

タイトル	大恐慌期における投資信託業界の再編(2)
著者	小林, 真之; KOBAYASHI, Masayuki
引用	季刊北海学園大学経済論集, 61(3): 1-40
発行日	2013-12-30

《論説》

大恐慌期における投資信託業界の再編(2)

小 林 真 之

- I. はじめに
 - II. 投資会社の収益
 1. 証券価格の推移
 2. 投資会社の収益
 - (1) 投資会社の収益構造
 - (2) 投資会社クラス別の収益
 - A. 経常利益と配当
 - B. 資産売却益 (損失)
 - C. 自己資本
 - III. 1930年代におけるクローズド型一般投資会社
 1. クローズド型一般投資会社の推移
 2. 子会社として存続した投資会社
 3. 清算された投資会社
 4. 再編された投資会社
 - IV. 分散投資型投資会社の動向
 1. ノンレバレッジ型：リーマン社 (Lehman Corporation)
 2. レバレッジ型 (普通株＋優先株)：シカゴ社 (Chicago Corporation)
 3. レバレッジ型 (普通株＋優先株＋社債)：トリ・コンチネンタル社 (Tri-Continental Corporation) ……………以上第 61 巻第 2 号
 - V. 巨大投資会社の再編(1)——アトラス社 (Atlas Co) ……………以下本号
 1. ゴールドマン・サックス・トレーディング社 (Goldman Sachs Trading Corporation) の設立
 2. ゴールドマン・サックス帝国の形成
 - (1) フィナンシャル・インダストリアル・セキュリティーズ社 (Financial & Industrial Securities Corporation) の合併
 - (2) パシフィック・アメリカン社 (Pacific American Co) の合併
 - (3) 投資子会社の設立：シェナンドー社 (Shenandoah Corporation)
 3. ゴールドマン・サックス帝国の崩壊
 4. アトラス社 (Atlas Corporation) による投資会社の再編
 - (1) 公益事業証券の時代 (1923～30)
 - (2) 投資会社の買収・合併の時代
 - VI. 巨大投資会社の再編(2)——エクィティ社 (Equity Co)
 1. ファンダーズ・グループの形成
 2. エクィティ社の設立
 3. エクィティ社によるファンダーズ・グループの取得
 4. エクィティ社による投資会社の再編
 5. ファンダーズ・グループの株主損失
 - VII. 巨大投資会社の再編(3)——投資持株会社の破綻
 1. 投資持株会社の推移
 2. イートン・グループと投資持株会社 (Continental Shares, Inc; Commonwealth Securities, Inc)
 3. インサル・グループと投資持株会社 (Insull Utility Investment, Inc; Corporation Securities Co of Chicago)
 - VIII. むすびに
- ### V. 巨大投資会社の再編(1) ——アトラス社 (Atlas Co)
- 前章ではクローズド型一般投資会社のうち多様な証券に投資する分散型投資会社を 3 つのタイプに分類して検討した。本章と次章では一般投資会社に分類されるものの、多数の

投資会社を支配し、ピラミッド型の投資会社システムを形成していた 2 つの投資会社グループについて検討することにしたい。ゴールドマン・サックス・グループについては本章で、ファンダーズ・グループについては次章で取り上げることにする。

1. ゴールドマン・サックス・トレーディング社 (Goldman Sachs Trading Corporation) の設立

ゴールドマン・サックス・トレーディング社 (以下 GTTC と略) は 1928 年 12 月に投資銀行、ゴールドマン・サックス社 (Goldman, Sachs & Co) によって設立された。ゴールドマン・サックス社は 1869 年にニューヨークで CP・外国為替を扱うブローカー業者として始まり、1906 年以降には証券引受などの投資銀行業務に参入している。世紀転換期前後のアメリカ主要産業である鉄道・鉄鋼・電力企業の金融は JP・モルガン、クーンローブ、スパイアーなどの古参投資銀行によってほぼ独占されていたため、ゴールドマン・サックスのような後発投資銀行は既成勢力の手が及んでいない新興の商業・工業企業の引受業務に進出していった。ゴールドマンの投資銀行業務のパートナーとなったのがリーマン・ブラザーズ社であり、両社は 1906 年以降にシアーズ・ローバックス社、ユナイテッド・シガー社、FW・ウールワース社、メイ・デパートメント社、アンダーウッド・タイプライター社、コンチネンタル・キャン社、スチュードベーカー社を主要顧客とし、その資金調達をになっている⁴⁶⁾。

1920 年代に入るとゴールドマンとリーマンの提携関係は悪化していくが、それは投資

信託業務に対する取り組みにも反映されていった。既述したようにリーマン・ブラザーズ社は多くの投資会社に関与していたものの、単独のスポンサーをつとめたリーマン社は資金調達を普通株にのみ依存するノン・レバレッジ型の投資会社であり、多様な証券に投資し、リスクを分散する投資行動をとっている。だがゴールドマン・サックスは GSTC を通じて銀行・保険会社株に投資したのみならず、他投資会社株への投資によって支配のピラミッドを形成しており、両社の投資信託業界における立場は対照的であった。

GSTC の最初の授権資本は 250 万株 (無額面) であり、1929 年 1 月に 100 万株が 1 株 100 ドルで発行され、そのうちスポンサーは 10% (10 万株) を取得している。ゴールドマン・サックスは GSTC と管理契約を締結し、そのサービスに対し 8% の株式配当を超過する利益の 20% を受け取る権利をえた。またゴールドマン・サックスのパートナー全員が GSTC の取締役に就任している⁴⁷⁾。注目されることは、発足時の GSTC は 1 億ドルの資金を調達していたが、その資金の 1/2 以上がコール・ローンに投資されていたことであろう⁴⁸⁾。

2. ゴールドマン・サックス帝国の形成

GSTC は設立直後から短期間に多数の企業合併・買収・設立を実行し、巨大な金融帝国を形成していった。主要な企業設立・合併は、①フィナンシャル・インダストリアル・セキュリティズ社との合併、②パシフィック・アメリカン・アソシエイツ社との合併、

46) L. Endlich, *Goldman Sachs - The Culture of Success*, Alfred A. Knopf, Inc, 1999; リサ・エンドリック著・斉藤聖美訳『ゴールドマン・サックス——世界最強の投資銀行』早川書房, 1999 年, 64~66 頁

47) *Moody's Bank & Finance*, 1930, pp.2323-24
48) 「投資会社は 1929 年 6 月 6 日まで常にコールで 2500 万ドル以上を維持していた。コール・マネー・レートが 20% の高さにあった 1929 年 3 月に、投資会社は 6510 万ドルの最高の貸付ポジションに達した。」SEC, *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap.7, p.2553

③新投資会社、シェナード社の設立であり、いずれも 1929 年の株式ブーム期に実施されていた。

- (1) フィナンシャル・インダストリアル・セキュリティーズ社 (Financial and Industrial Securities Corporation) の合併
その最初の事例が 1929 年 2 月に行われたフィナンシャル・インダストリアル・セキュリティーズ社 (以下フィナンシャル社と略) との合併である。

フィナンシャル社は 25 年 12 月に R. ジョナス (R. Jonas) によって次のような金融機関の持株会社として設立されている。

Manufactures Trust Co (NY, NY) (普通株の 32%)

National Liberty Insurance Co of America (同 47%)

Baltimore American Insurance Co of NY (同 33%)

Peoples National Fire Insurance Co of Delaware (同 49%)

28 年末のフィナンシャル社の資産は 1 億 1100 万ドルであり、発行済み普通株 170 万株のうち、45%はジョナスによって保有されていた⁴⁹⁾。両社の合併計画は W. キャッチングス (GSTC 社長) とジョナスにより進められ、最終的には GSTC1 株に対し、フィナンシャル 1 11/34 株が交換されることになった。この合併にさいして少数株主の同意を得るため、GSTC とデルマー・キャピタル社 (Delmar Capital Co) の合同勘定で大規模な株価操作が行われ、買い超過の自己株式は 56 万 724 株にのぼっていた。この自己株式は発行済み株式の 12.5%に相当し、株価操作のコストは 5720 万ドルに及んでいる⁵⁰⁾。

このように有利な合併条件を作り出すために自己株式を買い上げて株価上昇の操作が行われたが、合同勘定の自己株式は市場に売却されることがなかった。自己株式のうち 22.5 万株は 29 年 3 月にデュラント (W. C. Durant) に売却され、残りの株式は 29 年 7 月までに西部に所在する投資会社・銀行の株式と交換されたからである⁵¹⁾。合併後の GSTC の取締役は 8 名から成っていたが、7 名はゴールドマン・サックス出身であり、残り 1 名は最大株主である R. ジョナスである⁵²⁾。

GSTC がフィナンシャルと合併した目的はその傘下にある銀行・保険会社の取得にあり、これらの金融機関はゴールドマン・サックスが引き受けた証券の「消化先」として期待されていた。なかでもマニュファクチュアラーズ・トラスト (以下マニュトラと略) は全資産 (1 億 276 万ドル) の 1/2 を占めており、引き受けシンジケートへの参加に加え、29 年 9 ~12 月に行われた GSTC 株の株価操縦のための勘定 (トレーディング) にも参加していた⁵³⁾。マニュトラは 1905 年にニューヨークで設立された州法銀行であり、ニューヨーク、ブルックリン、クイーンに所在する 13 の銀行の合併により規模を拡大し、29 年末には合衆国で第 12 位の資産を有する大銀行にまで成長している⁵⁴⁾。R. ジョナスはマニュトラの発行済み株式数の 32%を保有する大株主であり、彼の兄弟、NS. ジョナス

合同勘定の 1/2 の利権を有し、また利益 (損失) を等しくシェアすることになっていた。

51) *ibid.*, p.1560

52) フィナンシャルとの合併後の GSTC の取締役は次の 7 名である: W. Catchings, R. Jonas, A. Sachs, S. J. Weinberg, H. J. Sachs, W. E. Sachs, H. S. Bowers, F. L. Taylor.

53) *Moody's Bank & Finance*, 1930, p.2324

54) 恐慌期のマニュファクチュアラーズ・トラストに関しては、拙著『アメリカ銀行恐慌と預金者保護政策』北海道大学出版会、2009 年 2 月、139 ~ 140 頁、を参照。

49) *ibid.*, Part3, Chap4, pp.1523-24

50) *ibid.*, pp.1555-58; ジョナスはデルマー・キャピタル社の大株主であり、GSTC とともに

が銀行の社長を務めている。フィナンシャルの合併を通じて、GSTC はマニュトラの経営陣 30 名のうち 13 名を送り出し、ほぼ支配権を掌握していた⁵⁵⁾。

(2) パシフィック・アメリカン社 (Pacific American Co) の合併

第 2 の事例は 29 年 8 月にカリフォルニアへの進出の足がかりとして行われたパシフィック・アメリカン社及びアメリカン社との合併である。この合併は主として株式交換として行われ、合併条件は GSTC 9 株に対しアメリカン社 7 株であった⁵⁶⁾。この合併の最大の狙いはサンフランシスコに本拠地をおく資産規模 3 億 450 万ドルの商業銀行、アメリカン・トラスト社を取得することであった。

アメリカン・トラスト社は 1899 年にサンフランシスコで設立され、多数の銀行合併を通してカリフォルニア州においてバンク・オブ・イタリア (資産 10 億 5511 万ドル) に対抗する巨大銀行に成長している。同行はカリフォルニア、オレゴン、ワシントン、ユタ、ネヴァダ、アリゾナなどサンフランシスコ連銀管轄地域で 95 支店を展開し、州際業務を展開していた。GSTC はさらに同行を資産規模 9015 万ドルのクロッカー・ファースト・ナショナル・バンク (Crocker First National Bank) と合併させることにより、アメリカ西部における金融利権の拡大を目指していた⁵⁷⁾。

(3) 投資子会社の設立: シェナンドー社 (Shenandoah Corporation)

GSTC が第 3 に目指したのは他の投資会社を設立することで間接的に多数の企業を支

配することであった。29 年 7 月～8 月に H・ウィリアムズ (H. Williams) をスポンサーとした投資会社、セントラル・ステイト・エレクトリック・コーポレーション (Central States Electric Corporation) と共同で、GSTC はシェナンドー社を設立し、株式交換によってシェナンドー社の普通株の 80%、優先株の 40% を保有した。シェナンドー社では優先株も普通株と同じく 1 株 1 票の議決権を有していたため、GSTC とセントラル・ステイトはシェナンドー社の議決権総数の 73% を掌握していた。

シェナンドー社はさらに投資会社、ブルーリッジ社 (Blue Ridge Corp) を創設し、その議決権総数の 72% を保有している。シェナンドー社の資産は 29 年末で 1 億 2341 万ドルであったが、そのうち 71% (8750 万ドル) はブルーリッジ株であり、その他証券は 24% (2941 万ドル) となっている⁵⁸⁾。したがってシェナンドー社は GSTC によるブルーリッジ支配のトンネル機関の性格をもっていたといえる。

ブルーリッジ社は投資家に対し現金で株式を売却したのみならず、投資家がすでに保有している 21 銘柄の普通株をブルーリッジ社のユニット株 (1 株の普通株・優先株) と 71.5 ドルで交換している。優先株のうち現金での売却は 100 万株に過ぎず、ユニット株 (1 万 5801 株) と交換された他銘柄の普通株は 6 億 4350 万ドルに及んでいた。したがってブルーリッジの証券売却額の合計 (優先株・ユニット株) は 7 億 7750 万ドルとなっている⁵⁹⁾。

58) *Moody's Bank & Finance*, 1930, p.2289

59) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part4, Chap.1, pp.202-204; ブルーリッジが投資家に対し株式交換に応ずるとした 21 銘柄を産業別に分類すれば公益事業株が 7 銘柄、鉄道株が 4 銘柄、一般産業株は 10 銘柄である: Allied Chemical & Dye Corporation, American

55) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part4, Chap1, pp.166-168

56) *ibid.*, Part3, Chap.7, p.2539

57) *ibid.*, Part4, Chap.1, pp.187-190

これら2つの投資会社は会社支配権を確保するために、投資家から調達された資金を少数銘柄の普通株に投資していた。シェナンドー社の投資の97%は次のような公益事業株に投資されている⁶⁰⁾。

Blue Ridge Corp, Central States Electric, Pacific Lighting Co, The North American Co, Consolidated Gas, Electric Light & Power Co of Baltimore,

またブルーリッジ社の投資のうち、77%は次の8銘柄の普通株に投資されていた。

Central States Electric Corp, Commercial Investment Trust Corp, Lambert Co, Warner Bros, Pictures, Detroit Edison Co, American Telephone and Telegraph Co, General Foods Corp, Blyth & Co

このように2つの投資会社はスポンサーに対し戦略的価値（支配権、高収益）を有する株式に集中的に投資しており、そうした企業の資産価値総額は18億2900万ドルに及んでいた。

