

両大戦間期におけるアメリカの長期金融機関

ABO, Tetsuo / アボ, テツオ / 安保, 哲夫

(出版者 / Publisher)

法政大学社会学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

社会労働研究 / Society and Labour

(巻 / Volume)

18

(号 / Number)

1

(開始ページ / Start Page)

77

(終了ページ / End Page)

128

(発行年 / Year)

1971-09-01

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00017918>

両大戦間期におけるアメリカの長期金融機関

安 保 哲 夫

目 次

はしがき

第一節 概観

第二節 投資銀行

第三節 信託機関

第四節 生命保険と貯蓄銀行

一 生命保険会社

二 貯蓄銀行

第五節 建築貯蓄（貸付）組合

はしがき

両大戦間期は、アメリカの他のあらゆる経済部門においてそうであったように、その金融構造においても急激かつ重要な変化がみられた時期であった。第一次大戦期における自由公債の発行・販売過程はこの国の証券市場の規模を

両大戦間期におけるアメリカの長期金融機関

著しく拡大したし、戦後の二〇年代においては、その過程で形成された巨額の資金がいわゆるイー・ジェイ・マナーとして金融市場に異常な緩慢状態をつくり出した。そしてこの資金は、部分的には自動車、住宅など戦後の新興部門を中心とした現実的蓄積過程の耐久消費財ブームを直接、間接に媒介したのであるが、しかしそこに全面的に吸収されつくしたわけではない。そうした二四年頃までの蓄積の拡大過程においてもなおイー・ジェイ・マナーの状態は続いていたのであり、そしてそれは、ことに耐久財ブームが一段落して以後いっそう拡大生産されつつ、一方では対外的にドイツ向けを中心とした資本輸出の急膨張をもたらし、他方国内面では不動産投資や証券投資を大きくおしあげ、結局二九年の株式ガラにいたる「投機的金融」という事態を招来することになったのである。⁽¹⁾ こうしてこれに続く三〇年代の大恐慌とニュー・ディール期は、この内外両面における一大投機の反動と整理の時期とならざるをえなかった。

このような、資本主義史上でもまれにみるきわめて変化に富んだ約二〇年間を通じてアメリカの金融諸機関は、その最初の一〇年間には、蓄積の実体面から次第に遊離する傾向にあった拡張的金融過程を極端にまで助長しつつ、そのなかで自らもそれに即応した構造変化をとげた。それだけにそれらは、つぎの反動の一〇年間には、現実的蓄積部面以上にドラスティックな再編・整理をよぎなくされたのである。しかもこうした金融構造の変化は、資本蓄積過程の変動に随伴したたんなる一時的なそれにとどまりえなかった。まさにこの期間を過渡期として、アメリカ資本主義そのもの、もっといえば世界資本主義が全体としていわゆる国家独占資本主義の時代への世界史的移行をとげたのであって、金融構造もまたそれに対応して歴史的に変質したのである。

本稿は、こうしたニュー・ディールに関する共同研究の一部として、金融過程の動態分析の前提ともいふべき金融機関、それもそのうちの長期機関の機構と実態を分析したものである。したがって本稿は、金融構造についても短期

金融機関および政度関係金融機関の分析をふまえ、さらに金融的蓄積過程の展開の考察へとつなげられることによつてはじめて本来の意味をもちうるのであり、実際にもその予定で一九六七年に執筆されたものである。しかしその共同研究としての成果の発表が大きく遅れているため、対象の断片的把握に終ることは十分承知しながらもここにひとまず発表し、今後の研究を進展させるための一ステップにすることにした。なおこの数年来、本稿の対象とした分野において内外を通じていくつかの新しい研究が発表されているが、このたびはそれらの成果をとり入れることを断念した。それについてはまたつぎの機会を期したい。

(1) こうした過程については、とりあえず拙稿「両大戦間期におけるアメリカの資本輸出」、『社会労働研究』第一四卷二、四号一九六七―六八年、所収、を参照。

(2) 金融機関論ないし金融構造論として本稿と補完関係にあり、内容的には本稿の前提となすものとして、共同研究者の一人である小野英祐氏の労作「両大戦間期におけるアメリカの短期金融機関(一)、(二)」、『経済学季報』第一八卷二、三号、一九六八―六九年、所収、および「ニュー・ディール期における政府関係金融機関」、同誌、第一八卷四号、一九六九年、所収が、発表されている。是非あわせて参照されたい。

(3) 本稿を印刷所に入れた直後、やはりこの共同研究の主要な一環である戸原四郎氏の綿密な分析「一九二〇年代を中心とするアメリカの景気変動と金融の動向」、『社会科学研究』第二二卷五・六合併号、一九七一年、所収、が発表された。なお二〇年代を中心としたものであるが、これとの関連においてのみ、多少なりとも本稿の存在意義が認められるであろうこと、本文で述べた通りである。

第一節 概 観

われわれが金融機関の分析をおこなうにあたってまずつきあたる問題は、さまざまな機能と組織をもつそれら諸機

関をいかなる基準に従い、どのように整理していくか、という点である。一口に長期金融機関といっても、そういわれている各種金融機関を具体的にとりあげてみると、それらはいずれも異った機能や組織をもち、長期金融において果す役割もそれぞれ異っている⁽¹⁾。したがって、どのような基準によるにしてもそれらの位置づけにはある程度の無理は避けられないのであるが、ここではいちおう資本市場に対する関係の深さ、それからの距離の遠近を考慮して配列することとし、まず資本市場の機構を簡単にみておこう⁽²⁾。

(1) そのばあい、政府金融機関にも長期資金を扱うものが多く、その意味でそれらは長期金融機関の一部をなすものといえようが、それらについては前掲小野論文を参照。

(2) 以下の説明では主としてつぎのものを参照。J. Edward Meeker, *the Work of Stock Exchange*, 1922. 八木正一郎訳『ニューヨーク株式取引所論』文雅堂、一九二八年。H. Parker Willis and Jules I. Bogen, *Investment Baking*, 1936, Chap X I; John I. Madden and Marcus Nadler, *The International Money Market*, 1935, pp, 178-97; Benjamin H. Beckhart, *the New York Money Market*, Vol. III, 1932, Pt. I.

資本市場ないし証券市場は一応流通市場と発行市場とに区別されるが、いうまでもなく両者は別々に存在するわけではなく、相互に前提しあう関係にあり、とくに発行市場の動向は流通市場の繁閑の度合に強く規制される。そしてこの流通市場は具体的には証券取引所を中心に展開されるのであるが、アメリカの証券取引所としては、ウォール街にあるニューヨーク株式取引所 (The N. Y. Stock Exchange) のほかニューヨーク・カーブ市場 (Outdoor, or N. Y. Cur-b, Market) やボストン、シカゴなど十の地方取引所がある。これらのうち第一のものが圧倒的地位を占めているので以下それについて述べれば、そこでの有価証券の取引は現金、信用の両取引があり、それらは、株式公社債取引のいずれのばあいにも、直接には取引所会員たるブローカーとディーラーによっておこなわれる。前者は手数料をとって

顧客のために、後者は自己の計算で証券の売買をおこなう。つまり取引所における証券の流通市場は売方、買方に分かれたブローカー、ディーラーの立会を中心として形式される。現金取引のばあいは基本的には一応これだけの要素で済むが、しかし量的にみてもこれをはるかに上回る信用取引があるので、そのしくみがつぎに明らかにされねばならない。

証券取引に対する信用は当該証券を担保とするいわゆるブローカーズ・ローンとしておこなわれるが、これの借手はブローカーを介した顧客またはディーラーであり、その貸手は、通常は大部分が商業銀行であつて、ニューヨーク市中の加盟銀行がその窓口となる。しかしこの貸手には商業銀行以外にも「その他」として一括される内外の企業や投資信託などの各種金融機関や個人などがあり、これらの貸手は、三三〇四年の諸立法措置によつてそれが禁止されるまでは、市中加盟銀行の窓口をつうずるほか、直接にも証券取引所会員に貸付けている。そしてこの直接の貸付が連銀制度の「統制」の範囲の外におかれ、二八年後半―二九年の投機的株式ブームを著しく助長したことは周知のとおりである。さてこのブローカーズ・ローンのうち取引所にとっては日々決済されるコール・ローンがことに重要である。というのは、ニューヨーク取引所では諸外国において一般的である定期取引が禁止され、その取引は、売買証券が習日には受渡しされる習日取引 (regular way) としておこなわれるからである。そしてコール・レートは取引所内の立会場にある金融課 (money desk) において決定される。金融課は、上述した借手および貸手のそれぞれから提示される資金の需要と供給を調整し個々のレートを決してゆくが、さらに前日の諸レートを総合的に検討して当日の標準利率である更新レート (renewal rate) をも決定する。なおブローカーズ・ローンによつて融通される資金は担保証券時価の七〇八割であるから、その差金 (margin requirement) は買手自身が支払うのであり、それを差金

(証拠金)取引 (margin trading) と云ふ。

ところで、証券取引所では主として既発行証券の売買取引がおこなわれ、コール・レートを中心とする利子率に規制されつつその価格が形成されるのであるが、他方、発行市場の立役者である投資銀行は、そこにブローカーを派遣しこれを通じて取引所と絶えず密接な関係を持ち、新規証券の発行に関する諸判断にとって欠かせない取引所の動向に深い関心を払っている。このようにして投資銀行は、証券の発行と流通とを取引所において実質的に関連させ、取引所を流通市場として完全に機能させるうえで最も重要な役割を担っていた。この意味において投資銀行は本稿であつかう長期金融機関のうちで資本市場ともっとも深い関連をもつものである。そしてこれにつぐものとして投資信託、信託会社などの信託機関をあげることができる。前者は二〇年代後半の異常な株式ブームのもとにおいて投資銀行が大規模に引受けた証券の下請機関として活躍したし、後者は、この国最大の株式の保有機関であつた。以上のような主として資本市場との関係においてその業務がいとなまれる機関にくらべれば、生命保険会社、相互貯蓄銀行などはいうまでもなく資本市場との関連は稀薄である。それらは貯蓄機関として長期的な資金を蒐集・吸収し、一方ではこれの運用を図るべく資本市場においていわゆる機関投資家として機能するが、他方それだけではなく、長期抵当金融の部面においてもその資金の相当部分を運用して大きな役割を果す⁽³⁾。そして最後に建築貸付組合は、抵当貸付市場においてもっぱら住宅金融のみを目的とする組合組織として設立された長期金融機関であり、前述の基準によれば資本市場からもっともはなれたところに位置するものである。以上のほかに、同じく抵当貸付市場で活動している不動産抵当会社 (mortgage company) や主として移民の零細な資金を取扱っている郵便局などがあるが、ここでは省略せざるをえない。前者は二〇年代前半の農地、後半の市街地建物の抵当金融において、抵当証券を発行しまたその一

部を保有するなどして一定の重要性をもっていた。⁽⁴⁾

(3) 既述のように商業銀行も長期金融に進出しており、その部分の業務は、性格としては生保・貯蓄銀行と同じものといつてよく、それがさきに考察されたのは行論の都合によるものである。

(4) 農地抵当については、馬場宏二「政策金融の系譜」、『商経論集』第一巻第四号、一九六六年、九九―一〇二頁（近年、本論文の成果を重要な柱として、同『アメリカ農業問題の発生』東大出版会、一九六九年、が刊行された）、市街地については William H. Steiner, *Money and Banking*, 1933, pp. 517-8, および第四節注②、参照。

さて、本稿でとりあげる各長期金融機関を資本市場との関連において位置づければ、一応以上のとおりとならうが、つぎにそれをより具体的に考察しよう。

第二節 投資銀行

1 世界大戦は、アメリカの証券市場を量的にも質的にも大きく変えたが、それは発行市場を主たる活動の分野とする投資銀行にも同様に作用した。いま大戦までの投資銀行の歴史を簡単にみておけば、つぎのごとくである。それは周知のように、一九世紀中葉当時広大なフロンティアに恵まれていた新興資本主義国たるアメリカに巨額の外国資本（主としてイギリス）を、公債、鉄道証券の販売を通じて導入する媒介者として発足したが、当時のそれはイギリスのマーチャント・バンカーなどと緊密に結びついた。そして一八六〇年代の南北戦争に際しては国債の販売に進出し、その後さらに鉄道証券の発行などを通じて次第に国内証券市場との関係を深めた。こうして一九世紀末から二〇世紀初頭にかけての大規模なトラスト運動の展開とこれを背景とした重工業独占体の成立過程においては、J・P・モンガン商会などの大投資銀行がプロモーターとしてこの過程を媒介しつつ金融、産業の広範な分野に財閥的支配関

係を形成し、資本市場に不動の地位を確立した。⁽¹⁾

(1) 以上の歴史過程については、石崎昭彦『アメリカ金融資本の成立』東大出版会、一九六二年、各章第三節、浜田好通「アメリカにおける金融資本の形成」、鈴木鴻一郎編『帝国主義研究』日本評論社、一九六四年、所収、第二章三、第三章二、呉天降「アメリカの金融機関と企業集中（一八九三—一九〇七）」、『経済学季報』第一四卷第三・四号、一九六五年、所収同「第一次大戦前夜のアメリカ金融資本に関する一考察」、『同前』第一六卷第三・四号、一九六七年、所収、以上の呉氏の諸論文は、最近単行本にまとめられた。同『アメリカ金融資本成立史』有斐閣、一九七一年、など参照。

ところで本稿で投資銀行の考察をおこなうにさいし、あらかじめつぎのことをことわっておかなければならない。まずアメリカの投資銀行はバンカーと呼ばれるけれども、いわゆる銀行ではなく形式的な面をとりあげれば証券業者である。しかしいうまでもなくアメリカの大商会はたんなる証券業者ではなく、それ自身直接間接に巨額の資産を保有し（モルガン商会の直接の資産は、スタンレーを分離した後の三九年でも約六・五億ドルにのぼった——TNEC. Hearings, pt. 2, p. 12102）、財閥支配の項点にたっているものであって、そのためにそれらがおこなう証券発行の引受はその背後においてそうした支配体制の維持・拡張につながっているばあいが少ない。ただ資料的制約をも含めてここでは正面からそれを取りあげる余裕はない。しかも本書における本項の課題は長期金融機関としての投資銀行を考察することにあるから、どうしても証券発行の媒介機能の具体的考察に重点をおかざるをえない。したがって右の問題は一応念頭におくとしても可能な限りふれる程度にとどめざるをえない。

