト株，4%50 万が鉛トラスト株――のものであった。残る 6% のうち 40 万株が三つの公益事業会社株である。非上場部ではこの年，400 種類もの株式の取引があったとされるが，その取引とは，圧倒的に 4 万株を超えるかどうかという「半端もの」だったのである。[28]

非上場証券部の存在については，NYSE 内部にもかなりの議論があった。ある報告の言うところでは，この部門は取引所の「不面目状況」を代表するものだった。取引所には「中に至るに二つの入り口がある。その一つのドアには‘入場料 100 ドルと身分証明書が必要’と記され，もう一つのドアには‘どうぞお入りください。入場無料，何も質されません！’とある。」[29]

非上場部が重要度を増すにつれ，そのことは NYSE の外でも論議を呼んだ。それはトラストの投機性を助長するものと映った。ニューヨーク・タイムズの一論説は，この非上場部が「トラスト証書の取引」(trading in the certificates of the Trusts)をもって生存していると断じ，「これらの証書の投機性をめぐる悪評の多々」に言及した。「かかるトラスト証書をもって行われてきたすべては，証券取引所というシェルターのもとでなされ，かつ取引所が外の世界にたいしてそれにお墨付きを与えるか少なくとも不同意を示さないことによってなされた」と指摘された。[30]

内外からの指弾を浴びつつも NYSE は非上場証券部を維持した。同時にその株式を円満にビッグ・ボードに上場させるべく，要請を強め続けた。1895 年から同取引所はそれらの会社にたいして年次報告の提出を求め，そして 1900 年にはこうした報告の提出を上場の要件とする方針を確定した。

その後の 10 年，NYSE で取引される証券の多様性は格段に進展した。鉄道株は 1905 年に全証券銘柄の 50% を割るところまで後退した。公益事業株の比重はこの時点であまり変化がないが，産業株(industrial stock)の上場は倍増の勢いを示し，上場株の 41% を占めるまでに伸長した。総発行株数の割合でも似たような趨勢を示して，非鉄道証券の重要度が大きく前進することになった。[31]

チャールズ・ダウは 1899 年 4 月 22 日のウォール・ストリート・ジャーナルに書いた論説で，産業株の取引が大量になったことと，合衆国証券市場におけるそれらの新奇性とに注目した。[32]また彼は，産業株の増大と企業合同運動との密接な関係をも指摘した。たしかに 1896–1905 年の産業会社による新上場のラッシュは，かの「大合同運動」と切り離すことができない。[33]この期間に NYSE で株式の取引が認めら

28) NYSEA, Special Committee on Unlisted Department, 1895–1896, Minority Report, 22 Jan. 1896.
29) Ibid.
30) "Decline of Exchange Trading," *New York Times*, 26 Feb. 1890, p.4.
31) "Trading in Rail and Industrials," *Wall Street Journal*, 1 Jan.1929, p.16.
32) George Bishop Jr., *Charles H. Dow and the Dow Theory* (New York, 1960) 135 からの引用。
33) Navin and Sears,"Rise of a Market."

れた70産業会社の3分の2以上が，企業合同の産物だった。その他は，創設から長い歴史をもつ企業かそれの後継企業と，倒産企業の資産と事業を再建(reorganization)して成った企業との，混成であった。[34]

繰り返すが，NYSEに新登場したこれら産業株の多くが非上場部出身である。1900年代初めには，非上場証券の取引量は同取引所における上場証券総量の20%から40%の範囲内にあるようになり，産業株だけでいえば非上場証券の割合はもっと高かった。1902年の非上場産業株の額面総額は9億3,000万ドルと報ぜられ，これは同年の上場産業株の額面総額16億4,800万ドルの56%に相当する。[35]

これら新産業証券は創業ほやほやの事業体が出したというのではないが，それでも合衆国の投資家には新奇なもので，だからその価値に相当の疑念が向けられたのも不思議でなかった。ニューヨーク・タイムズの保守派の声では，「ニューヨーク証券取引所"非上場部"に起こっている新しい事態より滑稽なものがあるとしても，ウォール街はそれに出会ったことがない。氷会社の株式が昨日上場に移され，いま棺おけトラスト"証券"がそそくさとその準備をしている。」[36]こうした疑念にもかかわらず，多くの産業が非上場の市場からでてNYSEでの正規上場の道をたどり始めた。非上場証券の量は上場証券に比して後退し，1906年の非上場産業株の額面総額は8億9,100万ドルと，その時点で19億3,200万ドルまで増加してきていた上場産業株額面の46%にまで低下した。[37]

この展開はNYSEを満足させるにほど遠く，そのことから同取引所は，1906年3月「今日"カーブ"で取引されているようなもっと重要な証券のすべてを，必要とあらば当取引所の最善の保護を保証するような諸規定を定めたうえで」，非上場部に加えることを提案する委員会を設置した。[38]NYSE元会頭でこの委員会のメンバーになったフランク・スタージス(Frank Sturgis)が，取引所の出来高を増やすため非上場部にカーブ取引株の導入を認めるべしとの主張の，先頭に立った。しかしながらスタージスは，そのような移転の結果として同取引所の名声に傷がつくことを懸念する，一部の委員会メンバーからの反対に遭遇した。

上の提案への最も耳障りな攻撃は，株式上場委員会のメンバーであるグランベリー(W. H. Granbery)が，提案にたいして上の委員会で行った証言であった。グランベリーは非上場証券委員会の最近の活動を，「彼らの求めるものが上場委員会の求めるものに着々接近してきている」と賞賛し，「この活動の足をいささかでも引っ張ることは，私の思うところ，深甚な誤りである」と主張した。カーブ株を導入するより，株式の発行者にNYSE上場に適合する努力をさせることこそ必要だというのだった。[39]

結局のところ，NYSEは上の提案を実行に移さなかった。この計画は数年をへて1910年1月に復活する。ロバート・ソーベルが書いているように，「取引所は，当時カーブで活発に取引されていた鉱業会社証券を取引対象に認めることで非上場部を拡張しようという，1906年計画のリバイバルとなる提案を行った。」[40]だがこの計画は再び多大の懸念を呼び，そこでまた尻窄まりとなった。

---

34) Manual of Statistics Company of New York, *Manual of Statistics* (New York, 1885–1915)をもとに筆者が分析。

35) Stedman, *New York Stock Exchange,* 473–74; "Five Billions in Five Years," *Wall Street Journal,* 24 Oct. 1906, p.1.

36) "Wall Street Talk," *New York Times,* 16 June 1897, p.8.

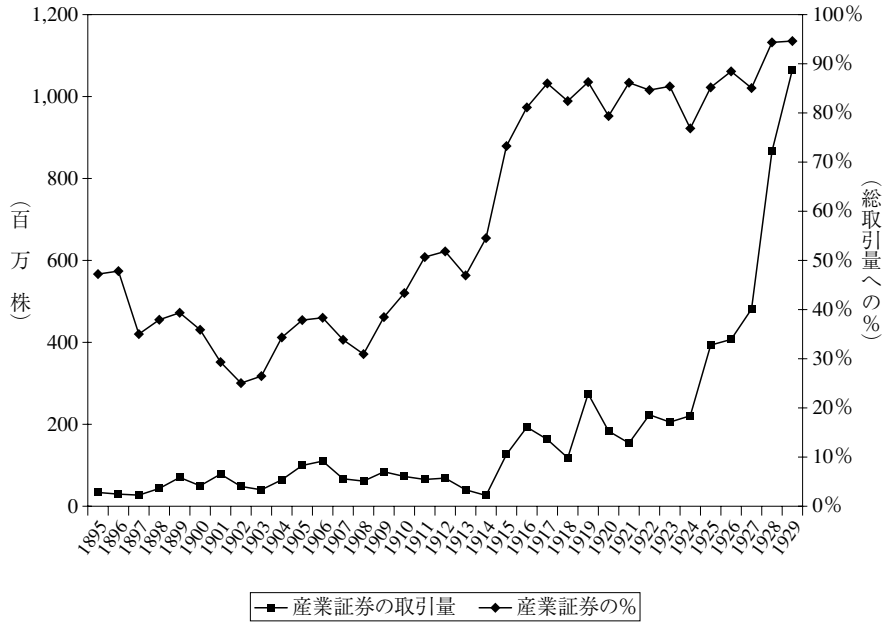
37) Stedman, *New York Stock Exchange*, 473–74; "Five Billions in Five Years," *Wall Street Journal,* 24 Oct. 1906, p.1.

38) NYSEA, Committee on Unlisted Securities, Minutes, vol.1,22 March 1906.

39) NYSEA, Special Investigation of Curb Market, Transcripts of Testimony, f.3, Meeting on 4 April 1906, pp.24–25.

40) Sobel, *Curbstone Brokers,* 137.

第 1 図　NYSE の産業証券取引量



出所：“Trading in Rails & Industrial,” *Wall Street Journal,* 2 Jan. 1929, p.16; 1 Jan. 1930, p.19.

上の提案の道に代えて NYSE はより高い地平を目指し，そこへ向けての決定的な一歩として，この 1910 年のうちに非上場部を廃止した。同取引所で取引されるすべての株式は，正規の株式上場に適合する資格を備えたものでなければならなくなった。かかる方針をとるにいたった一つの要因は，1907 年経済恐慌のなかでウォール街が演じた役割を調査した 1908 年のヒューズ委員会の勧告にある。だが同取引所による非上場部閉鎖の決定はまた，「新しい産業株の健全性と評判の高まりを示す」ものでもあった。[41)]

チャールズ・ダウが 1900 年 3 月 3 日にウォール・ストリート・ジャーナルに書いたよく引用される論説――そこで彼は，「産業証券 (industrial securities) が将来のわが国における投機 (speculation) の主要手段となることはいかなる面からも確かである」と予見した――は通常，ひじょうに初期に彼の立場の利を生かして産業株のはるか将来を見越したものとみなされている。[42)]その見通しが最終的に的中したことは疑う余地がないが，しかし NYSE に上場され取引される証券の種類がこれだけ多彩になったにもかかわらず，ダウが予見したような世界は，1913 年になってさえまだ顕現していなかった。この年，産業証券と公益事業証券の取引は同年の全取引量の過半に達したとはいえ，比率の上昇と並行して取引量じたいは 1906 年の 1 億 600 万株から 3,900 万株へと大きく後退し，1897 年以来の最低水準を記録したのである (第 1 図を参照)。

NYSE が産業株および公益事業株主体の取引市場に変容するのを真に決定づけたのは，第 1 次世界大戦である。この取引所は 1914 年 7 月

41）Meeker, *Work of the Stock Exchange,* 37; Hughes Commission, *Report,* 425.

42）Bishop, *Charles H. Dow,* 137.

末に一旦閉鎖されて12月まで業務が再開されなかった。1915年1月が産業・公益事業証券の取引量の離陸期で，同年1億2,710万株を商ったが，これは出来高および比率(総取引量の73%)の両面で，それまでの最高記録であった。それ以後，産業・公益事業証券は総取引量の80%かあるいはそれ以上の水準を維持する。その上，産業・公益事業株の取引が落ち込んだときでも，その取引量は前回落ち込んだときの量よりも高い(第1図)。

1920年までにNYSE上場の産業銘柄は509と，1915年の2倍以上に増え，NYSE上場株の76%と，圧倒的な多数を占めるにいたった。前出第2表に見るようにその後も増勢は続いて，同取引所上場の産業証券は1930年に1,083，全上場数の81%を占めるまでになる。

NYSEのこのような達成がいかなる意味を持ったかについて，当時の代表的な相場師のジェーシ・リヴァモアが，1928年に次のような適切なコメントを残している。「取引所に上場されている1,000種もの証券はあらゆる産業を代表しており，一つの趨勢としてそれ以上のものはない。わが国の市場はますますロンドン証券取引所と類似せるものになりつつある。今日のビッグ・ボードの動きを代表する証券のかかる多様化の趨勢をとどめんとする，いかなる試みも無益である。」[43]

ニューヨーク・カーブ市場――1885–1930年

もともとカーブの初期の事業の大部分は鉱業株からなっていたが，NYSEの場合と同じく企業合同運動が，取引される証券の顕著な多様化をもたらした。1908年末に同所で取引された157種類の株式のうち30は「産業その他」の範疇に属するものであり，さらにそのうちの20は大合同運動の所産と見られる。[44]ソーベルの推定では，カーブで取引された産業株の量は1899年にわずか30万株であったものが，1907年にほぼ300万，1908年に480万に達したという。[45]

とは言いながら，鉱業証券は依然としてカーブ市場の屋台骨であり続けた。1908年の鉱業株は124種，取引総量の80%近くと，産業証券をはるかに上回る。[46]ソーベルは，1900年に鉱業証券2,100万がカーブ市場で売られ，その販売量は1907年に3,200万，1908年に4,200万まで伸びたと推定している。[47]産業証券は1907，1908年になおカーブ市場における取引の10%を占めたにすぎないことになる。

1908年，カーブ市場の有力ブローカー，エマニュエル・メンデルスの音頭で，このような市場外取引の運営に最小限の形式を整えることを狙いとして，ニューヨーク・カーブ市場局(New York Curb Market Agency)が設置された。[48]しかしながら，安定化と組織化のためにとるいかなるステップも，NYSEのリアクションを考慮に入れないで踏み出すことができないのが常だった。1906年にビッグ・ボードがカーブでの一番良い株式だけ掬い取る提案を審議のテーブルに乗せたたことは，もしそんな方策が実行されたらカーブ市場はひとたまりも無くなるという，明らかな警報だった。カーブが公式の取引所にならないでいるのが，NYSEとの直接の摩擦を回避する最良の戦略であるとも見えた。かくしてカーブのブローカーたちは，状況を変えようという階梯に足をかけるのを躊躇せざるをえなかったのである。

そんなわけだから，ヒューズ委員会が，ニューヨーク市における金融投機を抑制するために望んだ変化がまさにこの両者の関係にかかわるものだったことは，当然ともいえる。同委員会はカーブ市場の運営にきわめて批判的で，

43) Sobel, *Big Board,* 247からの引用。
44) Weil, *ABC and Manual of the Curb Market.*から筆者の分析。
45) Sobel, *Curbstone Brokers,* 100.
46) Weil, ABC and Manual of the Curb Market.
47) Sobel, Curbstone Brokers, 100.
48) Ibid., 125.

