

# アメリカにおける第1次・第2次 M&A ブームの特色と投資銀行

浦野倫平

- I はじめに
- II 第1次 M&A ブーム (1897~1904)
- III 第2次 M&A ブーム (1925~1929)
- IV 巨大利益集団の誕生
- V おわりに代えて

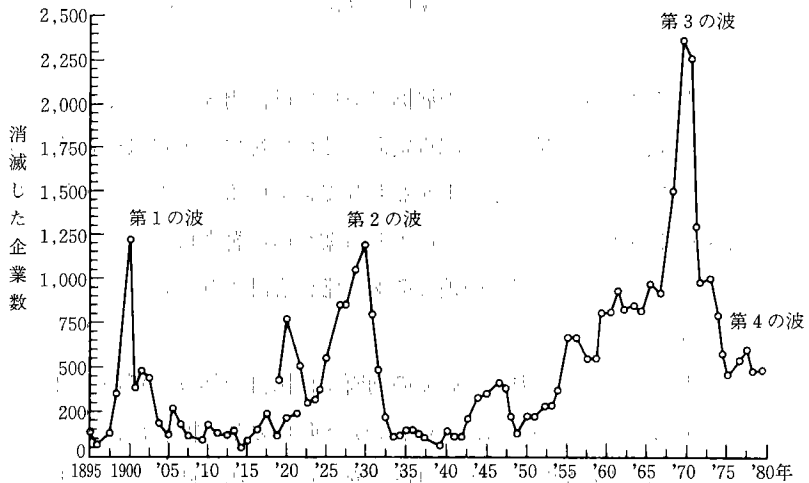
## I はじめに

アメリカにおける会社支配論の展開においては、周知のごとくバーリ・ミーンズを代表とする経営者支配肯定派、それに対する否定派それぞれの立場から、まさにさまざまな主張がなされてきている。しかし、ひとつ全体に共通していえることは、銀行による産業への影響力についてはこれを無視することはできず、程度の差こそあれ常に意識されてきているということである。

かかる銀行による影響力についての判断には困難が伴う。だが、例えば M&A といった会社の命運を左右するような重要案件が提示されたケースにおいてその影響力が顕在化する可能性が高い。その意味で、アメリカにおける産業と銀行の関係を考察する際には、アメリカで歴史的に展開された M&A 運動における両者の対応を考察することは不可欠であると考えられる。

ところで周知のように、アメリカは歴史的にこれまで4回のM&Aブームを経験してきている。1897年から1904年に至る第1次ブーム、1925年から1929年までの第2次ブーム、1966年から1968年までの第3次ブーム、そして1974年から1989年まで見られた第4次ブームがそれである。(第1図、参照)通常、これらのM&Aブームは一括して概観される場合が多い。しかし、第1次ブームと第2次ブームとの間が21年、第3次ブームと第4次ブームとの間がわずか6年であるのに対して、第2次ブームと第3次ブームとの間は実に37年もの長い空白期間がある。さらに、アメリカにおける株式所有構造を見れば明らかなように、1950年代を境にそれ以前が個人所有の段階、1950年代以降が機関所有の段階と二つに大別することができる<sup>1</sup>。したがって、株式所有構造として個人所有の段階

第1図 アメリカにおけるM&amp;Aブーム



出所: John J. Clark, *Business Merger and Acquisition Strategies*, Prentice-Hall, 1985, p. 29.

1 アメリカ株式会社支配論の展開について包括的に整理された正木教授は、会社支配論の歴史的展開を個人所有の段階の会社支配論、機関所有の段階の会社

で発生した第1次、第2次 M&A ブームと、機関所有の段階となって、しかも第2次ブーム終焉後37年という空白期間をもって発生した第3次、そして第4次 M&A ブームとの間には異なる局面があるものと考えられる。

本稿では、その前半部分、すなわち株式所有で個人所有段階とされるなかで発生した第1次、第2次 M&A ブームに着目し、そこでのアメリカ産業と銀行の対応を考察しつつ、両者の関係を整理してみたい。論の進め方としては、まず、第1次 M&A ブームが発生する前の1870年代から第2次 M&A ブームが終焉する1929年までの産業および銀行の動向について、歴史的流れに沿って把握し、次いでかかる時代における産業と銀行との関係について分析していくことにする。