大戦期以降の証券市場の変化は、いうまでもなく自由公債の販売過程によってもたらされた。実際、「愛国心」に訴えた大規模なキャンペーンを展開しつつおこなわれた自由公債の大々的な売り出しは、同じ時期のモルガン商会を幹事とするイギリスやフランス政府債の引受、販売とあいまって、アメリカの投資家層は一大変革をもたらした。

すなわち、ある推定によると、一四年には債券の保有はもっぱら金融機関と少数の富裕な個人に限られており、その数も三〇万を越えていなかったのにたいし、その後自由公債を通じて新たに数十万の投資家層が加わり、一九年に債券の一人当り平均保有額が二、五〇〇ドルという少額になったという（Charles C. Abbott, *The New York Bond Mar-*

ket 1920-1930, Harvard Eco. Stud., Vol. LIX, 1937, pp. 152-153)。また戦前にはあまり問題にならなかった外国証券についても、二〇年代半ばの調査ではいわゆる中クラスの投資家層 (persons of moderate means) の進出が目立っている。

(2) モロウの調査によれば、二三〇五年の五つの外国政府債の最終購入者について、売出総額の五分の一〜三分の一を購入金額別に区分けた結果、八五%が一〇〇〜五、〇〇〇ドルの範囲にあり、それらは調査総額の二分の一を占めていた [Dwight W. Morrow, Who Buys Foreign Bonds?, Sale of Foreign Bonds and Securities in the U. S., Hearings before the Committee on Finance, Senate, 72 Cong. 1 (reprinted from *Foreign Affairs*, Jan. 1927), p.151-8]

こうした過程を媒介した投資銀行の側では、既存業者の巨大化とならんで新興業者が多数輩出し、内外証券ともその発行の大部分が大規模なシンジケートを組織することによっておこなわれた。そしてこの点は、大戦前とは異った発行市場の新たな特徴をなすものであった。⁽³⁾ むしろ戦前にも引受シンジケートそのものは組織されていたが、それは原則として元引受の段階に限られており、最終的なリスクを共同分担するため金融機関とともに富裕な個人の参加を求めたものであった。これに対して戦後のそれは、一回の証券発行に数百から千を越える証券業者が動員され、販売過程の円滑化に重点がおかれていた⁽⁴⁾ (以上、森果「大戦間におけるアメリカの資本市場と投資銀行」、『北大経済学研究』第一三巻一号、一九六三年、所収、一一八頁以下。M・H・ウォーターマン『アメリカの資本市場』一九五八年、志村嘉一訳、東洋経済、二六一七、三三―五六頁、参照)。

(3) ただし連邦債については、二〇年代にはもっぱら償還がおこなわれたが、それが発行されるばあいは通常連邦準備銀行を通しておこなわれたし、地方債の発行では元引受の段階が競争入札 (competitive bidding) によっておこなわれた (Willis and Bogen, op. cit., pp. 428-9)。

(4) たとえば、二九年一月J・P・モルガン商会が幹事となって発行したモルガン直系の鉄道持株株式会社 Alleghany Comp の

議決権信託転換社債二五百万ドルのばあい、元引受四、中間九、分売六六一の商会、証券業者が動員された。これはとくに多い方ではなく、外国証券のばあいは千前後の業者が組織されるのが普通で、二四年ドイツの「ドーズ外債」一・三億ドルの発行にさいしては元引受一〇、中間一四六、分売一、〇九四であった (Stock Exchange Practices, Hearings before the Committee on Banking and Currency, Senate, 73Cong. 1, pt. 1, pp. 228-39; op. cit., pp. 159-61. 参照)。こうして戦前には数千ドルを売りつくすのに通常数ヶ月を要したのが、戦後はかなり巨額の発行でも (Committee on Finance, Senate, 72 Cong. 1) シンジケートが一ヶ月も続くことはきわめてまれになったといわれる。(ウォーターマン、前掲訳書、四三頁、H. Parker Willis and Jules I. Bogen, Investment Banking, 1929, p. 412)。

戦後の引受シンジケートは、大きくわけて元引受シンジケート (original underwriting syndicate) および分売 (distribution) シンジケートの二つのグループから構成された。そして前者は一般にニューヨークの大商会が幹事 (manager) となり、やはり大商会を中心に組織された。ニューヨークの大商業銀行も法規制を事実上無視してしばしば参加したし、⁽⁵⁾ さらにはこの分野へのより本格的な進出を図って証券子会社 (security affiliate) の設立を積極化していた。この時期の幹事商会の実力は金融力よりも多数の証券業者を組織する社会的名声や動員力によって決まるともいわれたが、それはやや言い過ぎであるにしてもそのようにいわれたことの背景としては、貨幣市場におけるチープ・マネーの状態と上述した広汎な投資家層の存在に支えられて、証券発行にさいして幹事商会の必要とする資金が相対的に少なくて済んだという事情があげられよう (森、前掲論文、一七九頁以下、参照)。元引受の主な役割は、参加商会が協同して分売シンジケートを組織しこの時期には大部分買取制となっていた引受証券の代金を担保金融を受けて発行企業に支払い、また売れ残り部分が出れば参加分に応じて責任をとることにあった。大規模のばあい、そして二〇年代においてはこうした形態がむしい通例化したといつてよいのであるが、この二つのシンジケートの間に中間グループ (intermediate g-

roup)さらにはバンキング・グループ (banking group) が組織された。これらグループの大販売業者のなかには、シカゴその他ニューヨーク以外の地域の主要都市に店舗をもつものも多く、それら業者はその地域の地方的小売業者を分売シンジケートに組織し中間卸売をもおこなったのである。⁽⁶⁾

最終段階の分売シンジケートは、有能なセールスマンを擁して広汎な個人投資家を直接勧誘するという、販売能力のみが要求される小売業者からなる。事実二〇年代には、分売シンジケートのかたちは無限責任制→有限責任制→販売グループ制 (selling group system) へと重点を移していき、元引受グループも証券担保金融をあてに容易に売れ残りを引取る体制にあったのである。そして売れ残り保有分が生じたばあい、一方でこれについて担保金融を受けながら他方で価格操作のための販売勘定 (trading account) を設定して、既に取引所にてしている同じ証券の買い支えをおこなうという手段をとることもおこなわれた⁽⁷⁾ (ウオーターマン、前掲訳書、五二頁)。また分売シンジケートにはのちにみる投資信託や中小の信託会社などもそれ自身大口処理先として組織されていることもめずらしくなかったといわれている

(以上 Willis and Bogen, *ibid.*, 1929, pt. III, 参照)。

(5) 証券子会社の設立、発展の過程はアメリカの商業銀行のおかれた特殊な地位に規定されている。既述のように戦後の商業銀行は預金の著増と商業貸付の停滞により、その資産運用の転換を切実な問題としていた。したがって商業銀行が、内外証券の発行ブームを背景に、一方では証券担保金融を著しく拡大しつつ、しかも同時にそれ自身自らの資金を利用して証券の引受発行の過程に介入してゆくのは必然の成り行きであった。しかし、そうした実態とアメリカの商業銀行における厳しい資金運用規制、とくに証券売買の仲介業務の禁止とは大きく矛盾せざるをえず、そのことが州法による投資銀行と何ら異なるところのない証券子会社設立に導いた契機であった。ただそのばあい重要なことは、商業銀行が子会社設立以前にも事実上かなり規制を無視して証券業務を拡大してきており、その証券部の子会社への独立化はそうした事実の追認にすぎない面もっていた点である。すなわち、株式を除く各種証券の保有、自由公債の引受、販売過程での重要な役割、証券担保金融がもたらした証券

取引の知識や経験の蓄積、こうした諸条件は商業銀行とこの分野との関係を不可分なものにし、さらにいうまでもなく商業銀行事務プロパーの分野における顧客取引先企業との接触はこうした傾向を有利に助長していた (W. Nelson Peach, *The Security Affiliates of National Banks, 1941*, pp. 28-31)

アメリカで証券子会社の最初のものは、モルガンの「聖所」*First National Bank of N.Y.* が設立した *First Security Comp* である。そのさい親銀行による株式の保有は禁止されているので、子会社の普通株を親銀行の各株主の持分に比例配分するとともに、それらを一括して親銀行の役員からなるトラスティーに委託するという手続がとられた。他にもいくつかのケースがみられたが、基本的には同様であった。もっとも *F. S. Comp* 設立の主な目的は他の銀行の株式を取得して (当然モルガンのために) それらを支配集中することであり、後述のようにそれ自身は発行業務ではそれほど活躍していない (以上、Peach, *ibid.*, pp. 62-3, 66-8 参照)。しかし他の多くの証券子会社は証券業務そのものをより積極的に拡大した。*National City B. of N.Y.* が一年に設立した *National City Comp* はその代表的なものであり、販売業者としては世界最大の機関に発展した (Peach, *ibid.*, pp. 19-20)。そして全子会社数は二二年に一八、二九年一三二、三〇年には最高の一八〇 (国法一〇五、州法七五) に達した (Peach, *ibid.*, p. 83, Table I)。

(6) 大戦後の新しい投資家層の一特徴は、従来のそれが東北部に集中していたのに対して、中部、北西部、太平洋岸、南部へと地域分布が画期的に拡大されたことである (Willis and Bogen, *ibid.*, pp. 393-4)。

(7) 二〇年代においては、シンジケート組織の上から下まで証券の自己保有分を持ちつつづけることはほとんどなかったといわれるから (Committee on Finance, *ibid.*, pp. 134ff; Willis and Bogen, *ibid.*, p. 399) 価格操作の主目的はキャピタル・ゲイン取得にあったと思われるが、取引所ガラの後、販売勘定のための証券担保金融が増大しているのは、苦しい販売促進策である (Committee on B. and C., *op. cit.*, pt. 6, pp. 3139-47)。

ところで、投資銀行業者がこのように発行証券の自己保有をおこなわないという事態は、基幹的独占体が形成された世紀の転換期以来、傾向としてはすでにあらわれていた資本市場における投資銀行業務の新しい側面の拡大の過程と考えられる。すなわち、当時の合同運動の過程においては、資本市場は限られた投機家筋を中心として形成されており、そのような条件のもとでは合同企業を支配するためには投資銀行がかなりの浮動株を保有せざるをえなかったのである。しかし、この運動が一応退潮した後の時期においては、一方でこうして活発になった資本市場により分散した投資家層の資金が吸引され、他方そのこと

とも関連して支配関係が安定してくると、自己保有分を減少させることが可能となった。そして投資銀行業自身は、巨大企業が自己金融化してゆき、資本市場の歴史的意義が変化してゆくに従い、その巨大企業のたんなる一時的資金調達のための媒介機能を果すという関係にたつことになった(石崎、前掲書、第三章第二三節参照。なお独占形成期における資本市場の歴史的意義については、星野中「ドイツ資本市場の分析」、『東大経済学研究』第五号、一九六五年、所収、Ⅱを参照)。しかしのちにみるように、二〇年代においては公益事業を中心としたかなり大規模な集中過程と証券ブームが、戦後の特殊アメリカ的条件のもとに展開され、そこでは投資銀行は新たに重要な役割を果したのである。

さて以上のような引受・販売過程において主要な投資銀行がおこなった活動の内容をつぎにみよう。第1表は国内債の元引受発行額(Originations)、第2表は外国証券のそれを示すが、これによれば二〇年代の大規模な証券発行の大部分は主要な証券子会社を含む、わずか一〇数商会の手で引受けられたことが明らかとなる。⁽⁸⁾ もっともこれには資料の関係から株式発行が含まれていないから、全証券発行におけるこれら投資銀行の地位をそのまま示すものではない。ただ、やや意外なのは、あれ程の株式ブームが現出したのに大投資銀行が株式発行にはむしろ消極的であつてモルガン等の三大投資銀行は、みずからは株式にはほとんど関与していなかつたことである。⁽⁹⁾ そこで第3表によつてこれらの二七—三一年における引受証券の内容をみれば、まず目につくことは、モルガンの鉄道と外国証券、クーン・レープの鉄道とデIRON・リードの外国証券という伝統的分野でのそれぞれの比重が高く、ついで公益事業証券が共通して多いことである。そうになると、もともと株式発行の少ない鉄道、外国証券について大投資銀行が株式の引受に關与していないのは当然であるにしても、公益事業証券のばあいは、二〇年代の後半では常に社債の半分以上として二九年には逆にこれの二倍近くに達しているのであるから(Commercial & Financial Chronicle Vol. 130, p. 366. 参照)、それでもなお株式の引受が少ないことの理由が問題になる。いまそれを詳しく検討する余裕はないが、さしあたり二九年

第2表 主要投資銀行の外国証券発行¹⁾
(単位：百万ドル)

	幹事発行	他の幹事発行 への参加分
J.P.Morgan & Co.	1,807.6	
Dillon,Read & Co.	1,491.2	
National City Co. ²⁾	1,072.0	1,454.8
Chase Secu. Corp. ²⁾	1,022.8	146.6
Kuhn, Loeb & Co.	577.8	580.4
Guranty Co. of N.Y. ²⁾	540.7	967.5
Lee, Higginson & Co.	502.8	690.8
Equitable Trust Co. ²⁾	479.2	90.1
Brown Bros, Harriman & Co.	321.9	204.2
Speyer & Co.	276.3	
Harris,Fobes & Co.	174.6	202.3
J. & W. Seligman & Co.	145.0	³⁾ 1,371.5

1)大部分が1919-31年であるが、商会によって多少期間が異なる。

2)証券子会社。

3)この商会が参加した証券発行総額であって、参加分は不明。

出所. Committee on Finance, 72 Cong., op. cit の各所より。

第1表 主要投資銀行の国内債
元引受発行額, 1921-32年
(単位：百万ドル)