第 3 表　カーブ市場で取引された株式銘柄の部門別内訳

	1911	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920
鉄　道	13	10	13	16	17	22	8	0	0	0
(%)	(7)	(5)	(9)	(8)	(5)	(3)	(1)	(0)	(0)	(0)
鉱　業	83	87	93	82	120	225	232	158	189	131
(%)	(47)	(40)	(56)	(41)	(34)	(36)	(39)	(36)	(24)	(18)
石　油	13	22	9	40	39	96	135	125	244	213
(%)	(7)	(10)	(5)	(20)	(11)	(16)	(23)	(29)	(31)	(30)
工業その他	69	99	50	61	173	276	225	152	363	374
(%)	(39)	(45)	(30)	(31)	(50)	(45)	(38)	(35)	(46)	(52)
総　計	178	218	165	199	349	619	600	435	796	718

出所：*Financial Review* 1916-1921 のデータに基づき筆者が作成。

それが詐欺の温床になっていると主張した。ところがこのカーブでの取引の 85% が，じつは NYSE の会員によってなされている。しかも「NYSE は規約に，その会員がニューヨークにおいてほかに組織されたいかなる証券取引所の会員になることも，あるいはそこで取引を行うことも禁ずるという条項」を持つ。それに照らしてヒューズ委員会は，投機の事態への非難をカーブよりむしろビッグ・ボードに向けて，次のように述べた。「それゆえ当該取引所がいかなる態度をとるかが，カーブ市場の組織の欠陥が生みだす不祥事に大きな責任を有する。カーブ市場で取引をなす仲買人たちは，彼らの最良の顧客を失うことを望まず，そのためにかかる不規則と不始末に身をおいているのだ。」[49]

ヒューズ委員会報告は，結果としてカーブの未来に恩恵をほどこした。すなわちそれが NYSE における非上場部の廃止を促したかぎりで，カーブの重要な競争相手を取り去ったからである。ソーベルがいうように，「ビッグ・ボードは非上場株の取引をやめたことで，取引所内にある証券と取引所外で取引される証券とのギャップを拡げた。そして一般的に言って，双方の標準の差が大きくなればなるほど，それがカーブの事業に好影響をもたらす関係にあった。」[50] またヒューズ委員会報告は，メンデルスがカーブ市場のためにより整備された組織を設けたいと模索していた，その見通しにも保証を与えた。つまり報告は，それにたいする NYSE からの報復が不得策であることを示したからである。かくして 1911 年，カーブ (the Curb) はその名を「ニューヨーク・カーブ市場」(New York Curb Market) と改め，本部 (central office) を開設するとともに，株式上場の規則と上場要件を定める上場委員会 (Committee on Listing) を設置したのだった。[51]

1910 年代前半のうちにカーブは，取引証券総量でボストン証券取引所を凌駕してしまったが，NYSE のそれには遠く及ばず，ビッグ・ボード取引量の 10% から 20% 程度にとどまった。[52] 鉱業証券になお大きな比重をかけており，ひじょうに広範，多様な証券の市場になったとまでは言い難い。[53] 鉱業会社でない産業会社の株式で 1910 年代前半にカーブ市場で取引されたのは，60 から 120 というところである (第 3 表参照)。その数字だけ見ると同時期の NYSE での産業証券の上場数にもあまりひけをとらないが，この見かけで判断するのは間違いである。ブリティッシュ・アメリカン・タバ

49）Hughes Commission, *Report,* 433.

50）Sobel, *Curbstone Brokers,* 139.

51）Ibid., 143.

52）Jones and Baker, *Profits and Dividends of America's Second Largest Stock Market* (New York, 1919), 18; New York Stock Exchange, *NYSE Facts & Figures*.

53）Michie, *London and New York Stock Exchanges,* 206–07.

第4表　ニューヨーク・カーブ市場における取引総株数[a]

（単位100万株）

	1911	1912	1913	1914	1915	1916	1917	1918	1919	1920
鉱　業	12.0	12.6	10.6	11.9	41.9	80.6	73.1	44.0	86.9	60.2
（%）	(86)	(75)	(83)	(81)	(67)	(63)	(58)	(50)	(43)	(54)
石　油	0.3	0.3	0.4	0.7	0.4	22.4	38.1	34.9	74.8	34.7
（%）	(2)	(2)	(3)	(5)	(1)	(18)	(30)	(39)	(37)	(31)
工業その他	1.0	4.0[b]	1.8	2.1	20.4	24.2	14.2	9.7	40.8	16.6
（%）	(7)	(24)	(14)	(14)	(32)	(19)	(11)	(11)	(20)	(15)
総　計	13.9	16.9	12.9	14.7	62.6	127.2	125.4	88.6	202.4	111.5

出所：*Financial Review* 1916-1921のデータに基づき筆者が作成。
a：鉄道株の取引量はごく少量なので総計から除いている
b：British American 株がこのうち150万株を占める

コ，ユナイテッド・シュガー・ストアズ，アライド・セキュリティーズ，メイズ・オイル，マルコニ・ワイヤレスなど，そこで大量の証券が取引された例もあるとはいえ，カーブで取引された多くの産業株が，まったく少量の単位にとどまっていた。[54]全体としては，第4表が示すように，1910年代前半のカーブ市場における産業証券取引量は，取引総量の10%から25%の程度にすぎなかった。

NYSEと同じくカーブ市場もまた，第1次世界大戦の勃発に続く活況のなかで劇的な拡大をとげる。NYSEと同じく，一旦はブロード・ストリートでの通常取引を停止したが，1915年に営業を再開して同年の取引活動が6,260万株まで伸びた。第4表に見るように，その量は1917年に1億2,540万に跳ね上がり，翌1918年，8,860万に落ち込んだものの，その後の数年再び増勢をたどった。この驚異的な成長の結果，カーブは取引証券の量で，大戦前よりはるかにNYSEに接近してそれに次ぐ存在となった。1919年に書かれたジョーンズ＝ベイカーの著述によれば，「ニューヨーク・カーブ市場で取引を行ってきた当事者まで含めて，この市場のこれほどの伸長を真に理解している者は多くない。取引量から言って，アメリカでカーブの規模に匹敵ないしそれを凌駕する他の取引所はただ一つである。アメリカにあるその他の重要取引所を全部合わせたところで，その規模はニューヨーク・カーブ市場の4分の1に満たないのだ。」[55]

第1次世界大戦はさらに，カーブの事業に鉱業株以外の産業証券を混ぜ加え，産業証券のその後の重要性を高めて行く変化をも牽引した。1913年にカーブで取引された産業株は220万――それは1908年の480万に較べてもずっと少ない――にすぎず，翌1914年になっても持ち手を変えた産業株は，かえってやや減少したほどだった。ところが1915年，初めて1年じゅうが戦時経営という状況のもとで，産業証券の量は一挙に2,080万に跳ね上がった。カーブで取引される産業株の種類も同時に急増した。第3表が示すように，1914年の取引一覧で鉱業株82，石油株40，その他産業61であったものが，1916年にそれぞれ225，96，276まで伸長したのである。

54）ソーベルはニュージャージー・スタンダード・オイルの取引例をもこれに加えている（Sobel, Curbstone Brokers,158）。実のところは，*Financial Review* のデータで見ると，それのカーブ市場での取引量は本文に挙げた企業例に較べてはるかに少ない。

55）Jones and Baker, *Profits and Dividends*, 12,19. この記述の根拠をなす各取引所の株式取引数量は次のごとくである。ニューヨーク証券取引所1億9,110万，ニューヨーク・カーブ1億6,770万，コンソリデーテッド証券取引所2,030万，ピッツバーグ証券取引所440万，ボストン証券取引所440万，フィラデルフィア証券取引所190万，シカゴ証券取引所160万。

産業証券の上場および取引量は1920年にも増勢を維持した。この年までに石油および「工業その他」株式の上場数は587に成長しており，株式取引量全体の82%を占めるに至っていた。しかし第1次世界大戦を機に最もドラマチックな変化を招来したのは石油株の方で，1914年の40銘柄，取引量全体の20%から，1920年の213銘柄，30%へと躍進した。もともとカーブでは長くスタンダード石油系の株式がさまざまな姿をとって取引されてきたのだったが，1910年代後半に新油田の発見が石油産業の動向を変え，それを反映して独立石油会社系の株式が続々加わるとともに，投資家の関心もそちらに移った。

それでもカーブ市場は，合衆国における鉱業証券の主導的市場でもあることを続けた。[56] カーブ市場で取引される証券種類に占める鉱業証券のシェアということでは1914年の41%から1920年の18%まで低下したが，取引量では依然として首位を維持し，1920年の取引量6,020万株は同年の石油および工業株5,130万を上回っている（第3，4表）。

カーブ市場が第1次世界大戦の勃発から得た盛況は，1914年に新会頭の地位についたエドワード・マコーミック（Edward McCormick）に強く幸いした。彼はメンデルスがカーブ市場の安定化と制度化に着手したとき以来その方針を望んでおり，新会頭の座につくとすぐに，屋内市場（indoor market）構想を提唱した。当初それはカーブ会員多数の支持を得るにいたらなかったが，彼はあきらめずに提案を続け，ようやく1916年，候補地を探すことでの同意をとりつけるにいたった。この計画は合衆国の参戦で一旦頓挫したが，1919年6月，ニューヨーク・カーブ市場協会（New York Curb Market Association）の設立大会で，カーブの屋内取引にかんする合意に達した。[57]

56）Jones and Baker, *Profits and Dividends*.

57）New York Curb Exchange, *New York Curb Exchange History*（New York, 1931）29.

第5表　ニューヨーク・カーブ取引所における株式の内訳

	1920	1925	1928	1930
公益事業	19	180	259	319
（%）	（3）	（17）	（17）	（20）
石炭その他鉱業	132	158	101	69
（%）	（19）	（15）	（7）	（4）
石　油	221	155	121	122
（%）	（31）	（15）	（8）	（8）
工業その他	339	553	1,070	1,071
（%）	（48）	（53）	（69）	（68）
総　計	711	1,046	1,551	1,582

出所：1920，1925，1928年についてはThe Annalistの New York Curb上場リスト，1930年は*Commercial and Financial Chronicle*紙のBank & Quotation Recordに基づいて筆者が作成。

1920年12月，カーブ市場はウォール街トリニティ教会地区の一角を購入し，1921年6月27日，そこでの営業を開始した。[58] 屋内取引に移転したことに伴い取引の基準がやや厳しくなったが，同時にこのカーブ市場だけが株式の一部の屋外取引を続けた。[59] ブローカーのうちに，屋内市場ではやっていけるだけの量が集まらないと主張して抵抗し，街頭取引に固執する者がいたからである。最終的にカーブ市場の盛況によって彼らの予言は覆された。最初の半年だけ集中的な困難に遭遇したが，そのあと市場の活動は，1920年代を通じて取引量と銘柄数の双方で目覚しく進展した。

1920年代末まで続いたカーブ取引の躍進の結果，1930年の取引量は2億2,200万株と，NYSEの27%にまで達した。第5表が示すように，1930年にカーブで取引対象となった株式銘柄の1,582という数字は，1920年の2倍を越える。1930年の証券種類のなかで鉱業株はわずか4%にすぎない事実からして，この間カーブが鉱業株主体の市場からすっかり脱却したことは，疑いえない。石油株の重要性もこの間に減退した。対照的に公益事業株の比重が伸

58）Ibid., 30.

59）National Association of Securities Commissioners, *Report of the Committee on Stock Exchange Investigation of the National Association of Securities Commissioners on the New York Curb Market*（New York, 1929）, 45–49.