以上のようにGSTCは3億ドルの投資を通して企業の支配権あるいは政策決定権を獲

得したが、その資産合計は15億ドルに及んでおり、さらにシェナンドー社・ブルーリッジ社が支配する企業を含めれば、ゴールドマン・サックス帝国は33億2000万ドルの資産を支配していた。ゴールドマン・サックスは設立して1年以内の短期間のうちに巨大帝国を形成したが、投資の大部分は金融企業に向けられていた。表14はゴールドマン・サックスの証券投資の産業別内訳を示したものである。それによれば銀行は36.5%（1億992万ドル）、保険は13.8%（4144万ドル）、投資会社は20.2%（6068万ドル）となっており、金融企業は全体の70.5%を占めている。またゴールドマン・サックスの投資を現金購入と証券交換に分類すれば、現金購入は4082万ドル、株式交換が1億650万ドルとなり、GSTCは主として自社株と交換に他社の支配権を獲得したことがわかる。株式交換が現金購入よりも優勢を占めていたと言うことは、自社株の価格を高水準に維持することがGSTCにとって重要な条件となることを意味しており、実際にもGSTCは株価操作に巨額の資金を投じていたのである⁶¹⁾。

GSTCは29年1月～30年5月の期間に3億2600万ドルの資本を投資し、さらに2000万ドルの銀行借入金を余儀なくされている。またH. C. リチャード（H. C. Richard）からマニユファクチュアラーズ・トラスト株を購入するために1400万ドルの追加借入れをしていた⁶²⁾。しかしこうした借入金の実在は

Telephone and Telegraph Company, Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company, Bethlehem Steel Corporation, Consolidated Gas Company of New York, The Detroit Edison Company, Eastman Kodak Company of New Jersey, General Electric Company, International Harvester Company, International Telephone and Telegraph Company, The New York Central Railroad Company, Pacific Gas and Electric Company, Pacific Lighting Corporation, The Pennsylvania Railroad Company, Southern California Edison Company, Standard Oil Company (New Jersey), The Texas Corporation, Union Carbide and Carbon Corporation, Union Pacific Railroad Company, United States Steel Corporation, Westinghouse Electric & Manufacturing Company

60) *ibid.*, p.204

61) GSTCの株価操作については、*ibid.*, Part3, Chap4, pp.1523-1561, を参照。

62) *ibid.*, Part4, Chap1, p.204; H. C. リチャードはステイト・バンク・トラスト（NY）を経営していたが、同銀行は1929年1月に株式交換によりマニユトラと合併することで、マニユトラの経営陣に加わっている。つまりリチャードはマニユトラの財務委員会議長・取締役となり、またマニユトラの株式を保有する大株主（12万株）となっている。GSTCはリチャードからこの株式

表 14 ゴールドマン・サックス・トレーディング社による投資証券

	株式保有率	投資額
銀行		
Manufacturers Trust Co, NY	32	51,984,000
Pacific Trust Company, NY	50	4,786,000
Colonial Trust Co, Philadelphia	25	4,261,000
Foremen-State National Bank, Chicago	10	5,139,000
American Trust Co, San Francisco	99	43,750,000
合計		109,920,000
保険会社		
National Liberty Insurance Co	47	34,485,218
Peoples National Fire Insurance Co	49	3,575,095
Baltimore American Insurance Co	33	3,383,312
合計		41,443,000
銀行・保険合計		151,363,000
投資会社		
Insuranshares Corp of Delaware	33.3 (class A)	2,203,000
Shenandoah Corporation	40	58,474,477
合計		60,677,000
不動産		
A. M. Bing & Son Realty Co	50	4,165,000
Albert Pick, Barth & Co, Inc		801,000
Broadmore Corporation		3,001,200
合計		8,023,000
百貨店		
Stern Bros, New York	82	4,005,000
輸送		
Mississippi Valley Barge Line	66 2/3	400,000
Motor Transit Corporation	20 (pfd)	360,000
	11 (com)	
合計		760,000
雑		
Pacific American Co, Ltd, San Francisco	100	62,651,000
Frosted Foods Co	49	12,750,000
Princeton Rayons, Inc	33.25	556,000
合計		75,937,000
総合計		300,785,000

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap.7, p.2544

(注 1) 金額単位=ドル

(注 2) 1929 年末の数字

9 月以降の株価下落のなかで GSTC を苦境に追い込むことになる。

3. ゴールドマン・サックス帝国の崩壊

1920 年代のゴールドマン・サックス社を率いたのは 1918 年にパートナーとなったキャッチングス (Waddill Catchings) で

あった。ゴールドマン・サックスはゼネラル・フーズ、ナショナル・デیلیー・プロダクトなどの新興企業の証券発行を幹事証券会社として担当し、トレーディング業務にも熱心に取り組んでいた⁶³⁾。だがキャッチングスの主導で形成された GSTC が 29 年 10 月以降の株価暴落のもとで経営危機におちいるや、ウォルター・サックス (W. E. Sachs) が 30

を購入することで、1400 万ドルの債務を負うことになった。

63) リサ・エンドリック前掲書、70～71 頁

年6月にキャッチングスに取って代わり、GSTCの社長に就任した⁶⁴⁾。サックスは破産を回避し、ゴールドマン・サックス社の信用を維持するために、資産を強制的に清算することを余儀なくされた。GSTCの証券投資の9割が支配目的であったため、資産の清算はとりもなおさずゴールドマン・サックスが築いてきた「帝国」の解体を意味していた。

GSTCの最大の投資先は銀行株であったが、その銀行株はどのように処分されたかをみよう。第一は株式を取得した銀行が破産した場合である。GSTCはシカゴ市において第5位の地位を占めていたフォーマン・ステイト・ナショナル・バンク (Foreman-State National Bank of Chicago) の株式を10%保有していた。フォーマンは不動産不況のもとで経営危機に陥り、1931年6月にファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴによって救済合併されている。この合併によってフォーマンの預金はファースト・ナショナル・バンクによって継承されたものの、株主の拠出した資本は無価値となっており、GSTCは514万ドルの損失を被っている⁶⁵⁾。

第二は投資先銀行が他銀行と合併した場合である。GSTCはフィラデルフィア市のコロニアル・トラスト (Colonial Trust Co) の株式の25%を保有していた。コロニアル・トラストは1930年3月にフィラデルフィア第3位の銀行、ペンシルバニア社 (The Pennsylvania Company for Insurance on Lives and Granting Annuities) と合併しており、合併条件はコロニアル1株に対しペンシルバニア2株となっている。合併の結果、GSTCはペンシルバニア社株式の4.5%を保有する少数株主となっている。GSTCは

1932年にペンシルバニア株のほとんどを売却しており、300万ドルの損失を被っている⁶⁶⁾。

第三は現金を獲得するために売却を余儀なくされた場合である。その一つはGSTCがフィナンシャル・インダストリアル・セキュリティズ社と合併したさいに取得した金融株である。GSTCは30年4月にナショナル・リバティ・グループに属する3保険会社株をホーム・インシュアランス社 (Home Insurance Co) に売却し、2400万ドルの損失を計上している⁶⁷⁾。さらに最大の売却はニューヨーク市で第10位の銀行、マニュファクチュアラーズ・トラスト株の事例である。マニュトラ株式はGSTCの保有する最大の投資証券 (29年簿価=5198万ドル) であり、その売却は借入金返済のための現金調達のためで重要な地位を占めている。29年末のGSTCによるマニュトラ株投資は20万4859株であったが、その後H. C. リチャード (H. C. Richard) から3万株、ナショナル・リバティ・グループから5万680株を追加取得し、30年末に28万5539株 (コスト6300万ドル) を保有していた。31年1月にGSTCとH. ギブソン (Harvey Gibson) との交渉が締結され、GSTCはギブソンに対し21万3925株を730万ドルの現金で譲渡した⁶⁸⁾。GSTCは7万1614株のマニュトラ株を保有していたものの、マニュトラの支配権は発行済み株式の25%を掌握することになったギブソンの手に委ねられることになった。GSTCはマニュトラ株の取引を通じて7400万ドルの損失を被っている⁶⁹⁾。

第四も現金調達のための株式売却であり、

64) 同上書、75頁

65) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part4, Chap1, pp.179-183; 小林前掲書、143~144頁

66) *ibid.*, pp.176-179;

67) *ibid.*, Part3, Chap4, p.1561

68) *Moody's Bank & Finance*, 1933, p.768

69) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part4, chap1, p.167

対象となったのは GSTC の西部利権の売却である。GSTC の西部利権は持株会社であるパシフィック・アメリカン社 (→アメリカン社) によって統括されていたが、1931 年 7 月に GSTC は一連の金融会社を 200 万ドルで売却したが⁷⁰⁾、最大の銀行であるアメリカン・トラスト (資産 4375 万ドル) の処理が難航していた。アメリカン・トラストをクロッカー・ナショナル・バンクと合併させるプランは、アメリカン・トラストがかかえる不動産ローン関連の巨額の不良債権を理由として、30 年 11 月に破談に終わっていた。さらにジアニーニー利権 (Bank of America NTSA) との交渉が 35 年初めから行われたが、これも 35 年 6 月に失敗に終わっている。最終的にアメリカン・トラストは 36 年 2 月に投資銀行ブリス社 (Blyth & Co) によって主導された銀行グループに対して 1018 万ドルで売却されることになった⁷¹⁾。

以上のように GSTC 「帝国」の解体が進んでいったが、後述するように、1933 年 4 月にアトラス社 (Atlas Corporation) が GSTC の支配権を掌握し、GSTC はパシフィック・イースタン社 (Pacific Eastern Corp) に社名を変更され、最終的に 36 年 10 月にアトラス社に合併されていく。GSTC は創立から合併まで 7 年余り活動していたが、投資会社としての実績および投資家に対する利益還元がどのようなものであったのであろうか。

GSTC の経常利益をみれば、32～35 年は欠損 (125 万 7895 ドル) をだしていたが、

29～35 年の全期間では 843 万ドルの利益を計上している (表 15)。したがって同社の最大の問題は株価下落による投資証券の減価にあったといえるであろう。投資証券の売却損失は 1930 年 (159 万ドル)、31 年 (12 万ドル) に、さらに投資証券の評価替えによる損失が 1931 年 (3186 万ドル)、32 年 (843 万ドル) に計上されていた。この結果として GSTC の証券投資は 29 年末 (2 億 3671 万ドル) から 35 年末 (809 万ドル) に 3.4% の規模にまで縮小している。こうした投資証券の減価 (売却損及び評価損) は資本サイドで普通株の減資をもたらしている。GSTC の普通株 (無額面) の公示価値は 31 年 3 月に 27.5 ドルから 5 ドルに切り下げられ、1 億 2972 万ドルの資本剰余金を創出している。さらに GSTC は 1933 年 3 月に無額面株 (5 ドル) を 1 ドル額面株と交換し、資本剰余金を 2312 万ドル創出していた。こうして GSTC の自己資本 (資本金・剰余金) は 29 年 (2 億 3300 万ドル) から 35 年 (3631 万ドル) に 1 億 9669 万ドル縮小しており、このことが投資証券の評価替えを可能としたといえる。

GSTC は普通株のみから成る単純な資本構造をとっていたが、配当支払いは株主にとり良好とはいえない状況であった。創業時の株主は 29 年 2 月に 100% の株式形態での配当を、さらに 29 年 4 月～30 年 4 月に 5 度にわたり 1.5% の株式形態での配当を受け取っている。現金形態の配当は 29 年 3 月に交付された 1 株 2 ドルの 1 回限りであった。こうした配当支払いに象徴される GSTC の経営悪化は株価の大幅な下落として示されている。普通株主は株式配当前の株価水準 (226～117.5 ドル) で普通株に投資していたが、35 年 (5 5/8～2 ドル) には投資額のほとんどを失っていた。GSTC の株式はアトラス社の株式と交換されたが、その交換比率はパシフィック株 1 株に対し、アトラス株 1/4～

70) 売却された金融会社は、Pacific Finance Corp, Pacific Indemnity Co, Pacific Mutual Life Insurance Co, Pacific American Fire Insurance, であり、いずれもカリフォルニアで営業する会社である (Moody's Bank & Finance, 1933, p.768)

71) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part4, Chap1, pp.190-193

表 15 ゴールドマン・サックス・トレーディング社の財務資料

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
1. 株価							
普通株							
配当－現金	2						
株価－高値	121 1/4	46.75	11.25	5	4 7/8	3	5 5/8
株価－低値	32	4 3/8	1.75	1	1.5	1.5	2
2. 所得勘定							
受取利子	2,787,116	928,196	372,673	63,312	48,098	64,398	41,702
受取配当	3,696,577	4,447,395	1,118,846	466,441	130,319	128,754	60,614
営業利益	6,483,693	5,375,591	1,491,519	529,754	206,235	208,843	178,852
支払利子	405,752	1,053,611	352,129	450,319	242,659	87,601	36,254
営業経費	776,621	405,487	319,545	163,659	523,848	392,893	300,222
経常利益	5,301,320	3,656,250	729,070	-117,095	-571,034	-334,421	-235,345
支払配当							
現金	2,404,175	514,893	0	0	0	0	0
株式	7,537,475	2,010,772	0	0	0	0	0
粗利益	24,463,701	1,130,585	729,079	-117,095	-571,034	-334,421	-235,345
証券売却益	10,879,203	-1,592,215	-121,525	195,234		1,436,783	1,950,871
投資証券の評価下げ			-31,852,032	-8,426,666			
3. 貸借対照表							
現金	3,609,587	4,728,013	1,380,613	431,792	695,794	789,570	1,334,858
証券投資	236,705,681	92,323,248	50,719,815	40,856,329	3,817,230	4,555,437	8,087,741
子会社投資					22,442,380	22,760,664	29,203,665
シンジケート参加	5,421,878	822,086					
合同勘定で保有された証券	2,232,415	838,827					
合計	251,948,237	99,476,596	52,176,354	41,348,772	28,265,874	30,002,255	40,592,039
普通株	156,511,025	158,549,353	28,826,735	28,825,405	5,710,293	5,698,787	5,593,787
資本剰余金	72,849,154	-87,035,764	11,442,365	1,093,838	17516783	19597937	30,717,296
利益剰余金	3,642,848						
借入金	15,000,000	10,000,000	9,500,000	7,125,000	2,340,000	1,800,000	800,000
偶発準備金	3,810,000	17,662,500	2,304,034	4,219,024	2,450,000	2,525,000	

(出所) *Moody's Bank & Finance*

3/10 株であった。アトラス社の普通株価は 32 年 (11 3/8~4 1/4), 33 年 (18 5/8~5 7/8), 34 年 (15 1/2~7 3/4), 35 年 (14~7 3/8) で推移しているの、株価をピークに近い 20 ドルと想定したとしても、GSTC の旧株主は 5~6 ドルの資産価値を保有するに過ぎないことになろう。

表 16 は GSTC の 28~35 年の資産の変化を要因別に示したものである。GSTC が株式市場から調達した現金は 1 億 1578 万ドル (225 万株) であったのに対し、株式交換で取得した株式価値は 2 億 1390 万ドル (282 万株) であった。これを合計すれば 3 億 2968 万ドルとなるが、株主に対する配当支出 (704 万ドル) を控除すれば、GSTC が獲得した資本は 3 億 2264 万ドルとなる。ところが 7 年間の期間中に投資証券の「減価」