	発行数	発行額
J.P.Morgan & Co.	183	4,786
Kuhn,Leob & Co.	162	2,819
Dillon,Read & Co.	279	2,230
National City Co. ¹⁾	189	2,183
Harris,Fobes & Co.	200	2,166
Halsey,Stuart & Co.	258	1,582
GurantyCo. of N.Y. ¹⁾	105	1,453
Lee, Higginson & Co.	139	1,130
Blair & Co.	90	1,059
Bonbright & Co.	113	777
Chase Secu. Corp. ¹⁾	57	733
Bankers Trust Continental Illinois ¹⁾	42	477
Union Trust ¹⁾	16	119
Equitable Trust. ¹⁾	34	308
First National Old Colony ¹⁾	23	302
	19	108

1)証券子会社

出所.Terris Moore, Security Affiliate v. Private Investment Banker, *Harvard Business Review*, Vol. X II, No.4 July1934, pp. 480-81, Chart I, II より。

両大戦間期におけるアメリカの長期金融機関

第3表 主要投資銀行の部門別証券元引受発行額, 1927-31年

(単位: 百万ドル)

	J. P. Morgan (うちDrexel)	Kuhn, Loeb	Dillon, Read
外国証券	423.1 (13.2)	87.2	599.1
鉄道証券	803.0 (25.9)	1,138.1	62.5
公益事業証券	704.9 (346.9)	417.6	255.7
製造業証券	173.1 (29.3)		239.3
その他証券	58.4 (0)		
合計	2,162.5	1,642.9	1,156.6

出所. Committee on B. and C. Senate 73 Cong., pt.I., pp. 228-30, 240-41,

の公益事業における全証券発行の内容を検討してみると次のことがわかる。第一に、二九年八月までは株式発行件数の大半が優先株と準優先株(普通株Aなど)であり、九月に初めて普通株が過半になる。そして第二に優先株には大投資銀行(社債発行も含めてボン・ブライト、ハルジー・スチュアート、ハリス・フォーブスのクラスが中心)が媒介しているケースも多いが普通株の大部分は直接発行企業の株主の所有に帰している。第三にこれら全ての証券の公表された発行目的をみると、平均して半数以上が他企業の取得のための資金調達になっている。第四に他の産業一般については株式発行は圧倒的に普通株でおこなわれ、かなりの部分が中小投資銀行業者によって発行されている。⁽¹⁰⁾

(8) 証券子会社は二〇年代の後半に業務をいちじるしく拡大し全債券発行に占めるその比重は、二九年には元引受発行、参加分ともにほぼ個人(投資)銀行業者と並ぶにいたった(Peach, op. cit., p. 109-10, Table III-IV)。

(9) ドレクセルを含むモルガンは優先株のみ、金額で二%、クーン・レープは僅少、ディロンリードは普通株が多少あるがこれも全体の一%弱である(Committee on B. and C., op. cit., pt. 1, pp. 228-30, 240-1; pt. 3, p. 1381; pt. 4, p. 2263)。

(91) 以上「C.&F.C., op.cit., Vol.128, pp.8547, pp. 1631-4, 2368-71, 3086-7, 3913-5; Vol. 129, pp.354-6, 1036-8, 1655-7, 2299-3
01. 参照。

以上、限られた範囲についてはあるが、こうした諸点からみて、大投資銀行は直接、間接にかなりの公益事業証券の発行を引受けてその大規模な集中運動を媒介したが、形式的には確定利付証券の発行によって買収資金の調達を援助するというのが一般的な役割であったといつてよい。そしてその限りでは、大量の普通株が発行され、そのかなりの部分がプロモーターによつても投機的に保有された世紀の転換期のばあいとは異なる面をもつた。この変化の理由の一つは、支配権の絶対的維持を重視する持株会社が、前述した広汎な中小投資家層の形成とイージィ・マネーという大戦後における金融市場の新しい条件を背景に、著名な投資銀行と組んで各種の議決権をとまなわいたんなる収益証券を大量に発行しえたことにある。そのばあい議決権株は外部には発行されないのであるから、大商会は必ずしもそれ自身が発行された普通株を所有して直接支配にのり出したわけではなく、公益事業の章でも述べたように、既存の同じ財閥系列に属する関係持株会社がおこなう集中過程を媒介して、全体としての財閥支配を強化する地位にあったといえよう。つまり大戦後においては、金融機関としての投資銀行業は、少なくとも現象的には未曾有といつてよい証券ブームとこれに関連した企業集中の過程においても、世紀の転換期のときほど表だって指導的な役割を果さず、どちらかといえばすでに種々の関係を通して形成されつつあった独占支配の関係を資金的に補強するという位置にあったといつてよい。もちろんそのことは、ただちに投資銀行を出発点として形成されていたモルガンなりクレープ財閥資本そのもののアメリカ資本主義における地位の低下を意味するわけではない。さきにも言及したように、大戦前においても鉄道、鉄鋼業といった基軸的産業に独占体が成立して以降、そのことと関連して資本市場の歴

史的意義に一定の変化があらわれていたのであるが、そうした事態に対応して財閥支配体制の維持、拡張における投資銀行業の果す役割が相対的に後退し、同じ系列下にある生命保険、商業銀行、信託会社などの役割がより大きくなっていった。⁽¹¹⁾ そうした傾向は、大戦後は三〇年代にいたって決定的なものとしてあらわれたとはいえ、二〇年代においても基本的には持続されていたといつてよく、生保のところでも述べるように、投資銀行業も、そうした多面化した全体としての財閥支配体制における重要ではあるがその一つの環として位置づけられていたといえよう。そしてこうした投資銀行業の地位の変化が、大戦後における金融市場の諸事情を背景として、この時期に投資銀行を積極的に外国証券の引受に進出させた一つの契機と考えられる。しかしだからといって前述の三大商会在国内の公益事業証券などにそれ程関心を示さなかったわけではなく、そうした国内の新興分野にはそれらの支配下にある商會を配置して積極的に進出させていたのであり、またそこにおける証券発行が上述のような性格のものであれば必ずしも大商會が前面に出る必要もなかったといえよう。⁽¹²⁾

(11) 大戦前の財閥支配において生保、商業銀行、信託会社が果した役割については、前掲、呉「金融機関と企業集中」、参照。
(12) たとえばモルガンのばあい、ドレクセル、ボンフライトなどその支店、関係商會を通じて公益事業証券に積極的に関与しており、二九年にはその総仕上げともいえるべくアメリカ最大の持株会社 United Corp を設立した (Irston R. Barnes, *The Economics of Public Utility Regulation*, 1942, p.70)。

しかし、こうして一方で鉄道、公益事業は大商會を通じて大衆投資家を主たる対象とした収益証券のみを発行し、鉄鋼、自動車といった巨大産業はまた自己金融化の傾向を一層徹底させてゆけば、他方では、中小証券者はなお「繁榮」の様相を呈している経済環境のなかで、過剰資金を利用しつつ、その他の証券発行をきわめて投機的に推進するほかはなかった。その過程が、二八年初までの不良外国債の増大とそれ以降における国内のその他産業における普通

株発行の激増としてあらわれたといえるが、のちにみるようにこの普通株発行の過程を著しく助長したのが投資信託であった。とはいえ大商会のばあいも「水増し」された持株会社証券の発行というやはり二〇年代の「繁栄」を反映した「非生産的金融」をおこなっていたのであって、いずれにせよ取引所ガラに続く三〇年代には投資銀行業が一大再編成をまぬがれえなかったのは当然である。

大恐慌の過程において、一方では資本市場の活動の極度の停滞が多数の中小業者を破産に追いやり、他方では大商会のばあいさらにニュー・デール諸立法の規制をも強く受けて業務の整理をよぎなくされた。まず三三年銀行法は投資銀行の預金、貸付業務を禁止し、他方商業銀行には証券発行業務および証券子会社の保有を禁止、要するに二〇年代に顕著であった投資銀行業者と商業銀行の双方からの兼営化を排除し、業務の分離を図ろうとした。⁽¹³⁾ この立法措置により、投資銀行は自らを二分するか、どちらか一方に専門化して他を整理するかのいずれかを選んだ(森、前掲論文、一四五―五〇頁、証券子会社については Peach, op. cit., pp. 158-65, 参照)。たとえば J・P・モルガン商会はそれ自身は商業銀行に専門化し、投資銀行業務は三五年九月に別に設立したモルガン・スタンレー商会に委ねた。しかしこの立法による証券業と銀行業の分離といった形式的措置はかならずしも実質的効力をもたなかったといわれる⁽¹⁴⁾ (TNEC, *ibid.*, pp. 12049-101)。さらに三二年証券法は証券取引委員会 (SEC) を発足させ、会社証券の公募のさい登録届出書の提出を義務づけたが、その後三四年の証券取引所法による価格維持操作の規制、三五年の公益事業持株会社法による SEC を通じた持株会社規制など一連の立法措置がとられた(以上、ウォータマン、前掲訳書、七一―七六頁、参照)。これらの法規制についてここで詳しく述べることはできないが、それらは基本的にはこの時期の資本市場の状態に規定されて大巾な後退をよぎなくされた投資銀行に、いわば追討ちをかける役割を果したといえよう。そこで最後に

三〇年代における投資銀行の地位の変化をみよう。

(13) 投資銀行の兼営化についてはその具体的内容は明らかでないが、それらの多くが預金、貸付業務をおこなっていたといわれる。しかしその大部分は、証券発行にもなう発行企業の代金の一時預りといった種類のものではなかったかと思われる(ウオータマン、前掲訳書、三六一七〇頁参照)。J・Pモルガンはすぐ後でみるようにそれ自身に商業銀行に恵念することになるが、そのばあいでもスタンレーの証券発行に関する「あらゆる金融的サービス」をおこなうことが重要な業務であったようである(TNEC, Hearings, pt.24, pp.12097-101)

(14) さらにこの法規制の効力についていえば、もともとと証券投機が商業銀行と発行業者との密接な関係といったたんなる機構上の原因から発生したわけではないのであるから、この両者を分離してみても別に証券市場の健全化に役立つとは思えない。そのような関係がなくなると二〇年代のようなチープ・マネーの時期には容易に証券担保金融が得られたはずである。さらに大商業銀行に兼営された証券子会社に関していえば、それらが投資銀行以上に「不健全」な取引をしたわけでもない(Moore, op. cit. 参照)

三〇年代を通じて証券の新規発行では、外国証券はほとんど皆無、国内企業証券も低調で連邦債の発行が大きい割合を占めた。三四～三九年の公開市場での総現金発行額三六一億ドルのうちSECへの登録分は九六億ドルしかなく登録不要分二六五億ドルのうち連邦債と地方債がそれぞれ一六〇億、六〇億ドルにのぼり、合わせて六割以上を占めていた(以上、TNEC, Hearings, pt. 24, p. 12690)。後者の政府関係債券については、その現在額の七～八割はいわゆる機関投資家の保有であったから(Raymond W. Goldsmith, Financial Intermediaries in the American Economy since 1900, NBER 1985, p. 262, 269)。投資銀行が積極的に介入する余地はなかった。結局本来の引受発行は登録分の九二億ドルに限られたのであるが、その五七%がニューヨークの六大商會に集中されていた(TNEC, Hearings, pt. 24, p. 12991, Exhibit No 2064)。なおこれの産業別内訳をみれば、公益事業関係のシェアの維持、交通関係の低下が指摘される(第4表)。

頁)、それはもはや資本市場の中枢部においてこれをリードしたかつての投資銀行の仕事ではなかった。

第4表 投資銀行の引受による主要産業分類別証券発行
1934-39年 1) (単位：100万ドル)

	製造業	電灯、電力、 ガス、水道	交通、通信	その他
ニューヨーク6大商会	1,309	2,243	595	663
その他商会	633	507	188	230
全商会の合計	1,942	3,750	783	893
(100.0) %	26.2	51.1	10.6	12.1

1) 1939年は6月まで

出所. TNEC, op. cit., pp. 12996~9, Exhibit No. 2068-71より

ところで以上の事実は、たしかに一面ではなお大商会の地位の強固さを示すものではあるが、しかしそれはむしろ、資本市場の機能そのものが絶対的に縮小したという条件の下で、伝統と財閥的な支配力をもつ少数の商会が他を排除しつつ最少限の地位を維持している状態を示すものにほかならない。そしてSECおよびスタンレーの調査によれば、三六〇三八年に発行された六つの社債について、いずれのばあいも銀行と保険会社が八五%前後を保有していることが判明している (TNEC, *ibid.*, pp. 12706-9) このことは投資銀行が発行業者としてこの限られた登録発行分においてすら、もはやかつてのような活動の場を与えられず、企業と大貯蓄機関との間で単なる仲介的役割を果したにすぎないことを示唆している。しかし投資銀行にとってはさらに決定的な事態が進展したのであって、それは企業証券を媒介者なしに発行する私募 (Private Placement) およびターム・ローン (Term Loan) の形式が、生命保険、商業銀行と企業との間でかなり大きい比重をもって採用されるようになったことである (生命保険会社の節参照)。むしろこの私募のばあいでも、しばしば投資銀行は豊富な知識を提供して仲介的活動をおこなったのであるが (ウォーターマン、前掲訳書、八二

事実、三〇年代の後半には、彼らの多くが機関投資家や小口投資家を対象とした投資顧問業者 (investment adviser) やアナリストに転業していったのである (ウォーターマン、同訳書、一〇〇―一頁)。こうした投資銀行業の凋落はたんに三〇年代における資本市場の一時的停滞にのみ起因していたわけではない。この現象は、第二次大戦後現在にいたるまでの時期を通じていつそう顕著になったといつてよいのであって、さきにもふれたように、二〇世紀初頭以降、重工業の中軸的部面における独占的支配関係の成立と自己金融化の進展という事態を背景として、産業金融の分野においては資本市場そのものの実質的機能が変化してきていた過程に対応しているものといえよう。⁽¹⁵⁾