第 6 表　地方取引所における上場株式数

	1895	1900	1905	1910	1915	1918	1920	1925	1928	1930
ボストン	322	324[a]	262	276	300	206	230	198	286	219
フィラデルフィア	212	186	186	182	191	102	93	87	163	109
シカゴ	56	61	55	57	58	70	121	181	414	493
ボルティモア	73	42	34	39	60	92	97	119	120	128
シンシナティ	n.a.	13	73	61	36	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	178[b]
クリーブランド	n.a.	37	43	40	105	n.a.	n.a.	n.a.	213	210
ニューオリーンズ	28	n.a.	31	28	22	n.a.	n.a.	n.a.	24	44[b]
ピッツバーグ	22	69	70	86	44	90		63	112	124
ロサンゼルス	n.a.	23[c]	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	364[d]	252[e]
サンフランシスコ	53	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	364[f]	271[g]
総計A（ロサンゼルスとサンフランシスコを除く）		732	754	769	816	n.a.	n.a.	n.a.	1,332	1,505
総計B（両取引所を含む）		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,060	2,028

出所：1895-1915 は *Manual of Statistics*，1918-1928 は *The Annalist*，1930 は *Bank & Quotation Record*[h].
a　取引所におけるほか公募による販売を含む
b　*The Annalist* の 1929 年データ
c　すべて石油株
d　1929 年データ（ロサンゼルス証券取引所＝162，ロサンゼルス・カーブ＝202）
e　ロサンゼルス証券取引所＝107，ロサンゼルス・カーブ＝145
f　サンフランシスコ証券取引所＝156，サンフランシスコ・カーブ＝208
g　サンフランシスコ証券取引所＝127，サンフランシスコ・カーブ＝144
h　シンシナティ，ロサンゼルス，サンフランシスコ取引所のデータは Bernheim and Schneider, 1935, pp.749-751 から得たもの

びて 1930 年の取引数の 20% にまで伸長したが，何といっても圧倒的な比重を占めたのが「工業その他」に属する株式で，1930 年の総取引の 68% に及ぶ。こうしてカーブ市場は，NYSE にひけをとらぬ高度に多様化された証券の取引市場になったのである。

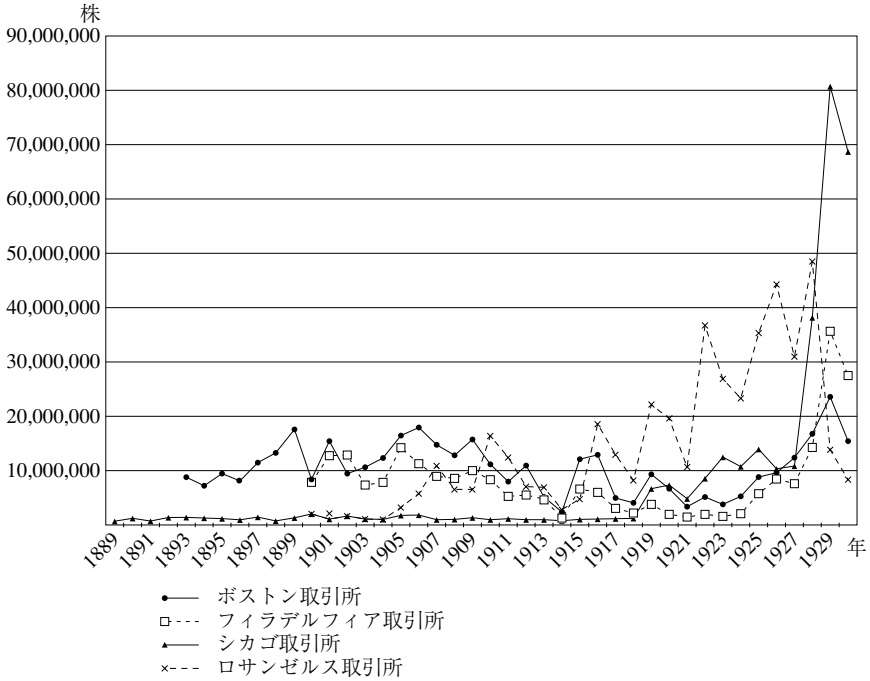
地方証券取引所の発展――1885–1930 年

すでに見たように 1885 年のニューヨーク市以外の証券取引所といえば，東海岸にあるわが国主要都市，ボストンとフィラデルフィアの 2 取引所が他に抜きんでていた。第 6 表が示すように，この二つの取引所は，19 世紀末から第 1 次世界大戦まで，取引される証券の種類で他の地方取引所を大きく引き離していた。この期間，ボストン，フィラデルフィアに次ぐ重要性をもった地方取引所もまた，東海岸に位置していた。

合衆国にある地方取引所ごとの相対的な重要度の変化は，第 1 次大戦前から見られていたことであるが，大戦後にそれが一挙に進行する。第 1 に，大戦時までは徐々に，ニューヨーク以外の東部海岸の取引所が重要度を減じた。この展開は第 6 表の東部地方取引所で取引された株式数の変化から知れるが，また取引総量の趨勢からも見ることができる。ボストン証券取引所では，1899 年に達成した取引量 1,720 万株というのが 19 世紀のピークで，1906 年にも 1,740 万株を記録するが，その後 1920 年代初めまで若干の上下はあるものの長期的な減退期に入り，取引量は 400～500 万まで落ち込んだ。フィラデルフィア取引所の方は，1901 年まで増勢が続いて 1,350 万株に達し，1905 年に 1,430 万株を記録したのが，その後の顕著な減退で 1920 年代初期には 160～260 万というところまで落ち込む（第 2 図参照）。

第 2 の重要な変化は，第 1 次世界大戦後に起こった，東部海岸都市を追い越す地方取引所の台頭である。中西部の取引所がその急拡大を代表する。最もドラスチックな例がシカゴの急伸である。シカゴ証券取引所は近代的な形態のものが 1882 年に設立されたが，当初は見込みどおりの活動ができず，1885 年には多数の

第 2 図　合衆国の主要地方取引所における株式取引量



（訳注，図にはサンフランシスコ取引所のグラフも入っているはずだが，印刷が薄くて全期間にわたりまったく読み取れない。）

出所：Musacchio, “Trading Places”; Alfred Bernheim and Margaret Grant Schneider, *The Security Markets: Findings and Recommendations of a Special Staff of the Twentieth Century Fund* (New York, 1935) 749–51.

ニューヨーク在住会員が，取引所を閉鎖して資産を全メンバーに分配するよう求めたほどである。主要問題の一つは，この取引所がニューヨーク証券取引所上場の鉄道証券に依存していたことである。1887 年，どん底状態のなかで，そうした鉄道証券がすべて取引対象から除去された。[60]

やがて取引所は回復軌道に乗り，1895 年までに 57 証券を上場した。そのうちの 13 が公益事業会社の株式で，ほとんどが電車会社と，ガス燈事業の合同企業体である。27 が「工業その他」の範疇に属し，その一部は醸造などの地元企業，他の一部がしばしば地元関係者が入って形成されたトラストの証券だった。シカゴ取引所で多くの地元企業株が取引されるようになったことにかんして，この取引所の歴史を書いたウォーレス・ライスは次のような結論を与えている。「新しい地元証券の売り買いは，シカゴ証券取引所のごとき組織が，相場づけの主導権を別の取引所に委ねては繁栄できないことを改めて示したという，その意味での画期的な出来事であった。」(第 7 表参照)[61]

大合同運動の進行のなかで，シカゴ証券取引所はそれに伴った金融狂乱に急速にまきこまれたが，しかしすぐ，この取引所に冷水を浴びせかける事件が起こった。会員のうちにいたムーア(Moore)兄弟，この二人はダイヤモンド・マッチ，ニューヨーク・ビスケット，アメリカン・ブリキなど多数の企業合同に重要な役割を演じてきていたのであるが，1896 年にダイヤ

60）Rice, *Chicago Stock Exchange,* 22–26.

61）Ibid., 28.

第7表　シカゴ証券取引所における株式の内訳

	1895	1900	1905	1910	1915	1920	1925	1928	1930
（出所）									
Manual of Statistics	57	61	55	57	58				
Financial Review	n.a.	n.a.	n.a.	62	70				
Combined	57	61	55	59	72				
The Annalist						121	181	414	
Bank & Quotation									493
（部門別内訳）									
鉄　道	2	10			3	0	0	0	0
公益事業	13	20	19	22	18	19	49	97	113
（%）						(16)	(27)	(23)	(23)
工業その他	27	31	36	37	51	102	132	317	308
（%）						(84)	(73)	(77)	(77)
銀行，信託会社	15								

出所：上記に基づき筆者が作成。

モンド・マッチの株価操作を目論んだプールを形成した。このプールの実態が1896年8月に明るみにだされシカゴ取引所のスキャンダルに発展し，同取引所は数ヶ月間の閉鎖に陥った。将来にかかる行為ができないような改革を加えて，取引は再開された。[62]

その後1900年まで，同取引所で取引された銘柄にはあまり変化がなく，そうした事態は1910年代前半まで続いた。第1次世界大戦の勃発とともに新たに加わった証券もあるが，取引所の活動水準が真に回復するのはニューヨーク市場にもやや遅れた終戦後のことである。シカゴ取引所で扱われる証券種類は1915年から20年までに2倍を越え，1920年の取引量は700万株を越えた。そのほとんどが産業株であり，かくしてシカゴは合衆国における最も活発な地方証券取引の場となった（第2図参照）。

証券の上場数と取引量は1920年から25年の間に再び倍増するが，そうなってもなお，「この取引所は未だ，大西部の偉大な営利，蓄財，投資のメッカにある位置からの，真の可能性を発揮していない」との実感を残していた。[63]その後も取引所はいくつかの段階を踏んで上場数と取引量の拡張を導き，1929年の上場数519，取引量8,200万株に至る。[64]この成長の重要な部分が，シカゴからニューヨークへの事業流出という問題に決着をつけたことで実現された。西部の証券がニューヨークでの取引に移されてしまう趨勢が止まって，1927年末からは，「シカゴ取引所は失う数よりはるかに多く重複による上場増加を得つつある」と，かえって逆流に転じたのである。[65]

第6表によってわれわれは，シカゴ証券取引所の重要性の増大が，中西部における他の主要な地方取引所での上場数の増加とも呼応しているのを見ることができる。しかしながら，たとえばシンシナティとクリーブランドの取引所がともに1920年代の上場数においてフィラデル

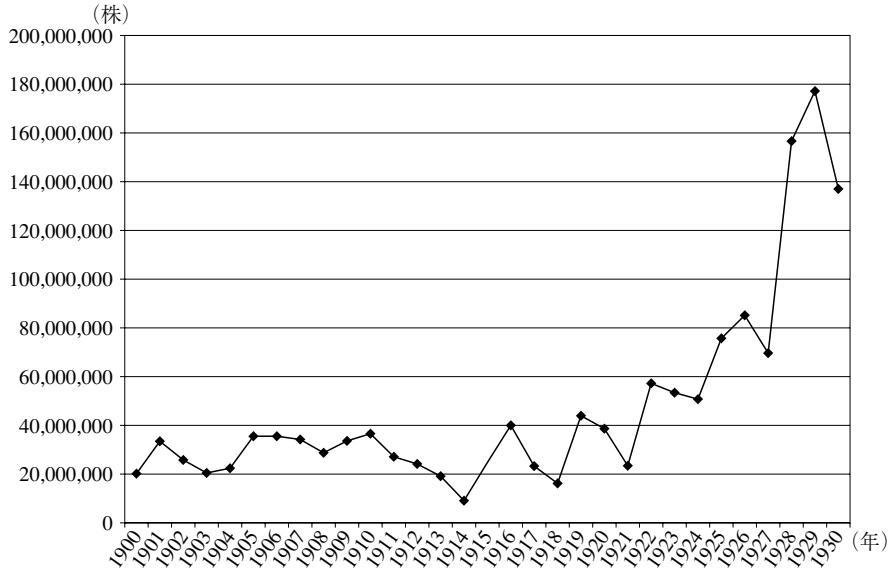
62）Ibid., 40–42.

63）産業株（Industrial stocks）が上場銘柄の79%と全体を制していたが，公益事業株も21%と，重要な地位を占めるまでになっていた。Rice, *Chicago Stock Exchange*, 55.

64）Ibid., p.56. Chicago Stock Exchange, *A Year of Growth, Year Book* (Chicago, 1931), 36. シカゴにも場外（Curb）市場が開けており，そこで1920年代末に116種の株式が取引されたと報じられている。取引総量は1929年に660万と報告されており，それは同年のピッツバーク，シンシナティ，クリーブランド各取引所より多い。Alfred Bernheim and Margaret Grant Schneider, *The Security Markets: Findings and Recommendations of a Special Staff of the Twentieth Century Fund* (New York, 1935), 749–51.

65）Rice, *Chicago Stock Exchange*, 57–58.

第 3 図　合衆国の主要地方取引所(5 取引所)における取引総量



出所：Musacchio, “Trading Places”; and Bernheim and Schneider, *Security Markets,* 749–51.