(3 億 2236 万ドル) を主とした控除額は 2 億 8346 万ドルとなり、GSTC の保有する純資産価値は 3918 万ドルとなっている。つまり株価の異常な騰貴のもとで行われた株式交換による「水増し」された資産取得は、株価の下落の過程で投資証券の下落→「減価」として調整されたといえるであろう⁷²⁾。

4. アトラス社 (Atlas Corporation) による投資会社の再編成

1920 年代末の株式ブーム期に大量に設立された投資会社は 29 年 10 月以降の株価暴落により資産価値の大きな減価に見舞われ、経営危機に陥ることになった。アトラス社はそうした投資会社を多数吸収合併し、30 年代

72) *ibid.*, Part3, Chap.7, pp.2565-2566

表 16 ゴールドマン・サックス・トレーディング社の資本拠出及び処分

A. 資本拠出	株式数	資産価値
・ゴールドマン・サックスによる最初の引き受け	1,000,000	100,000,000
・追加株式	125,000	15,776,010
・100%株式配当	1,125,000	
現金拠出合計	2,250,000	115,776,010
〈株式拠出〉		
・フィナンシャル・インダストリアル・セキュリティズの資産と交換	2,250,000	117,500,000
・シェナンドー社の株式と交換 (1929.8.7)		45,025,000
・シェナンドー社優先株の売却 (1929.7.23)	238,096	250,250,000
・アメリカン社の株式と交換	679,776	71,899,620
・株式配当の支払い	347,209	
株式拠出合計	5,765,081	329,675,631
B. 資本処分		
・株式あたり 2 ドル配当 (1929.3)		3,481,230
・株式配当に代わって支払われた現金 (1929/1930)		2,919,067
・171294 株の金庫株のコスト (1935.12)		639,485
株主への還元		7,039,782
・資本賦課		7,183,018
・営業結果		
・営業利益		30,904,768
・証券の評価減		322,359,356
・未実現増価		15,179,306
合計		276,275,280
総合計		283,458,299
純資産価値		39,177,548

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap7, pp.2565-2566

の投資信託業界の再編を主導した一方の旗頭であった。

(1) 公益事業証券の時代 (1923～1930)

オドラム (F. B. Odum) は 1923 年にハワード (G. Howard) と共に投資会社, ユナイティッド・ステイト社 (United States Co) を設立した。同社は当初 1 万株の普通株を発行したが, オドラム夫妻・ハワード夫妻がそれぞれ 1 万ドルを拠出し, 各人が普通株の 1/4 を受け取っている。24 年にはオドラムの義兄弟, ハッチ (L. B. Hatch) が 250 株の普通株を購入し, 経営陣に加わっている。このようにユナイティッド・ステイト社は弁護士であり, かつエレクトリック・ボンド・シェア社 (Electric Bond & Share Co)・アメリカン・フォリン・パワー社 (American & Foreign Power Co) の副社長

でもあったオドラムの関係者によって設立された“財団法人”(incorporated fund) 的性格を有していた⁷³⁾。

28 年 8 月にアトラス・ユーティリティ・インベスターズ社 (カナダ会社) (Atlas Utilities Investors Co, Ltd) が設立され, ユナイティッド・ステイト社の資産を継承している。アトラス・ユーティリティが発行した普通株は上記の創業者により 4 万 1000 株引き受けられ, さらに 4 万 7000 株を購入するオプションを付与されている。アトラス・ユーティリティは証券発行により 300 万ドルの追加資金を取得していたとはいえ, 証券購入者は創業者の関係者に限定されており, 依然としてこの時点では同族的性格が濃厚な投資会

73) 草創期のアトラス社に関しては, *ibid.*, Part1, pp.86-87 を参照。

社にとどまっている⁷⁴⁾。

だがアトラス社が29年7月にデラウェア法のもとで設立され、オドラムを社長として活動するようになってから、その性格を大きく変えていく。アトラス社の資金は創業者からの拠出のみならず、より広汎な投資家から調達されるようになっていくからである。第一にアトラスは創業者の所有するアトラス・ユーティリティ株と交換に30万株の普通株(およびワラント)を発行している。第二に15万4721株のユニット株(1株の優先株・1株の普通株・ワラント)が1ユニット58ドルで売却され、アトラスは897万ドルを市場から調達することに成功している。第三に5万4100株の10ドルユニット(1株の普通株・ワラント)が発行され、54万1000ドルの資金が調達されている。こうしてアトラス社は1929年中に2つのユニット株の発行により951万4818万ドルの現金を取得した。アトラス・ユーティリティの資産のほぼ1/2は公益事業株により占められており、その大部分はエレクトリック・ボンド・シェア・グループ関連の公益事業普通株であった。つまり1930年5月のアトラスの資産は1123万ドルであったが、そのうち57.7%(625万ドル)は公益事業株であった⁷⁵⁾。

(2) 投資会社の買収・合併の時代

投資会社株は投資会社の保有する資産価値より低く評価されていると判断して、オドラムは多様な証券に投資する従来の投資政策を抜本的に変更し、1930年5月より株価が低落している投資会社株式の購入を積極的に押し進めていくことになる。アトラスは投資会社株を自社株と交換したり、あるいは市場・有力株主から現金で購入する方法で多数の投資会社の合併あるいは子会社化を推進して

いった。後者の株式購入資金はアトラスによって準備されたばかりではなく、アトラスによりすでに買収されていた子会社投資会社の資金が他の投資会社の買収のために使用されるようになる。つまりアトラスによる投資会社のピラミッド・システムを形成するために、そのポートフォリオが市場性証券から投資会社証券に変化し、実質的に「持株会社」的役割をはたす投資会社の出現をみている。

アトラス社は30年5月から36年10月の間に21社の投資会社を合併、子会社化している(表17)。取得年をみれば、30年(3社)、31年(12社)、32年(2社)、33年(4社)となっており、1931年が最も活発に買収が行われていた年となる。また買収時の資産規模を1000万ドルを基準として分類すれば、1000万ドル以上の資産を保有する投資会社は5社にすぎず、残りの16社は資産1000万ドル以下の投資会社であった。

これらの買収された投資会社はアトラスの政策によりさらに数奇な運命を辿っている。つまり買収投資会社のうち16社が解散、2社が売却、3社がアトラスと合併されている。以下ではそれぞれの代表的事例について検討しよう。

第一はアトラスにより取得されたものの、解散された16社である。解散された投資会社は資産規模の小さな投資会社が多く、また解散時にすでに発行済み株式の大部分をアトラス社(その子会社)によって保有されていた。したがってアトラス社は少数株主に対して清算配当を行うことで会社を解散することが可能であり、解散コストを低く抑えることができた。だが解散会社のなかには下記のような資産規模1000万ドル以上の比較的大規模な投資会社が2社存在していた。

Chatham Phenix Allied Corporation：資産2941万ドル

(1931年8月取得→1931年12月解散)

National Securities Investment Co：資産

74) *ibid.*, Part3, Chap3, pp.1052-1053

75) *ibid.*, p.1055

表 17 アトラス社によって合併された投資会社

投資会社	スポンサー	合併時期	資産価値	処分方法	処分時期
Widlor, Inc	Lord & Widli	1930. 3.27	500,000	解散	1930. 3
All American General Corporation	Starring & Co	1930. 6.30	3,149,700	解散	1933.12
Exide Securities Corporation	Electric Storage Battery Co	1930. 8.31	5,837,900	解散	1933. 6
Power & Light Securities Trust	Hale Waters & Co	1931. 2.28	3,014,300	解散	1931. 6
Selected Stocks, Inc	Quaw & Foley	1931. 3.31	596,100	解散	1931. 8
Ungerleider Financial Corporation	S. Ungerleider & Co	1931. 4.30	9,088,700	解散	1933.11
Iroquois Share Corporation	O'Brian, Potter & Stafford	1931. 4.30	1,441,400	解散	1931. 8
Federated Capital Corporation	Federated Debenture Co	1931. 5.16	2,845,100	解散	1933. 7
General Empire Corporation	Hemphill Noyes Co	1931. 6. 1	2,300,000	解散	1933. 6
Jackson & Curtis Investment Associates	Jackson & Curtis	1931. 7.31	1,039,600	解散	1931. 8
Sterling Securities Corporation	Insuranshares Corporation of NY	1931. 7.31	16,764,800	合併	1930.10
Chatham Phenix Allied Corporation	Chatham Phenix Corporation	1931. 8.15	29,412,700	解散	1931.12
Chain Store Stocks, Inc	Shields & Co	1931. 9.16	3,407,200	解散	1933.11
National Securities Investment Co	A, G, Becker & Co	1931. 9.25	11,243,300	解散	1935. 7
Aviation Securities Corporation	Field Glore & Co	1931.12.31	1,715,200	解散	1933.11
American, British & Continental Corporation	Blyth & Co	1932. 1. 6	6,177,100	売却	1934
Atlantic Securities Corporation	A. Iselin & Co	1932. 4.30	1,927,100	売却	1933.12
The Goldman Sachs Trading Corporation	Goldman Sachs & Co	1933. 4.17	20,004,800	合併	1936.10
Shenandoah Corporation	Goldman Sachs Trading Corporation	1933. 4.26	7,772,700	合併	1936.10
Blue Ridge Corporation	Shenandoah Corporation	1933. 4.25	38,351,200	売却	1935.11
American Investors, Inc	Tucker, Anthony & Co	1933. 6.30	5,720,100	解散	1935. 7

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap4, pp.1064-65

1124 万ドル

(1931 年 9 月取得→1935 年 7 月解散)

このうちチャタム・フェニックス・アライド社（以下 CPAC と略）はアトラス社の投資会社再編で中軸的役割をはたした投資会社であった。CPAC は 1929 年 9 月に証券会社、チャタム・フェニックス社をスポンサーとして設立されている。チャタム・フェニックスはニューヨークの商業銀行、チャタム・フェニックス・ナショナル・バンク・トラストの証券子会社であり、3 社はほぼ同一の経営陣により担われていた。チャタム・フェニックスはスポンサーとして CPAC の発行する 10 万株の議決権株および 190 万株の無議決権株を 1 株 25 ドルで購入することを約束し、そのうち議決株のすべてを自社で保有している。こうして CPAC は株式発行により調達した 5000 万ドルの資金を多様な証券投資に振り向けていくことになる。

だが CPAC は株価暴落の直前という悪条件のもとで設立されたため、資産内容の急速な悪化に見舞われている。第一はチャタム・

フェニックス・販売グループが CPAC 株を市場に売却することで調達された資金は 3200 万ドルにすぎず、1800 万ドルはチャタム・フェニックスの CPAC に対する債務として計上されている。チャタム・フェニックスと CPAC の金融関係はオープン勘定として処理され、時々はその数字は変動したが、31 年 8 月に 1000 万ドルの負債がなお残っていた⁷⁶⁾。

資産内容の劣化の第二の要因は CPAC による親銀行株（チャタム・フェニックス・ナショナル・バンク）および自社株の市場操作である。CPAC は株価を維持するために自社株を買い越しており、それは 32 年 8 月に 39 万 9978 株の金庫株保有して計上されている。株式購入コスト（689 万ドル）の多くは損失として処理されている⁷⁷⁾。

第三の要因は銀行経営陣が関係する会社への融資・投資からもたらされた損失である。

76) *ibid.*, pp.1143-44

77) *ibid.*, Part3, Chap2, p.132

表 18 チャタム・フェニックス・アライド社による「縁故」貸付・投資

	初期コスト	損失
Empire State, Inc (社債)	6,075,000	5,410,930
Waldorf Astoria Building Syndicate (融資)	2,200,000	380,063
A・F・Gillmore (融資)	13,200	10,617
Phillips Petroleum Corporation (投資)	1,229,350	938,689
Consolidated Cigar Corporation (投資)	1,072,920	603,078
General Theaters Equipment, Inc (投資)	1,125,000	1,056,050
Spiegel, May, Stern Co, Inc (投資)	893,326	367,198
Great American Insurance Co (投資)	165,073	56,891
National Surety Co (投資)	149,265	69,265
Kansas City Southern Ry Co (投資)	129,195	116,179
合計	13,052,329	9,098,962

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap2, p.133

なかでもニューヨーク市で計画された世界最大の高層ビル、エンパイアー・ステイト・ビルディングを建設する企業、エンパイアー・ステイト社はCPACに最大の損失をもたらしている⁷⁸⁾。エンパイアー・ステイト社にチャタム・フェニックスの経営者が深く関わっていたため、CPACは607.5万ドルのエンパイアー・ステイト社社債に投資しており、その結果541万ドルの損失が生じている。表18に見られるように、経営者の縁故関係による融資・投資は1305万ドルに及んでいたが、910万ドルの損失を計上している。

以上のようにCPACの経営悪化が進んでいたが、同時に親銀行であるチャタム・フェニックス・ナショナル・バンクも信用不安に見舞われており、1931年7月に支店での預金取り付けが発生していた⁷⁹⁾。銀行経営陣は銀行の威信を傷つけないようにチャタム・フェニックスが保有するCPAC株式を31年8月にアトラス社に売却することにした。こうしてCPACはその名称から「Chatham Phenix」が除かれ、セキュリティズ・アライド社 (Securities Allied Corporation) としてアトラス社の支配下に入ってしまった⁸⁰⁾。

セキュリティズ・アライドは33年12月に解散されるが、アトラスの投資会社支配の中心的役割をはたす会社として活動している。アトラスの翼下に入った31年8月時点のセキュリティズの資産は3100万ドルであったが、そのうち26% (807万ドル) が投資会社株であったにすぎず、多様な証券に投資する投資会社としての性格を持っていた。だが33年12月時点になれば2677万ドルの資産のほとんどが投資会社株から成っており、セキュリティズは投資会社の「持株会社」としての機能を果たすように変化していた⁸¹⁾。

第二はアトラスにより他投資会社へ売却された下記の2つの投資会社である。

- ・ American, British & Continental Corporation: 資産618万ドル
(1932年1月取得→1935年5月売却)
- ・ Blue Ridge Corporation (1933年4月): 資産3835万ドル
(1933年4月取得→1935年11月売却)

このうちブルーリッジはシェナンドー社の子会社であったが、シェナンドー社はまたGSTCとセントラル・ステイト・エレクトリック社の2社をスポンサーとしていた。GSTCの支配権がアトラスへ移行すると同時に、ブルーリッジの普通株もまたアトラス

78) *ibid.*, pp.123-130

79) 小林前掲書, 139頁

80) *op. cit.*, pp.136-14281) *ibid.*, Part3, Chap. pp.1151-1153

の管理下におかれている。アトラスは 35 年 11 月に 1 株 3.25 ドルで 200 万株のブルーリッジ普通株をアメリカン・シテイズ・パワー・ライト社へ売却し、650 万ドルの現金を獲得している⁸²⁾。