もとより、ここでは銀行の影響力行使の可能性についての精緻な分析を行い、会社支配論に真正面から取り組むことはしない。ただ、アメリカの第1次、第2次 M&A ブームの特色と、産業資本の M&A 展開に乗じて銀行がいかに産業に接近して行ったのかを明らかにすることに焦点をしばらくしたい。

## Ⅱ 第1次 M&A ブーム（1897～1904）

### 1 第1次 M&A ブーム前夜におけるアメリカ産業資本の動向

1870年代のアメリカ産業は、自由競争という前提のもと、M&A を含めた激しい企業間競争を展開していたが、競争も価格競争の段階に達し、持続的な価格低下という悪循環に陥っていた。それに加えて、1873年恐慌とそれにつづく長期不況は企業業績を悪化させる方向に作用し、会社の存

---

∨ 支配論と大きく二つに分けている。（正木久司『株式会社支配論の展開（アメリカ編）』文眞堂，1983年，参照。）

続さえもが危ぶまれるという状況であった。このような事態を打開するために各企業は、価格統制と生産制限のための方策を模索し、それぞれに対策を編み出していった。

そのはじめがカルテルであった。各種産業ごとに全国的連合体を結成し、カルテル協定により価格を維持し、生産量を各企業に割り当てることによって生産量を統制しようとしたのである。しかし、この試みは失敗に終わることの方が多かった。というのもカルテルはあくまで自主的な協定であり法的拘束力は何ら持たなかったため、いったん決めた協定を守らない企業が続出したのである。このままではカルテルの意味は霧散し、企業は再び際限のない価格競争に埋没せざるをえない状況となった。

このようなカルテルの欠点を補い、より強力な価格統制と生産制限を達成するために編み出された対策がトラストであった。別名、証券トラストともいわれるが、これは、トラストに参加する諸企業がその議決権付株式を1グループの受託者(トラステイヤー)に預託し、その代わりに、その企業財産の評価額に相当するトラスト証書を受け取るという、より強固な拘束力を持つものであった。それは同時にごく少数者の手中に意思決定権を集中させる新しい方法でもあった。

かかるトラストの先駆けが、1882年に結成されたスタンダード・オイル・トラストであった。このスタンダード・オイル・トラストの創設にあたって中心的役割を果たしたのが、のちにJ. P. モルガンと並んで一大利益集団を形成することになる石油王のジョン・D・ロックフェラーである。この石油トラストを通じ、ロックフェラーはアメリカ全土の精油能力の9割以上を集中し支配するに至った<sup>2</sup>。その後アメリカでは、石油トラス

2 「南北戦争に乗じて農産物の取引で若干の資金を得たロックフェラーはクリーブランドで石油精製業者として振り出した。彼は精油と輸送とを支配する者は生産者と消費者をふたつながら支配し得、かつ需要供給の如何にかかわらず石油の価格を決定し得、したがって、かようにして獲得し得た莫大なる利潤を

トの成功をきっかけとして、1894年に綿実油トラスト、1895年に亜麻仁油トラスト、1897年にはウイスキー・トラスト、砂糖トラスト、鉛トラスト等のトラストが続々登場し、アメリカ産業界はトラスト時代を迎えたのである。

## 2 トラストから持株会社へ

ところが、産業界の競争排除を目的としたトラスト形成は、利益を独占するもの、あるいはアメリカ社会の伝統である営業の自由を妨げるものとして世論の大きな批判が集中するところとなった。こうした世論にこたえてアメリカ政府は、1890年にトラスト禁止を盛り込んだ反トラスト法（シャーマン法）を成立させた。政府は同法によって競争排除に歯止めをかけようとしたのである。

しかし、このシャーマン法によって競争排除に歯止めがかかることはなかった。というのも、1890年にシャーマン法が制定される前年、つまり1889年にニュージャージー州において一般会社法が改正され、ある会社が他の会社の株式を所有することが可能となっていた。これは事実上、持株会社の設立が容認されたのと同じことであった。そこで、これまでトラストであったものは、次々とトラストから持株会社へと改組されていった。トラストも持株会社も競争排除・利益確保という機能はほとんど変わらない。この事実から分かることは、アメリカ産業界には依然として競争排除を望