(15) 前述したことの繰り返しになるが、むしろ投資銀行業が斜陽化したからといってただちにアメリカの財閥資本の支配力が低下したとはいえないであろう。いまや同じ資本系列下にある生保・商業銀行・信託会社・巨大持株会社などの金融グループがますます大きな役割を果して全体としてのその支配力を維持、強化しうるのである。ただそうした財閥支配の体制が現代資本主義における資本蓄積のあり方にどのような独自の意味をもちうるか、ここでは問題として残さざるをえない。

第三節 信託機関

ここでは、概観で述べたところに従い、1で投資信託 (investment trust)、2で信託会社 (trust company) を取扱うこととする。

1 投資信託は、周知のとおりイギリスにおいて最も古い伝統をもち、とくに二〇世紀初頭以降、一般投資家大衆の資金をかれらが個々的におこなう危険性を可能なかぎり排除しつつ海外投資に向ける重要な媒介機関として非常な発展をみていたのであるが、アメリカでは、大戦後この国の海外投資を促進すべくこれをそのまま移入しようとした

意図は実現されず、二〇年代後半期において特殊な存立条件を与えられて出発することになった。アメリカで投資信託が問題になったのは株式ブームの過程においてであり、それを極限までおしすすめる投機的機関として初めてこの国に根をおろすことになった。投資信託業務は当然つぎに信託会社のところでみる個人信託業務と類似しているが、投資業務は、受託者または会社が見返り証券 (collateral trust security) を発行していまだ個人信託の対象になりえない小額の資金を集中しこれを全体として有利に運用するものであって、「価値増殖」により多く力点を置いているといえる。そして投信会社は、見返り証券と引換に信託された資金の運用にさいしては、個々の投資家の意志とは直接関係なく機関投資家としての大幅な自由裁量の余地を与えられることになり、信託された資金はその設立の趣旨がどうであれ一定の条件のもとではきわめて投機的に利用される性格をもっている。⁽¹⁾ 投資信託のアメリカへの移植は、この機関のもつそうした性格が、投資銀行によって利用されるかたちで、つまり投資銀行が主導するシンジケートの網の目の一環に発行証券の大量買入機関として組込まれつつおこなわれたのである。⁽²⁾ しかし二八年半以後の熱狂的な株式ブームの過程は、基本的にはそうした関係のもとにおいてではあるが、さらに投信に相対的に独自の役割を与えることになった。すなわち投資信託は、証券投機が進行する過程において、それに魅力を感じつつもなお手を出しかねていた大衆を、安全かつ高収益の投資機会を提供するという外観をとりつつ、決定的にこの投機の渦中に巻き込んでいったのである。つぎにその過程をやゝ具体的にみよう。

(1) イギリスの投資信託の発展過程においてもそれは何回か投機機関化した経験をもち、一八九〇年ベアリング恐慌による一大打撃を被った後やっと本格的に「健全化」への努力がなされるようになった(江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社一九六一年、第二章第一六節、参照)。

(2) 二〇年代末までに投資信託の六〇%が投資銀行、一〇%が銀行、信託会社の支配下にあり、投信はその投資銀行の名で知

られて大衆はこの両者を同一視していたといわれる。また投資銀行のなかには両者の形態が同じであることから投信を持株会社として利用するばあいもあったという (John F. Fowler, American Investment Trusts, 1928, p.10, 25, 江口、同書、一一七頁)

投資信託の実態については、その形態において持株会社となら區別がないため、統計上正確に把握されえず、ある程度推定に頼らざるをえない。一応信頼するに足るとされるバロックによれば、年度別会社設立数は二三年まで一〇五社であったのが、二四年に一四社になったあとやや増加の傾向をみせて二六年二四社になり、二七年には一挙に九〇社二九年には実に二〇〇社を越え、一日一社の割合で設立されたといわれる。これに応じて年資産増加額も二六年頃までの一億数千ドルから二七年は三億、二九年は一〇数億ドルに急膨張して保有資産総額は約四〇億ドルに達した⁽³⁾ (以上、江口同書、一一五―一六頁および第五表)。そしてこれらの大部分は、見返り証券の買戻しはせず流通市場において流動化される⁽⁴⁾というクローズドエンド型 (closed end type) を採用していたが、こうした投信会社の多くが普通株、優先株、社債を発行していたため、普通株の所有者にとっては会社のわずかの利潤率の相違によってもその配当、したがってまた株価の動きが加速され⁽⁵⁾、非常な投機を招くことになった。そして投信会社そのものの保有証券の内容が、二五―二九年で平均して普通株八八%、優先株六%、公債六という投機性の強いものであつたからこの両者の組合せは異常な投機を生み出したのである⁽⁶⁾ (以上、江口、同書、一二〇、二四―五頁、日本生産性本部『アメリカの投資信託』一九六二年、六一、九二―四頁、参照)。

(3) この資産増の内容をみれば、投資信託以外の融資会社なども若干含まれている数字であるが (inv. trust, trading, holding & etc.)、二九年に社債では一・二億ドル弱で多い方ではないのに、株式発行は実に二億ドルに達して前述した公益事業の一・二・三億ドルを大きく上回り、証券発行総額でも二・二億ドルと公益事業の一九・三億ドルを越えている。さらに二七年以降の株式発行の変化をみれば、二七年〇・九億ドル、二八年六・九億ドル (公益はそれぞれ七・七、七・六億ドル) という急増

ぶりをみせており、投信が二八、九年の株式ブームをリードした最大の要素であることがわかる (C.&F., C., op. cit., Vol. 130, p. 366)。

(4) 投信の証券は、原則としては取引所に上場されず店頭市場 (over-the-counter) 通じて売買されたという (Fowler, *ibid.*, pp. 28-9)。

(5) こうした形態をとるものを「テュ」(Leverage) 会社ともいうが、普通株の比率が少ない程利潤率の違いが極端にあらわれるのであって、持株会社のばあいと同様である。

(6) もっとも二七年末の数字であるが、大投信のなかには外国証券を中心に債券保有の比重が高いものもかなりあった (Fowler, *ibid.*, pp. 118-22)。

こうした事態が株式ガラとともに崩れ去ることはいうまでもない。三〇年代における投信会社の困難は他の諸機関の比ではなく、業務自身が大縮小するなかで激的な整理、集中の過程が進行し、その設立以来の関係にしたがいかなりの部分が投資銀行を頂点としてグループ化された (江口、同書、一三一―二頁、第九表、生産性本部、同書、二三七―六七頁、参照)。それと同時に三〇年代後半には投機性の強いクローズ・エンド型に対する反省から、むしろ全体として規模が縮小しているなかではあるが、後の主流になってゆくものとして、時価で買戻し可能、一種類の収益証券のみを発行するというオープン・エンド型 (open end type = mutual fund) が現われてきた。そして第二次大戦後の時期まで見通していえば、投信会社は、前述した金融機関としての投資銀行業の後退に対応して大きくクローズアップされる機関投資家の一翼を形式し、実質的にはすでにレントナー化している中小投資家を形式的にもたんなるレントナーとして、組織化する担い手として、現代アメリカの資本市場において「投資の機関化」といわれる事態 (生保の節を参照) にふさわしい一重要機関として定着してゆくのである。

2 アメリカの信託会社の考察には多くの困難が伴う。まず、一方で商業銀行業務をおこなう「信託会社」が多数

存在し、他方では主要な商業銀行の大部分が信託業務をおこなっているから、信託会社をそれだけきりはなしてとりあげてみるあまり意味がないという問題がある。それにはそれなりの歴史的事情があるが、ともかくここでは内容に即して信託会社および商業銀行の信託業務をとりあげよう。⁽⁷⁾しかしそのばあいにも、その資産、業務内容は私人の秘密に関するという理由で公表されていないから、資料的制約をまぬがれずこの機関の位置づけには大きな不確定要素を残さざるをえない。

(7) それがいギリスから輸入された当初、経営の安定のため保険などを兼営し、さらに商業銀行業務へも進出した。他方、ややいりくんでいるが、州法銀行や国法銀行のうち、相対的に規模の大きい相当数が信託業務に積極的に進出している(二六年のそうした国法銀行数は二、一〇三行)反面、かなりの数の州法銀行は準備率、課税面での有利きから信託会社組織を採用している。ジョージアでは、信託業務をおこなう州法銀行が九七行、それをおこなう「信託会社」は二七社中七社であった(James G. Smith, *The Development of Trust Companies in the U.S.*, 1928, p.22)。こうした相互浸透の過程の結果、大戦以降、とくに大機関に関しては信託会社と商業銀行とを實質的に区別する理由はほとんどなく、ここでは信託業務としてのみ多少とも独自のものをとり出しうるのである(以上、H.Parker Willis and John M.Chapman, *The Banking Situation*, 1934, pp. 206-7, 241; 日本生産性本部『アメリカの信託業務』一九六四年、三五―八頁をも参照)。

さて、信託業務は一般に個人信託 (personal trust) と法人信託 (corporate trust) に大きく分かれるが、貯蓄機関としては、この時期には主として前者のみを問題とすればよい。個人信託は個人の貨幣財産を委託されてこれを管理・運用するのであるが、その委託者は階層からいえば当然投資信託のそれよりもはるかに上層である。しかし個人信託はその資金の受入れの側面についてみるとどちらかといえば生保と比較した方が適切であり、この両者には、すでにかなりまとまった財産を受託するか、中・下層の人々から定期的に積立金を受入れてゆくかという違いはあれ (Goldsmith, op cit., pp. 295-6; 生保の節、参照)、これらはいずれも利殖よりも特定額の財産価値の保全、確保を第一の目的とする貯蓄機

第5表 信託会社および銀行の個人信託部資産, 1900-39年 (単位;百万ドル)

	有 価 証 券					貸 付			2) その他	総 計
	連邦債	地方債	株 式	社 債 ¹⁾	合計	住宅 抵当	農 業	合 計		
1900	—	150	600	720	1,470	520	410	930	600	3,000
1912	—	350	2,450	1,570	4,370	640	570	1,210	1,420	7,000
1922	900	1,800	6,300	3,900	12,900	1,110	1,080	1,190	2,910	18,000
1929	900	3,000	12,600	7,150	23,650	1,750	630	2,380	3,970	30,000
1933	2,500	3,750	8,000	5,370	19,620	1,460	480	1,940	3,440	25,000
1939	3,500	4,200	12,950	7,350	28,000	1,500	440	1,940	5,060	35,000

1) long-term-loans も含む。

2) tangible assets, cash, その他。

出所. Goldsmith, op.cit., p.384 Table A-16より。

両大戦間期におけるアメリカの長期金融機関

一〇二

関として性格づけられるといえよう。そしてこれのアメリカにおける発展も、ある意味では生保のそれと共通づけられた面があるといつてよく、この国では経済的拡大のテンポが急速である反面、財産関係の急激な変動の不安が大きく、そうした事態に対処しうる個人の側での知識、経験の蓄積も相対的に遅れていたことに関係がありそうである。さらに特殊な事情としては、法規制との関連でとくに大商業銀行が公表を必要とせず自由に運用しうる資金獲得のために信託部の拡張を積極化したことは十分考えられる。事実、委託者も信託機関の方も信託預金と定期預金を必ずしも明確には区別していなかった面があるのである。⁽⁹⁾

(8) 法人信託の主要な業務は社債受託業務であるが、これは社債権者の利益保全のため第三者が担保権保管の受託者になるものであって、技術的な役割にすぎない。ただ三〇年代末期に会社のおこなう年金信託があらわれ、これはのちには貯蓄機能としてかなり重要になってゆく。

(9) 一九世紀の中頃両者の区別はまったくつかなくかつたといわれるが (Smith, ibid., p. 316, 318)、それは商業銀行の定期性預金に対する規制の厳しさに関係があるろう。二五年の調査では、定期性預金に対する規制の廃止と信託部における資金過剰を反映してか逆に信託機関が信託預金をその貯蓄部に預金していることが問題になったが、いずれにしても両者の区別はあいまいであった (Smith, ibid., pp. 424-6)。なお信託資金の運用についてもまったく規制がなかったわけではないが、はるかに自由で

Smith, *ibid.*, p. 433)。

つぎにゴールドスミスの推計による第5表によりつつ、その資産運用の内容をみよう。これによれば、総資産額でみて、一二年においてすでに商業銀行の長期性預金を二〇億ドル余、二九年に商業銀行、生保を一〇〇億ドル以上、そして三九年には生保を六〇億ドル以上も上回る老大な保有量になっている。もつとも、従来アンケート調査しかないといわれている個人信託資産に関して、その全体の資産量を推定しているこの数字には多少の疑問は残る。⁽¹⁰⁾しかしそれにしても、少くとも全体としての個人信託勘定が生保などと比較の対象になる程度の資産を保有しているという事実は、長期金融市場にとってはそれ相応の重要な意義をもっているといわなければならない。そこでこの資産運用の内容をみれば、一二年以降株式保有が一貫して巨額であることが目立ち、そしてかなり差をおいてその次に社債、さらに地方債、抵当貸と続き、連邦債は三三年以降急増している。確定利付債が多いのはともかく、それよりかなり株式のウエイトが高いことが他の貯蓄機関にみられない特徴であるが、一般に信託業務では財産価値の保全が重視される結果これにインフレ・ヘッジの意味をもたせて優良普通株を保有しているためといわれている(生産性本部、前掲書、五一、二〇〇頁)。しかしこの国の大信託会社や個人信託部をもつ大商業銀行がいずれかの財閥資本の系列のなかにある事実からすれば、⁽¹¹⁾これらの個人信託部における巨額の株式保管が財閥支配体制の維持に重要な関連を有しているという推定はなりたつように思われる。なお地方債、連邦債保有は、信託財産の大きさからみてそれらが免税証券であることに関係があり、抵当貸は二〇年代以降農地抵当の減少が目立つ。

(10) ゴールドスミスの推計方法の説明は、非売品の別刷でなされていて入手しえない。しかし第一に、サンプル調査しかないところ(Willis and Chapman, *op. cit.*, p. 227; Smith, *ibid.*, p. 385) 資産総額を推計するにはかなり困難がある。第二に、前述のように、商業銀行の定期性預金との区別が不明確である。以上のような点は一応留保しておく必要がある。