他方アメリカン・ブリティシュ・コンチネンタル社は 1926 年 11 月にデラウェア法にもとづいて設立され、スポンサーはブリス・ウィッター社 (Blyth, Witter & Co)・J. H. シュローダー・バンキング (J. H. Schroder Banking Corporation) とヨーロッパの 10 銀行によりなる米欧銀行であった。投資会社が調達した資金は 1967 万ドルであり、そのうち 400 万ドルがスポンサーによって拠出されている⁸³⁾。だが恐慌期の 31 年 12 月にはアメリカン・ブリティシュの資産は 1/3 の規模 (677 万ドル) にまで縮小しており、スポンサーは投資会社の再建よりもアトラスへの売却を選択することになる。仲介役となったのは I. R. ボイド (I. R. Boyd) であり、彼はアトラス社の副社長・シュローダー・バンキングの役員を兼任していた⁸⁴⁾。アトラスは子会社であるナショナル・セキュリティーズ・インベストメント社 (National Securities Investment Company) を通じて 1932 年～35 年の期間にアメリカン・ブリティシュの社債・優先株・普通株を購入した。スポンサーは 1 株 1.75 ドルでアメリカン・ブリティシュ普通株を売却している。

アメリカン・ブリティシュ株はさらに 35 年 5 月にエクィティ社に売却され、アメリカン優先株は 8/10 株のエクィティ優先株・3 株の普通株と、アメリカン普通株は 1/4 株のエクィティ普通株と交換されており、アメリカン・ブリティシュは最終的に 1936 年 9 月

にエクィティ社と合併されている⁸⁵⁾。

第三は 1936 年 10 月にアトラス社と合併された下記の 3 社である。

Sterling Securities Corporation (1931 年 7 月)：資産 1676 万ドル

Pacific Eastern Corporation (1933 年 4 月)：資産 2000 万ドル

Shenandoah Corporation (1933 年 4 月)：資産 777 万ドル

シェナンドー社はパシフィック・イースタン社の子会社であるので、この合併は実質的にはアトラス社とスターリング・セキュリティーズ社およびパシフィック・イースタン社の間で行われたことになる。アトラス社がこの 2 つの投資会社を合併の形態で吸収せざるを得なかったのは、①この 2 つの投資会社の規模が大きかったこと、②この投資会社株に対する一般投資家の保有比率が高く、したがって市場から株式を購入するコストが大きくなる、という事情があったからといえる⁸⁶⁾。

前述したように、アトラスは 1930 年 5 月以降にオドラムの主導の下に積極的な投資会社買収政策を展開していくが、その最大の標的はその傘下にシェナンドー社 (→ブルーリッジ社) を保有する GSTC の買収であった。アトラスの拡張政策のさなかに、GSTC も 30 年 6 月にキャッチングスから W. サックスに経営陣が代わり、3000 万ドルに及ぶ負債を返済するため持株の強制的売却を迫られていた。サックスは投資銀行、ゴールドマン・サックスの生き残りをかけて、投資会社 GSTC の売却を決断するが、株価が下落するなかではなかなか買い手は登場しなかった⁸⁷⁾。こうしてアトラスは唯一の買い手として登場し、32 年 6 月に 1 株の GSTC 株を

82) *Moody's Bank & Finance*, 1936, p.943

83) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap.7, p.2790-2791

84) *ibid.*, p.2792

85) *ibid.*, p.2793

86) *Moody's Bank & Finance*, 1936, pp.1874-75; pp.1878-79

87) リサ・エンドリック・斉藤聖美訳、前掲書、74～75 頁

0.3株のアトラス普通株と交換する取引を申し出ている。こうした株式交換の結果、アトラスは33年4月にアトラス株の40%強を保有し、実質的な支配権を獲得すると同時に、GSTCとゴールドマン・サックスとの管理契約が破棄されている。ゴールドマン・サックスは投資信託業務から決別するために、GSTCの社名から“ゴールドマン・サックス”を削除することを望み、同社はパシフィック・イースタン社となった。

アトラスはさらに33年9月にGSTCの子会社、ピック・バース・ホールディング(Pick Barth Holding Corp)の抵当流れ処分により、同社が保有していた50万1000株のGSTC株を取得し、33年12月にGSTC株の50%以上を保有することになった⁸⁸⁾。だが35年末においてもパシフィック・イースタン社の普通株559万株のうち、28%(155万株)は依然として一般投資家の掌中にあり、このことがアトラスがパシフィック・イースタンを合併の形態で吸収せざるを得なかった要因となる⁸⁹⁾。

アトラスは36年10月に下記のような比率で株式交換をし、3社の旧株主を新アトラス社の株主に迎えることを余儀なくされている⁹⁰⁾。

	優先株	普通株
・アトラス社		
優先株	1株	
普通株		1株
・パシフィック・イースタン社		
普通株	1/20株	1/4株
・シェナンドー社		
優先株	1株	4/10株
普通株		17/100株

・スターリング・セキュリティ社		
3ドル優先株	1株	
1.2ドル優先株	15/100株	4/10株
クラスA株式		23/100株
クラスB株式		1/20株

アトラス社はこの合併により20万9455株の優先株、及び54万8595株の普通株を子会社の少数株主に対し支払い、引き替えに2068万ドルの新たな資産を取得した⁹¹⁾。だがこの株式交換はアトラス以外の3社の少数普通株主にとり不利な条件となっており、彼らはアトラスの普通株主となったものの、その議決権は1/20～1/4に縮小されている。

1936年10月にアトラスの拡張政策は終止符を打たれたが、アトラスの資産の75%は他投資会社の合併・買収の所産であり、そのうち証券交換による部分は67%を占めていた。合併時のアトラスの資産は1億1333万ドルに上っていたが、40年末にはほぼ1/2の規模(5650万ドル)にまで低落している(表19)。アトラスの資産はこのように大きく縮小していたとはいえ、クローズド型管理投資会社の40年末ランキングではリーマン社(6750万ドル)に次いで第2位の地位を占めていた。合併以降にアトラスの資産が低下した主要な原因は投資証券の評価減によるところが大きかった。投資証券は36年10月(9220万ドル)から37年10月(5556万ドル)に4割の減少を、39年(5122万ドル)から40年末(3006万ドル)にさらに4割の減少を示している。投資証券の評価減は証券の簿価と市場価格の差を反映させたものであると同時に、証券発行企業のデフォルトの結果としてもたらされてもいた。例えば債券投資の分野ではアトラスは債務不履行となったラジオ・ケース・オーファム(Radio-

88) *Moody's Bank & Finance*, 1933, p.2486;1934, p.2712

89) *ibid.*, 1936, p.1874

90) *ibid.*, 1938, pp.1789-1793

91) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap4, p.1069

表 19 アトラス社の財務資料

	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940
1. 株面												
普通株	0	0	0	0	0	0	0.3	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
配当												
株価—高値	14.75	8.75	11 3/8	18 5/8	18 5/8	15.5	14	17 1/8	18 1/2	9 7/8	9 3/8	9 7/8
株価—低値	3.75	3.75	4.25	5 7/8	5 7/8	7.75	7 3/8	11 3/4	7 1/8	5 3/4	7	7
優先株												
配当 (3ドル)	0.75	3	3	3	3	3	3	3	0.75	3	3	3
株価—高値	41	40 3/8	40	43.75	43.75	49 3/8	54	55	52 3/8	48.5	48 3/8	51
株価—低値	30	29	32	33	33	39	47	50	39 1/4	38 7/8	43 5/8	43 1/4
2. 所得収支												
受取利子						696,594	885,638	856,665	356,728	284,706	224,427	365,277
受取配当						2,310,032	1,779,714	1,596,956	2,704,156	1,561,699	1,114,040	1,611,557
営業収入						3,031,642	2,776,784	3,446,350	3,292,825	1,852,118	1,338,467	2,084,152
支払利子						204,883	119,516	13,688	58,927			
経常利益				683,849		360,554	355,689	1,845,065	1,985,785	733,119	114,400	981,779
証券売却益						2,003,997	11,062,748	8,205,895	-280,924	-6,179,813	1,119,852	1,739,243
粗利益						2,364,551	11,418,437	10,050,460	1,605,398	-5,817,143	1,222,452	2,521,022
配当												
普通株						0	1,261,534	3,209,228	2,937,486	1,427,601	1,560,102	1,424,607
優先株						781,968	782,123	586,599	1,548,167	855,183	1,359,575	1,305,016
純利益						1,582,583	8,799,492	5,436,471	-2,880,255	-8,099,927	-1,697,225	-208,601
3. 貸借対照表												
現金		14,934,138	19,040,436	7,981,594	7,981,594	6,167,608	8,657,472	7,076,340	2,601,387	4,624,210	3,217,815	9,141,271
証券投資		27,447,297	20,798,598	90,322,348	90,322,348	79,933,415	69,046,991	92,199,912	55,559,651	47,201,974	51,216,851	30,055,630
子会社投資		0	8,956,006	17,975,852	17,975,852	20,408,246	20,318,787	4,136,073	7,114,438	6,900,486	6,107,400	15,325,940
その他投資		1,841,990	361,283					6,993,318	3,277,477	4,441,496	1,242,933	0
合計		56,918,172	53,890,456	121,336,779	121,336,779	110,517,809	103,928,679	113,325,702	73,872,429	66,892,003	63,074,730	56,499,150
6ドル優先株												
普通株		35,421,779	35,421,779	60,097,861	60,097,861	23,684,490	23,684,490	23,462,658	24,798,958	22,987,750	22,433,050	20,634,750
資本剰余金								22,074,754	17,283,017	16,901,735	15,041,405	13,615,235
利益剰余金								61,041,180	46,880,926	44,699,340	39,460,369	36,000,082
未実現投資減価									1,605,398	-4,211,745	-2,963,824	-442,802
保証債務 (Pac Eastern)		0	2,636,000	2,340,000	2,340,000	1,800,000	800,000	500,000	19,338,370	16,042,092	12,917,061	15,668,648
社債 (Amer British & Con)		0	2,574,509	2,293,500	2,293,500	2,201,000	0					

(出所) *Moody's Bank & Finance*

(注) 1933 年の所得勘定は不明

Keith-Orpheum), ユーティリティ・パワー・ライト (Utilities Power & Light Co) の社債を 1347 万ドル保有していたが, これは債券投資額 (1683 万ドル) の 8 割, 資産総額の 2 割を占めていた。それ以外にもアトラスはパラマウント・ピクチャ (Paramount Pictures) の優先株 (131 万ドル), RKO の普通株 (234 万ドル) を保有しており, 債務不履行のなかでこれらの株式も評価減処理の対象となっている⁹²⁾。

配当支払い状況をみれば, 優先株は 3 ドルの配当を定期的に支払っており, 普通株も 0.5~0.8 ドルの配当を支払っている。しかしアトラスの収益は配当を支払う水準にほど遠く, 配当は証券売却代金, 剰余金に大きく依存して支払われる状況であった。旧アトラスが他投資会社の吸収・合併にさいして「寛大」な条件で株式を購入しており, そのことが新アトラスの「過大資本」構造を招き, 投資証券からの配当収入によって配当を支払うことを困難としていた。

VI. 巨大投資会社の再編(2)——エクィティ社 (Equity Corporation)

ファンダーズ・グループは 1929 年末に 5 億ドル規模の資本を有する 13 の投資会社を支配しており, さらに子会社を通じて間接的に投資会社・証券会社・公益事業会社の主要利権を掌握する巨大な投資信託「帝国」を形成していた。ファンダーズ・グループは直接・間接的に保有する資産は 21 億ドルの規模に及んでおり, その株主は合州国の 35 州および外国において 9 万人を数えていた⁹³⁾。以下ではゴールドマン・サックス帝国にはば匹敵するファンダーズ・グループはどのような歴史的経過をたどって成立したのか, また

そのグループが最終的にエクィティ社により継承されていった経緯について考察しよう。

1. ファンダーズ・グループの形成

クーム (C. F. Coombs) とブル (W. R. Bull) は 1922 年 1 月にアメリカン・ファンダーズの前身であるウィークス・ルイス・ブル社 (Weeks, Lewis & Bull Company) をマサチューセッツ信託法にもとづき設立している。ウィークス社は当初インターナショナル・セキュリティーズ・トラスト (International Securities Trust of America) のスポンサーとして, その証券発行・投資証券のアドバイス等を行う証券会社としての役割をはたすことが期待されていた。その後ウィークス社は 1925 年 5 月にその性格を「閉鎖的な」私的企業から株式を広く発行する「公開企業」に転換し, その社名をアメリカン・ファンダーズ・トラスト (American Founders Trust) に変更している。アメリカン・ファンダーズは投資信託の財務的サービスを提供すると同時に, 自ら証券投資する投資会社としての役割をも担うことになった。またアメリカン・ファンダーズの経営陣に新たにアーウィン (F. B. Erwin) とシーグレイブ (L. H. Seagrave) が加わり, 4 名のパートナーによる経営体制が確立している⁹⁴⁾。

ところでマサチューセッツ州法のもとで設立されたアメリカン・ファンダーズ・トラストは証券の全国的販売に制約が課せられ, ニューヨークの主要投資銀行はマサチューセッツ法投資信託の証券販売を取り扱ってい

92) *ibid.*, Part4, Chap1, pp.306-313

93) *ibid.*, Part3, Chap 6, pp.2108-2109

94) F. B. アーウィンはかつてクームとともに投資銀行メガーゲル社 (Megargel & Company) のパートナーを務めており, 25 年当時は証券営業員であった。また L. H. シーグレイブはファースト・ナショナル・バンク・ボストンの証券子会社, ファースト・ナショナル社 (ボストン) の販売マネージャーであった。(*ibid.*, Part3, Chap6, pp. 2110-2113, pp.2116-2121)

なかった。こうして新規資金を広範囲な地域から求めるため、1928 年 4 月にデラウェア法にもとづいて新たにアメリカン・ファンダーズ (American Founders Corporation) が設立され、アメリカン・ファンダーズ・トラストの業務を継承することになる⁹⁵⁾。28 年まではファンダーズ・グループを形成していた投資会社は下記の 3 社に過ぎなかった。

American Founders Corporation 資産 2 億 340 万ドル (1929 年)

International Securities Corporation 資産 3978 万ドル

Second International Securities Corporation 資産 2488 万ドル

アメリカン・ファンダーズが他の 2 社に投資サービスを提供すると同時に、クラス B 普通株の大部分を保有し、支配権を確保していた。また 3 社の主要な経営陣は重複しており、アメリカン・ファンダーズの支配は人的側面からも確保されていた⁹⁶⁾。

ファンダーズ・グループが急速に拡大したのは 28～29 年であり、ファンダーズ・グループは多数の投資会社の設立に単独あるいは複数利権と共同して参加していく。その結果としてユナイティッド・ファンダーズの資産は 29 年 11 月に 2 億 1940 万ドルを計上しており、資産構成の内訳をみれば、投資会社証券が 59.3%、公益事業証券が 24.3%、一般産業証券は 5% という構成となっている⁹⁷⁾。この構成からわかるように、ユナイティッド・ファンダーズは投資会社の「持株会社」としての機能をはたしており、アメリカン・ファンダーズを中心とした多数の投資会社を媒介にして証券市場に巨大な影響を及ぼしていくことになる。

ファンダーズ・グループの証券投資の特徴

表 20 アメリカン・ファンダーズの証券投資

A. 投資の産業的配分 (%)

	債券	優先株	普通株
政府	14.765		
輸送	0.441	0.449	3.434
公益事業	4.595	0.692	13.786
一般産業	5.543	0.585	16.076
モーゲイジ・バンク	5.788		
銀行・保険会社			7.99
投資会社	0.142	3.139	11.287
金融会社	0.818	0.874	0.818
合計	32.092	5.739	53.391