---

通じて、それによって石油組織全体の管理権を獲得すべき準備金を蓄積し得ることを看破したのである。種々の計画の後、彼は、幾多の精油業者やパイプラインの持主を集め、彼らの存在をそのまま旧のままにとめおいて、これらの会社は一切の経営管理権を、ロックフェラーを中心とする9人の受託者（トラステイ）からなる一の団体に委ねさせた。この管理委託に対し、これら9人のトラステイは旧の所有者に信託証券を発行した。こうして、世界最初の大トラストが創設された。」（有澤廣巳・脇村義太郎・鈴木鴻一郎『カルテル・トラスト・コンチェルン』お茶の水書房、1977年、159ページ。）のである。こうした発想はもはや産業者というよりも金融の策士と呼ぶほうがふさわしい。

む傾向があったということである。

このような産業界の要望に応えたのが、J. P. モルガン商会に代表される投資銀行 (investment banker)<sup>3</sup> であった。トラストから持株会社へと移行するには、これまでトラスト参加会社との間で議決権株式とトラスト証券を交換していたものを、トラスト証券をいったん回収し、それに代えて持株会社証券を交付しなければならない。そのためには、まず持株会社を設立し、次いでトラスト証券の価値に見合う持株会社証券を発行する必要がある。かかる証券の発行量は大規模なものとなるのは想像に難くない。こうしたトラストに代わる持株会社の設立、さらには持株会社証券の新規発行に深く関与してきたのが投資銀行だったのである。

### 3 水平的統合 (新設合併) へ

トラストから持株会社への移行の過程で、産業と深くかかわるようになった投資銀行は、次いで M&A の場面で主導的立場にたつようになる。例えば、J. P. モルガンは、1900 年恐慌をきっかけとして再び激しい競争が始まろうとしていた鉄鋼業界において、1901 年、当時全米最強の鉄鋼会社カーネギー・スチール社を含めた大規模な水平的統合を実現させ、資本金 14 億ドルの独占的な巨大企業である U. S. スチール社 (現 USX 社) を誕生させた。また、苦況に陥っていた鉄道業界においても、鉄道会社の整理・統合の過程で主導的な役割を果たし、数々の水平的統合を実現させている。こうして、1897 年から 1904 年にかけて、アメリカ産業界におい

3 当時のアメリカの銀行は大きく 2 つに分けられる。国法銀行法にしたがって設立され、健全な商業銀行として発展するように業務を厳しく制限された国法銀行と国法銀行法の枠外にありながら、事実上の銀行業務を行なう個人銀行がそれである。投資銀行とはこのうちの後者にあたる。個人銀行は証券引受業務 (アンダーライティング) を通じて、アメリカの巨大企業成立に大きな役割を果たしたことから、別名、投資銀行と称されるようになったのである。(小林袈裟治・米川伸一・福應健編『西洋経済史を学ぶ (下)』有斐閣、1982 年、198 ページ、参照。)

て競争排除、独占的な巨大企業への転換をめざした水平的統合（新設合併）ブームとして特徴づけられる第1次 M&A ブームが巻き起こったのである。ブームは投資銀行の存在によって作り出されたともいえるであろう。もちろん、例えば、1890年に誕生したアメリカン・タバコ社のように「産業資本家自身のイニシアティブによって主導され、それに企業プロモーター、投資銀行などが手数料ベースで部分的に協力するという形<sup>4</sup>」の水平的統合も多数見られた。しかし、それでも投資銀行の積極的な行動がブームといえるまでに M&A 活動を活発化させたという側面は見逃せないのである。

ここで、水平的統合（新設合併）を中心とする M&A ブームをもたらしたもうひとつの要因について触れておきたい。それは、持株会社に対する政府規制の動きである。1900年代に入ってから、政府は持株会社を懐疑的にとらえており、いつでも摘発する構えを見せていた。この危険を回避するには、同じ企業集中でも持株会社であるよりも統一組織である方が安全であった。こうした側面も水平的統合（新設合併）推進のひとつの理由となったのである<sup>5</sup>。

いずれにしても、競争排除を目的とする水平的統合（新設合併）中心という特徴をもつアメリカ第1次 M&A ブームは、世論あるいは政府からの批判はあったものの、産業界において独占的地位獲得をめざす企業の思