フィアを抜いたにせよ，取引量から見れば 1920 年代末のピーク時でさえ両取引所合わせて 200 万株に満たなかった事実からして，その重要性は限られたものであった。[66] むしろもっと重要なのが，西海岸のサンフランシスコ，ロサンゼルス両市の取引所が，取り扱う銘柄数と取引量の双方の拡大で取引所としての重要度をたかめたことである。その上この両市には場外市場(Curb market)も設けられており，それが西海岸での証券取引のさらなる拡大に貢献した。

全体として，第 6 表が示すように 1920 年代末までに地方取引所の重要性は大きく前進した。この表にまとめることのできた地方取引所の上場証券の総数でいうと，1900 年の 750 から 1929，1930 年の 1,500 以上への増大である。これにカリフォルニア取引所を加えるなら，1920 年代末の総数は 2,000 を上回ることになる。取引量の面から見れば，その増勢はさらに劇的でさえある。五つの主要な地方取引所について得られた取引量を合計してみると，20 世紀最初の 3 年間の年平均取引量が 2,600 万株程度であったのにたいして，1928–1930 の年平均では 1 億 5,500 万株と，6 倍に近い躍進を示している。[67]

すでに述べたように，それぞれの地方取引所の相対的な重要度に大きな変化をもたらした動きは，第 1 次世界大戦の終結以前から始まっていた。とはいえ，シカゴ，サンフランシスコ，ロサンゼルス取引所の成長がボストン，フィラデルフィア取引所の後退を埋めてなお上回っていくほどになるのは，1920 年代に入ってからである。そのことは，五つの主要地方取引所の取引量を合算してつくった第 3 図からも明らかである。

66) Musacchio, “Trading Places.”

67) 五つの主要取引所という場合，初期についてはサンフランシスコの場所にピッツバーグを入れるべきだという主張がありうる。しかしそのころのピッツバーグ取引所の取引量についてのデータは得られない。

株式の店頭取引の発展

合衆国は重要な店頭取引市場――組織された取引市場の庇護の外で仲買人が相互に売買したことから生まれた市場――の発祥地なのであるが，ただし1920年代までは，その主体をなしていたのは社債の取引だった。[68]しかしながら一部の株式会社については株式の店頭取引というのもあって，金融機関がその代表例をなす。銀行株，信託会社株，保険会社株等の20世紀初頭の取引は，以下の銀行株にかんする議論で強調するように，ほとんどが常に店頭取引をもって行われたのである。

19世紀末～20世紀初頭の合衆国には，おびただしい数の銀行があった。一部の銀行株は1890年代中ごろまでにいろんな証券市場で相場がついていたが，その後は銀行株の取引というとほとんどが店頭市場に移転した。通例，銀行株はそう広く取引されるものでなかった。1907年にバンカーズ・マガジン誌に載った論説には，合衆国の銀行の多数で「株主が自分は銀行のパートナーであり，互いに信頼と忠誠を旨とする」観念が今なお強くあることを指摘している。そのような観念が，「現代株式会社では株主との関係が純粋に非人格的なものだとする観念によって，多少とも克服されているのは大都市においてのみである。」その展開が最も進んでいるのがニューヨークだというわけであった。[69]

銀行株が広範かつ流動的な市場を欠き，結果として店頭市場で取引される方向をたどったのは，銀行および銀行株の特殊な性格を反映している。とりわけ重要なのは，銀行株が，合衆国の会社株式に一般的に適用される標準的な有限責任制とは区別された事実である。ほとんどの銀行株が「二重責任制」(double liability)と呼ばれる，銀行が倒産した場合に株主が証券購入に投じた金額を失うだけでなく，所有する証券の額面相当の金額をさらに割当てられることもありうる，そういう制度の対象になっていた。

二重責任制は19世紀の初期から半ばにかけて，合衆国では一部銀行の特許状や定款に記されるかたちで，少しずつ導入されてきたものである。しかしながら1864年の国法銀行法がわが国の銀行制度の法的な枠組みを制定したときに，「株主各人は自らが証券に投じた金額に加え，その証券の額面に相当する金額にたいする責任を有する」という条項が挿入され，ここにおいて合衆国における全国法銀行のほとんどの株式に二重責任制が適用されることになった。[70]この条項はその後若干の変更はあったものの70年にわたって基本的に維持され，1933年，1935年銀行法にいたってようやく廃止されるのである。[71]

各州もまた，それぞれの州法規制下にある銀行の株式に二重責任制を導入する傾向を強めた。1910年時点では30州が銀行株主に二重責任制を課すことにしており，ほかにも2州が株主に払込み金額を越える一定程度の責任を定めていた。1930年までには，そうした何らかの条項をもつ州の数は38にまで増加した。[72]

銀行倒産のさいの株主への処遇にかんする歴

68) Charles Amos Dice, *The Stock Market* (London, 1926), 10.

69) "Ownership of Banking Institution: Concentration of Holdings of Bank Stock," *Bankers Magazine* (March 1907), 420.

70) National Banking Act of 1863, ch.58,12 Stat.665. Jonathan Macey and Geoffrey Miller, "Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications," *Wake Forest Law Review* 17, no.1 (1992): 36.からの引用。

71) Ralph Marquis and Frank Smith,"Double Liability for Bank Stock," *American Economic Review* 27(Sept.1937):497.

72) 他方その時点でそうした条項を定めていなかったのは，以下の10州である。アラバマ，コネチカット，デラウェア，アイダホ，ルイジアナ，ミズーリ，ニュージャージー，ロードアイランド，テネシー，ヴァージニア。Marquis and Smith,"Double Liability,"499を参照。

史的事例をふまえて，ジョナサン・マーシィ，ジェーフリー・ミラーの二人は，その二重責任制が倒産で預金を失った預金者に全額補償するほどの金額にはならなかったにせよ，銀行株主には負担を強いることになったと結論づけた。したがって銀行株に付随する二重責任は，その証券にとって明確に不利な条件だったのである。多くの研究者が，一般的にいって有限責任の規則からの離脱が株式の流動的な市場形成を阻害する作用をもつと主張してきた。その観点からすれば，銀行株に二重責任制がこれだけ普及したことが，銀行株の薄商いと，結果としての店頭市場への移転を導いたという理屈は，理解できるものである。[73]

銀行経営の首脳陣はまた，取引所上場から生ずるかもしれない銀行株への投機にも恐れをいだいていた。ある解説者は 1910 年にそうした恐れを，もし「公衆がある銀行にたいして，それが投機市場に身をおき産業や鉄道で通常行われているようなやり方で支配をめぐる争いの渦中にあるものと考えたら」預金にネガティヴな結果を招来するのは必定，というふうに表現している。銀行株の価格変動は預金の取付け騒ぎに連動しかねず，だから「銀行株には投機がないということが絶対の条件なのである。」[74]20 世紀始めの数十年，合衆国の銀行経営者によってしばしば表明されたのが，このような見解であった。[75]

おそらく投機意欲を掻き立てないために，銀行は相対的に配当を低くおさえ，剰余金を内部留保にまわす性向をも示した。20 世紀の最初の 20 年間，銀行株投資の平均収益性が鉄道株や産業株に較べて低かったことは確かである。さらにこの期間をつうじて，銀行株の単価がかなり高くなる傾向にあり，一株当りの純資産額に比して相対的に安定した価格で取引された事実が，価格騰貴で投機利益を得る見通しを狭めたともいえる。[76]結果として，ある解説者が指摘したように，この期間の銀行株は，「永遠の投資物件として持とうという考え」でそれを買う富裕投資家層によって購入された。[77]

この状態が 1920 年代，銀行株市場の広がりと流動性との大幅な増大とともに，劇的に変化するのである。一部の銀行がビッグ・ボードでの上場機会にありつき，また地方取引所にもお目見えした。そしてそれ以上とさえいうべき重要な変化が，店頭市場における銀行株取引の急増であった。

そうした趨勢は，銀行株というもの，あるいは少なくともわが国を代表するような銀行の株式にかんしては，まったく危険なものでないという認識が浸透したことを反映している。1913 年に連邦準備制度が発足して合衆国の銀行を監視する役割を担うようになったことが，「銀行経営そのものの安定性を大きく前進させ，破綻の危険性をいちじるしく減退させた」と見られた。[78]その上，第 1 次世界大戦の勃発から 1920 年代にかけて，合衆国の主要銀行は――中でもニューヨークの国法銀行が突出した事例をなす――預金の急増とそれに続く収益・剰余金の急昇で，大いなる繁栄を享受した。[79]1828 年，バロンズ誌は，「銀行株を二重責任制の対象にし

73）二重責任制がもつ実質にたいする株主の懸念は，銀行倒産による特別大きな損失が記録された時代に，明らかにいっそう強まった。Macy＝Miller の論文（“Double Liability”）は，国法銀行の倒産による年平均の損失が 1890–1894 年の期間に異常に高かったことを示している。このことは，かつて多くの取引所の代表的な上場株として扱われてきた銀行株が，1895 年以降に上場リストから姿を消し，そして新聞の店頭株取引欄に再登場するにいたった理由を，かなりよく説明すると思われる。

74）“Speculation in Bank Stocks,” *Bankers Magazine* (Sept.1910), 337.

75）たとえば“Speculation in Bank Stocks,” *Bankers Magazine* (April 1928), 482 を参照。

76）“Have New York Banks Turned the Corner?,” *Barron's* (7 May 1934), 3.

77）Bank Stocks as Investments,” *Forum* (July 1925),6.

78）Ibid.

79）Bradford Dorr, *New York and Boston Bank Stocks* (Cambridge, Mass., 1928), 87–93.

ている法の条項はもはや誰の目にも銀行株を取得する上での不利条件とは映っていない」,「大都市に立地するほとんどすべての銀行の記録が――過去何十年にもわたっていささかの瑕疵をも露呈していない」と説いた。[80]

加えて，1920年代における投資信託の発展が，小投資家がポートフォリオ分散のために銀行株を買うのを容易にした。その上，銀行自体も，通貨監督官から1922年に始めて認可された株券配当(stock dividends)の手段等をとって小投資家の誘引につとめた。[81]1920年代には多くの銀行経営者が，株式所有の分散をもっと進めようという意欲を示した。[82]これは，銀行株市場の流動性が銀行事業にリスクを持ち込むとみなしてとった昔の姿勢からの，大きな変化を意味した。変化の要因として最も考えられるのが，当時進行しつつあった銀行業界の活発な企業合同の過程において，流動する株式の戦略的価値の大きさに銀行経営者が目をつけたということである。[83]

銀行株の取引活動が増大した1920年代末は，保険会社株にも同様の盛況が及んだ時期でもある。一つの推定によると，1929年における保険会社株の店頭取引は総額10億ドルに及んだ。[84]そのころの店頭市場はさらに，こうした金融機関の株式をはるかに越えて公益事業株，産業株の分野でも拡大していた。

当時の店頭市場取引が全体としてどれくらいの規模になったかという計測の最良のものは，1948年，ペンシルヴェニア大学ウォートン・スクールの企画で行われた研究成果である。研究を担当したアーウィン・フレンドは，会社株式の店頭市場の規模を，納税記録をもとにして推定した。[85]フレンドが集成したデータの最も早い年は1920年であるが，そこでは店頭市場での取引総額が25億ドル，同年の取引所における取引を含む株式総販売額の6%に相当すると計算されている。彼のデータではその市場規模が1926年までに40%拡大したとされる。しかしながら真に劇的な成長はその後1926年から1929年にかけて起こり，店頭取引はこの間6倍に増加した。1929年の店頭市場取引総額は取引所取引を含む総販売額の14%に及んだ(第8表)。[86]

第8表　既発行会社株式の証券取引所販売と店頭販売

（単位　10億ドル）

	1920	1926	1929
証券取引所販売	36.5	49.5	135.0
店頭販売	2.5	3.5	22.0
計	39.0	53.0	157.0
店頭販売の%	6	7	14

出所：Irwin Friend, *Activity on the Over-The-Counter Markets,* Table 1, p.9.

合衆国における証券市場拡張の総体――1885–1930年

以上の検討から，1885–1930年という期間に合衆国の証券市場を構成するさまざまな取引市場に劇的な拡張があったことには，何の疑問もないように見える。しかしながら，同一の株式が異なる市場で取引されている可能性があるから，合衆国証券市場の成長の総体を測るには，

80）"Financial Queries and Investment Suggestions," *Barron's* (30 Jan.1928), 15; 併せてDorr, *New York and Boston Bank Stocks,* 67–98を参照。

81）"Stock Dividend on Bank Stocks," *Barron's* (15 May 1922), 7.

82）"Too Many Bank Stockholders!" *Bankers' Magazine* (Oct.1930), 503.

83）Eugene White,"The Merger Movement in Banking, 1919–1933," *Journal of Economic History* 45 (June 1985): 285–91.

84）Bank Stock Firms Ask Clearing House," New York Times, 10 Dec.1929, p.53.

85）フレンドはその推定方法について以下のように書いている。「店頭取引の推定は，株式譲渡税の総額から取引所取引に賦課された税額と非取引所取引だが店頭取引に相当しない部分(遺産相続や贈与)の税額を差し引き，さらにそれに，残余の税額のうち推定取引税額からして店頭譲渡に課せられたと見てよいものを割り振って得た。」Irvin Friend, *Activity on the Over-The-Counter Markets* (Philadelphia, 1951), 9.