B. 投資の地域的配分 (%)

合衆国	42.373
中・南アメリカ	3.395
イギリス	8.694
北ヨーロッパ	2.588
中央ヨーロッパ	25.57
東ヨーロッパ	2.061
南ヨーロッパ	2.787
西ヨーロッパ	1.191
日本などアジア	2.564

(出所) *Moody's Bank & Finance*, 1930, p.2243

を最大の投資会社であるアメリカン・ファンダーズの投資証券の構成からさぐることにしよう (表 20)。その投資政策の第一の特徴は外国証券の投資比率が極めて高いことであろう。投資証券を種別にみれば、普通株が 53%、債券が 32%、優先株が 5.7% となっており、普通株が圧倒的比率を占めている他の投資会社と比較して、債券構成比の高さが際立っている。さらに債券を発行者別にみれば、政府 (14.765%)、モーゲイジ・バンク (5.78%)、一般産業 (5.543%)、公益事業 (4.595%) となっており、政府債券への投資が圧倒的に大きいことがわかる。次に投資の国別配分をみれば、合衆国証券は 42.4% にしかすぎず、58% は外国証券に向けられており、さきの政府債券は外国政府の発行した債券であることが判明する。外国投資を地域別にみればヨーロッパ向けの証券投資が 34.2% を占めており、なかでもドイツ・オーストリアをふくむ中央ヨーロッパ向けの投資

95) *ibid.*, p.2117

96) *ibid.*, pp.2232-2236

97) *Moody's Bank & Finance*, 1930, p.2241

は 25.57%の最大の比率を占めている⁹⁸⁾。

こうした外国投資を牽引したのは下記のような投資会社であり、アメリカン・ファンダーズは外資系をふくむ他投資銀行との共同スポンサー体制で投資を行っている⁹⁹⁾。

・ United States & British International Company (1928.1)

主要目的—イギリス証券投資

スポンサー：

Pogue-Willard & Company; Ames, Emerich & Co;

Tucker, Anthony & Co; Harris, Forbes & Co, (アメリカ)

Helbert Wagg & Co (イギリス)

・ United States & Overseas Co (1929.1)

主要目的—ヨーロッパへの中期信用の供与

共同スポンサー—

Harris, Forbes & Co,

Deutsche Bank of Berlin (ドイツ)

・ North and South America Co (1929.2)

主要目的—南米証券、特にコロンビア証券の投資

共同スポンサー：

Barker, Kellogg & Co, Inc; A. G. Becker & Co

・ International and General Corporation (1929.5)

主要目的—南欧証券、特にオーストリア証券の投資

共同スポンサー：

Ephrussi & Co of Vienna (オーストリア)

・ American and Continental Corporation (1929.5)

主要目的—ドイツ証券の投資

共同スポンサー：

Kuhn, Loeb & Co; International Acceptance, Inc;

Dillon, Read & Co; North American Company

ファンダーズ・グループの投資政策の第二の特徴は公益事業証券の比率が高いことであろう。ファンダーズ・グループが関与した9つの公益事業持株会社は下記の通りである¹⁰⁰⁾。

Seaboard Investment Trust (→ Washington and Suburban Companies)

Inland Utilities, Inc (→ Southeastern Gas & Water Co)

United States Electric Power Co

Midland Natural Gas Company

The Harris Forbes Corporation (→ Public Utility Associates, Inc)

Bridgeport Rolling Mills, Inc

American Founders Office Building, Inc

H. N. Stronck & Co, Inc

Twin States Natural Gas Company

上記のうち最大の持株会社はユナイティッド・ステイト・エレクトリック社(以下 Usepco と略)であり、同社は公益事業会社、スタンダード・ガス・エレクトリック社(Standard Gas and Electric Co)の支配権を手に入れるために1929年9月に設立された投資会社である。U・S・エレクトリック社はユナイティッド・ファンダーズを始めとする9つの有力投資会社によって共同で設立され、スタンダード・ガスの持株会社であるスタンダード・パワー・ライト社(Standard Power and Light Corp)の株式購入を進めていった¹⁰¹⁾。

98) *ibid.*, 1930, p.2243

99) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap6, pp.2232-2236

100) *ibid.*, p.2109

101) Usepcoに出資した投資会社は次の通りである：Hydro-Electric Securities Corp; United Foundrs Corp; American Founders Corp; Har-

他方、1910 年に設立されたスタンダード・ガスは H・M・ビレスビー社 (H. M. Byllesby & Co) によって運営・金融されてきた公益事業であり、ビレスビーは創業時よりスタンダード・ガスの支配権を掌握していた。1924 年にピッツバーグ周辺の電力会社を統合する持株会社、フィラデルフィア社 (Philadelphia Company) を支配系列に加えるために設立されたのが先のスタンダード・パワーであり、スタンド・パワーはフィラデルフィア、スタンダード・ガス、ピッツバーグ・ユーティリティ社 (Pittsburgh Utilities Co) の株式を保有する持株会社となっている¹⁰²⁾。

U・S・エレクトリックはスタンダード・パワーの支配権を得るために株式を購入していくが、議決権を有する優先株を保有するビレスビーの支配を打ち破ることは出来なかった¹⁰³⁾。だが株式購入のための資金は投資会社の資金だけではなく、銀行借入金にも依存していたため、36 年に債務不履行 (利子支払) となっている¹⁰⁴⁾。

ris Forbes Corp; W. C. Langley & Co; Union Electric Power Corp; Arthur C. Allyn; Thomas A. O'Hara; Seaboard National Bank (*ibid.*, Part4, Chap.1, p.69)。

102) *ibid.*, pp.54-62

103) 「Usepcoco は現在スタンダード普通株の 37% を保有し、投票総数の 22% を保有していたにすぎない。ビレスビー利権は普通株を少額保有しているに過ぎないが、100 万株の優先株 (投票権付き) のうち 99 万 7000 株を保有し、投票総数の 43% を握っていた。」 (*ibid.*, p.79)

104) 1930 年 1 月に Usepcoco はスタンダード・パワーのラーデングブルグ利権を購入するためにニューヨークの 2 銀行から 900 万ドルの借入れをしている。500 万ドルはエクイタブル・トラストから、400 万ドルはケミカル・バンク・トラストから調達している。さらに 1931 年に 1500 万ドルの借入れをしており、750 万ドルはチェス・ナショナル・バンク、500 万ドルはギャランティ・トラスト、250 万ドルはケミカル・バンク・トラストからの借入れであった (*ibid.*, pp.89-

ファンダーズ・グループは当初は Usepcoco の共同利権の一翼になっていたにすぎないが、その後他の投資会社から株式を購入し、31 年 11 月には 51% の株式を保有し、Usepcoco の最大株主となっていた。したがってファンダーズ・グループが Usepcoco の破綻による最大の損失を被ることになった¹⁰⁵⁾。

以上のようにファンダーズ・グループが 28~29 年に急拡大を遂げたが、そのことはまた創業者によるグループの支配権をどのように維持していくか、という課題を提起した。その解は 29 年 2 月に設立されたユナイティッド・ファンダーズ社普通株の特殊な仕組みに示されていた。ユナイティッドの資本金は 500 万株の普通株と 100 万株のクラス A 普通株からなっており、投票権は普通株で 1 株 1 票であるのに対し、クラス A 普通株はクラスとして普通株総数の 1/2 の投票権を付与された。つまり普通株の発行数にかかわらず、クラス A 普通株は総投票数の 33 1/3% の投票権を獲得する仕組みとなっている。3 名の創業者 (シーグレイブ、クーム、アーウィン) は 1 万 2500 株のアメリカン・ファンダーズ株と交換に 100 万株のクラス A 普通株を受け取っている。3 名の創業者は議決権信託の協定を締結し、彼らによって保有された普通株およびクラス A 普通株は一同として投票すること、また彼らの 1 人がクラス A 普通株を売却する際には最初に他の 2 人に提供することとされた¹⁰⁶⁾。

91)。だがこの借入金の利子支払いは 1933 年から滞っており、実質的に債務不履行状態となっている。この債務は 1936 年 8 月にファンダーズ・グループを除く Usepcoco のスポンサーから成るシンジケートによって買い取られている (*ibid.*, 92-93)

105) *ibid.*, pp.85-86

106) *ibid.*, Part3, Chap.5, pp.1632-1633; Chap.6, pp.2142-2145

他方普通株に関しては、3株のアメリカン・ファンダーズ株と2株のユナイティッド・ファンダーズ株が交換され、ユナイティッド・ファンダーズはアメリカン・ファンダーズ株の77%を取得している¹⁰⁷⁾。ユナイティッド・ファンダーズは33年6月までに900万株の普通株を発行し、投資家から2億9700万ドルの資金を調達している。だが3名の創業者が出資したのは1万2500株のアメリカン・ファンダーズ株にすぎず、〈創業者(100万ドル)→ユナイティッド・ファンダーズ→78.7%のアメリカン・ファンダーズ→5つの投資会社・資産5000万ドル〉という経路で創業者はクラスA普通株の保有を通じて50倍の資産を支配することが可能となっている。

2. エクィティ社の設立

こうして成立したファンダーズ帝国は株価暴落による資産価値の低下のなかで新たに設立された投資会社、エクィティ社により継承されていく。ここではエクィティ社の創設とその利権の変動に焦点をあてて検討しよう。

グローブスはボルチモア(メリーランド州)に所在する投資銀行の債券営業に携わり。後にはバージニア、メリーランド州で営業する小さな金融会社を統括する持株会社、フランクリン・プラン社(Franklin Plan Corporation)の発起人という経歴を有していた。グローブスはフランクリン・プラン社の実務に直接に関わっていなかったものの、彼の弟、G・グローブス(George Groves)が社長・取締役を務めており、株式所有を通じて同社を実質的に支配していた¹⁰⁸⁾。

グローブスは1931年にニューヨークの投資信託業界に初めて足を踏み入れ、直ちに3社の投資会社を買収している。ほとんど自己

資金を持たなかったグローブスが使用した買収方法は、買収した投資会社の資産を利用して他投資会社の株式を取得し、その支配権を獲得するものであった。グローブスが31年9月～11月の短期間を買収した投資会社は下記のようにグローブスのヨセミテ普通株の保有を頂点として形成されていた¹⁰⁹⁾。

Franklin Plan Corporation → Groves
→ Yosemite Holding Corporation (資産31万ドル)
→ Granger Trading Corporation (資産29万ドル)
→ Chain & General Equities, Inc (資産200万ドル)
→ Interstate Equities Corporation (資産860万ドル)

グローブスは投資会社の資産を買収資金として使用することで、多様な証券に投資する投資会社から、他投資会社株を保有する「持株会社」へ投資会社の性格を変容させている。グローブスは投資会社の売買から利益を得ていたが、この支配のピラミッドを形成するうえで外部資金を導入する必要に迫られている。グローブスに最初の買収資金を供給したのは彼の支配下にあったフランクリン・プラン社であり、第1回目は1931年10月にインターステイト・エクィティズ社を買収する資金(81.3万ドル)、第2回目は31年11月にチェーン・ゼネラル・エクィティズ社を買収する資金(56万8272ドル)を借り入れている。前者の借入金は返済されたものの、後者の借入金は90日以内に同一価格で買い戻す条件付きであったが、グローブスはその返済資金を調達することが出来ず、13万7500ドルが債務不履行の状況となっている。この債務返済を肩代わりしたのがユナイティッド・ステイト・シェアズ社(United States Shares Corporation)であり、この会社は後述するミル

107) *Moody's Bank & Finance*, 1932, p.2151

108) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap.2, pp.183-186

109) *ibid.*, Chap.5, pp.1646-48

トン・ハンチントンの関連会社であった¹¹⁰⁾。

こうした状況のもとでグローブス及びドナルドソン (Chase Donaldson) は 1932 年 12 月にエクィティ社を設立している。エクィティより取得された資産は 25 万ドルであり、これに現金 5 万ドルが加わり、30 万ドルの資産で営業を開始している¹¹¹⁾。エクィティ普通株は 170 万株発行されたが、グローブスはヨセミテ・ホールディング株と交換に 155 万株を、またドナルドソンはアライド・ゼネラル株および現金と引き替えに 55 万株のエクィティ株を取得している¹¹²⁾。

エクィティ社設立の目的は子会社・他投資会社資産の取得とされたが、その真の目的はグローブスの債務問題に関連した投資会社利権のミルトンへの売却にあった。つまり設立直後の 33 年 5 月にグローブスはエクィティ普通株 105 万株をミルトン (David M. Milton)・ハンチントン (Ellery C. Huntington) に 105 万ドルで売却して、エクィティ利権から撤退している。エクィティの新たなスポンサーとなった両名はニューヨーク市の法律事務所、サタリー&キャンフィールド (Satterlee & Canfield) のパートナーであった¹¹³⁾。ところがこの買収資金はミルトンによって準備されたのではなく、グローブスの管理下にあったインタースティット・エクィティズによって供給されていた。つまりミルトンの支配下にあったアンダーライターズ・エクィティズ社が保有していた保険株 (5 万 6410 株のアメリカン・コロニー・インシュアランス株式及び 4 万 1601 株のコロニアル・スティット・ファイアー・インシュアランス株式) をインタースティットに売却することで調達された資金であった¹¹⁴⁾。保険株は

そうした資産価値を持っていなかったとされるので、ミルトンはほぼ自己資金を使用することなく、エクィティ社を獲得したことになる。このような奇妙な取引が成立した背景には、先に述べたグローブスが負っていたフランクリン・プランに対する債務処理の問題があったと思われる。

3. エクィティ社によるファンダーズ・グループの取得

エクィティ社を獲得したミルトンが次に取ったのは、ファンダーズ・グループを率いるユナイティッド・ファンダーズ社の取得であった。先に述べたように、ユナイティッド・ファンダーズは創業者による支配を「永続化」させるために設立された投資会社であり、クラス A 普通株は普通株の発行数の如何にかかわらず 1/3 の投票権を有するとされ、その支配権は盤石とされていた。だがファンダーズ・グループの資産が 30~31 年の株価下落の過程で劣化していくと、3 人の創業者のうちクームとアーウインはミルトンによるファンダーズ・グループの買収提案を受け入れるようになる。クーム・アーウインは所有するクラス A 普通株 (666,666/3 株) 及びユナイティッド・ファンダーズ普通株 (63 万 5000 株) と交換に、95 万 4000 ドルの現金とエクィティ普通株 (26 万 150 株) を受け取っている¹¹⁵⁾。

他方、残りの創業者であるシーグレイブはクラス A 普通株の持ち分を売却しないが、

115) エクィティによるファンダーズ・グループの買収を具体的に担っていたのは、エクィティの子会社、ゼネラル・エクィティズ社であった。エクィティは 32 年 7 月に子会社投資会社からなる 115 万ドルのシンジケートを結成し、ゼネラル・エクィティズの株式を取得している。ゼネラル・エクィティズはその資金で 33 年 5 月ユナイティッド・ファンダーズの 7.06% (63.5 万株)、クラス A 普通株の 2/3 を取得している (Moody's Bank & Finance, 1934, p.2682)