4 小林袈裟治・米川伸一・福應健，同書，191ページ。

5 「1901年、大統領に就任したセオドア・ルーズベルトは、高まりつつあった反独占の世論にに応じて、いわゆる「トラスト征伐」にのりだし、翌2年にまず手始めにノーザン・パシフィックとグレート・ノーザンという2つの鉄道の持株会社であるノーザン・セキュリティーズ社をシャーマン法違反のかどで告訴した。翌3年、巡回裁判所は同社の行動を違法と断定、最高裁判所もまた同社の解散を命じる一番を支持した。もちろんこの判決は持株会社そのものを違法としたわけではなかったが、しかし、シャーマン法のアンチテーゼともいえるべきニュージャージーの一般会社法によって合法性を獲得したかにみえた持株会社といえども、常に政府から告発される危険のあることが、この判決で明らかになったのである。」（小林袈裟治・米川伸一・福應健，同書，124ページ。）

惑と、産業との関係を深めつつ金融界において独占的地位獲得をめざす投資銀行の利害が一致した形でもたらされたのである。ただ、そこでの水平的統合(新設合併)は、まず競争排除という初期の目的を達成するために、さらには政府からの摘発を逃れるために、その後の産業資本の展開についての具体的戦略が不透明なままに推進されたケースもあるという点には注意しておく必要がある。

### Ⅲ 第2次 M&A ブーム (1925~1929)

#### 1 次なる産業資本の展開 (1) ——垂直的統合

アメリカ産業界の競争排除に向けた行動も、水平的統合(新設合併)による世界的規模の巨大企業出現という形で一応の決着となり、第1次 M&A ブームも 1904 年には沈静化した。その後、M&A 活動は低水準で推移してきたが、1920 年代、特に 1925 年以降再び急速に活発化し、大恐慌に見舞われる 1929 年まで M&A ブームが発生した。これがアメリカにおける第2次 M&A ブームである。

この第2次 M&A ブームの特徴として、第1次 M&A ブームとの対比で、企業内部の効率性向上を目的とする垂直的統合という側面がよく取り上げられる。確かにこの時期において、かかる目的をもった垂直的統合が多く見られたのは事実であるが、それだけではない。1920 年代になって急速に成長してきた電力・ガス・電話といった公益事業部門や化学部門等においては、垂直的統合と同時に水平的統合も活発に行なわれているし、さらには鉄鋼業といった独占的な巨大会社がすでに誕生した産業部門においても、業界 2 位、3 位の会社を中心に水平的統合が進んだのである。こ

6 ただ、M&A 活動が低水準であったとはいえ、この時期に IBM, GM などが M&A によってその後の基礎を築いている。



ここでは、産業資本における垂直的統合の必然性と業界下位グループに所属する会社間で見られた水平的統合の意義について見てゆくことにする。

まず、産業資本における垂直的統合の必然性から見て行こう。世紀転換期において競争排除を目的に独占的な巨大企業が水平的統合（新設合併）によって誕生し、初期の目的が達成されたことはすでに述べたところである。しかし、競争を排除できたとはいえ、M&Aの後処理として統合された新会社の組織が効率化に向けて整理されなければならない。また、真の意味での規模の経済性を達成するためには、製造部門の掌握だけでなく、原料確保から販売まで首尾一貫したルートの整備が必要であった。つまり「合併によって巨大化した産業企業は、その存在を法律的に認められるだけではなく、構成各社の所有する生産施設を整理統合し、その管理を集権化しなければならなかった。そして、つぎにはマーケティングを内部化する前方統合へ、ついで原料資源の確保をめざす後方統合（合併とは限らない）へと踏み出さなければならなかった。事実、数ある複数企業の結合から生じた大規模産業企業のなかで成功をおさめることができたのは、いずれもかかる過程を遂行しえた統合企業であった。」<sup>7</sup>のである。以上の点からすると、水平的統合によって競争排除という目的を達成した巨大企業が、規模の経済を合理的に達成するために、内部組織を整理しつつさらに垂直的統合に向かったというのは、会社の経営戦略上の必然的な流れであるといえる。第1次 M&A ブームの後、水平的統合により誕生した巨大企業はすべからず内部効率化に着手し、垂直的統合への道を歩みだした。また、1920年代になって勃興してきた新産業においては、この2つの過程を同時に展開した。そして1925年から29年にかけて、バブルといえる空前の証券ブームを追い風に再び M&A がブームを迎えたのである。もちろん、この段階でも投資銀行は証券引受（アンダーライティング）

7 小林袈裟治・米川伸一・福應健，前掲書，120 ページ。

業務を通じて M&A 活動に積極的に関与し、産業とのつながりをさらに深めると同時に多大なる利益を確保している。

## 2 次なる産業資本の展開 (2) —— 独占規制回避

さて、第2次 M&A ブームでは垂直的統合と同時に、鉄鋼業といった独占的な巨大会社がすでに誕生していた産業部門においても、業界2位、3位の会社を中心に水平的統合が進んだ。その意義について、鉄鋼業を事例にあげながら見てゆこう。