オーバーラップしている株式の重複分を総株式銘柄から減ずることが望ましい。得られたデータをもとに，2つ以上の組織化された取引所に上場されている株式を特定できる。総株式数から重複したタイプのものを取り出して相殺した結果が第9表である。この表では，1930年の地方取引所とカーブ取引所の上場のオーバーラップが，特別の重要性をもつことが示されている。[87]

この現象を最もよく説明しそうなのは，地方取引所への上場では，州政府が会社に求める証券規制の多くを免除しているところにある。株式をカーブ市場だけで取引している会社は，ほとんどの州のブルースカイ法の規制を免除されない。[88]このことが株式の重複取引のモチベーションになった。つまり証券の流動的な市場を求めてカーブに向かい，規制免除を求めて地方取引所に上場する，というわけである。第9表が示すところでは，カーブ市場と地方取引所に二股をかけている株式は361種，その年に地方取引所で取引された全株式の24%にのぼっている。中でもシカゴ証券取引所はとくべつ親密なカーブ市場の相手となっており，そのことがシカゴ取引所の1920年代末の急成長にとって重要な要因だったことは疑いえない。

この種の重複株を相殺した上で，だがそれでも1900年から1930年までに合衆国証券市場で取引される株式の数は4倍以上に増加した。1900年から1915年までにかぎると約46%増と，これでもかなりのものであるが，しかし第1次世界大戦から1930年までとなると，じつに186%という比類ない躍進ぶりである。証券市場の国民経済における重要度を測るという観点から人口増加率に対応させて考えるなら，第1次大戦後の成長の重要性はもっと大きくさえなる。

残念ながら，取引量にかんしては，早い時代の株式別の取引データが得られないので，全期間にわたる重複勘定の影響を取り除くことはできない。1929年だけについて，トム・アーノルド，フィリップ・ハーシュ，J. ハロルド・マルヘリン，ジェフリー・ネッターの共同研究が，地方取引所における取引ドル総額の63.7%がその取引所独自になされたものであり，残る36.3%がニューヨーク市場のどちらかにも上場されている証券の取引だったと測定した。[89]当時のNYSEは株式よりも社債取引の方を大きな範囲で制していたから，われわれはこの36.3%を，重複計算として差し引かれるべき地方取引所での取引の上限の数値と考えることができる。そう考えたところで，重複勘定の影響はそう大きいものではない。1930年の合衆国証券市場全体の出来高は調整無しだと11億5,100万株であるのが，重複分を差し引いて11億800万株となる程度である。[90]そこで再度言えるのは，株式店頭市場の成長を計算のなか

86）Friend, Activity on the Over-The-Counter Markets, table 1, p.9.1920年代後半の数値はたしかに1920年よりもはるかに大きいものであるが，店頭市場の重要性は証券規制の法制ができたあと，特に第2次世界大戦後になおはるかに大きくなったことを銘記すべきであろう。Friend, Activity on the Over-The-Counter Markets,9; Mary O'Sullivan, "The Deficiencies, Excesses & Control of Competition: The Development of the U.S. Stock Market from the 1930s to 2001," in *Balancing Public and Private Control: Germany and the U. S. in the Postwar Era*, eds. Louis Galambos and Caroline Fohlin (New York, forthcoming 2007).

87）Lois Loss, *Securities Regulation* (Boston,1951), 43; Securities and Exchange Commission, *Special Study of the Securities Markets* (Washington, D. C.,1964), 915–16.

88）"Curb's New Head Outlines Policies," *New York Times*, 19 Feb. 1928, p.43; "Asks Recognition of Curb Securities," *Wall Street Journal*, 23 Aug. 1929, p.9.

89）Tom Arnold, Philip Hersch, J. Harold Mulherin, and Jeffry Netter, "Merging Market," *Journal of Finance* 54 (June 1999): 1087.

90）1930年より前の時代については，地方取引所とニューヨーク市場とで取引された株式数のオーバーラップを指標として類推すると，重複勘定の影響は1930年より小さかったと見られる。

第 9 表　合衆国証券市場の規模――いくつかの指標による測定

	1900	1915	1930
ニューヨーク証券取引所上場株式数	296	420	1,273
ニューヨーク・カーブ市場での取引株式数	n.a.	349	1,582
ニューヨーク市場合計	296[a]	820	2,855
（合衆国全体に占める%）	(29[a])	(52)	(65)
地方取引所で取引された株式数[b]	732	820	1,505
（合衆国全体に占める%）	(71)	(48)	(35)
〔複数市場での重複銘柄〕			
NYSE と地方取引所の重複	97	191	148
（合衆国全体に占める%）	(9)	(12)	(3)
NY カーブと地方取引所の重複	n.a.	32	361
（合衆国全体に占める%）	n.a.	(2)	(8)
複数の地方取引所の重複	15	14	13
（合衆国全体に占める%）	(1)	(1)	(0)
その他の重複	0	12	0
（合衆国全体に占める%）	(0)	(1)	(0)
重複銘柄の合計	112	249	526
（合衆国全体に占める%）	(11)	(16)	(12)
〔重複を除いた総計〕			
取引された株式数(重複を除く)	916	1,340	3,832
(人口 100 万人を 1 とした指数)[c]	12.1	13.3	31.3
株式が取引された企業数(重複を除く)	682	970	2,659
(人口 100 万人を 1 とした指数)[c]	9.0	9.7	21.6
〔株式の取引量(単位 100 万株)〕			
ニューヨーク証券取引所	138	173	811
（合衆国全体に占める%）	(88)	(67)	(70)
ニューヨーク・カーブ市場	n.a.	63	222
（合衆国全体に占める%）	n.a.	(24)	(19)
ニューヨーク市場合計	138[a]	236	1,033
（合衆国全体に占める%）	(88)	(91)	(90)
地方取引所[b]	18[d]	23[e]	118[e]
（合衆国全体に占める%）	(12)	(9)	(10)
株式取引量総計[f]	156	259	1,151
(人口 100 万人を 1 とした指数)	2.0	2.6	9.4

出所：*Manual of Statistics, The Annalist, Bank and Quotation Record* をもとに筆者が作成。地方取引所の取引量データは，Aldo Musacchio, "Trading Places: Stock and Bond Market Turnover in Europe, the United States, and Latin America, 1880-1930," Harvard Business School, mimeo, (May 2007).

a　ニューヨーク・カーブを除外

b　第 6 表からロサンゼルスとサンフランシスコを除いた総計

c　人口は 1900 年 7610 万，1915 年 1 億 50 万，1930 年 1 億 2310 万人。Carter et al., 2006, table Aa 6-8.

d　ボストン，フィラデルフィア，シカゴの合計

e　ボストン，フィラデルフィア，シカゴ，ボルチモア，シンシナティ，クリーブランド，ピッツバーグの合計

f　複数の取引所で取引された株式もすべて総計している

に入れないでも，取引量にかんするデータは合衆国証券市場の巨大な規模拡大を示しており，とくに 1915 年から 1930 年にかけての時期の重要性がきわだっているということである。

残念ながら，店頭市場で取引された株数と銘柄の体系的なデータを欠くために，われわれはそうした取引を第 9 表の計算から除かざるをえない。そのことがあるので，第 9 表の推定値は合衆国証券市場の規模を現実より小さく見積もっているともいえる。さらに，ここにもられた数値は市場拡張のタイミングにかんしてやや間違った印象を与える可能性がある。組織された市場での取引活動の成長の一部は，第 1 次世界大戦以降に店頭市場から移動してきたものを含んでいるからである。少なくとも地方取引所では，ブルースカイ法の存在がかなりの程度，そうした展開へのモチベーションになったことがあり得る。しかしながら現存する資料では，そういうことにはなりそうもない。合衆国証券市場を取り上げる多くの歴史家はふつう，株式の店頭市場は第 1 次世界大戦前の社債の店頭取引に比して相対的に未発達だったこと，さらに 1920 年代に至るまで株式取引がほとんど金融株に限られていたこと，に着目している。[91] これに関連して，フレンドの推計では，1920 年でさえ株式の店頭市場は依然として相対的に小さく，同年の全取引販売の 6% を占めるにすぎなかったとされている。にもかかわらず，真実を確定するためにさらに立ち入って調べてみる価値がありそうな，一つの論題がある。

第 9 表における数値は，ラジャン＝ジンガレスが行った推計が示すよりも合衆国株式市場の規模は大きいという，シーラの見解を支持する。株式を上場取引した会社の数の人口比は，私の測定では 1915 年に 9.7，1930 年に 21.6 であるが，これはラジャン＝ジンガレスの行った数値 1912 年 4.75，1929 年の 9.72 の，2 倍以上

91）たとえば *Dice, Stock Market,* 10 を見よ。

である。[92]この違いは，第 1 次大戦前の数値の場合，彼らがカーブ市場を「カーブはようやく 1921 年に公式の市場になった」からと排除したことを反映しているであろうし，1929–1930 年の場合は，カーブ市場取引の会社だけをサンプルに加えたことからきているのであろう。[93]

合衆国の株式市場の規模にかんしてこうして修正された推定値が，先進国経済の中での合衆国の順位を変えることになるかどうかということは，今後の調査を要する重要な問題である。この新たな測定値をラジャン＝ジンガレスが提供する国別データの中で比較すると，合衆国は日本より上，フランスとほぼ同等となり，それでもまだスェーデン，ドイツ，そしてとくにイギリスにたいして，人口 100 万人当り上場会社数の比では低いということになる。しかしながら 1929 年までには，合衆国は，可能性と予想とからしてイギリスを除き――彼らのデータには同年のイギリスがないのでわからないのだ――最上位につく。だがしかし，ラジャン＝ジンガレスの合衆国株式市場の規模測定に問題があるとなると，われわれがこうした比較をなすためには同じようにそれぞれの国のデータをも再検討する必要がある。

92）ラジャン＝ジンガレスは，GDP にたいする株式時価総額（stock market capitalization）の割合を 1929 年に 75% と推計しているが，これも過少評価と思われる。Moody's の報告では，アメリカ全土の主要取引所の時価総額は 1930 年末で819億7，000万ドル（NYSE490億，カーブ200億，その他 130 億）とされ，これを 1930 年の GDP 904 億ドルで割ると 91% ということになる（Moody's, *Manual of Industrials*（New York, 1933），appendix, p.106）。

93）Raghuram Rajan and Luigi Zingales, "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century," *Journal of Financial Economics* 69（July 2003）: 39–40. 1929 年について彼らは，「カーブ市場／アメックスの 1938 年における重要性からして，そこで取引されている企業数を加えている」。

1885–1930 年の合衆国証券市場発展にかんする説明

以上にたどってきた合衆国証券市場の歴史的な発展を，どんな原因のものと考えればよいだろうか。近年流行の理論は，大規模にして流動的な株式市場の存在を，少数株主の保護を容易にするという論点に帰着させる。しかしながら，1885–1930 年という時代の合衆国でどのような保護の発展があったかを私が調べたかぎりで，そのような理論ではわが国証券市場の成長のタイミングを説明できないといわざるをえない。そうではなくて，株式への需要に影響した他の変化と株式の供給における発展があったとするほうがより説得的な説明となるというのが，私の考えである。

少数株主保護と合衆国証券市場――1885–1930 年

ラファエル・ラ・ポルタ，フロレンショ・ロペイス・デ・シラネス，アンドレィ・シュライファー，ロバート・W．ヴィシュニー（以後，LLSV と略記する）が 1990 年代末に書いた一連の論文は，証券市場の発展にとって少数株主の権利が重要であるとする点で最強の論旨を提供している。[94]彼らは，少額の投資家たちがさまざまな証券に参加できるようになる法的な権利が証券への需要を創出するのに不可欠なこと，そうした権利を欠いては大規模かつ流動的な証券市場は出現しないであろうこと，を主張する。[95]LLSV は少数株主の「反重役権」（"anti-director right"）と彼らが呼ぶものを強調して

94）Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance* 52（July 1997）: 1131–50; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "Law and Finance," *Journal of Political Economy* 106（Dec.1998）: 1113–55.

95）La Porta, et al., "Law and Finance," 1114.