110) *ibid.*, Chap2, pp.222-223

111) *ibid.*, Chap4, pp.1040-41

112) *ibid.*, Chap.2, pp.218-219

113) *ibid.*, Chap3, pp.1041

114) *ibid.*, Chap2, pp.220-221

クーム・アーウィン持ち分の売却を阻止する権利を放棄する、との契約をエクィティと締結し、さらにエクィティはシーグレイブのクラスA普通株に対する権利は今後も尊重する、とする議決権信託協定を締結した。かくてエクィティはユニティド・ファンダーズの議決権の39%を保有することになり、その実質的な支配権を掌握することになった。シーグレイブはこの見返りとしてエクィティから4万ドルの現金及び7万株のエクィティ普通株を受け取り、39年までユニティド・ファンダーズ、その後身であるアメリカン・ゼネラル社において会長兼取締役として経営者の席にとどまっている¹¹⁶⁾。

4. エクィティ社による投資会社の再編成

エクィティ社は設立(1932年12月)から約3カ年間に21の投資会社を吸収・合併し、その支配する資産を623万ドルから2億500万ドルに急成長させている。エクィティ社が資産を拡張したさいにとった政策には次の二つの特徴が挙げられる。第一にエクィティは他投資会社の支配権を自社の株式と交換に大株主(経営者・機関投資家)から取得しており、証券交換を容易にするために相手先株式に大きなプレミアムをつけるのが一般的であった。第二に買収の資金源として子会社の投資会社が頻繁に使用されており、エクィティ社の合併戦略においてインターステイト・エクィティズ社はアトラス社におけるセキュリティーズ・アライド社に匹敵する役割をはたしている¹¹⁷⁾。

エクィティ社が支配した投資会社は35年11月までに再編されていくが、それは3つのグループに分類される。第一のグループは解散・清算された投資会社である。これには

エクィティ株と最初に証券交換されたヨセミテ・ホールディング、アライド・ゼネラルなど4社が含まれ、少数株主は清算配当を受け取り、会社自体も消滅している。

第二はエクィティ本体と合併した投資会社である。この場合にも投資会社自体は消滅するものの、被合併会社の株主は合併会社の株主として存続する。エクィティ株と被合併会社の株式は下記のような比率で交換されている。

Equity Co		
	優先株	普通株
Chain & General Equities, Inc		
優先株	1.5株	
普通株		1株
Interstates Equities Co		
優先株	0.8株	
普通株		0.5株
Reliance International Co		
優先株	1株	
普通株		1株
American, British & Continental Co		
優先株	0.7株	3株
普通株		0.25株

このうちチェーン・ゼネラル・エクィティズおよびインターステイト・エクィティズはエクィティ社を形成するさいに基礎となった投資会社であり、少数株主としての一般投資家が保有していた株式が最終的に証券交換によりエクィティ株に転換されている。また他の2社は外部からエクィティ社により取得された投資会社であり、リライアンス・インターナショナルは株式交換により1933年6月にエクィティ・グループに加わっている¹¹⁸⁾。さらに35年5月にエクィティ社はアメリカン・ブリティッシュ、コンチネンタル社をアトラス社から購入したが、その「受け皿」投資会社となったのがリライアンスで

116) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap4, pp.1139-41

117) *ibid.*, pp.1046-1052

118) *Moody's Bank & Finance*, 1935, p.1035

あった¹¹⁹⁾。

第三のグループは 35 年 11 月に設立された投資会社 (American General Company) に合併された 8 社の投資会社である。リライアンスを除けば、これらの投資会社はユニティッド・ファンダーズに支配されていた投資会社であり、アメリカン・ゼネラル株との交換比率は下記のように行われている¹²⁰⁾。

American General Company		
	優先株	普通株
・ United Founders Co		
普通株		0.1 株
・ American Founders Co		
7 % 優先株	1.2 株	0.2 株
6 % 優先株	1.2 株	
普通株		0.08 株
・ American & Continental Co		
クラス A 普通株	0.3 株	0.25 株
・ American & General Securities Co		
3 ドル優先株	1 株	
クラス A 普通株		1.2 株
クラス B 普通株		0.05 株
・ International Securities Co of America		
6 % 優先株	1.2 株	1 株
6.5% 優先株	1.2 株	1.2 株
クラス A 普通株		0.1 株
クラス B 普通株		0.05 株
・ Second International Securities Co		
6 % 優先株	1.1 株	
クラス A 普通株		0.3 株
クラス B 普通株		0.05 株
・ United States & British International Co		
3 ドル優先株	0.4 株	0.5 株
クラス A 普通株		0.1 株
クラス B 普通株		0.05 株
・ Reliance Management Co		
普通株		0.25 株

以上のアメリカン・ゼネラルとファンダーズ・グループとの株式交換をエクィティ本体と比較した場合、普通株の交換においてファンダーズ・グループはかなり冷遇されている事情を読み取れるだろう。エクィティ本体との合併の場合では、交換比率は 0.25～1 株であるのに対し、アメリカン・ゼネラルとの合併の場合には、交換比率は 0.05 株～0.1 株であり、ファンダーズ・グループに属する少数普通株主の議決権を抑制しようとする意図が明白である。

だが優先株の場合には両社に顕著な差異はみられず、普通株と比較すれば、優先株主はかなり有利な交換条件となっている。エクィティによる他投資会社の取得は議決権のある普通株 (クラス B 普通株) を中心として行われており、優先株の一般株主保有比率が合併時点でもかなり高いという事情がその背景にあった。表 21 にあるように、アメリカ・ゼネラル・セキュリティーズ・3 ドル優先株 (99.3%)、セコンド・インターナショナル・セキュリティーズ 6 % 優先株 (95.5%) は 90% 以上が一般投資家の手にあり、その他にも 1/2 以上の株式が投資家のもとにある場合が多かった。メリーランド株式会社法のもとで設立された投資会社は合併にさいして各クラスの株式の 2/3 以上の賛同を得ることが要件となっていた。アメリカン・コンチネタルを除くユニティッド・ファンダーズ・グループの投資会社はメリーランド州法によって設立されており、したがって合併への合意を得るために優先株主を優遇する必要があったのである¹²¹⁾。

エクィティの投資会社再編の重要な特徴は、エクィティ本体にすべての投資会社を合併するのではなく、アメリカン・ゼネラルという「中間的」投資会社を設立し、そこにファン

119) *ibid.*, 1936, pp.1701-1703

120) *ibid.*, p.1704

121) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap.4, pp.1488-1489

表 21 一般投資家によるファンダーズ・グループ株の保有比率

	発行株式数 ^ (1935.12)	資産価値 ^ (1935.12)	一般投資家 の保有比率	一般投資家保有 資産価値
American Founders Corporation				
7%優先株	42,379	2,732,256	48.7	1,330,609
6%優先株	114,198	7,080,276	48.9	3,462,255
普通株	8,978,091	7,182,472	15.6	1,120,466
American and Continental Corporation				
普通株	425,000	8,075,000	27.7	2,236,775
クラス A 株	25,000	475,000	25.0	118,750
American & General Securities Corporation				
3ドル優先株	8,530	426,500	99.3	423,515
クラス A 普通株	500,000	5,810,000	2.3	133,630
クラス B 普通株	500,000	0	3.5	0
Inyernational Securities Corporation of America				
6%優先株	44,736	4,093,344	72.8	2,979,954
6.5%優先株	14,714	1,346,331	68.7	924,929
クラス A 普通株	591,156	0	5.8	0
クラス B 普通株	600,000	0	2.5	0
Second International Securities Corporation				
6%優先株	23,363	1,291,974	95.5	1,233,835
6.5%優先株	20,000	1,220,000	0.0	0
クラス A 普通株	308,091	941,476	4.9	46,132
クラス B 普通株	600,000	162,000	3.0	4,860
United States & British International Co, Ltd				
3ドル優先株	29,000	947,356	62.3	590,203
クラス A 普通株	294,358	0	4.0	0
クラス B 普通株	300,000	0	9.5	0
合計		41,783,985		14,605,913
一般投資家保有の資産価値比率				34.96

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap5, p.1490

ダーズ・グループの投資会社を合併させたことであろう。これは最終的に投資会社のすべてを合併・吸収したアトラス社とは異なる再編の方法といえるであろう。両グループの再編の違いをもたらしたのは投資会社の支配権にかかわる問題であった。つまりエクイティにより採用された「プランは大株主である D. ミルトンおよび E. ハンチントンにより保有された支配権の希薄化を回避する利点を有していた」¹²²⁾ からである。

ミルトンは個人的な持株会社であるコンソリテッド・ファンド (Consolidated Funds Co)・オセアニック・インシュアランス (Oceanic Insurance Co) を通じてエクイ

ティ社を支配していたが、その持株比率は普通株で20.51%、優先株で4.4%にすぎなかった¹²³⁾。もちろんミルトンはこの持分を通じてエクイティの支配権を掌握することが出来たものの、ファンダーズ・グループの投資会社を本体に合併することはその支配権を動揺させることになると思われた。アトラスによるユニティッド・ファンダーズの支配は、前述したように、議決権の1/3を握るクラス A 普通株の保有によるところが大きく、全体で42%の議決権を握っていたが、従来通りに過大な議決権を有する「経営者株」を通じてグループを支配することには大きな批判が予想された。こうして合併の2ヶ月前に

122) *ibid.*, p.1487

123) *Moody's Bank & Finance*, 1936, p.1701

エクィティが保有するクラス A 普通株およびファンダーズ・グループ関連の投資会社株とユニティド・ファンダーズ普通株が交換されることになり、エクィティは 600 万株のファンダーズ普通株を取得した。アメリカン・ゼネラルとユニティド・ファンダーズの株式交換比率は 1 : 0.1 であるから、エクィティはアメリカン・ゼネラル普通株を 60 万株取得することになり、この持株はアメリカン・ゼネラルの 49% に相当していた¹²⁴⁾。こうしてミルトン→エクィティ→アメリカ・ゼネラル、という投資会社の新しい支配体系が形成されることになった。

5. ユニティド・ファンダーズの株主損失

以上のようにファンダーズ・グループの支配権はエクィティ社に移行していったが、その資産はアメリカン・ゼネラル社へ直接的に継承されていた。したがってファンダーズ・グループの趨勢は、投資会社名は異なるものの、〈ユニティド・ファンダーズ→アメリカン・ゼネラル〉という連続した投資会社の動向として辿ることができるだろう。

最初にユニティド・ファンダーズ・グループ (1929.2~35.11) の動向をみよう。表 22 のように、ユニティド・ファンダーズの資産は 29 年 11 月 (2 億 1940 万ドル) から 34 年 11 月 (7525 万ドル) までにほぼ 1/3 の規模にまで縮小している。こうした縮小の大部分は投資証券の「減価」によってもたらされており、32 年に 64% (2 億 8294 万ドル→1 億 321 万ドル)、34 年に 34% (1 億 229→682 万ドル) の大幅な減少が生じている。投資証券の「減価」に対応するのが普通株の「減資」であり、普通株は 32 年 3 月、33 年 3 月の減資により 1 億 4316 万ドルの資本剰余金を創出している。

投資証券は子会社投資と一般証券投資に分けることができるが、ファンダーズ・グループ全体としての実現・未実現の損失合計は子会社投資で 9856 万ドル、一般投資で 1 億 3066 万ドルにのぼるとされている¹²⁵⁾。子会社投資の会社別の損失が表 23 に示されているが、とりわけ損失額が大きかった企業はユニティド・ステイト・エレクトリック・パワー (7413 万ドル)、ゼネラル・インベストメント (657 万ドル)、ユニティド・ナショナル (601 万ドル) であった。巨額の損失を生み出した原因として、第一に支配権を獲得するために資産価値以上の高値で購入したこと、第二に市場性のない証券に投資したことが指摘されている。

後者の一般証券投資に関しては、ファンダーズ・グループは債券・優先株を発行するレバレッジ比率の高い投資会社によって占められたため、高利回りの外国証券に投資する傾向が強く、資産に占める外国証券の比率が 1/2 以上を示していた。恐慌期に債務不履行・価格下落に見舞われたのがこれらの外国証券であり、ファンダーズ・グループの資産悪化をもたらすことになる。ファンダーズ・グループの 5 つの主要投資会社に限定した投資パフォーマンスは下記の通りである。

純所得	14,346,285.56 ドル
グループ会社証券の売却による純利益	13,726,599.05 ドル
その他投資の売却による純損失	83,076,236.61 ドル
子会社投資の評価減	448,445.44 ドル
一般投資の評価減	2,125,851.05 ドル
投資の未実現増価 (1935 年 11 月)	3,185,330.43 ドル
営業から生ずる純損失	54,392,418.06 ドル
これによれば、投資会社の営業収支は黒字	

124) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part3, Chap4, p.1493

125) *ibid.*, Chap6, p.2200

表 22 ユナイティッド・ファンダーズ社の財務資料

	1929	1930	1931	1932	1933	1934
1. 株価						
株価—高値	76	44	10.25	3 1/8	3	1.5
株価—低値	25	6	1 1/8	5/16	1/2	3/8
2. 所得勘定						
受取利子	8,145,848	5,015,461	3,559,339	2,502,926	1,790,720	1,098,915
受取配当		6,899,287	4,201,045	1,658,208	994,769	1,458,840
営業収入	15,583,191	18,688,217	7,884,277	4,211,846	2,798,604	2,592,170
支払利子		3,301,912	3,040,613	1,935,017	1,318,455	1,291,086
経常利益	14,067,103	12,835,451	3,109,436	1,183,425	818,510	776,271
子会社配当						
普通株		1,004,848	136,228			
優先株		1,333,303	1,231,479	936,781	1,024,521	502,879
配当前の利益	14,067,103	7,047,132	1,172,277	11,762		
配当						
普通株	57,143	4,583,302	0	0	0	0
純利益	13,205,730	2,463,830	1,172,277	11,762	23,422	
証券売却益	7,406,093	6,292,485			-2,048,485	-2,404,411
3. 貸借対照表						
現金	14,393,879	16,678,151	4,409,299	1,525,366	626,828	829,173
証券投資	204,671,164	266,182,860	282,936,798	103,208,930	102,291,483	68,016,825
中期信用			10,708,773	6,236,020		
合計	219,399,206	332,685,723	285,919,320	117,045,462	111,909,503	75,250,342
クラスA 普通株	1,000,000	1,000,000	1,000,000	250,000	250,000	250,000
普通株	127,700,000	150,286,752	152,161,365	45,054,240	9,000,156	9,000,156
子会社優先株	1,836,969	21,151,650	19,476,300	15,474,600	15,474,600	15,407,100
少数株主利権		35,804,389	29,438,273	9,275,454	8,522,430	6,378,950
子会社社債		51,679,000	46,563,100	28,381,400	27,543,000	27,532,000
資本剰余金	73,528,149	36,216,063	22,189,784	888,894	42,788,834	9,278,853
利益剰余金	13,205,730	12,831,834	4,516,081	4,453,469	4,458,902	4,499,247
銀行借入金		12,000,000	3,000,000	1,000,000	750,000	750,000