第1次 M&A ブームにおいて、アメリカ鉄鋼業界には絶対的な規模をもつ U. S. スチール社が誕生していた。その鉄鋼業界において、第2次 M&A ブームを通じて台頭してきたのがベスレヘム・スチール社である。1920年代に水平的統合、垂直的統合を重ねた結果、全米第2位の大規模会社となり、U. S. スチール社の有力な対抗馬ともいえる存在にまでなっている。このような独占的地位を確保した巨大企業がすでに存在している業界において、ともすれば巨大企業の独占的地位を脅かすことにもなりかねない巨大企業が新たに誕生した背景には、政府による反独占規制から逃れるという独占的な巨大企業とその会社と密接な関係にある投資銀行の意図があった。すなわち、業界において1社の巨大会社だけが独占的地位を占めると政府によって判断されれば違法とされてしまう。そこで業界内に複数の巨大企業を誕生させればそれは独占ではなくなり寡占となる。したがって、独占規制には抵触しないと判断したのである。いわば意図的に寡占体制が生み出されたのである。<sup>8</sup>

ベスレヘム・スチール社の場合、一般的には独立系とされている。しかし、ロックフェラー、モルガンとの間の人的結合を見れば、果たして本当

8 池田勝彦・土井教之『企業合併の分析—国際比較—』中央経済社、1980年、12ページ、参照。

に額面どおり受け取っていいものかどうか分からない。1904年の同社設立時において尽力したのは、U. S. スチール社の初代社長シュワブであった。彼は元来ロックフェラー系であった旧カーネギー・スチールの社長であった人物であり、もともとロックフェラーとのつながりは太い。また1928年時点においても、ロックフェラー自身がベスレヘム・スチール社の重役に名を連ねている。しかし同時に、4人の重役はモルガン系のギャランティー・トラストの重役を兼ねているという状況であった。このようにベスレヘム・スチール社は、役員兼任という人的結合関係が錯綜しているために独立系とされているが、逆の見方をすれば複数の巨大な金融集団とのつながりを持っていたといえるのである。このことを勘案すれば、モルガン、ロックフェラーといった金融集団が、政府による摘発を恐れ自らの鉄鋼業界に対する権益を確保するために一致団結して、同社の M&A 活動を積極的に支援しても何の不思議もないように思われる。また、モルガンと深いかわりがある U. S. スチール社が独占規制抵触を恐れ、それを容認したのも想像にかたくない。産業、金融のすべての当事者の利害が、政府の独占規制を回避するという点で一致していたのではなかろうか。このように寡占体制を生み出すことは、産業、金融双方にとって意義あることだったと考えられるのである。

#### IV 巨大利益集団の誕生

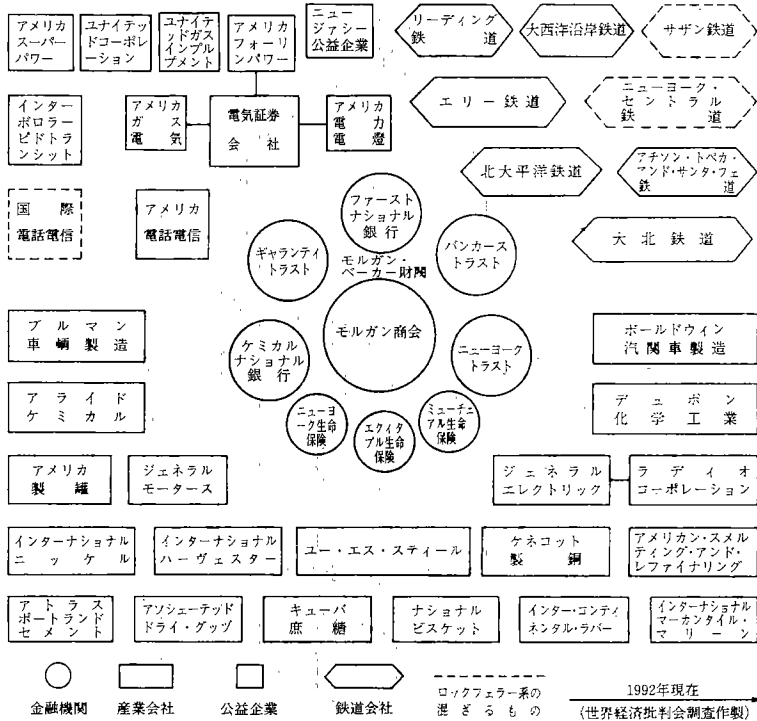
これまで、アメリカにおける第1次、第2次 M&A ブームをめぐる産業資本と銀行の動向について、第1次 M&A ブーム以前から第2次 M&A ブームに至るまで歴史的に考察してきた。そこでは、まず、アメリカ産業資本において、企業間競争を制限するという目的を持って、カルテル〜