いる。それは「議決権の行使を含む会社の意思決定過程において，法的なシステムが，経営者ないし支配株主に対抗する少数株主の意向をどれだけよく許容するか」を示す言葉である。[96]

LLSV は，少数株主が手にする法的権限を強調するのであるが，これにたいしては異なる種類の主張も有りうる。その一つとして，ジョン・コーフィは，私的秩序，自己統制が法規制に代わって機能しうることを，かねてから指摘してきた。本稿のテーマからして特に興味深いのは，コーフィが，「19 世紀末の時期に合衆国は自己統制のメカニズム（すなわち NYSE が先鞭をつけた高度のディスクロージャー標準のごとき）と，投資銀行家が編み出した保証機構とを通じて，強力な少額投資家保護の機能的な代替物を開発した」[97]と論じていることである。このメカニズムが，当時の少数株主にたいする弱い法的保護を補完し，株式市場の広くかつ深い発展をもたらしたと，彼は説くのである。

これらの理論は，私がこれまでたどった合衆国証券市場の趨勢を説明するのに，少数株主保護の進展という視点を入れるべきことを示唆する。この時代には，株式会社化にあたって合衆国で少数株主が手にする保護の程度は主に州が決したのであり，この時期を通じての最も重要な発展は，1880 年代半ばから始まった州間の会社設立条件をめぐっての競合であった。[98] 1886 年から 1896 年にかけて，ニュージャージー州が重役・経営者の権限を強め，企業合同を阻害する株主権限を弱めた。[99]この方針が多大の成功をおさめてニュージャージー州での会社設立を誘引したところから，ニュージャージーに負けず会社に魅力的なテリトリーを設けようとして，さまざまな州が会社法制の自由化を競う高揚を生みだした。[100]1913 年，ニュージャージー州が反トラスト規制を強めると，それ以降，同州はニューヨーク，デラウェア州との競争力を失い，再びトップの座を奪いかえすことがなかった。[101]ニュージャージーを含めニューヨーク，デラウェアらの会社法制自由化をめぐるこの時期の動きは，合衆国の主要取引所で株式が取引される会社の多くがこの 3 州のいずれかに拠点を有することになった，決定的に重要な要因である。[102]3 州間の会社定款争奪戦は，その他の州にも法制を緩めてゲームに参入しようとする誘因となった。

会社定款をめぐる州間競争への批判者は，こ

96）Ibid., 1127. LLSV は，少額投資家に与えられた法的保護が，一つの国の法制度の基本的な特質，とくにその国がコモンローあるいは市民法の体系をもつかどうかを反映すると説く。これとまったく見解を異にして，学者たちはコモンローと市民法の内部で時とともに少額投資家への法的保護の質と強度が大幅に変化してきた証拠を提示している。証券市場の発展にかんしてはさまざまの理論があるが，典型的には，少額投資家にたいして法律が求める保護が証券市場の発展の理由に付随しているという LLSV 的見地を基礎にして構成されているといってよい（例えばPeter Gourevitch and James Shinn, *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*（Princeton, NJ., 2005）を見よ）。

97）John Coffee, "The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control," Columbia Center for Law and Economic Studies, Working Paper no. 182（Jan. 2001）6.

98）Lawrence Friedman, *A History of American Law*（New York, 1973）, 456–457.

99）Morton Horwiz, *The Transformation of American Law, 1780–1860*（Cambridge, Mass.,1977）, 77–79, 89.

100）Christpher Grandy, "New Jersey Corporation Chartermongering, 1875–1929," *Journal of Economic History* 49（Sept. 1989）: 681–83; George H. Evans, *Business Incorporations in the United States, 1800–1943*（Cambridge, Mass. 1848）, 126.

101）Grandy, "New Jersey Corporate Chartermongering," 689.

102）1932 年時点でいうと，NYSE で株式が取引された企業の 64%，ニューヨーク・カーブ市場で株式が取引された企業の 60% が，この 3 州のいずれかで設立された企業であった。Russell Larcom, *The Delaware Corporation*（Baltimore, Md., 1937）, 175–176 を参照。

の過程を，州が企業の設立を誘導するために株主権限を弱めていく「底なしのレース」だったと酷評する。[103]他方でこの州間競争には擁護論もあって，この競争がそれぞれの州に，株主の価値(stockholder value)を最大化する会社法制の制定に向わせたと主張する。彼らは，ラルフ・ウィンターがいう「州会社法の歴史は…経営者にたいする法的拘束と株主の法的権限とを大幅に減退させていった歴史といって過言でない」[104]ことを基本的に認めつつ，なおかつそう主張するのである。彼らは，株主権限(rights)の喪失が株主の有する価値(value)を破壊しなかったという根拠に基づいて，定款争奪戦の過程にたいする支持を正当化している。[105]だからつまるところ，1885–1930 年に株主に与えられる法的権限が大幅に削減されたこと自体には，疑う余地がないように思われるのである。

この期間の会社法の趨勢とは対照的に，いくつかの州がいわゆるブルースカイ証券法による投資家保護の方途を模索した。そのような法は，証券発行にさいして，公売認可の前提として一定の情報提示を求めるという仕方で，州境内の証券販売を規制した。1914 年までに 24 州がブルースカイ法を持つにいたっており，1931 年にその数は当時の全 48 州中の 47 州に及んだ。[106]しかしながら，そうした法の効果は限られていた。ブルースカイ法は州境を越えては適用されず，またある種証券への適用除外条項をたっぷり含んでいた。特に重要だったのは，ほとんどの州が，特に指定した証券取引所に上場されている証券を適用対象からはずしたという事実である。[107]

であるから，合衆国の証券取引所の成長，とりわけ第 1 次世界大戦後の成長に，各州証券規制に基づく少数株主保護の増大をもって説明することは，とてもできそうにない。それどころか，その関係をいうならむしろ理論が展望するのと逆方向に働いたとさえ思われる。先にも述べたが，第 1 次大戦後の州証券規制を回避しようということが，会社が地方取引所に上場しよ

103) William Cary, "Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware," *Yale Law Journal* 83 (March 1974): 663–705; Lucian Bebchuk, "Federalism and the Corporation: the Desirable Limits on State Competition in Corporate Law," *Harvard Law Review* 105 (May 1992): 1435–1510.

104) たとえば以下を見よ。Ralph Winter, "State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation," *Journal of Legal Studies* 6 (June 1977): 251–92, especially p.255; Peter Dodd and Richard Leftwich, "The Market for Corporate Charters: 'Unhealthy Competition' versus Federal Regulation," *Journal of Business* 53 (July 1980): 259–83;Daniel R. Fischel, "Race to the Bottom Revisited: Reflections on Recent Developments on Delaware's Corporation Law," *Northwestern University Law Review* 76, no. 6 (1982): 913–45; Roberta Romano, "Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes," *Fordham Law Review* 61 (March 1993): 843–64.

105) ウィンターの表現をもってすれば次のような論拠である (Winter, "State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation," 260)。

会社の出来事にたいする株主の権力 (power) を増強するために，これまで多様な提案がなされてきた。株主に提出される案件を株主じしんが発議できるようにする，累積投票を要求する，株主に何かを求める場合に経営者に広範な情報提供を義務づける，特定の事項にかんする株主の議決を求める，等々といった提案がそれである。しかしながら株主権力の増大と投資家に与えられる見返りとの間には，制度的な関連がないし見かけ上の関連さえない。たしかに株主支配の欠如が一定程度，会社が資金を勝手に利用する (self-dealing) 道を作ってきたといえようが，だが株主支配を増強してそうした利用を減らそうということは，会社の効率性とトレード・オフの関係にあるのであって，結果として株主への還元を減らす可能性が充分にある。

106) Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* (Boston, 1995), 45. ネヴァダ州だけが例外だった。Loss, Securities Regulation, 19.を見よ。

107) Seligman, *Transformation of Wall Street*, 45; Loss, *Securities Regulation*, 43.

うとする重要な動機となったことを，事情通の一部コメンテーターが指摘している。

1930年代以前の合衆国で，少数株主保護にかんする会社法と証券規制がかかる限界を持っていたとして，では，民間機関が自発的に採用する私的な秩序づけが，この期間の少数株主への法的保護に代わる代替物として働いたとする考えのほうはどうだろうか。NYSEが，初期の困難や動揺はあったが結果的に上場の基準や要件を厳しくしてきたことは，事実である。1910年代末と1920年代には，同取引所は少数株主とりわけ小額投資家の保護者たるべく大きな努力を払った。[108]

1926年までにはNYSE証券取引所上場のすべての会社が，流動資産，流動負債，純利益にかんする情報を含む貸借対照表の内容を公表した。にもかかわらず，販売高を報告したのは上場会社の55%にとどまり，販売コストのデータについてはそれよりさらに少ない45%が開示したにすぎなかった。[109]その上，上場の基準という面からいうと，NYSEが上場の高い適格性を確保するため立ち入って審査を行えるだけの能力は，1920年代の後半，上場委員会が扱わなければならない量が巨額に達した容易ならぬ圧力のもとではじめて身につけたものであった。[110]

しかしながら，私的秩序論におけるいちばん重大な弱点は，NYSEが提供する実際の株主保護に限界があったことより，むしろカーブ市場の急成長がもつ意味に関連してあらわになる。この急成長のきわめて大きな部分は，NYSEが求める高い上場基準と要件を回避できるように図ったカーブ市場の方針を反映していた。カーブ市場は1911年からすでに上場要件なるものを導入していたが，それはかなり緩いものだった。当時ジョーンズ＝ベーカーの共著が書いたように，「ニューヨーク・カーブ市場は，設立から日が浅くその株式がビジネス・キャリアからして最も投機の対象になりやすい時期にあるところの，工業，石油その他の鉱業会社に市場を提供」していた。[111]この役割のゆえにカーブ市場は，上場を求める企業に長期に及ぶ収益あるいは配当の記録を求めることをしなかったし，実際それはできる相談でなかった。だからカーブ市場に上場しようという会社は，たかだか2年以下の収益・配当の記録を提出するだけで，それが可能になったのである。[112]

その上，カーブ市場で行われる取引の大部分が，非上場の状態にある証券だった。1930年代初めの例でいうと，そこで取引された約1,700種類の株式と700から800種類の社債が非上場のもので，他方，上場されていた証券は株式400，社債20程度にすぎない。[113]この非上場証券の発行者にカーブ市場は何の要件も課さなかったし，実のところそうした証券の一部は，発行者の意に反してカーブ市場で取引されたのである。[114]

私的秩序論のもう一つの論拠をなすのが投資銀行であるが，これもまた歴史的事実からしてその理論を支持するものとなっていない。たしかに第1次世界大戦前の投資銀行は投資家たちにかわって会社を見張るという崇高な役割を標榜したかもしれないが，1915年以降，投資銀行業界に流れ込んだ事業参入の大波は，銀行業務のそのような見張り役を無為にするものに変

108）Ott, “The ‘Free and Open’ ‘People’s Market’ ”; William Repley, *Main Street and Wall Street* (Boston, 1927), 210.

109）George Benston, “The Value of the SEC’s Accounting Disclosure Requirements,” *Accounting Review* 44 (July 1969): 519.

110）Michael Parrish, *Securities Regulation and the New Deal* (New Haven, Conn.,1970), 40.

111）Jones and Baker, *Profits and Dividends,* 15–16.

112）National Association of Securities Commissioners, *Report of the Committee on Stock Exchange Investigations,* 42.

113）Bernheim and Schneider, *Security Markets,* 256.

114）New York Curb Exchange, *New York Curb Exchange History,* 55.

えていった。[115]投資銀行ビジネスの集中度は劇的なまでに低下し，かつての業界リーダーたちが急速にマーケット・シェアを失った。ポール・マホーニーが実証したように，合衆国における証券アンダーライターの上位5社が占めたシェアは，1925年の37%から1929年の12.9%まで急落している。[116]そしてこのような競争の激化が，投資銀行家の行動に顕著な変化を生んだ。かつてトップ集団にいた投資銀行の中にはなお超然たる姿勢を保つものもあったが，多くは，新しく参入した大部分の銀行と一緒になって，新たな競争環境のもとで泥まみれの乱闘を展開した。[117]その結果として彼らは，東海岸の老舗の銀行群が昔から軽蔑してきたような証券の引受や配分に手をだすことになったのである。[118]

変化は，投資銀行が引き受ける証券発行のタイプにだけでなく，投資銀行と発行企業との関係についても生じた。マイケル・パリッシュがいうには，1920年時点ですでに，投資家に提供する情報についての懸念のみならず，「一部のケースで証券を配分する銀行家じたいが配分先の顧客と同程度にしかその証券のことを知らない」事実[119]に，深刻な懸念があった。そのような事態が，とくに産業普通株のような相対的に新しいタイプの証券が大量に市場に出回ったことから，1920年代を通じて劇的に進行した。1920年代末には，パリッシュによれば「（投資銀行家自身が）無能を自認している証券の割合は，異常なまでの高みに達した。」[120]

第1次世界大戦後の投資銀行業務の世界は，大戦前にあったものからはっきり分かれている。大戦後の新しい環境下で事業を行う投資銀行家が，大衆投資家のために彼らが引き受ける証券の質に精力を注いだかとか，あるいはそれができたかを考えてみると，そのような動機づけがなされた理由を見出すのは難しい。したがって，第1次大戦後から1920年代を通じて合衆国証券市場に生起した進展というものは，投資銀行家による少数株主保護という観点からの説明ができるようなものではないのである。

1885–1930年における証券需要の変化

少数株主保護の向上が，会社株式への需要を外に押し広げる力になって証券市場の規模を拡大させるというのは，原理の次元の話である。1885–1930年の合衆国証券市場の拡張を需要側から説明するのに，このことを主要因とはできないとすると，ほかにも株式の需要に影響を及ぼした要因はたくさんあって，より立ち入って検討するだけの価値がある。まず第1に，銀行と保険会社による株式需要の増加が，特に1920年代に顕著であった。

国法銀行による証券の保有は，1900年から1916年にかけては銀行総資産のほぼ16%と，ほとんど同比率で推移している。世界大戦の勃発とともに，主として合衆国公債への投資によって証券保有が一時的に高まったが，1920年までには銀行資産の17%へと低落した。しかしながらそこから，国法銀行の資産割合という意味での証券保有の重要性が高まって，1928年にはピークの25%を記録するにいたった。この上昇は大部分，会社の株式・社債への投資の増大による。国法銀行の証券投資のうち公益事業証券と産業証券が占める割合は，1920年の19.3%から1930年の28.1%へと増加した。[121]この期間に銀行の証券保有総額は40億

115）Vincent Carosso, *Investment Banking in America* (Cambridge, Mass., 1970), 267.
116）Paul Mahoney, "The Political Economy of the Securities Act of 1933," *Journal of Legal Studies* 30 (Jan. 2001): 13.
117）Carosso, *Investment Banking in America*, 255.
118）Ibid., 261.
119）Parrish, *Securities Regulation and the New* Deal, 34からの引用。
120）Ibid., 33.
121）George Edwards, *The Evolution of Finance Capitalism* (London, 1938), 266.