(出所) *Moody's Bank & Finance*

(注) 1929 年の受取利子は配当と合体した数字

であったが、一般投資証券の売却損 (8308 万ドル)、投資証券の評価損 (257 万ドル) が巨額にのぼり、最終的な営業損失は 5439 万ドルとなっている¹²⁶⁾。

次にユナイティッド・ファンダーズを継承したアメリカン・ゼネラル社の動向を見よう (表 24)。アメリカン・ゼネラルは 35 年 11 月に 5368 万ドルの資産で出発しているが、40 年末 (2018 万ドル) までに 62% の資産価値の低下を示していた。これは 37 年におこなわれた投資証券の再評価と関連しており、36 年 (4440 万ドル) から 37 年 (1853 万ドル)

にかけて 58% の大幅な減少を示している。こうした大幅な投資証券の再評価が行われた背景には、8 社の投資会社の合併にさいして必ずしも市場価格を反映した評価がされずに資産が計上されていた事情が指摘されるだろう¹²⁷⁾。かくてユナイティッド・ファンダーズは 29 年には投資会社のなかでゴールドマン・サックス・トレーディングに次ぐ資産規模を有していたが、40 年末の資産では 11 位まで地位を低下させている。アメリカン・ゼネラルはエクィティの傘下にあることを考慮して、両社の資産を合体したとしても、第 7

126) *ibid.*, p.2210127) *Moody's Bank & Finance*, 1938, p.813

表 23 ファンダーズ・グループの子会社投資の損失

子会社	グループによる損失額
Aeronautical Industries	3,100.04
Allied General Corporation	1,935,759.66
Bond & Goodwin	404,111.75
General Investment Corporation	6,573,977.27
Hydro Electric Securities Corporation	2,035,577.09
Inland Utilities, Inc	126,585.35
Insuranshares and General Mngement Co	924,489.29
Insuranshares Certificates, Inc	134,401.75
Insuranshares Corporation of Delaware	2,428,519.54
International Mtge & Investment Corporation	1,236.75
International and General Corporation	437,495.91
National Aviation Corporation	1,122,918.91
North and South American Corporation	1,310,367.41
Standard Gas & Electric Company	212,882.60
Standard Power and Light Corporation	1,238,231.70
Seaboard Investment Trust	84,700.00
Sterling Securities Corporation	115,659.67
United National Corporation	6,013,237.01
United States and Overseas Company	1,302,230.92
United States Electric Power Corporation	74,133,890.30
Washington and Suburban Companies	964,081.51
Westfield Trust	66,068.65
Winslow Lanier International Co	158,597.55
合計	98,562,750.71

(出所) *Investment Trust and Investment Companies*, Part3, Chap6, pp. 2200-2201

位（資産 3480 万ドル）の地位にとどまっております。ファンダーズ・グループの凋落は明白といえる。

さて最後にファンダーズ・グループの株式を購入した投資家の資産損失についてみよう。アメリカン・ファンダーズの普通株は 30 年 3 月に 3：2 の交換比率でユニティド・ファンダーズの普通株と交換されており、この時点でアメリカン・ファンダーズの株式の 8 割相当がユニティド普通株と交換されている。さらにユニティド普通株は 35 年 11 月に 10：1 の比率でアメリカン・ゼネラル普通株と交換されており、最終的には 1 株のアメリカン・ファンダーズ普通株は 1/15 株のアメリカン・ゼネラル普通株に転換されたことになる。アメリカン・ファンダーズ普通株の株価は 29 年に 28～122 7/8 ドルで推移しており、アメリカン・ゼネラル普通株は

40 年に 1.87～8.2 ドルで推移している。例えば 29 年の最高値（122 7/8 ドル）でアメリカン・ファンダーズ株を購入した投資家は 40 年には最高値（8.2 ドル）でも 0.55 ドルの資産価値しか保有していないことになる。つまり 29 年のバブル期にアメリカン・ファンダーズ普通株を購入した投資家は 40 年には 0.4%の資産価値しかない株式を保有するに過ぎず、ほぼ全資産を失ったに等しいといえるだろう。

VII. 巨大投資会社の再編(3)

— 投資持株会社の破綻

以上主要な管理型投資会社の 1930 年代における動向をみてきたが、本章では企業支配を目的にして特定企業の普通株に投資する投資持株会社について検討しよう。

表 24 アメリカン・ゼネラル社の財務資料

	1935	1936	1937	1938	1939	1940
1. 株価						
普通株						
配当		0.5	0	0	0	0
株価－高値	8 7/8	12	12	5 7/8	6	4
株価－低値	7	7 3/8	4	2 1/2	3 1/8	2 3/8
優先株						
配当 (2.5 ドル)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
株価－高値		43 3/4	42	33	33	34 3/4
株価－低値		36 1/2	27	25	27	26 1/2
優先株 (2 ドル)						
配当	2	2	2	2	2	2
株価－高値	33	39.5	36.5	28.5	29	31 5/8
株価－低値	30	30.5	22.5	23	24	22 3/4
2. 所得勘定						
受取利子	63,871	257,475	17,927	1,765	19,269	33,958
受取配当	271,782	1,836,307	1,284,530	657,370	754,589	811,763
経常収入	339,537	2,096,334	1,304,111	661,588	773,858	845,721
支払利子	106,611	938,093	286,965	28,360	65,175	55,923
経常利益	169,713	543,730	478,927	269,480	505,054	623,039
配当						
普通株		867,580	0	0	0	0
優先株		431,964	432,641	432,641	102,580	368,159
純利益	169,713	－755,814	46,286	－163,161	402,494	254,880
証券売却益	47,167	3,815,429	－361,004	－4,021,573	－413,092	－213,986
3. 貸借対照表						
現金	2,474,925	13,022,920	482,301	385,195	545,008	831,283
証券投資	49,037,796	44,397,449	18,531,668	24,759,491	16,898,291	13,684,365
合計	53,677,648	59,036,505	22,264,319	29,167,539	23,963,523	20,183,086
優先株	219,101	208,801	192,005	182,249	176,618	173,353
普通株	174,040	173,515	161,721	157,309	150,864	144,145
資本剰余金	28,941,675	28,892,252	26,629,331	25,797,954	24,426,857	24,028,653
利益剰余金	216,880	2,975,354	2,128,920	1,639,005	－1,639,005	－1,524,175
銀行借入金			2,250,000	4,800,000	2,700,000	2,900,000
社債	20,247,500	18,012,500				

(出所) *Moody's Bank & Finance*

1. 投資持株会社の推移

表 25 は 1929 年末に資産規模 2000 万ドル以上の主要な投資持株会社、30 社の動向を示したものである。投資持株会社はいずれも 1930 年代に資産規模を縮小させていたものの、20 社は 40 年末に営業を継続しており、管理型投資会社よりも相対的に恐慌への耐性を示している。29 年末に資産規模の大きかった上位 7 社は「持株会社」としての活動を継続しており、なかでもユナイティッド・コーポレーション (United Corporation) 及

びアレガーニー・コーポレーション (Alleghany Corporation) は依然として資産規模 1 億ドル以上を維持していた。

他方下記の 4 社が合併により姿を消していた。

- ・ Hutchins Securities Co (資産 3540 万ドル) : Crum & Forster の子会社
- ・ American Equities Co (3450 万ドル) : International Utilities Corp と合併
- ・ Marine Union Investors, Inc (3030 万ドル) : Niagara Share Corp と合併

表 25 投資持株会社の推移

	1929.12	1940.12	備 考
Christiana Securities Co	361.5	51.7	1915 年 3 月設立
United Corporation	332.5	156.4	1929 年 1 月設立
Alleghany Corporation	263.7	160.7	1929 年 1 月設立
American Superpower Corporation	225.5	27.2	1923 年 10 月設立
Chesapeake Corporation	169.9	*	1927 年 5 月設立；1938 年 6 月解散
Solvay American Investment Corporation	165.1	0.1	1937 年 6 月 Solvay America Corp に社名変更
Central States Electric Corporation	161.0	8.3	1912 年 5 月設立
Insull Utility Investment, Inc	157.6	*	1923 年 10 月設立；1932 年 4 月レシーバーシップ
Continental Shares, Inc	140.2	27.2	1923 年 10 月設立；1933 年 6 月レシーバーシップ
Petroleum Corporation of America	93.5	25.9	1929 年 1 月設立
Eastern Utilities Investing Corporation	78.9	*	1928 年 4 月設立；1936 年 10 月レシーバーシップ；資産を Associated Gas & Electric Co に移転
Niagara Share Corporation of Md	74.4	25.3	1929 年 6 月設立
Corporation Securities Co of Chicago	72.7	*	1929 年 9 月設立；1932 年 4 月レシーバーシップ
American I. G. Chemical Corporation	72.3	66.9	1929 年 4 月設立；39 年 10 月 General Aniline & Film Co に社名を変更
Electric Shareholding Corporation	51.0	20.6	1938 年 11 月 General Shareholding Co に社名を変更；Tri-Continental の支配下に入る
American Cities Power & Light Corporation	50.5	28.2	1928 年 10 月設立
Empire Power Corporation	40.1	51.5	1924 年 11 月設立
International Utilities Corporation	47.0	44.4	1924 年 10 月設立
International Power Securities Corporation	43.7	21.9	1923 年 4 月設立
Italian Superpower Corporation	38.9	28.1	1928 年 1 月設立
Utility & Industrial Corporation	35.8	1.7	1929 年 2 月設立
Hutchins Securities Co	35.4	*	Crum & Forster の子会社
American Equities Co	34.5	*	1937 年 International Utilities Corp と合併
Bankers Securities Corporation	30.4	15.4	1928 年 4 月設立
Marine Union Investors, Inc	30.3	*	1930 年 7 月 Niagara Share Corp と合併
International Holding & Investment Co	28.5	*	1938 年 International Holdings Ltd と合併
Electric Power Associates, Inc	26.9	*	1939 年 4 月清算
Warren Brothers Co	23.0	14.2	1900 年 2 月設立；37 年 2 月再編
Eastern States Corporation	20.8	19.9	1925 年 10 月 Eastern States Power Corp として設立；35 年 4 月現在名
Old Colony Trust Associates	20.5	10.4	1928 年 5 月設立

(出所) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part2, Chap2, p.92

(注) Insull Utility Investment, Inc 及び Corporation Securities Co of Chicago は SEC では「未分類」となっているが、ここでは投資持株会社に分類している。

- ・International Holding & Investment Co (2850 万ドル) : International Holdings Ltd と合併

いずれの持株会社も資産規模は比較的小さく、他の持株会社と合併することにより、株主は合併会社においても継続して存続することになる。

これに対して次の5社は清算・再編されている。

- ・Insull Utility Investment, Inc (資産1億5760万ドル)
- ・Corporation Securities Co of Chicago (7270万ドル)
- ・Continental Shares Inc (1億4020万ドル)
- ・Eastern Utilities Investing Corporation (7890万ドル)
- ・Electric Power Associates, Inc (2690万ドル)
- ・Chesapeake Corporation (1378万ドル)

このうちイースタン・ユーティリティズ・インベスティング社の資産は36年10月に親会社、アソシエイト・ガス・エレクトリック社に譲渡されている。またチェサピーク社及びエレクトリック・パワー・アソシエイト社は38年6月、39年4月に清算され、株主は清算配当を受け取っている¹²⁸⁾。したがって債務不履行の結果として清算を余儀なくされた投資持株会社はコンチネンタル・シェア社とインサル関連の2社となる。以下では投資持株会社の破綻事例をイートン・グループ及びインサル・グループと関連させて取り上げることにしよう。

2. イートン・グループと投資持株会社 (Continental Shares, Inc; Commonwealth Securities, Inc)

ここで取り上げる2つの投資持株会社、つまりコンチネンタル・シェア社（以下コンチネンタルと略）およびコモンウェルス・セキュリティーズ社はオハイオ州クリーブランドを本拠地とする投資銀行、オーチス社 (Otis & Company) によって設立されている。C. E. イートン (Cyrus. S. Eaton) はオーチス社の株式の40%を保有する大株主であり、オーチス社を通じて2つの投資会社を支配していた¹²⁹⁾。

コンチネンタルの投資証券 (2564万ドル) の内訳をみれば、鉄鋼 (16.7%)、ゴム (20%)、塗料 (9.4%) などの製造業が46.1%を占めており、公益事業が第2位の42%となっている (表26)。先にみたGSTCの場合には、銀行業への投資が圧倒的な比率を占めていたが、コンチネンタルの場合は対照的に銀行業は7.6%にしかすぎず、投資会社はオハイオ州の鉄鋼企業、ゴム企業の支配権を掌握する資金源としてイートンにより利用されていた。

コンチネンタルによるこうした企業支配確

表26 コンチネンタル・シェア社の投資証券

	金額	%
公益事業	10,770	42.0
鉄鋼産業	4,291	16.7
ゴム産業	5,120	20.0
塗料産業	2,406	9.4
銀行	1,938	7.6
外国向け	411	1.6
合計	25,640	100.0

(出所) *Moody's Bank & Finance*, 1932, p.2229

(注1) 金額単位=千ドル

(注2) 1931年12月の数字

128) *Commercial & Financial Chronicle* Vol.146, June 18, 1938, pp.3948-49; *Moody's Bank & Finance*, 1940, p.621

129) *Investment Trusts and Investment Companies*, Part4, Chap.1, pp.206-207; p.214

表 27 コンチネンタル・シエア社の財務資料

	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932.6
〈所得勘定〉							
受取利子		14,861	84,631	294,055	786,562	103,647	6,771
配当		508,000	1,369,988	3,297,803	4,311,005	2,555,607	735,638
営業収入	190,363	522,861	1,454,619	3,591,857	5,097,567	2,659,254	742,409
支払利子	59,210	227,272	820,126	1,647,940	1,745,459	2,168,957	1,211,318
経常利益	124,356	245,139	550,707	1,470,183	2,636,395	53,223	-619,258
配当							
優先株		162,498	318,583	1,511,930	2,351,256	0	0
普通株		43,000	405,278	2,014,540	2,348,672	0	0
純利益	124,356	40,000	-173,154	-2,210,104	-2,238,364	53,223	-619,258
証券売却益		403,410	757,559	2,636,754	1,924,498	-7,254,263	-1,192,286
〈貸借対照表〉							1,933
現金（政府証券）	33,503	165,993	1,185,920	5,356,895	2,415,795	599,047	256,610
証券投資	2,699,663	11,085,993	44,621,489	119,641,116	144,752,349	40,695,824	43,233,314
合計	5,012,447	14,152,046	51,202,324	132,317,994	156,499,787	46,753,116	49,211,692
優先株		3,000,000	13,500,000	39,822,900	38,137,400	38,137,400	38,137,400
普通株	1,010,070	1,310,000	2,483,350	5,362,310	6,407,950	6,408,074	6,408,074
借入金	1,509,732	3,790,000	12,238,420	15,669,500	45,650,000	35,054,814	42,297,952
資本剰余金	1,348,953	3,272,592	1,152,201	11,578,852	62,398,104		
利益剰余金	124,356	574,205	12,619,534	55,195,287	1,264,986	-44,508,849	-47,027,246