9 有澤廣巳・脇村義太郎・鈴木鴻一郎、前掲書、110-114 ページ、参照。

ラスト～持株会社～水平的統合という一連の展開が見られ、その展開のなかで独占的な地位を占める巨大会社が誕生していったということ、さらには水平的統合達成後は内部効率化という目的を持って、垂直的統合に向かうという展開があったことが明らかとなった。そして、モルガンのような国の規制の枠外にあって自由な活動を行なう投資銀行が、証券引受業務（アンダーライティング）を通じてかかる産業資本の展開に深く関与し、その勢力を拡大していったということも明らかとなった。さらには、水平的統合により誕生した巨大会社と投資銀行にとって、政府の反独占規制は自らの利害を損なうことにもなりかねないものであり、これに抵触することは何としても回避しなければならないという点で双方の思惑が一致していたことにも触れた。そこで本章では、当時における産業と投資銀行の関係について、具体的には投資銀行による産業に対する影響力についていかなる見解があるのかを整理してみたい。

まずは、第1次、第2次 M&A プームを経て拡大成長した投資銀行の姿と、かかる投資銀行が利害関係をもつ巨大利益集団について、モルガン商会を例にとり具体的に見てみよう。第2図は、モルガン商会の利益集団の全体図を示したものである。第3図は、モルガン商会を中心とする金融集団についてさらに詳しく明示したものである。いずれも1928年時点のものである。第3図を見ると、モルガン商会がファースト・ナショナル銀行をはじめとする様々な銀行、信託会社、生命保険会社に重役を派遣しながら深く結びつき金融王国ともいえる大金融集団を築いていることが知れる。さらに第2図に戻ると、利益集団の中に名を連ねる産業会社には U. S. スティール社を筆頭に、GM, GE, ATT, アライド・ケミカルといった現在においても世界的に有名な会社が多数見られる。モルガン商会は、巨大企業誕生というダイナミックなアメリカ産業の展開に見事に対応し、またそうした産業の展開を促進しつつこのような巨大利益集団を作り上げた

第2図 モルガン商会を中心とする利益集団



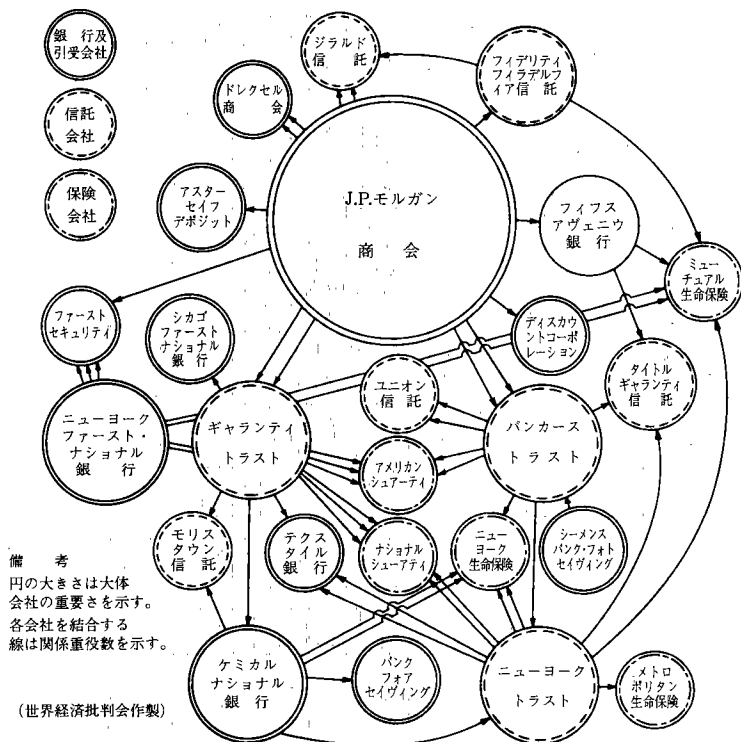
出所：有澤廣巳・脇村義太郎・鈴木鴻一郎「カルテル・トラスト・コンツェルン」お茶の水書房，1977年，393ページ。