4,800万ドルから68億7,500万ドルまで増加したから，ここから計算すると国法銀行による公益・産業会社証券の保有は，7億8,100万ドルから19億3,200万ドルへと，2.5倍増したことになる。[122]

国法銀行およびその他の銀行による証券保有の増勢を，ユージン・ホワイトは，コマーシャル・ローン市場で得る彼らの収益の減退に対応させて説明している。[123]会社証券の保有を増やす同じような趨勢が，時期をほぼ同じくして保険業界でも顕在化した。[124]当時はこの二つの金融制度が一緒になって「証券市場での‘支配的利権’をわがものにせん」としているとの論評が流布した。[125]

会社証券のリテール・マーケットが生まれたことも，私が取り上げてきている市場展開のタイミングを説明する一因であろう。この時期とりわけ大戦後から1920年代を通じて，合衆国証券市場における小口投資家(retail investor)数が増大したことははっきりしている。H. T. ウォーショー(1924年)とガーディナー・ミーンズ(1930年)の推定によれば，合衆国における名簿上の株主数は，1900年の440万人が1913年までに750万人に，そして1920年1,200万人，1923年1,440万人，1928年1,800万人へと，増勢をたどった。[126]過去に合衆国証券市場というものがほとんど富裕な投資家だけの領分だったのと違って，この展開は，よしんば市場の「民主化」が一部の識者の説くほどのものでなかったにせよ，中産階級を市場拡張の新たな要因とせしめた。ミーンズがいうところでは，「1916年から1921年までの短期間に株式所有の突然の大規模な分散が起こった。だがその後にはさしたる変化がない。1921年までに富裕者が全証券所有で占める比率は1916年の時点に較べてはるかに小さくなってしまった。そして1921年から1927年までは，その比率がほぼ一定のまま推移した。」[127]

証券のリテール・マーケットの重要な成長が，第1次世界大戦時の合衆国自由公債と勝利公債による高揚から与えられたということは，広く信じられている。1920年代の合衆国証券市場の拡張を振り返ってベンジャミン・ギンズバーグは，「株式市場投機のミステリーに広く大衆をまきこんだ主要な誘因のひとつが1917年と1918年の自由公債キャンペーンにあったと考えるのは，なんとも皮肉なことである」と書いた。彼がいうようにこのキャンペーンは，「かつて無形資産などというものを持つことを知らなかった無数の人々に紙券を分かち」，彼らに「その紙券を価値が上がるまで持つという単純な行為でカネが手に入る事実を知らしめ」たのである。[128]

このキャンペーンは証券のリテール・マーケットを全国津津浦浦に広めたといえようが，と同時にそれが証券投資の地理的構成に変化をもたらす役割を演じたことにも，目を向ける必要があろう。たとえば，大戦後にシカゴ証券取引所の重要性が増大した理由を，当時の解説者

122) ここでの計算はすべて以下に基づく。Susan B. Carter et al., *Historical Statistics of the United States, Millennial Edition On Line* (Cambridge U.K., 2006), Series Cj213, Cj217–19.

123) White, "The Merger Movement in Banking, 1919–1933," 288–89.

124) 生命保険会社の証券投資の大部分は社債であるが，それでもその証券投資総額に占める株式の割合は，1924年の1.9%から1930年の7%にまで増大した(Edwards, *Evolution of Finance Capitalism*, 268)。

125) "Investment Demand Continues Strong," *Barron's* (7 Feb. 1927), 12.

126) H. T. Warshow, "The Distribution of Corporate Ownership in the United States," *Quarterly Journal of Economics* 39 (Nov. 1924): 15–38; Garniner Means, "The Diffusion of Stock Ownership in the United States," *Quarterly Journa of Economics* 44 (Aug. 1930): 561–600.

127) Means, "Diffusion of Stock Ownership," 562.

128) Benjamin Ginzburg, "Wall Street Under the New Deal," *North American Review* 245 (Spring 1938),70. 同じくCarosso, Investment Banking in America, chap.11をも参照。

が，シカゴで展開されたリバティ公債キャンペーンのきわだった成功に結び付けて説いている。彼は，「ほかの大都市では平均して人口のほぼ 20% が公債を買ったとされるのに較べて，シカゴでは 50% を越える人々がこれに参加した」ことに注目した。[129]

証券市場に参加する投資家数が増加したことに加えて，彼らの会社証券にたいする投資態度にも変化が生じた。とりわけ彼らは，保有する証券への配当支払いから得る所得と並んで，証券価格の変動がもたらすキャピタル・ゲインに関心を強めた。この投資態度の変化は投資家層の中に，会社の社債にくらべて株式とくに普通株を選好する傾向をもたらした。[130] 当時の金融評論家は，普通株への投資が投資家に及ぼした利益がいかに有利かを歴史的なデータをもって示すことで，普通株への移行を後押しする重要な役割を演じた。[131]

証券供給の変化

1885–1930 年における合衆国証券市場の展開で光彩をはなつ第 2 の要因群は，会社証券の供給面での変化である。この面からの論点でおそらく最もよく知られているのは，ランス・デービスが唱えた，19 世紀末～20 世紀初頭の合衆国における産業証券市場の成長にかんしての説明であろう。彼は経済システムに加えられた数々の衝撃――産業の地理的な配置，産出の産業別構成，各産業が採用する技術等々の大変化――が結びついて，産業界の諸企業に空前の資本需要を引き起こしたと説く。彼がいうには，当時のアメリカの未発達な証券市場と銀行制度は，そうした資金需要に充分応えることができなかった。そこで当初は，インフォーマルな資金源にアクセスする特権を有する企業だけが，そのような条件を欠く競争相手を凌駕して急速な成長を可能にした。そこから結局，企業集中の趨勢が加速され，企業結合体こそがフォーマルな証券市場を利用できるというようになった。そうした機会を認識した他の企業も企業合同に走り，彼らもまた資金需要を充足するために証券を発行できるようになった。[132]

より古くはトマス・ネィビンとマリアン・シアーズの労作が示唆し，そして今回の私の作業からも確認できたように，19–20 世紀転換期の合衆国証券市場の拡大に企業合同運動が決定的な役割を演じたことには，疑問の余地がない。[133] しかしながら一部の研究者は，デービスの説く論点中に同意しがたい部分を見つけだしている。たとえばウィリアム・ドイルは，多数の産業のケース・スタディをもとに，合同運動に参加した企業群が，その合同を決意した時点に資本の不足に直面してはいなかったと主張する。それらの企業は資本不足ではなくて，自分が属する産業での価格と投資への戦略的な支配力を得ようとして合併を追求したのだというのである。企業が市場に向けて証券の供給を増やしたのは，投資の資金を得るためよりも，そうした目的からだということになる。[134]

デービスやドイルの分析はともに，証券の供給面からの変化がいかに証券市場の拡張に作用

129）“Chicago’s Position as a Security Mart,” *Banker’s Magazine* (Oct.1924), 840.

130）Jonathan Baskin, “The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600–1914: Overcoming Asymmetric Information,” *Business History Review* 62 (Summer 1988): 199–237; 証券の選好の移動にかんする当時の議論は “America’s Favorite Investments,” Barron’s (14 Dec.1925), p.6 を見よ。

131）たとえば E. Smith, Common Stocks as Long Term Investments (New York,1923); K. Van Strum, Investing in Purchasing Power (New York, 1925) を参照。

132）Davis, “Capital Market and Industrial Concentration.”

133）Navin and Sears, “Rise of a Market.”

134）Doyle, “Evolution of Financial Practices and Structures.”

したかを知ろうとする際の，裏付けを提供している。とはいえ，彼らの分析は，広範な基盤を形成する合衆国証券市場の，ほんの初期の展開に焦点をあてているにすぎない。この初期の展開にかんする明確な結論に到達するためと，さらに特にその後の時期，会社証券の供給面からの変化が証券市場の発展にいかなる影響を及ぼしたかを理解するために，考察をさらに進める必要がある。

私が決定的に重要であることを述べてきた1915–1930年という時期に，企業合同は証券の供給増加の面で再びきわだった役割を演じた。1905–1915年の10年間，合同活動はやや低いレベルにとどまっていたが，それが1916年に反転し，1920年代末までいくぶんジグザグを示しつつも増勢をたどり，頂点へと登りつめる。合同で吸収された資本の金額では，大合同運動期に記録された特別の水準に較べても遜色のないものである。[135] この時期のNYSEの株式動態にかんして私が先に行った分析では，そうした合同運動で誕生した企業群が，1916–1930年にビッグ・ボードに新しく上場された企業をよく代表するものとなっている。その上さらに，わが国の証券市場できわだった伸長を見せた産業の場合，たとえばすでに取り上げて論じた銀行にせよ，あるいはチェーン・ストアやフィルムのような産業のケースにせよ，企業の集中合併の趨勢と証券市場での伸長とが結びついていたと思われる。

とはいいながら，1915–1930年の株式市場の拡大のストーリーは，企業合同が展開された産業における大企業の株式発行という筋書きだけでは，とても語りつくせないようにも見える。

135）Carter et al., *Historical Statistics,* Series Ch 416–17.

136）Mary O’Sullivan, “Funding New Industries: A Historical Perspective on the Financing Role of the U. S. Stock Market in the Twentieth Century,” in *Financing Innovation,* eds., Naomi Lamoreaux and Kenneth Sokoloff (Cambridge, Mass. 2006), 163–218.

カーブ市場，シカゴを始めとする地方取引所，さらに店頭取引市場で取引された株式にまで目を向けたときに，われわれはそこで始めて証券の取引が行われるようになった，はるかに小規模な膨大な企業の事例に接するのである。

ひとつの顕著な例が，1920年代に航空業界の急成長から登場した多数の航空会社である。チャールズ・リンドバーグが大西洋横断飛行を成し遂げた1927年5月の時点に，投資家が選択できるような流動性をもった市場にある航空株というものは，ほんのわずかしかなかった。NYSEに上場されていたのはライト・エアロノーティカルただ一社であり，カーブ市場で取引されていたのもカーティス・エアロノーティカル・アンド・モーター・カンパニーだけだった。それがわずか1年未満で，航空会社による株式公募のブームが事態をまったく変えた。1928年3月から1930年6月までに総計で，124件3億ドル余りの株式の公募が航空会社によってなされた。[136]

こうした発行を担った航空会社は総じてひじょうに若く，平均年齢はわずか1.6歳，標準偏差が2.5年，中央値は0.4年にすぎない。その上，多くがこの産業に新しく参入した小企業である。46件の発行の売上げ総計が100万ドルに満たないといったものであった。その株式はニューヨーク・カーブ取引所のほか，ロサンゼルス，シカゴ，デトロイト，ボストンなどの地方取引所，そして店頭取引でも売買された。[137]

明らかに，1915–1930年における合衆国証券市場の拡大に寄与した証券供給面での変化には，多様な要因が混在している。年齢や規模といった企業の特質を含めてこの時代に合衆国証券市場に姿を見せ始めた部門，異なる取引市場でそれぞれに活動する部門にかんする分析は，供給面の要因の役割をより具体化するための長い道程をたどらなければならない。他方，デー

137）O’Sullivan, “Funding New Industries.”