(11) 例えば、アメリカで有数の大信託会社ギャランティ、バンカーズ、ニューヨークをはじめ多くの信託会社がモルガン系列のなかにあり(ロチェスター、前掲訳書、一五一、二九二―三、三〇三頁)、またエクイタブル信託会社(大戦前にはクレン・レープ系、二七年にチェイス・ナショナル銀行と合併)、タイトル・ギャランティ信託会社などがロックフェラーの系列下にあった(呉、前掲「一考察」、一五四―六、五八頁、ロチェスター、同書、三二七―三二二頁)。

こうしてその資産の運用の側面からみれば、個人信託は資本市場においてそれもとくに企業証券の発行、取引の動向に対して非常に大きな役割を果していたことは明らかであるが、ただその運用における一般的性格としては、ここではケース・バイケースで個々の委託者のもつ諸事情を無視するわけにはゆかず投資信託などと比較して機関投資家として自由裁量の余地はより狭く限られているといえよう。しかしさきにふれたように、その信託資金による株式保有が財閥グループによる企業支配の有力な手段として利用されていたとすれば、そうした一般論だけで片付けられなくなり、その老大な資産量は質的には何倍かされた重要な意義をもつことになる。しかし本稿では、上述した資料的制約もあるので、そのような側面には十分たちいって考察することはできなかつた。個人信託の内容のより詳しい検討と明確な位置づけのためには、さらに商業銀行との関連などの追求が具体的になされなければならない。

第四節 生命保険と貯蓄銀行

一、生命保険会社

1 貯蓄機関としての性格をもつ長期金融機関のなかで生命保険がしめる地位は、アメリカではイギリスとともに歴史的にみてかなり高い⁽¹⁾。いまその理由をたちいって明らかにすることはできないが、ただこの事実が、アメリカが

第6表 アメリカ、イギリス、ドイツの主要貯蓄機関の貯蓄
における生命保険の地位, 1920, 1938年

		アメリカ 1) (100万ドル)	イギリス 2) (100万ポンド)	ドイツ 3) (100万マルク)
生命保険 (A)	1920	7,650	730	6,300
	1938	28,780	1,700	6,170
その他三大 大貯蓄機関 (B)	1920	22,160	1,180	37,700
	1938	31,640	1,760	26,730
(A) (B) %	1920	34.5	61.9	16.7
	1938	90.9	96.9	23.1

1. 「その他三大機関」は、商業銀行（長期性預金）、相互貯蓄銀行、建築貸付組合
2. 「その他三大機関」は、ロンドン手形交換所加盟銀行、郵便局（全預金）、信託貯蓄銀行（普通預金＋特別投資部預金）。1920年の数字は1921年のもの。B.R.Mitchell & P. Deane, Abstract of British Historical Statistics, 1962, p. 448, 454.
☆ これら商業銀行の総預金中どれだけがいわゆる貯蓄性預金であるかは明確にはつかめない。ここでは通常21日の通知預金からなるとされている「預金およびその他勘定」をとった（つまり総預金から「当座勘定」を差引いたもの）。
3. 「その他三大機関」は、貯蓄銀行、産業組合、銀行（Banken, その貯蓄性預金）。1920年の数字は適当なものがなく、1913年のもの。1938年の単位はR.M., 楠見一正, 島本融『独逸金融組織論』有斐閣, 1935年91頁（1913年の数字）, Statistisches Handbuch von Deutschland 1928-44, S. 522, 524（1938年の数字）。

以上の比較は、生保の資産と他の金融機関の預金が比べられたり、また注の内容からもわかるように、かなり便宜的なものである。

後進資本主義国として出発したにもかかわ
らず、その発展の特殊性に規定されてこの
国の労働者の平均賃金水準が相対的に高か
ったこと、またアメリカの社会が歴史的に
「独立自営」の精神に支えられてこの未知
の大陸に移住してきた人々によって形成さ
れてきたこと、などと関係がありそうなこ
とはたしかである。(2)
保は、一九世紀半以降比較的短期間にめざ
ましい発展を遂げてきた。さてその具体的
考察にはいる前に、まず生命保険会社の金
融機関として特殊な性格を素描しておく必
要がある。

(1) きわめておおざっぱな比較であるが、
アメリカ、イギリス、ドイツにおける主要
な貯蓄性機関の貯蓄に占める生保の地位は

第6表のとおりである。こうした事態の理由づけは、他の諸機関の歴史的発展の事情とも関係するから一義的にはおこなえないが、イギリスの生保の地位が伝統的に高いのは、「世界の工場」として地位を基盤とするこの国の労働者の相対的高賃金水

準によるところが大きいとおもわれる。またアメリカのそれが両大戦間を通じてイギリスに接近したのは、やはりこの時期のアメリカの相対的「繁栄」を一つの重要な理由としていよう（後述）。

(2) この後者の点は、生保の契約金の支払いを可能にする貸金水準の問題と比較すればより消極的な理由であるが、旧来からの財産の蓄積や家族血縁、共同体的人間関係に依存することがほとんど期待できない移民民にとっては、将来の生活上の不安を近代的契約にもとづいて多人数で共同負担するという、生保に対する要請が強まることは推察できよう。

生命保険に集中される資金の大部分は保険料 (premium) によるものである。そしてその支払は高令化に起因する死亡率の増加とそれは伴う保険料の急速な逓増分を加入時にまでならして支払う平準保険式 (level premium plan) によっているため、生保会社には責任準備金 (reserve) として長期安定的に利用されうる資金が積立てられることとなる (以上、J・B・マクリン『生命保険』第七版、一九五一年、本城俊明訳、生保研究所、二二—二〇; TNEC, Monograph No. 28, pp. 179-81、参照)。これが生保の資金集中の基本的形態であり、ここにその資金の性格が一般の金融機関のそれとは著しく異った独得のものになる理由がある。第一に、この責任準備金は、少くとも契約加入時から平均寿命までの期間には特別の解約がない限り自由に運用しうる長期資金である。第二にそれは、たんなる一般的な余裕資金の貯蓄ではなく、資本主義社会における遺族の生活に関する保険を目的として積立てられるものであるから、極端に言えば借金をしてでも払込まれるような、したがって景気変動に対してもかなり非弾力的に対応する安定的性格をもっている⁽³⁾。第三に生保会社は、その資金の運用に対してそれほどその資金コストにしばられることがない。たしかに責任準備金積立の複利計算に用いられる「予定利率」は一応生保資金のコストをなすと考えられるが、これはきわめて硬直的な低率におさえられており、相互会社では通常かなり余分に徴収しておいて運用の結果収益が生じたばあいのみその一部を「配当」支払として事後的に調整すればよいのである⁽⁴⁾。もちろん後述するように著しく集中が進んでいると⁽⁵⁾

第7表 所得階層別生命保険および全社会的貯蓄額¹⁾
1935-36年²⁾

所得水準 (年収, ドル)	総家族, 独身 者中当水準の 所属者の比率	総生命保険貯蓄		各種総貯蓄	
		100万ドル	%	100万ドル	%
~ 500	17.0	39.5	2.5	-800	-13.4
500~ 750	14.6	47.0	3.0	-382	- 6.4
750~ 1,000	14.9	112.9	7.0	-254	- 4.3
1,000~ 1,250	12.7	114.1	7.2	- 97	- 1.6
1,250~ 1,500	9.5	137.9	8.7	95	1.6
1,500~ 2,000	13.1	271.3	17.2	441	7.4
2,000~ 5,000	13.4	650.6	41.1	2,250	37.5
5,000~ 20,000	2.1	190.5	11.9	2,370	39.7
20,000~	0.3	23.9	1.5	2,360	39.5
	100.0	1,587.7	100.0	5,983	100.0

1). 生命保険貯蓄は、Bureau of Labor Statistics and Bureau of Home Economics の未公表資料から、次のように算出されている。アメリカの地域社会を6つ類型に区分して加重平均的に階層別生保貯蓄率を出し、それをその地域の総所得にかける。こうして推定された総貯蓄額は実際のその1%以下の誤差にあったという。
各種総貯蓄は、National Resources Committees Consumer Expenditures, 1939, p. 48より。

2). 財政年度である。

出所. Paul Geren, The Contribution of Life Insurance to the Savings Stream, *The Journal of Political Economy*, Vol.LI, Fed. 1943, p.40. Table 3より。

はいえ、生保会社間の競争があつてまったく勝手な「配当」支払はできないが、加入者は利子、配当収入を直接の目的として積立金を払込むわけではないから、少くともその「配当」率の高さによって他の金融機関と競合するといふ面はあまりないといえるのである。

(3) 第7表は生保資金のそうした安定的性格の一端を示しているのであるが、一九三五—六年という特殊な時期を反映している面があるにしても、ともかく各種貯蓄総額がマイナス(借金)を示している

年収一、二五〇ドル以下の低所得層だけでも生保貯蓄の二割を占めているのである。ついでにいえば、貯蓄総額はその八〇%近くが五千ドル以上の所得層に属するが、生保では五千ドルまでで八五%以上の資金を貯蓄している。

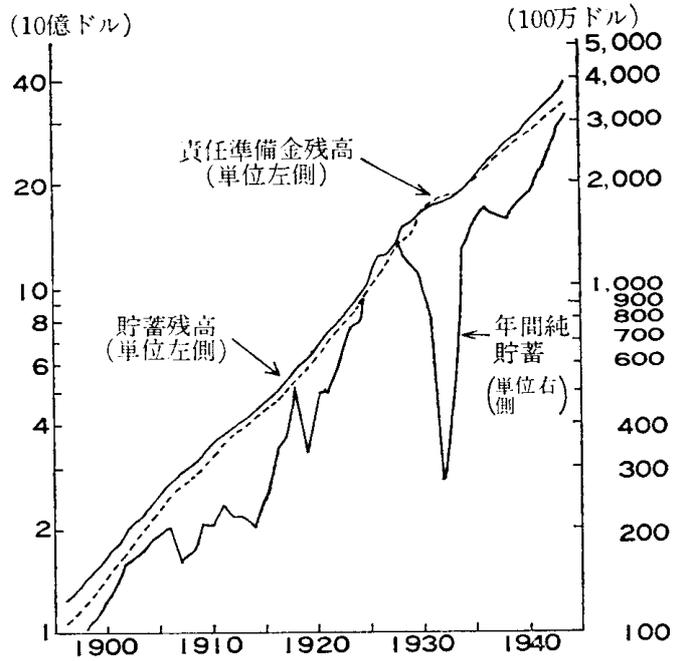
(4) 「予定利率」は保険料計算の基礎であるためこれを動かすと大変な手数料を要するという理由でめったに変更されない。それは四〇年代半頃まで三・二・五%、それ以降二・五%前後に引下げられた(マクリン、前掲訳書、一一九頁)。ところが生保会社が実際に獲得した平均利回りは、運用難に悩まされた三〇年代ですら主要二五社では最低三・五%であった(TNEC, Hearings, pt. 10, p. 81)。

(5) アメリカの生保契約高の九五%までは、保険料のうち一定量を準備として保持する法定責任準備会社(Legal reserve life insu. comp)がおこなっており、それはさらに相互、株式、混合という二つの会社形態に分かるが、そのうち相互方式(mutual plan)が支配的である。しかしこの相互方式のばあいにも後にみる相互貯蓄銀行のばあいと同様、結局その経営権は一部重役会メンバーに独占されている(以上、TNEC, Mono. No. 28- pp. 5-27. 参照)。

さてつぎに大戦までの生保の発展をみれば、一八五〇年代から南北戦争までは資産総額が二〇—三〇百万ドル程度であり、その資金運用は西漸運動を反映して不動産抵当貸付を中心にして拡大していた。そして、南北戦争以降は資産が一貫して急増し始め、他方その運用面では戦争、「大不況」と続いたために抵当貸付が減退して八〇年代まで公債それ以後は鉄道証券が着実に増大した(以上、Hist. Stat. of the U.S., pp. 675-6; Lester W. Zartman, The Investment of Insurance Companies 1907. Chap. II、参照)。こうした動向のなかでとくに九〇年代以後の鉄道証券の急増(一八八〇年には全資産中五・一%、九〇年二三・五%、一九〇〇年三一・三%—資料は第11表に同じ)は、この時期の投資銀行を中心とした金融グループによる鉄道業の集中と関連して重要であるが(呉、前掲「企業集中」(一)、ともかく一九二一年には商業銀行(貯蓄性預金)につぐ四十数億ドルの資産を保有し、全米社債現在額における機関保有のうちの三割弱、不動産抵当では二割弱を占める重要な貯蓄機関になっていた(Hist. Stat. ibid.; Goldsmith, op. cit., p. 195, 210, 224)。

なお生保のばあい商業銀行とは対照的に少数巨大会社への資産の集中度が高く、〇六年のアームストロング委員会報告によれば、その時点で一三八の法定準備生保会社の保有資産三〇億ドルのうち約一五億ドルはエクイタブル、ニ

第1図 生命保険会社の貯蓄, 1896-1945年



1). 責任準備金残高+運用収益
 出所. Andrew F. Brimmer, Life Insurance Companies in the Capital Market, 1962, p. 30, Chart II-2.