のである。では、投資銀行は産業に対してどれだけの影響力を持っていたのであろうか。これについて見て行くことにする。

当時の投資銀行が果たした役割と機能について明らかにしたものとして、1913年に発表された議会報告書である「プジョー報告書」(Pujo Report)<sup>10</sup>がある。第1表に見るごとく、1912年時点での主要な利益集団として、

10 Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit, Submitted by Mr. ↗

第3図<sup>1)</sup> モルガンを中心とする金融集団 (1928年現在)



出所：有澤廣巳・脇村義太郎・鈴木鴻一郎『カルテル・トラスト・コンツェルン』お茶の水書房，1977年，396ページ。

モルガン＝ファースト・ナショナル・バンクを中心とする集団など6つの利益集団が確認されていたが、同報告書は、投資銀行を中心とする金融集団がその金融力をバックに、対産業会社支配を強めていると断定し、その社会的弊害を指摘する。すなわち「会社の資金調達と証券の大量販売のあらゆる便宜が、現行体制のほとんどの金融政策を支配する少数の金融集団の掌中に把握されているは、競争を励行することは不可能である。・・・

1) Pujo, Washington, 1913.

第1表 主要な金融集団の支配資産額（1912年）

部門	モルガン＝ ファースト ・ナショナル ・バンク		クーン・ロ ープ		ナショナル ・シティー ・バンク		シカゴ		リー・ヒギ ンソン		ギダー・ピ ーボディー	
	会社数	資産額	会社数	資産額	会社数	資産額	会社数	資産額	会社数	資産額	会社数	資産額
金融部門	13	3,043	7	350	9	477	2	195	5	94	7	204
鉄道会社	19	5,763	11	3,155	6	2,218	—	—	—	—	—	—
工鉱企業	14	2,455	2	108	4	412	2	67	4	239	6	49
公益企業	7	1,440	1	24	2	337	2	177	3	88	3	153
合計	53	12,701	21	3,637	21	3,444	6	439	12	421	16	406

注 Money Trust Investigation 等の関係資料より作成。

出所：呉天降『アメリカ金融資本成立史』有斐閣，1971年，278ページ。

このような中核集団の行為は、トラストによって達成されたいかなるものよりも、さらに競争を破壊せしめた。というのは、それは彼らの保護下にあるあらゆる産業における潜在的競争とその核心を打ち砕くからである。これがもしも存続するならば、産業界において正常な競争状態を取り戻そうというあらゆる企図はすべて不可能となるであろう。<sup>11</sup>」と。このように「プジョー報告書」は、当時の産業と銀行の関係について、銀行による産業支配とする。

これにも増して厳しい見解もある。「われわれの金融寡頭制における支配的要素は投資銀行である。提携した銀行、信託会社、および生命保険会社は彼の道具である。支配された鉄道、公益事業、および産業会社は彼の家来である。投資銀行は正確には仲介人であるけれども、主人としてアメリカ企業界で君臨している。大企業は投資銀行の参加と承認があつてはじめて成功裡に仕事ができる。<sup>12</sup>」さらに、投資銀行の証券引受業務の実態に

11 Ibid., pp. 160-161.

12 L. D. Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, New York, 1913, pp. 3-4.

についても「彼らは支配している鉄道や産業会社の債券や株式を買い、購入価格で支払うが、肝心のお金を出そうとはしない。このことは簡単な細工によって達成される。それは、支配下にある銀行でその会社の預金を預かる代わりに、投資銀行自らがその会社の預金銀行になることである。モルガン商会が発行証券を買うとき、購入代金は会社に支払われる代わりに会社勘定の預金として銀行内で留保される。そして、会社が資金を必要とするときのみ引き出される。したがって、証券が大量に発行され調達資金が長く使われないで留保されるとき、銀行の手許に蓄積された資金は巨額となる。」<sup>13</sup> といった、銀行による産業支配を具体的に告発するような記述もある。