ビスやドイルの業績をふまえた議論では，証券供給の変化の背後にあったことを充分よく理解するために，各々の株式が市場で取引させることになった企業側のモチベーションをもっと深く掘り下げる必要があるということも，示唆されている。

結　論

本稿で私は，1880 年代半ばから 1930 年にいたる，合衆国証券市場に生起した劇的な成長を分析してきた。この研究は，市場のこの局面における発展を包括的かつ体系的に行おうという難しい試みであるが，同時に私はここで，今のところ入手しうる証拠という制約の中から生まれる物語には，根拠が薄弱な面があることをも強調してきた。とりわけ，大きくない地方取引所のいくつかの発展，また特に株式店頭取引の拡張をもっとよく知ることが，この期間の合衆国証券市場全体の規模と範囲にかんする明確な結論に到達するために求められる。

とはいえ，以上の検討から，経済史や金融史にたいする示唆とともに，証券市場の展開をめぐる理論論争にもかかわる，多くの発見がもたらされた。この検討は，合衆国証券市場の成長と多様化にとって 19 世紀から 20 世紀への転換がいかに重要だったかを確証するが，しかし広範な基盤を持った会社株式の市場が，1910 年代前半までに達成されたものからさらに長い道のりをたどって形成されたことを示す。むしろそれは，第 1 次世界大戦によって強い推進力を与えられ，さらに 1920 年代とりわけ 1920 年代後半の熱狂をへて，そのような市場を現実のものにしたのである。

広範かつ厚みのある証券市場が生まれる必須条件として，少数株主の権利ということを強調する理論をもってしては，合衆国証券市場のこれらの趨勢を説明しえない。少数株主の権利は，法的に強制するものであれ自己規制を通して提供されるものであれ，けっして強くなく，場合によっては証券市場の急成長期に後退さえしたものである。この結論からして，私は，証券市場の発展にかんする理論分析と実証面からの分析に異なる要因の価値を持ち出すことをしなければならなくなった。

とりわけ私がそこで強調したのは，証券の需要面では少数株主権以外の要因が持った変化の重要性であり，証券の供給面では第 1 次世界大戦から 1920 年代に及んだその進展である。本稿に示された合衆国証券市場の発展を説明するのに取り上げた諸力の重要性を，われわれはすでによく知っている。しかしながら，そうした諸力の各々が演じた役割を正確に把握し，他の要因との比較でその重要性を確定し，さらに諸要因の相互関係にまで立ち入って論ずるためには，さらなる検討が求められる。

本稿で私は，合衆国証券市場の発展のパラメーターに焦点を合わせ，かつその発展の理由を探ることを主眼とした。これと関連するがまた別の問いとして，それが合衆国経済の他の側面とどうかかわるのかということがある。中でも，わが国における株式の市場取引の成長が企業の資本増加と配分の仕方にどう作用したかを正確に明らかにする課題は，決定的に重要である。本稿ではその問題に言及していない。しかしその問いが合衆国証券市場の経済史を全体として理解するのにきわめて重要であることは，疑う余地がない。

引用文献

著　書

Bernheim, Alfred, and Margaret Grant Schneider. *The Security Markets: Finding and Recommendations of a Special Staff of the Twentieth Century Fund.* New York, 1935.

Bishop, George, Jr. *Charles H. Dow and the Dow Theory.* New York. 1960.

Carosso, Vincent. *Investment Banking in America.* Cambridge, Mass., 1970.

Carter, Susan B., Scott S. Gartner, Michael R. Haines,

Alan L. Olmstead, and Gavin Wright. *Historical Statistics of the United States, Millennial Edition On Line*. Cambridge, U.K., 2006.

Chicago Stock Exchange. *A Year of Growth, Year Book*. Chicago, 1931.

Dice, Charles Amos. *The Stock Market*. London, 1926.

Dorr, Branford. *New York and Boston Bank Stocks*. Cambridge, Mass., 1928.

Edwards, George. *The Evolution of Finance Capitalism*. London, 1938.

Evans, George H. *Business Incorporations in the United States, 1800-1943*. Cambridge Mass., 1948.

Friedman, Lawrence. *A History of American Law*. New York, 1973.

Friend, Irwin. *Activity on the Over-the-Counter Markets*. Philadelphia, 1951.

Gourevitch, Peter, and James Shinn. *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*. Princeton, N.J., 2005.

Horwitz, Morton. *The Transformation of American Law, 1780-1860*. Cambridge, Mass., 1977.

Jones and Baker. *Profits and Dividends of America's Second Largest Stock Market*. New York, 1919.

Larcom, Russell. *The Delaware Corporation*. Baltimore, Md., 1937.

Leffler, George. *The Stock Market*. New York, 1957.

Loss, Louis. *Securities Regulation*. Boston, Mass., 1951.

Martin, Joseph Gregory. *Martin's Boston Stock Market: Eighty-eight years, from January 1, 1798 to January*, 1886. Boston, Mass., 1886.

Meeker, J. Edward. *The Work of the Stock Exchange*. New York, 1922.

Michie, Ranald C. *The London and New York Stock Exchanges, 1850-1914*. London,1987.

Nelson, Ralph. *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*. Princeton, N.J., 1959.

Nelson, Samuel A. *The Consolidated Stock Exchange of New York, Its History, Organization, Machinery and Methods*. New York, 1907.

New York Curb Exchange. *New York Curb Exchange History*. New York, 1931.

New York Stock Exchange. *NYSE Facts and Figures*. Available at www.nyse.com.

Parrish, Michael. *Securities Regulation and the New Deal*. New Haven, co., 1970.

Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*. New York, 2003.

Rice, Wallace. *The Chicago Stock Exchange: A History*. Chicago, 1928.

Ripley, William. *Main Street and Wall Street*. Boston, Mass., 1927.

Roe, Mark. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton, N.J., 1994.

Seligman, Joel. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. Boston, Mass., 1995.

Smith, E. *Common Stocks as Long Term Investments*. New York, 1923.

Sobel, Robert. *AMEX: A History of American Stock Exchange, 1921-1971*. Washington, D.C., 1972

——. *The Big Board: A History of the New York Stock Market*. Washington, D.C., 1975.

——. *The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange*, Washington, D.C., 1970.

Stedman, Edmund ed. *The New York Stock Exchange: Its History, Its Contribution to National Prosperity, and Its Relation to American Finance at the Outset of the Twentieth Century*. New York, 1905.

Van Antwerp, William. *The Stock Exchange from Within*. New York, 1914.

Van Strum, K. *Investing in Purchasing Power*. New York, 1925.

Weil, Myron. *The ABC and Manual of the Curb Market*. New York, 1908.

Wright, Robert E. *The First Wall Street: Chestnut Street, Philadelphia, and the Birth of American Fi-*

nance. Chicago, 2005.

論文，評論類

Arnold, Tom, Philip Hersch, J. Harold Mulherin, and Jeffry Netter. "Merging Market." *Journal of Finance* 54 (June 1999): 1083-1107.

Baskin, Jonathan. "The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information." *Business History Review* 62 (Summer 1988): 199-237.

Bebchuk, Lucian. "Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law." *Harvard Law Review* 105 (May 1992): 1435-1510.

Benston, George. "The Value of the SEC's Accounting Disclosure Reqirements." *Accounting Review* 44 (July 1969): 515-32.

Cary, William. "Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware." *Yale Law Journal* 83 (March 1974): 663-705.

Davis, Lance. "The Capital Markets and Industrial Concentration: The U. S. and U. K., a Comparative Study." *Economic History Review* 19, no.2 (1966): 255-72.

Dodd, Peter, and Richard Leftwich. "The Market for Corporate Charters: 'Unhealthy Competition' versus Federal Regulation." *Journal of Business* 53 (July 1980): 259-83.

Fischel, Daniel R. "Race to the Bottom Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law." *Northwestern University Law Review* 76, no.6 (1982): 913-45.

Garvy, George. "Rivals and Interlopers in the History of the New York Security Market." *Journal of Political Economy* 52 (June 1944): 128-43.

Ginzburg, Benjamin. "Wall Street Under the New Deal." *North American Review* 245 (Spring 1938): 58-81.

Grandy, Christopher. "New Jersey Corporate Chartermongering, 1875-1929." *Journal of Economic History* 49 (Sept. 1989): 677-92.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106 (Dec. 1998): 1113-55.

——. "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance* 52 (July 1997): 1131-50.

Macey, Jonatham, and Geoffrey Miller. "Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications." *Wake Forest Law Review* 27, no.1 (1992): 31-62.

Mahoney, Paul. "The Political Economy of the Securities Act of 1933." *Journal of Legal Studies* 30 (Jan.2001): 1-31.

Marquis, Ralph, and Frank Smith. "Double Liability for Bank Stock." *American Economic Review* 27 (Sept.1937): 490-502.

Means, Gardiner. "The Diffusion of Stock Ownership in the United States." *Quarterly Journal of Economics* 44 (Aug.1930): 561-600.

Michie, Ranard C. "The London and New York Stock Exchanges, 1850-1914." *Journal of Economic History* 46 (March 1986): 171-87.

Navin, Thomas, and Marian Sears. "The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902." *Business History Review* 29 (June 1955): 105-38.

O'Sullivan, Mary. "The Deficiencies, Excesses and Control of Competition: The Development of the U. S. Stock Market from the 1930s to 2001." In *Balancing Public and Private Control: Germany and the U.S. in the Postwar Era,* eds. Louis Galambos and Caroline Fohlin. New York, 2007, forthcoming.

——. "Funding New Industries: A Historical Perspective on the Financing Role of the U.S. Stock Market in the Twentieth Century." In *Financing Innovation,* eds. Naomi Lamoreaux and Kenneth Sokoloff. Cambridge, Mass., 2006, pp.163-218.

Ott, Julia. "The 'Free and Open' 'People's Market':

Public Relations at the New York Stock Exchange, 1913-1929." *Business and Economic History On-Line* 2 (2004): 1-43.

Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century." *Journal of Financial Economics* 69 (July 2003): 5-50.

Roe, Mark. "Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control." *Stanford Law Review* 53 (Dec.2000): 536-606.

Romano, Roberta. "Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes." *Fordhum Law Review* 61 (March 1993): 843-64.

Sylla, Richard. "Schumpeter Redux: A Review of Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales's Saving Capitalism from the Capitalists." *Journal of Economic Literature* 44 (June 2006): 391-404.

Warshow, H. T. "The Distribution of Corporate Ownership in the United States." *Quarterly Journal of Economics* 39 (Nov. 1924): 15-38.

White, Eugene. "The Merger Movement in Banking, 1919-1933." *Jouranl of Economic History* 45 (June 1985): 285-91.

Winter, Ralph. "State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation." *Journal of Legal Studies* 6 (June 1977): 251-92.

雑誌，新聞記事

The Annalist, 1918-1929.

"Asks Recognition of Curb Securities." *Wall Street Journal,* 23 Aug. 1928, p.9.

Bank & Quotation Record. 1930.

"Bank Stocks as Investment." *Forum* (July 1925): 6.

"Bank Stock Firms Ask Clearing House." *New York Times,* 10 Dec. 1929, p.53.

"America's Favorite Investment." *Barron's* (14 Dec. 1925):3

"Chicago's Position as a Security Market." *Banker's Magazine* (Oct. 1924): 840.

"Curb's New Head Outlines Policies." *New York Times,* 19 Feb. 1928, p.43.

"Decline of Exchange Trading." *New York Times,* 26 Feb. 1890, p.4.

"Financial Queries and Investment Suggestions." *Barron's* (30 Jan. 1928): 15. *Financial Review.* 1916; 1921, 1880-1921.

"Five Billions in Five Years." *Wall Street Journal,* 24 Oct., 1906, p.1.

"Have New York Banks Turned the Corner?" *Barron's* (7 May 1934): 3.

"Investment Demand Continues Strong." *Barron's* (7 Feb. 1927):12.

"Ownership of Banking Institutions: Concentration of Holdings of Bank Stock." *Banker's Magazine* (March 1907): 420.

"Speculation in Bank Stocks." *Banker's Magazine* (Sept. 1910): 337.

"Speculation in Bank Stocks." *Banker's Magazine* (April 1928): 482.

"Stock Dividend on Bank Stocks." *Barron's* (15 May 1922): 7.

"Too Many Bank Stockholders!" *Banker's Magazine* (Oct. 1930): 503.

"Trading in Rail and Industrials." *Wall Street Journal,* 1 Jan. 1929, p.16.

"Wall Street Talk." *New York Times,* 16 June 1897, p.8.

報告書

Hughes Commission. The Report on the Hughes Commission of 1909. Reprinted in William Van Antwerp, *The Stock Exchange from Within.* New York, 1914, pp.415-46.

Manual of Statistics Company of New York, *Manual of Statistics.* New York, 1885-1915.

Moody's. *Manual of Industrials.* New York, 1933.

National Association of Securities Commissioners. *Report of the Committee on Stock Exchange Investigations of the National Association of Securities Commissioners of the New York Curb Market.*

New York, 1929.

Securities and Exchange Commission. *Special Study of the Securities Markets.* Washington, D. C., 1964.

未公刊資料

Brown, William, J. Harold Mulherin, and Marc D. Weidenmier. "Competing with the NYSE." National Bureau of Economic Research Working Paper no. 12343. June 2006.

Coffee, John. "The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control." Columbia Center for Law and Economic Studies, Working Paper no.182. Jan. 2001.

Doyle, William M. "The Evolution of Financial Practices and Financial Structures among American Manufacturers, 1875-1905: Case Studies of the Sugar Refining and Meat Packing Industries." Ph.D. diss., University of Tennessee, 1991.

Merrill, Francis. "The Chicago Stock Exchange." Ph. D. diss., University of Chicago, 1937.

Musacchio, Aldo. "Trading Places: Stock and Bond Market Turnover in Europe, the United States, and Latin America, 1880-1930." Harvard Business School, mimeo. May 2007.

Roe, Mark. "Legal Origins and Modern Stock Markets." Harvard Law School Working Paper. June 2006.

記録保管所資料

New York Stock Exchange Archives, New York.