ニューヨーク、ミューチュアルの三大会社によって保有されていた (TNEC, Mono., No. 28, p.8)

(6) 資産の集中度が高い原因についてはなお研究を要するが、既述した商業銀行との違いについていえば、生保のばあい商業銀行のように全国的支店網の設置に対する厳しい規制がなかったことがあげられるであろう。なお、その後大戦を通じて上位数社間の順位は多少の変動と分散化がみられたが、三八年にはメトロポリタン、ブルーデンシヤルとさきの三社をあわせた最大五社で総資産の五四・二%をしめていた (TNEC, ibid.)。ところで、アームストロング調査の時点ではエクイタ

ブルはクーン・レープ商会、他の二社はモルガンと密接な関係にあったが、その直後エクイタブルもモルガン系に編入された (呉、前掲「一考察」、一五三―四頁)。そしてモルガン財閥は、大戦後さらにこの分野における勢力を拡張し、一般にはロックフェラー系とみられていたメトロポリタン、ブルーデンシヤルを含めた巨大九社に直接、間接に代表を送ってこれらをその資本系列内の一環に組込んできたが (TNEC, ibid., pp. 30-1, Diagram A.B; ロッキンガスター、前掲訳書、一六一―三、一九二―三―一頁参照) この巨大貯蓄機関を擁していることが、後述するように信託会社などとはまた違った意味で財閥支配の拡張にきわめて重要な意義を有していた。

2 第1図にみられるように、大戦中から二〇年代を通じて、各年の生保貯蓄額は戦後恐慌の軽い余波を受けたほかは直線的に急増した。そして三〇年代には従来のピーク二八年の一億数千万ドルから底の三二年の三千万ドル弱にまで急減したが、三四、五年には急テンポに回復して三六年以降は二八年を越える新しい水準で推移した。二〇年代

第8表 生命保険会社の収入および支出の各年推移, 1910-37年
(単位: 100万ドル)

	各種全収入(A)	保険料収入(B)	各種全支出(C)	純収入 ¹⁾ (A-C)
1910	781	593	540	241
1920	1,764	1,385	1,198	566
1925	3,018	2,384	1,936	1,086
1929	4,337	3,350	2,882	1,455
1932	4,653	3,504	3,998	655
1933	4,622	3,322	3,917	705
1934	4,786	3,521	3,662	1,124
1935	5,072	3,692	3,593	1,479
1936	5,180	3,683	3,518	1,662
1937	5,257	3,762	3,610	1,647

1). 年間純貯蓄額になる

出所. TNEC, Hearings, pt. 4, p. 1512, Exhibit No, 218より.

については、第二次大戦後の時期までをとってもその年間伸び率は最高を記録しているが、これは第一次大戦で急上昇した賃金水準がこの時期を通じてほぼ維持されたことが基本的な条件であるが、さらに一般的にこの時期の「繁栄」をもたらした種々の所得がある程度各階層にもたらされた結果であろう。三〇〜三三年の減少について注目すべきことは、第8表からわかるように年間保険料収入が三二〜三四年と停滞的であるとはいえ積極的に急減しているわけではないということである。そうした減少はその前後数年間に生保の各種支出額、とくに解約支出額 (surrender value paid) が、急増したことに起因していた (TNEC, Hearings, pt. 28, p.15493, Exhibit No. 225)。

そして一方でこうした解約がおこなわれながらその保険料収入については伸び率が停滞したにとどまったことは、この時期にもかなりの新規加入者があったという推定を可能にするのであるが、ともか

第9表 種類別生命保険契約在高, 1920-39年 (単位:10億ドル)

	普通生命および養老保険	簡易保険	団体保険	普通定期	総契約高
1920	30.9	7.2	1.6	2.5	42.3
1925	49.2	12.8	4.3	5.3	71.7
1930	72.4	18.3	9.9	7.3	107.9
1935	66.5	18.3	10.5	5.4	100.7
1939	73.2	21.1	14.0	5.6	114.0

出所. Commission on Money and Credit, Life Insurance Comp. as Financial Institution, p. 29, Table 2-5より.

く大恐慌期にあいつぐ銀行破産が大規模に進行しそのために他の貯蓄機関の資産が大巾に減少あるいは現状維持に終わっているこの時期に生保だけが積極的に資産を増加させていった事実は重要である。これはすでにみた生保の性格自身から生じてくることであるが、まず一般的にいえば、生保は解約をしない限り継続的に保険料を支払わざるをえないしくみになっていることの結果である。そのばあい特に大恐慌後の社会混乱の状態においては、他の貯蓄を引出しても保険料だけは支払う、あるいは保険にだけは新規に加入するといったケースも当然に出てきえたであろう。(7)

(7) そうしたばあい、生保も貯蓄機関として最低限の条件は満している。契約者にとって大きな損失になる解約以外に流動化の手段として保険証券担保貸付 (policy loan) があって、これが通常の時期でも生保資産の一〇%前後、三〇年代前半には一七―一八%に達している(第11表)。

さらに保険契約高の具体的内容をみれば、第9表のように、従来中心的位置を占めてきた「普通および養老保険」がかなり後退と停滞をつづけたのに対し団体保険 (group life insu.)⁽⁸⁾と簡易保険 (industrial life insu.)⁽⁹⁾が着実に全体の増分に寄与していることがわかる。このうち簡易保険に低所得者層の少額資金を集中したものであって、さきの社会不安の問題とある程度対応しているよう。こうして生保の貯蓄残高は、第1図のように、ほとんど中断なくまさ

第10表 主要貯蓄機関の資産 (単位:100万ドル)

	生命保険	商業銀行	相互貯蓄	建築貸付組合	政 & 府年 金 基金 信託	郵便貯金	合計 ¹⁾
1920	7,646	10,005	5,619	2,534	246	157	26,207
1925	12,166	15,884	7,913	5,509	830	132	42,434
1930	19,762	19,125	10,295	8,824	1,929	175	60,110
1935	24,210	12,357	11,173	5,884	3,208	1,205	58,099
1938	28,775	14,359	11,572	5,721	6,169	1,252	69,077

1). 1935~38年には上記項目以外に合衆国貯蓄債 (babybonds) を含む。出所。TNEC, Hearings, pt. 9, p. 4052 Exhibit No. 601より。

に高成長を遂げて三〇年に商業銀行の定期預金と並ぶ一九〇億ドル、三八年には二八〇億ドルと後者の二倍前後に達した(第10表)。

(8) 団体保険は、一雇用主が被用者を一括して割安に保険するもので、この時期には雇主と被用者の分担払込が普通であった(マクリン、邦訳前掲書、四三二―八頁。TNEC, Mono, No. 28, pp. 141-7, 177)。この発展は、雇主にとって労資協調や見舞金の節約に役立つという意味で一般的には理解できるが、何故この大量失業の時代に相対的に伸びたのかは明らかでない。

(9) これは三七年末で全生保契約者の八割位を占める多数小規模(平均保険額二百ドル)のもので、通常葬式代と考えられている。三六年の社会保障法はこれに一定の影響を与えると予想された(TNEC, ibid, pp. 177, 248-50; R. J. Myers, The Effect of the Social Security Act on the Life Insurance Needs of Labor, The Journ. of Polit. Eco., Vol. XLV, Oct. 1937, pp. 681-6)。

以上にみてきたような生保の資金の特殊な性格は、当然これの運用面にもあらわれてくる。まず運用の一般原則的なものとして、その対象に関してほとんど流動性を考慮する必要のない長期投資を選択しうるが、一種の信託機能を果す以上資産価値の維持保全には一応の慎重な考慮を払わざるをえない面がある。そしてそのことは、株式投資の制限などを中心とするかなり厳しい法規制を受けることにもなるのである。⁽¹⁰⁾ さて両大戦間の資産運用の特徴は第11表にみられるように、おおざっぱに言えば総抵当貸が二〇年代にほぼ一

貫して比重を増し三〇年代に後退したのに対して総有価証券がほぼこれと逆の推移をしたという点にある。むしろこれは相対的な割合の動きであって、絶対額をとれば二〇年代の総有価証券も全体としての資産が増加するという条件のもとで、三〇億ドル余増加して二倍になっている。

(10) 生保会社の投資規制については、州および時期によっても違っておりここで詳しく述べる余裕はないが、要するに株式、外国証券、製造業社債などの保有につきその全部または一部の規制がある。そして事実上株式保有は伝統的にネグリジブルであるが、これは必ずしも法規制のためだけといえず、その緩和傾向にもかかわらず株式が増大したという事実はない(以上、TNEC, Mono, No. 28, pp. 372-3; Brimmer, op. cit., Chap. III、参照)

そこでいまま少し詳しくそれぞれの内容について検討しよう。まず抵当貸はその資金の性格上一応生保に適した分野といえるが、六〇年には、「農抵地当」が「大不況」と一八九三年恐慌期の農業不況によって受けた打撃から十分回復していなかったため、「総抵当」の比重が大幅に後退している。しかし大戦とその直後、農産物の輸出ブームと地価上昇、都市の建築活動の停滞といった事情により「農地抵当」と「その他抵当」との関係は逆転しつつ抵当貸全体の比重を高めていった。そして戦後の建築ブームの過程で二三年には再度両者の転換が生じ以二九年まで「その後他抵当」が一方的に増大していったのであるが、ただそのさい「農地抵当」も農業不況下にもかかわらず二七年まで絶対額としては増加していった事実が注目される。⁽¹¹⁾三〇年代の抵当貸の急減は、この時期の農業と建築活動の推移から当然のことであって、その結果生保はかなりの不動産保有とその管理を強いられることになったが、このとき連邦土地銀行などの連邦機関が農地抵当の再金融をおこないかなりの役割を果たした。⁽¹²⁾

(11) この点については、農業不況に加えて、生保の農地抵当が北中部(コーン||肉)、南部(棉花)という当時の代表的不況作物生産地帯に多かったことを考えると「やゝ難解な点」が残るが、さしあたり馬場、前掲論文、一五四―七頁、参照。

第11表 主要生命保険会社（法定責任準備金会社）の資産構成，1906-39年¹⁾（単位：百万ドル，カッコ内%）

	抵当貸付			有価証券		不動産	保険証券貸	現金	その他	総計				
	農地 抵当	その他 抵当	総抵当	連邦債	2) 地方債						3) 鉄道 証券	4) 公益 事業証券 その他 証券	5) 総証券	
1906	269 (9.3)	552 (19.2)	821 (28.5)	3 (0.1)	104 (3.6)	1,002 (34.8)	134 (4.7)	195 (6.8)	1,438 (50.0)	156 (5.4)	255 (8.9)	65 (2.3)	143 (4.9)	2,924
1914	536 (11.7)	965 (21.1)	1,501 (32.8)	1 (0)	189 (4.1)	1,544 (33.7)	128 (2.8)	164 (3.6)	2,026 (44.2)	146 (3.2)	683 (14.9)	84 (1.8)	140 (3.1)	4,935
1920	1,086 (15.9)	1,121 (16.3)	2,207 (32.2)	772 (11.3)	289 (4.2)	1,794 (26.3)	203 (2.9)	250 (3.7)	3,308 (48.4)	137 (2.0)	820 (12.0)	81 (1.2)	281 (4.2)	7,320
1923	1,663 (18.9)	1,681 (19.0)	3,344 (37.9)	769 (8.8)	329 (3.7)	1,973 (22.4)	367 (4.2)	275 (3.1)	3,713 (42.2)	160 (1.8)	1,107 (12.6)	92 (1.0)	389 (4.5)	9,455
1927	1,983 (15.0)	3,702 (28.1)	5,685 (43.1)	441 (3.3)	356 (2.7)	2,564 (19.4)	1,076 (8.2)	550 (4.2)	4,987 (37.8)	255 (1.9)	1,590 (12.1)	109 (0.8)	19 (0.2)	14,392
1929	1,930 (12.0)	4,816 (30.0)	6,746 (42.0)	316 (2.0)	541 (3.4)	2,449 (17.7)	1,450 (9.0)	1,226 (5.1)	5,982 (37.2)	346 (2.2)	2,140 (13.3)	118 (0.8)	21 (0.1)	17,482
1933	1,501 (7.8)	4,741 (24.6)	6,242 (32.4)	805 (4.2)	809 (4.2)	2,889 (15.0)	1,828 (9.5)	1,037 (5.4)	7,368 (38.3)	1,102 (5.7)	3,420 (17.8)	416 (2.1)	11 (0.1)	20,896
1935	987 (4.6)	3,963 (18.6)	4,950 (23.2)	2,721 (12.7)	1,170 (5.5)	2,876 (13.4)	2,170 (10.1)	1,270 (6.0)	10,207 (47.7)	1,749 (8.2)	3,187 (14.9)	717 (3.6)	8 (0)	23,217
1939	786 (2.9)	4,342 (16.2)	5,128 (19.1)	4,908 (18.3)	1,707 (6.4)	3,033 (11.3)	3,696 (13.8)	2,169 (8.1)	15,513 (57.9)	1,931 (7.2)	2,929 (10.9)	830 (3.1)	3 (0)	29,150

- 1). 1906, 27~39年は主要49社, 1914, 20~23年は主要52社.
 - 2). States, Counties and Municipals.
 - 3). 1914, 20, 23年については「その他」に項目にも公益事業証券が含まれているものとおもわれる。
 - 4). カナダ, およびその他の外国債 (極少) を含む。
 - 5). premium notes and policy loans (保険料手形+保険証券担保貸付)。
 - 6). 総計は, 49~52社以外の全法定責任準備会社を含む。したがって他の諸項目の総和より大。ただし, 49~52社は常に全体の92~98%を占めている。
- 出所. 1906, 27~39年は Proceedings of the 33rd Annual Convention of the Association of Life Insurance Presidents, pp. 108~9. 1914, 20, 23は ibid, the 19th Annu. Conv., 1925, pp. 33-4より。

(12) 生保はいまや最大の農地所有者となったのであるが (TNEC, Hearings, pt. 28, p. 15506, Exhi. No. 2280) じつは農地の管理による収益率はきわめて悪く、三九年にはマイナス一・七%、最高の三六年で一・五七%であった (TNEC, Hearings, pt. 10, p. 189)。しかし、市街地不動産の方は悪くなく、三二～三八年で最低四・二五%、最高五・〇一%であった (TNEC, *ibid.*, p. 216)。連邦機関の役割については、連邦土地銀行 (Federal Land Bank) によって農地抵当の再金融のため三三年～三七年に約三億ドルが支出され (FLBの全再金融中二割)、かなりの程度まで債務不履行、抵当流れの発生を防止したといわれる (TNEC, *Mono.* No. 28, p. 347, Note 26)。なお、FLBについては、やはり小野、前掲「政府関係金融機関」をみよ。