これに対して、銀行の産業に対する影響力はそれほどでもないとする反論も見られる。「中核集団の180人の銀行家や取締役が、341社の金融機関およびその他の会社に席を占め、それらの会社の資産総額が250億ドルを超えるというのは事実だが、だからといってこれらの資産が彼らの思い通りになるわけでもなかった。この巨大な富の大半は土地、工場、設備への投資を意味していた。……またこれらの人々の多くは滅多に顔を合わせることでもなかったし、同じ方針を採ったり、意識的な共同行動をとることもなかった。ウォール街の代表よりもそれ以外の取締役の方が常に多数だったからである。」<sup>14</sup>

さらに中立的な見解を見てみると「J. P. モルガン商会の所有する鉄鋼企業にカーネギーより買収した製鋼所を結合して創設された U. S. スチールその他の若干例を除き、金融機関による産業企業の支配は、よくいわれるほどに強大かつ長期にわたるものではなかったように思われる。たと

13 *Ibid.*, pp. 15-16.

14 V. P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Massachusetts, 1970, pp. 151-152. [日本証券経済研究所訳「アメリカの投資銀行(上)」『証券研究』第55巻, 1978年, 236-238ページ]



えばモルガン商会の発起によって創設されたインタナショナル・ハーベスター社の場合、創設当初より数年間は金融機関代表のジョージ・パーキンスの取締役会での発言力は強く、シカゴ在住の産業企業家の動向を左右するほどの影響力を持った一時期があったが、年とともに彼の勢力は後退し、産業企業家による支配が復活している<sup>15</sup>。」という<sup>16</sup>。

これらの銀行による産業への影響力についての見解を見ると、いずれが正しいかは即断はできないが、少なくとも銀行は産業と密接な関係にあり、かなりの程度影響力を持っていたと判断できるのである。そして大恐慌に見舞われる1929年までは少なくとも産業資本の発展に乗じて発展を続けることができたのである。しかし、最終段階において、バブルといえる証券ブームを煽り、1929年の株式大暴落とそれに続く大恐慌をもたらす原因を作り出した事の責任は重い。アメリカ産業と投資銀行の発展は、結果的に一般大衆投資家の犠牲の上に成り立っていたという事実を忘れてはならないであろう。

15 小林袈娑治・米川伸一・福應健，前掲書，145ページ。

16 この見解に関連して、コッツが「ブジョー報告書」発表直後の1914年を会社支配の一つの転機ととらえていることは注目される。コッツは、1865年から1914年までを銀行家支配の台頭段階とし、1915年以降1929年までを次なる段階、そして1930年から1945年までを銀行家勢力の衰退の段階としている。（See, D. M. Kotz, *Bank Control of Large Corporations in the United States*, California, 1978, Chapter 3. [西山忠範訳『巨大銀行と銀行支配』文真堂，1982年]）確かに1914年といえばJ. P. モルガンが死去し、同時に競争会社間の重役兼任制を禁止するクレイトン法が施行されたており、大きな転換の年である。（1914年1月1日、モルガンとそのパートナーは、非金融会社の30の重役席を辞職している。）おそらく1914年前後において、J. P. モルガンの死が象徴するように、投資銀行の中核であった銀行家が老齢化し投資銀行の勢力が弱まっていたに違いない。だからこそ「ブジョー報告書」に見られるような激しい投資銀行批判が噴出し、さらにはクレイトン法による荒療治が強行できたのであろう。しかし、このことによって投資銀行と産業の関係が完全に崩壊するようなことはなかった。

## V おわりに代えて

1929年の大恐慌とともにアメリカ証券市場は混乱に陥り、第2次M&Aブームも終焉した。これにより投資銀行の独壇場であった証券引受業務(アンダーライティング)も急速に衰退し、投資銀行の力も低下せざるをえなかった。加えて1933年銀行法(グラススティーガル法)等の金融に対する規制が強化された。さらに、1950年代には証券引受業務(アンダーライティング)の競争入札制が実施されるに至り、旧来築き上げられた産業との関係も破壊されていった。こうして第1次、第2次M&Aブームの時期に華やかな活躍を見せた投資銀行は主役の座を降り、これに代わって年金基金、生命保険会社といった機関投資家や商業銀行が台頭してくるのである。

### 参考文献

- 正木久司『株式会社支配論の展開(アメリカ編)』文真堂、1983年。  
村松司叙『合併・買収と企業評価』同文館、1987年。  
松井和夫『M&A』講談社、1991年。  
市村昭三編『財務管理論』創生社、1994年。