有価証券の内容では、鉄道及び公益事業証券がそれぞれ特徴ある推移をみせている。まず連邦債についてみると、「戦勝公債」を発行した一九年および大規模の公債発行に転じた三四、五年以降の二つの時期に急増し、その他の時期ではその比重が減少しているなど公債政策ときわめて密着した動きを示している。こうして生保は政府の公債政策にとってもますます不可欠の要素となりつつあるが、政府の公債発行が不況期に要請されること、そして生保会社も同じ時期になお資金を増大させてその運用を求めるといふこととの関連で、両者の緊密化の傾向は、アメリカにおける国家独占資本主義の重要な一面を示しているといつてよいであろう。

(13) とくに三五年以降、商業銀行とその他の公債保有者が公債市場から引揚げたとき、生保はより積極的に進出した意義は大きい。他方このことは生保にとっても公債があらゆる投資機会の質を規制する究極の基準、つまり「残余投資」(residual investment)としての意味をもつようになり、公債利回りが種々の資産選択のさいのキイ・レイトになったといわれる (Brimmer, *ibid.*, p. 120)

つぎに鉄道証券と公益事業証券について目につくことは、八〇年代以降抵当貸について多く保有されていた。前者が二〇年代にいたって絶対額でこそ増加しつつも一貫して比重を低下させたのに対し、後者がちようど逆の推移をし

めしたことである。生保のばあいこれら保有証券の大部分は社債であるが、二〇年代には社債保有の過半はなお大衆投資家に属しており、生保保有が特に重要な意義をもつにいたったのは三〇年代である。⁽¹⁴⁾ というのは、投資銀行の節でみたように三〇年代においては資本市場はまったく沈滞したのであって、株式の発行は少くしかも公募された社債の半分以上が借換えという状態であったが、さらにある調査によればその九割近くが商業銀行、とくに生保などの機関投資家の保有するところとなっていたからである (TNEC, Hearings, pt. 24, pp. 12706-7, 13021-35)。しかしこの点についてもまえにある程度ふれたように、この時期においては、資本市場はたんに量的に縮小しただけでなくそれ自身質的な意味でその社会的機能を変化させていく傾向が明瞭に現われてくる。そしてそれは、生保が中心となっておこなう私募または直接発行 (private placement or direct issue) およびターム・ローン (term loan) という新しい企業金融方式の比重の顕著な増大という事態に象徴的に表われていたといえる。ターム・ローンについてはすでに前章で述べられているから (前掲、小野「短期金融機関」参照)、ここでは三二年〜三八年に生保がその総額の九割を占めている私募についてみよう (TNEC, Mono. 37, p. 64)

(14) いわゆる機関投資家の全国内社債保有に占めるウェイトは、二二年四六・一% (生保、九・一) 二九年五一・三% (同、一一) 三九年六四・六% (同、二四・七) さらに五二年には九三・六% (同、五八) と推移している (Goldsmith, op. cit., p. 224, Table, 54)

私募とは企業の証券発行を公開市場を通さずに直接機関投資家が保有するというかたちをとることをさす。この私募という方式の発展は直接には、企業の側では、三二年証券法によって公開発行のさいに義務づけられている対 SEC 登記書類作成のための費用、手数を節約しつつ出来るだけ低コストで低利借換えをおこなおうとし、他方生保としても過剰資金のより安全かつ有利な運用先を求めており、その両者の要請の一致に基づくものであった。⁽¹⁵⁾ しかしす

にみたごとく、公募された社債の最終保有者が結局生保等になっていたとすれば、私募の増大は、そうした産業金融における資本市場の意義が変化していたことの帰結にすぎない。そして、この時期においても資本市場を利用しうる巨大企業が借換えおよび一時的な資金調達さえも私募でおこなおうとする傾向にあったことは、この部面における資本市場の後退を決定的にしたといつてよい。もともと、三〇年代については、全企業証券発行額のうちで私募は末期において三分の一程度であつて、⁽¹⁶⁾なお支配的になつたとはいえないが、それが質的にまったく新しい要素であること、さらに第二次大戦後の時期に一層重要になつていくことを見通せば、きわめて注目すべき傾向といわねばならない。三二―三八年に生保が保有を増加した社債は約一八・五億ドルであるが、そのうち私募は平均三割弱、三八年には五割に達し、さらにそのなかでは公益事業証券だけで四割強を占めていた。⁽¹⁷⁾

(15) 既述のように三三年証券法が、公開市場において証券発行をおこなう企業に対してその発行内容をSECに登録するよう義務づけたことは、費用、手数がかかるだけでなく経営の内部を公表せねばならず、企業としてはこれをこのむところではなかつたし、さらに生保と直接取引をおこなえば確実な長期資金計画をたてうるといふ利点もあるので、それに傾斜していった。他方生保としても、貸付資金の用途、返済保証などの条件について公開市場のばあいにはできない規制を加えうるし、その利子率が相対的に市場利子率よりも高い点を考えれば、過剰資金の安全、有利なきわめて好ましい運用分野であつた (Brinner, *op. cit.*, pp. 198-202)。そしてさらに、そうした契機から重役派遣など一定の支配関係の確立におよぶケースもしばしばあり、こうして生保は、アメリカ的財閥支配体制においてある程度まで従来の投資銀行業に代る役割をうけもつことになつたといつてよい。そこでは、二〇年代までの投資銀行が引受、発行した証券の巨大保有機関として果たした重要な役割に、さらに積極的要素がつけ加えられたといえよう。ただ、いまや巨大産業企業の側では外部資金に対する依存が補足的な部分に限られている以上、どの機関がうけもつにしても、財閥支配関係の維持、拡張さらには財閥支配がアメリカ資本主義の蓄積過程に及ぼす影響の考察において、金融機関の機能をもつ意義をどこまで決定的なものとして評価できるか、ここでは問題として残さざるをえない。

(16) SECの調査によれば、三〇年代における全企業証券発行中私募の占める比重はつぎのようである。三四年―二三・二%、三五年―一六・六%、三六年―八・二%、三七年―一四・三%、三八年―三二・一%、三九年―三二・六%（ウォーターマン前掲訳書、八二頁）。

(17) 生保のおこなった私募の内訳を示せば、鉄道一億ドル弱、公益事業七・五億ドル弱、製造業、その他九・八億ドルであった。なお私募は巨大生保会社に集中されており、三八年のこの発行のうち約八七%は最大五社によっておこなわれていた。（TNEC, Mono. 28, p. 360）。

かくして、この時期以降のアメリカ資本主義における生保の位置づけをおこなえばつぎのようにいえよう。すなわち、生保は、さしあたり資本市場の社会的機能の変化とは直接関係なく、それ自身独自にアメリカで最大の巨大機関投資家に成長してきた。他方、この時期には巨大産業企業の側でも証券発行については基本的には確定利付証券しか出さなくなっていたから、資本市場における投資の主たる対象は確定利付証券となる以外になく、したがって大部分の投資家は実質的にも形式的にもレントナー化するほかはなくなっていた。そして既述した貯蓄機関としての生保の資産運用の性格は、そうした資本市場の実態によく適応しうるものであった。しかも生保は、たんに大口の社債保有機関であっただけではなく、私募という新しい証券発行の方式を通じてニューディール期以降の大企業の要請に自らの利害を一致させていたのであり、前述の公債保有における意義をも含めてこれらの点は、要するに生保が現代アメリカ資本主義に結果として最もよく適合した金融機関であることを示すものである。そしてこのような生保を中心とする長期金融市場の現象を「投資の機関化」(institutionalization of investment)と呼んでよいであろう。

二、貯蓄銀行

1 貯蓄銀行はもともと常識的な意味での貯蓄機関であるが、一九世紀初頭以来の古い歴史をもち、ニュー・イン

グラランドおよび東部の一七州にのみ存在する相互貯蓄銀行 (mutual savings bank) と比較的新しく西部で設立された株式貯蓄銀行 (stock s. b.) の二種類からなる。後者は西部のフロンティアが開けてゆく過程でより商業的動機から設立されたといわれ、数は前者を上回ったこともあるが資産額では二九年に前者を含めた総額の一割強にすぎなかった (Weldon Welling, *Savings Banking in N.Y. State, 1939, p.5*)。そこで以下では主として相互貯蓄銀行について述べよう。これが大西洋岸北部以外の地域で発展をみなかったのは、それが当初低所得層の貯蓄を援助する慈善機関として出発し、したがってかなり厳しい種々の法規制のもとにおかれたためもあって、保守的性格を帯び、このことが他の地域のもつ諸条件に適合せずむしろ商業銀行や建築貸付組合の進出を許すことになったためのものである。この銀行は労働者の少額貯蓄を安全に管理運用するという趣旨から預金に最高限が定められており、その発展は、小口預金を多数集めることによるほかはないから、そもそも密集した労働者が存在せずしかも絶えず拡張しつつあった農業地帯ではそのような資金をあつめうる可能性はなかったといつてよい。そうした制約のため、その資産は一九世紀の終りまで他のあらゆる銀行を上回っていたのが、二〇世紀に入ると国法銀行に追越されることになった (Welling, *ibid.*, p. 35) その預金は、規則では三〇—六〇日の予告を必要とする通知預金とされているが、実際にはいまみたような他機関との競争上要求払になっており、大都市では商工業の一次的遊休資金もかなり預金されていたといふ⁽²⁰⁾ (ibid., p. 21)。こうして、二〇年には五六億ドルの資産を保有し商銀、生保につぐ地位を占めていた。

(18) これらの規制は州法によるが、ニューヨークのそれをみれば、銀行を管理するトラスティーの銀行支配排除、資産運用利益の預金者への分配(預金への振込み)の確保、預金者保護のための投資規制が主なものである (Welling, *ibid.*, p. 6, 20 参照)。ただ銀行支配の排除は生保と同様有名無実であったといつてよい。そして本項では具体的にふれる余裕はないが、大相互貯蓄

銀行が規模と重要性において生保とは較べものにならないにしても、やはり財閥資本の系列下において同様の役割を果していた。投資規制については、生保、商銀よりゆるく、建築貸付組合よりきつかったといえよう（以上、Steiner, op. cit., pp. 438-40; Commission on Money and Credit, Mutual Savings Banking, 1962, pp. 103-7 参照）。

(19) ニューヨークでは二六年に五千ドルであった。これは大口預金が一度に引出されることの防止であるが、同時に免税対策という意味もあった (Steiner, *ibid.*, p. 435; Welfling, *ibid.*, p. 4)。

(20) そうした事情もあって、ニューヨークには相互貯蓄全資産の約半分が集中しており、二人に一人の割合で相互貯蓄銀行に預金口座をもっている勘定になるといふ (Welfling, *ibid.*, p. 5)。

この銀行の資産運用は、やはり前述の投資規制により一定範囲の確定利付証券と抵当貸にしばられた。大戦までの傾向をみれば、二〇世紀の初めに貸付と証券保有とがほぼ半々の割合になっており、それぞれ抵当貸と地方債とが中心をなしている（第12表）。抵当貸の大部分は、生命保険とは対照的に、市街地住宅金融であり、この分野では大戦直前まで他をかなりリードしていた (Goldsmith, *Financial Intermediaries*, op. cit., p. 467)。地方債が伝統的に多いのは、貯蓄銀行が典型的な地方的機関であること、また州法による投資規制が結局はそうした方向に導いたことによる (Steiner, op. cit., p. 440)。ところが一三年にはその他証券がこれをやや上回ることになり（鉄道証券が中心）、他方では抵当貸が著しく伸びてこの銀行の資産運用の特徴をなすものになった。

2 兩大戦間の相互貯蓄銀行の資産は、二〇年代にかなり急テンポで増大して二倍弱の一〇〇億ドル前後に達したあと、三〇年代にはやや上向きの横ばいであった。この銀行のばあい、運用利益の大部分は預金の額にに応じて「配当」(dividends)として預金者の勘定に振込まれるので、二〇年代のように利益の多い時期には実際になされた預金額をはるかに上回って資産が増加するし、三〇年代のように預金引出しが巨額にのぼった時期でもこれがある程度相殺

されたといえる (Welling, *ibid.*, pp. 52, 163-4。参照)。とはいえ、三〇年代にみられる貯蓄銀行資産額の相対的安定性はここに集る資金が上述したように主として勤労大衆の零細な預金からなるということによるところが大きいのであって、そのことが逆に二〇年代において建築貸付組合よりも伸び率が低いというかたちで現われている(第10表)。

他方、その資産運用は、第12表にみるとおり、依然として抵当貸を中心としていた。それは二〇年代には建築ブームを反映して二九年までに五十数億ドルと総資産の五割を越えたあと、三〇年代には当然減少したが、生保の抵当貸ほど急速ではない。かなりの不動産保有を増加させつつも(「その他」に含まれている)、三九年で総資産の約四割を占めていた。これは農地抵当を多く抱えていた生保と住宅金融が八割を占めるこの銀行との相違によるものである。ところでこの住宅金融の分野では建築貸付組合が二〇年代には大規模に貯蓄銀行を上回って拡大し三〇年には再び後退するという特色ある動きをみせてからんでくる(第15表)。ただこの両者は住宅金融の分野で必ずしも全面的に競合したわけではなく部分的には分業関係をなしている。すなわち、貸付組合がもっぱら一〜四家族用住宅を対象を限定してこの分野の抵当貸総額の $\frac{3}{4}$ を占めているのに対して、貯蓄銀行の方は住宅抵当の五割弱を多家族用建築物 (multi-family structures) に振りむけてその $\frac{3}{4}$ を占めているという具合である (Leo Grebler and others, *Capital Formation in Residential Real Estate*, NBER, 1956. pp. 477-80, Table N-5, N-7。参照)。⁽²¹⁾ *ibid.*にも相互貯蓄の特定地域集中が反映されていたといつてよい。

(21) 都市の住宅金融に適していたといっても、ニュー・イングランドのような古い地域ではその機会が少く、その相互貯蓄はニューヨークの不動産抵当社会 (mortgage comp.) を介してこれの保証するニューヨーク市の抵当金融をおこなっていたと云ふ (Welling, *ibid.*, p. 49)

第12表 相互貯蓄銀行の資産構成, 1906-39年

(単位:百ドル)

	貸 付			有 価 証 券				現金	その他	総計
	抵当貸	その他	合計	1)			合計			
				連邦債	地方債	その他				
1906	1,228	229	1,457	19	698	827	1,544	136	94	3,231
1913	1,847	221	2,062	13	832	999	1,844	183	75	4,170
1920	2,423	345	2,768	856	688	1,213	2,757	222	93	5,840
1925	4,101	241	4,342	1,019	754	1,525	3,298	241	144	8,025
1930	5,713	274	5,987	569	970	2,424	3,963	337	253	10,540
1933	5,551	118	5,669	839	904	2,324	4,067	463	559	10,758
1935	5,085	89	5,174	1,787	827	2,000	4,614	536	849	11,173
1939	4,836	89	4,925	3,102	620	1,571	5,293	814	820	11,852

両大戦間期におけるアメリカの長期金融機関

1). states and locals.

2). 第10表の相互貯蓄の頃とは必ずしも正確には一致せず.

出所. Raymond W. Goldsmith, A Study of Saving in the U.S., 1955, Vol. I, p. 415より.

つぎに有価証券への運用をみれば、地方債の停滞とその他証券の増大傾向、そして連邦債については生保の運用内容とほぼ同じ推移が目につく。地方債の停滞は、より有利な住宅金融の市場が活発化したことによるが、さらに前述したように、この銀行には生保と同様この免税証券は無意味であることが相対的に消極化させる一因となった⁽²²⁾ (Welling, *ibid.*, p.36; C.M.C., *op. cit.*, p. 120)。その他証券では鉄道証券が多いが、三〇年代に半減して増加傾向にある公益事業証券（二八年に規制緩和）にかなり接近する (Goldsmith, *op. cit.*, Table A-5)。連邦債の保有の増減は、規模は異なるがほぼ生保と同じ性格のものとみられる。ただいずれにせよ、その資金の性格と地域性からみて生保のように発展する機関とはいえない。なお、大恐慌への一連の対応措置として、貯蓄銀行にも諸立法および制度が適用されたが、その安定性からいってここではたいした意味はもたなかった。⁽²³⁾

(22) むしろ貯蓄銀行がおこなった抵当貸の多くは、商業銀行やその他個人などが連邦所得税との関係で免税証券の買増と入れかえに手離した抵当貸の再金融であったという (Welling, *ibid.*, p. 59)。

(23) 三三年九月に組織された貯蓄銀行信託会社 (S. B. Trust Comp.) および機関保全会社 (Institutional Security Corp.) がその主なるものであり、前者は貯蓄銀行に債券担保で現金貸付 (後に預金保険も) を、後者は抵当の再金融をおこなうことを目的としていた。そして R.F.C. は制度上は一応一部出資や抵当貸の再金融といったかたちでこれら機関に關係するたてまえになつていた (以上 Welling, *ibid.*, pp. 137-147; Steiner, *op. cit.*, pp. 446-7 参照)。

第五節 建築貯蓄貸付組合

1 この機関は、一九世紀三〇年代にまったく少数有志の建築資金を相互に融通し合う協同組合的なものとして出た。そしてこの組合のその後の發展は、有期方式 (terminating plan)、連続方式 (serial plan)、常置方式 (permanent plan)、の組合方式と密接に關連しながら展開されたのであるが、それはまた、組合が直接住宅建築をおこなう少数者による一回限りの集りから、次第に建築そのものはおこなわない組合員の資金をも動員する組織的、恒常的な住宅金融機関に發展してゆく過程であつたといつてよい。⁽¹⁾

(1) ここで各方式を簡単にみよう。最初の方式は一方で全組合員が同額の出資分 (share of stock) を何回かにわたって支払い、他方一定の順位をもうけて組合員の間で建築資金を受取つてゆく。全ての組合員が目的を達成した時組合は解散する。そして途中で加入するばあいは初回から逆算して一挙に多額を支払わねばならないが、住宅資金の組織的な調達に対する需要が高まってくるに従い、特定の組織者がいくつかの組合を連続して運営し加入を容易にするという第二の方式が八〇年代に一般化し始める。この方式では、通常半年毎に次のシリーズが発し、各シリーズに一定数の組合員が集る限り半永久的な経営体として運営されてゆくことになり、組合員の内部にその組合の運営に常時責任をもつて従事する管理者とたんに多くのシリー

ズの一つに応募したにすぎない一出資者への分化が進行する。こうした実態が七〇〜八〇年代につきの常置方式 (Dayton plan も含む) を生み出したのであった。これはいつでも逆算払いなしに加入でき、加入後も好きな時都合のよい額だけ払込み、さらに損失なしの引出し (組合からの脱退) も可能という、普通の貯蓄機関にきわめて接近してきているといえるのである。もっとも、二五年には組合数としてはシリアルがなお七割近くを占めているが、しかし全ての大組織ではパーマネントが採用されていたといわれる (以上、Robert Riegel, *The Building and Loan Association, 1927*, pp. 58; Steiner, *op. cit.*, pp. 509-10 参照)。

そこでここではパーマネント・プランを中心にこの機関の性格をいま少しみておこう。この機関の資金は基本的には組合員の出資持分からなるが、その契約持分はさしあたり各組合員の予定必要資金額によって決められ、この持分 (単位価額は通常二〇〇ドル) が満期に達するまで (契約購入数全部が支払われるまで) 随時都合のつく額が払込まれることになる。そしてその途中で抵当金融を受けたばあい (通常契約価額をその最高額としている) 既払込分を差引いた残額の返済がそれ以降賦払い方式でなされる。ここで注目されるのは、とくにパーマネントになると、さらに通常の賦払出資者 (installment shareholder) よりも一〇%程度低い「配当」を得る預金組合員 (deposit member) が募られるようになり、また出資持分所有者 (shareholder or stockholder) のうちには組合の支払う高「配当」の受取のみを目的とするメンバーが含まれるようになっていたことであって、これらがこの機関の資金増大に寄与するところ大であったといわれている。そして他方において住宅資金の需要者が借入と組合加入の申込を同時におこなうというケースもありうる点を考えると (以上、Riegel, *ibid.*, pp. 24, 31-2, 110; Steiner, *ibid.*, pp. 509-10) そこには貸手と借手が分離され、組合が事実上の経営者のもとに貯蓄銀行化した実態がみられる。しかしたんなる貯蓄銀行になってしまったわけではない。それとの相違は第一に、この機関から住宅金融を受けるためにはともかく組合員になって出資持分の払込みをせねば

ならない。逆にいえば組合員になりさえすれば容易に借りられることが、住宅建築の発展がみられる時期にその資金的基盤をも拡大する方向に働く。第二に、事実上即時引出しということがおこなわれていたとはいえ、一応たんなる預金ではなくもっぱら住宅建築資金として集中されているため、同じく住宅抵当のうちでも長期高利率の一〇四家族用住宅貸付に運用対象を限定しうるし、それがまた高配当を可能にしてより多くの資金を吸収することになる⁽²⁾。さらにつけ加えておけば、建築貸付組合はほぼ人口の分布度に依じて比較的全国に分散された組織であり、また不動産取引はその性格上どうしても専門的サービスを必要とするため、この地域的に限られた市場で貸付利率の高さによるよりもサーヴィス・ベースの競争をおこなうという(C.M.C. ibid. p. 51)。こうしてこの組合は、一面ではたんなる貯蓄機関に転化したつつ他面ではなお住宅建築の推移とともに運動するという独自の性格をもつのである。そして大戦前には住宅抵当の分野で相互貯蓄に次ぎこれに接近した地位を占めていた(第13表、一二三頁)。

(2) 貸付組合のばあい、抵当価値の評価額に対する貸付率、貸付期間などについて法規制がゆるく、その点もこうした運用を可能にした(C. M. C., *Savings and Loan Business*, 1962, p. 52)。二〇年代の一―四家族用住宅では、実際の貸付期間の平均は、組合が一―年前後(利率六・八一七・三%)、商業銀行が三年前後(五・九一六・二%)、生保が六年前後(五・八一六・二%)となっており、これを反映して「配当」率も他機関より高かったといわれる(Grebler, op. cit., pp. 228, 234, Table 64, 67)

(3) 貸付組合が相対的に分散しているといっても、三〇年代初めには東部、中部に集中しペンシルバニア、ニュージャージーオハイオの三州で総資産の三分の一以上を占めていた(Steiner, ibid., p. 508)。

2 さて以上にみてきたような性格からして、この機関が二〇年代に急激な発展をみせ、三〇年代には逆に大きへ後退した事情は容易にうなずけるであろう。いまその資産の推移を主要貯蓄機関との比較で見れば、二〇―二九年では、他の機関も大きく伸びたなかでさらに目だった伸び率を示し、一挙に相互貯蓄銀行に接近する大機関になったが

第13表 建築貸付組合の負債構成, 1906-39年 (単位:百万ドル)

	組合員 ¹⁾ 出資金	借入金	剰余金、 未分配利潤	政 府 出資金	FHLB 貸 付	その他	相殺さるべ き出資金 ²⁾	合 計
1906	494	9	36	—	—	27	107	673
1913	904	15	91	—	—	35	204	1,249
1920	1,820	55	168	—	—	69	408	2,520
1925	4,014	117	351	—	—	146	881	5,509
1930	6,583	123	636	—	—	129	1,358	8,829
1935	4,306	65	498	71	103	177	655	5,875
1939	4,060	43	470	250	182	199	320	5,524

1). private repurchasable shares.

2). mortgage pledged shares. 組合員の出資金の一部をなすが、すでに同組合員への貸付に充当されている。

出所. Goldsmith, A Study, op. cit., p. 441より.

第14表 建築貸付組合の資産構成, 1906-39年 (単位:百万ドル)

	抵当 貸付	債 券		1) シェア ローン	不動産	現金	FHLB 株 式	その他	2) 相 殺 さるべ き 抵 当 貸		総計
		連邦債	合計								
1906	487	—	2	26	16	22	—	13	107	673	
1913	930	—	3	44	16	31	—	21	204	1,249	
1920	1,860	47	51	76	15	63	—	47	408	2,520	
1925	4,204	—	12	171	11	127	—	103	881	5,509	
1930	6,402	13	44	327	238	203	—	257	1,358	8,829	
1935	3,292	204	235	89	1,163	185	24	232	655	5,875	
1939	3,757	100	111	59	681	267	41	288	320	5,524	

1). share loans. 出資分を表わす share を担保とする貸付.

2). mortgage loans offset. 負債勘定の mortgage pledged shares に対応する。第13表 注2)を参照。

出所. Goldsmith, ibid., p. 436より.

第15表 主要機関による住宅抵当貸付¹⁾, 1906-39年 (単位:百万ドル)

	相互貯蓄	建築貸付組	商業銀行	生命保険	その他機関	全機関	個人	総計
1906	885	485	328	287	107	2,092	1,584	3,676
1913	1,331	930	493	499	169	3,422	1,907	5,329
1920	1,782	1,860	800	558	274	5,274	3,846	9,120
1925	3,037	3,994	1,858	1,408	465	10,762	6,469	17,231
1930	4,388	6,149	2,844	2,878	721	17,020	10,629	27,649
1935	3,984	3,301	2,225	2,200	3,517	15,227	6,984	22,211
1939	3,875	3,748	2,719	2,557	2,685	15,584	7,156	22,740

1). 不動産債券 (real estate bonds) を除く。

出所. Leo Grebler (and others), Capital Formation in Residential Real Estate, NBER, 1956, pp.468-9, Table N-2より。

三〇年代には再び後者の半分程度に大きく後退してしまった(第15表、一四四頁)。

そこで第13表で組合の負債内容をみれば、いうまでもなく負債内容の大部分に組合員の出資金 (private repurchasable shares) と「相殺さるべき出資金」(mortgage pledged shares) (第13表、注②参照) からなっている。そのほかはあまり重要ではないが、借入金 は約手などによる銀行借入、「その他」にはたんなる預金も含まれていよう。つぎに第14表でその運用資産の内容をみれば、二〇年代には抵当貸付が常に九割前後を占め、ほかはほとんど問題にならなかったが、三〇年代になると、資産総額が減少するなかで抵当貸は一層急速に縮小し、当然の結果として保有不動産が増加した。ところでこの建築貸付組合の住宅抵当貸付を他の重要な機関のそれと対比してみれば、第15表にみられるように、二〇年には相互貯蓄銀行をやや上回りさらに二九年までに住宅金融全体に占めるウェイトも四分の一近くに達してこの分野での中心的機関になった。そして前述のように、その貸付の大部分は小家族用住宅に限られており、これはその地方的性格とも関連してこの機関

の一特色をなしていた。

建築貸付組合に対しては、ニュー・デールの過程で農業について種々の対策がとられた。ここでは詳しくはふれないが、この組合が三〇年代の建築活動の減退のなかで被った多くの困難の軽減せしめることの必要性、さらに景気回復に果す住宅建築の重要性の認識といったことがこれら対策を実施せしめた理由としてあげられよう。もっとも当時は建築資金需要そのものが停滞していたから、政策融資が住宅金融を積極的に拡大させえなかったのは当然であるが、しかし不動産管理による収入をも含めて組合の損失が比較的少なかった点を考えると、それらの対策が機関救済という意味では一定の役割を果たしたといえよう⁽⁴⁾（以上、Welfing, op. cit., pp. 183-91; C.M.C., op. cit., p. 78¹ 参照）。

(4) 大恐慌後組合が当面した困難はいうまでもなく債務不履行、抵当流れの問題であったが、小家族用住宅中心のこの機関の被害は比較的軽度であり、また相互貯蓄のばあいと同様保有不動産による賃貸収入が得られ、結局ほぼ帳簿価格で再販売されたという (C.M.C., *ibid.*, pp. 6-7)。

〔付記〕

本稿の作成については、共同研究のメンバーである諸先生方や諸先輩から多くの示唆を得ているが、とくに加藤俊彦、戸原四郎の両先生からは技術上の問題にいたるまでこと細かなご教示をいただいた。記して感謝の言葉に代えるしだいである。