(出所) *Moody's Bank & Finance*

立における重要な一步は 1930 年 10 月に行われたフォリン・ユーティリティズ (Foreign Utilities, Ltd) からの証券購入であった。フォリン・ユーティリティズはカナダで設立された私的持株会社であり、イートンは 26% の利権を保有していた¹³⁰⁾。コンチネンタルは 30 年 10 月にフォリンの投資証券を 4500 万ドルで購入することになり、対価は現金 (4260 万ドル) 及び普通株 (28 万株) で支払われている¹³¹⁾。この証券購入は後述するようにコンチネンタルの死命を制する出来事となる。また取得した証券のなかにはインサル系の投資会社株も含まれており、1930 年末にはコンチネンタルはコーポレート・セキュリティズ、インサル・ユーティリティ・インベストメント株を各 7 万株を保有していた¹³²⁾。つまりコンチネンタルはインサルが

支配していた公益事業帝国への進出の足がかりとしてインサル系の投資会社株を買い増していたのである。

コンチネンタルの産業支配のための証券投資はその財務面にどのように反映されたのであろうか (表 27)。まず純利益の動向を見れば、株式ブームの渦中にあった 1928 年～30 年においてすでに損失 (-462 万ドル) を計上しており、配当支払いは証券売却益 (+532 万ドル) によってかろうじて可能となっている。31 年～32 年には経常利益がマイナスとなったことに加え、証券売却損失 (-845 万ドル) が大きく膨らんだことにより、コンチネンタルは株式配当を支払う余裕を喪失していた。コンチネンタルの財務的危機をもたらした要因には次の二つが考えられるだろう。第一はコンチネンタルの証券投資が企業支配を目的としていたため、株式ブーム期に高値で証券購入をしていたことであろう。このことは 31 年に巨額の評価損失 (9180 万ドル) を計上し、投資証券の規模は

130) *ibid.*, p.214131) *ibid.*, p.216132) *Moody's Bank & Finance*, 1932, p.2229

1億4475万ドルから4070万ドルに72%も減少したことに示されている。第二は銀行借入金への依存度が高いことである。とりわけフォリン・ユーティリティズからの証券購入にさいして銀行から巨額の借入れをしたことにより、コンチネンタルの借入金は29年(1567万ドル)から30年(4565万ドル)に大きく増加し、このことはまたコンチネンタルの利子支払いを30年(174万ドル)から31年(217万ドル)に増加させ、営業収入のほとんどが利子支払いに消える状態をもたらしていた。

このようにフォリン・ユーティリティズからの証券購入がコンチネンタルの苦境を招く最大の要因となっている。コンチネンタルは証券購入のために2つの銀行から借入れをしている。つまり3000万ドルはチェス・ナショナル・バンク(NY)、残りの500万ドルはユニオン・トラスト(クリーブランド)から調達されている¹³³⁾。だがコンチネンタルはこの銀行借入金の返済および利子支払いに苦しめられることになり、イートンはこの取引の半年後に取締役会会長の職を辞している¹³⁴⁾。コンチネンタルは1933年6月に破産し、銀行借入れの担保として差し入れられていた証券は競売にかけられることになった。コンチネンタルの証券を購入したのは主に他銀行であり、融資額は下記のように回収されている¹³⁵⁾。

	貸付額	回収額
Chase National Bank	30,000,000	23,409,342
Cleveland Trust Co	7,558,187	8,170,000
Union Trust Co	3,978,080	3,443,013
合計	41,536,267	35,022,355

コンチネンタルの投資証券額は32年6月

に4323万ドルであり、この証券を担保として銀行から4154万ドルを借り入れていた。銀行による証券競売による回収額は3501万ドルであるので、銀行が被った損失額は融資額の16%に相当している。なかでもチェス・ナショナル・バンクの回収額は78%にあたる2341万ドルにすぎず、この融資から659万ドルの損失を被っていた。

こうして投資持株会社(コンチネンタル・シェア、コモンウェルス・セキュリティーズ)を通じて形成されていたイートン・オーチス「帝国」はあえなく崩壊する運命を辿っている¹³⁶⁾。

3. インサル・グループと投資持株会社 (Insull Utility Investment, Inc; Corporation Securities Co of Chicago)

投資持株会社のもう一つの破綻事例は公益事業帝国を形成していたインサル・グループにおいて持株会社としての役割をはたしていたインサル・ユーティリティ・インベストメント社(以下インサル・ユーティリティと略)及びコーポレーション・セキュリティズ社(以下コーポレーションと略)である。インサル・ユーティリティは1928年12月にイリノイ州法にもとづいて設立され、またコーポレーションは29年10月に旧コーポレーション・セキュリティズ(スポンサー、Halsey, Stuart & Co)とウエスタン・セキュリティズ(スポンサー、Insull)の合併により設立されている。両社ともハルシー・スチュアートを主幹事証券会社とし、インサル系の公益事業証券に投資することより、インサルによるグループ支配を強固にする役割をはた

133) Investment Trusts and Investment Companies, *op. cit.*, p.218

134) *ibid.*, p.258

135) *Moody's Bank & Finance*, 1934, p.2733

136) イートン・グループとクリーブランド銀行・産業の関係の詳細に関しては、呉天降「両大戦間のアメリカ投資会社に関する一考察——イートン・グループとクリーブランド銀行・産業との関係をめぐって(1926~30年)——」(日本証券研究所『証券研究』第60巻, 1980年5月), を参照。

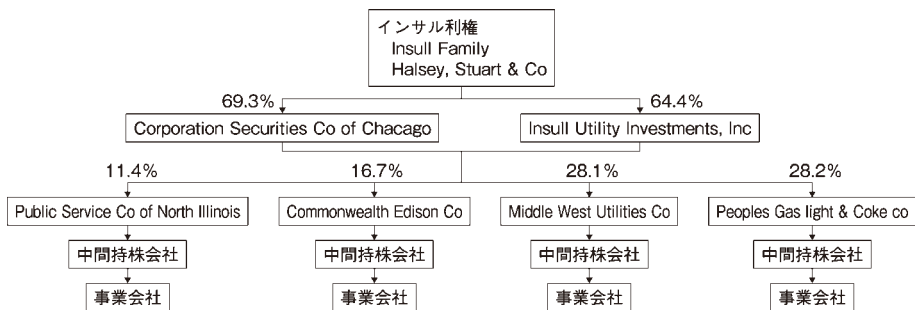


図5 インサル公益事業帝国の支配関係

(出所) Federal Trade Commission, *Report on Utility Corporations*, No.72-A, p.156, p.160

していた。

インサル・グループの中心に位置していたのは1912年に設立された純粋持株会社、ミドル・ウエスト・ユーティリティーズ社 (Middle West Utilities Co) であり、〈ミドル・ウエスター中間持株会社—事業会社〉というピラミッド型の支配構造が形成されていた。1929年にはインサル・グループは電力産業においてユナイテッド・コーポレーション (United Corporation; 電力シェア20.8%)、エレクトリック・ボンド・シェア (Electric Bond & Share Co; 14.3%) に次ぐ第3位の地位 (10.3%) を占めている¹³⁷⁾。だがこうした資本規模の巨大化はまた支配構造の脆弱化をもたらし、外部利権によるインサル関連企業株の購入はインサル支配を動揺させる危険性をはらんでいた。さきの2つの投資持株会社の設立はインサル・グループの支配構造再編の一環として行われていたといえる。

インサル・ハルシー利権によるインサル関連企業の直接的支配は資金的に限界があり、外部資金を調達できる投資会社を通じた間接支配に移行することで、図5にみられるよう

な重層的な支配構造が形成されている。つまり持株会社2社がミドル・ウエスタの議決権の28.1%を所有し、ミドル・ウエスタが中間持株会社・事業会社から成る111の子会社を統括する体制をとっている。コーポレーションの普通株 (453万7963株) は200万株を議決権信託に、67万5278株をインサル・ユーティリティによって所有され、議決権信託はS.インサル, S.インサル Jr, H. L. スチュアートの3名に委ねられていた¹³⁸⁾。またコーポレーションはインサル・ユーティリティ普通株 (363万6622株) の94万9464株、5.5ドル優先株 (6万株) の2万9899株、6ドル優先株 (45万株) の9万5626株を所有しており、こうした相互所有関係を通じてインサル関係者はインサル・ユーティリティの64.4%、コーポレーションの69.3%の議決権を掌握していた。

このように投資持株会社はインサル・グループの支配関係の要の地位を占めていたが、そのことはまた証券投資に必要な資金を負債に過度に依存するいびつな財務構造をもたらししている。インサル・ユーティリティの場合をみれば、1930年末の普通株資本・剰余金 (1億978万ドル) に対し、優先株 (4600万ドル)、負債 (1億1602万ドル) となっており、こうした過大な負債構造がインサル・

137) Federal Trade Commission, *Summary Report on Economic, Financial, and Corporate Phase of Holding and Operating Companies of Electric and Gas Utilities*, No.72-A, 1935, p.38

138) *ibid.*, pp.145-147

表 28 インサル・ユーティリティ・インベストメント社の財務資料

	1929.12	1930.1	1930.12	1931.12	1932.4
1. 所得勘定					
受取利子	354398		917440	851547	
受取配当					
現金	1,716,824		4,326,418	4,449,976	
株式	234,194		5,051,832	5,228,936	
証券売却益	1,712,412		1,970,064	0	
シンジケート参加利益	765,980		550,013	0	
オプションの売却	8,059,555		3,681,078	926,042	
支払利子	789,228		5,110,732	6,130,633	
経常利益	11,598,746		10,343,072	5,240,540	
支払配当					
優先株	269,418		169,057	325,757	
第2優先株	899,032		2,592,482	2,415,702	
第1優先株	80,000		120,000	146,667	
普通株	3,058,142		3,221,452	3,977,963	
純利益	7,302,154		4,240,081	-1,625,548	
2. 貸借対照表					
現金	5,678,860	86,098,886	6,003,591	1,679,894	9,722
投資証券	105,900,074	128,198,579	253,726,627	240,378,626	25,545,236
合計	161,027,092	270,743,647	285,006,297	252,027,336	27,473,365
優先株	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
第1優先株	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000	4,000,000
第2優先株	36,000,000	36,000,000	36,000,000	36,000,000	36,000,000
普通株	45,261,166	187,020,105	97,015,137	101,183,874	102,269,372
資本剰余金	6,750,000	6,750,000	2,971,487	-15,378,555	-226,510,976
利益剰余金	6,782,094	6,706,702	9,792,114		
銀行ローン (担保)	27,949,164	715,957	58,476,219	51,247,500	41,585,021
その他ローン (一部担保)				2,009,645	2,009,645
社債	2,469,000	2,469,000	57,725,000	57,725,000	58,645,029

(出所) *Moody's Bank & Finance*

ユーティリティの危機を招く根本原因となる(表 28)。

まずインサル・ユーティリティの所得状況をみよう。インサルの収入には証券売却益、オプション売却益、シンジケート参加利益のような株式市場の動向に大きく依存する項目がかなりの割合を占めているが、収入と支出の基本的関係をみるために、収入(受取利子・現金配当)と支出(支払利子・現金配当)の状態を見よう。配当には株式配当が受け取り及び支払いの両面で大きな割合を占め、市場価格で評価されて計上されているが、ここでは現金配当にのみ注目する。1929 年は収入がわずかに支出を超過(+3 万 3544 ドル)していたものの、早くも 30 年には支出超過

(-15 万 5413 ドル)となり、31 年には支出超過(-371 万 7236 万ドル)が巨額となっている。とりわけ利子負担が 30 年(511 万ドル)、31 年(613 万ドル)に増加しており、インサルを破綻に追い詰めることになる¹³⁹⁾。

次に投資証券の動向を見よう。インサルは 29 年の財務再編計画にさいして証券価格を

139) インサルは中間持株会社、事業会社を合併するさいに資産を過大に評価して取得しており、そのことは持株会社の「過大資本化」を招いていた。事業会社収益と「過大資本」に対する配当・利子支払いの乖離に言及した文献として、原田善教「持株会社の支配機構——インサル・グループを中心に——」(九州大学経済学部『経済学研究』第 56 巻第 1・2 号、1990 年 6 月)を参照。

表 29 インサル・ユーティリティ・インベストメント社の投資証券の減価

	株式数	コスト	市場価値
Central & South West Utilities Co	539,564	9,157,602	2,697,820
Commonwealth Edison Co	181,639	59,858,875	21,615,041
Corporation Securities Co of Chicago	675,278	14,516,682	1,519,377
Corporation Securities Co of Chicago (3ドル優先株)	371,755	18,051,962	1,765,836
Middle West Utilities Co	2,895,096	62,441,209	17,370,576
Middle West Utilities Co (6ドル優先株)	19,645	1,969,696	751,421
Midland United	151,050	3,595,433	906,300
Midland United (7%優先株)	6,078	664,339	303,140
Midland United (7%A優先株)	1,673	161,582	80,150
Midland United (6%優先株)	10,571	1,036,264	496,837
Midland United (6%A優先株)	4,491	429,193	202,095
North American Light & Power Co	61,607	3,771,064	1,540,177
Peoples Gas Light & Coke Co	144,137	42,741,122	17,008,166
Public Service of North Illinois	58,195	16,416,659	7,538,975
Public Service Trust	15,000	3,145,837	
Seaboard Power S (3.25ドル優先株)	5,389	237,116	188,615
Second Utilities Syndicate	7,500	1,630,300	363,300
雑証券		12,553,689	3,627,635
合計		252,378,626	77,975,461

(出所) *Moody's Bank & Finance*, 1932, p.2188

高値で維持するために積極的な市場操作を展開したとされ、市場操作のために買い上げた証券は投資持株会社の投資証券となってバランス・シートに計上されていた¹⁴⁰⁾。インサルがコーポレーション・セキュリティズ社(新)を29年10月に設立した背景には、市場操作の結果としてインサル関係者により保有されていた証券を損失なしに売却するためであったとされている¹⁴¹⁾。

140) インサル・グループによる市場操作に関しては、Federal Trade Commission, *op. cit.*, pp.565-587, を参照。なおインサルの財務再編計画と株価の市場操作に関しては、本田英夫「インサル公益企業集団の中核持ち株会社, Middle West Utilities の1929年における財務再建と株価操作」(九州大学『経済学研究』第57巻第3・4巻, 1991年10月)をも併せて参照されたい。

141) H. H. Young, *Forty Years of Public Utility Finance*, The University Press of Virginia, Charlottesville, 1965, p.36; なおコーポレーション・セキュリティズ設立のもう一つの動機として、インサルおよびハルシー・スチュアートによる課税の回避が指摘されている(Federal Trade Commission, *op. cit.*, p.279)

このことを裏付けるために表29のインサル・ユーティリティの投資証券の状況をみよう。この表は1931年末のインサルが投資した証券の取得原価と市場価値を示したものである。インサルが取得した証券コストは2億5238万ドルであったが、31年末の市場価格で評価すれば、それは7798万ドルとなっており、証券投資額のはぼ7割が失われたことになる。とりわけ減価率が高かった投資証券はコーポレーション・セキュリティズ株(−90%)、ミドル・ウエスト・ユーティリティ普通株(−72%)であり、その他の主要証券投資では、コモンウェルス・エヂソン普通株(−64%)、ピープルズ・ガス・ライト・コークス普通株(−60%)となっている。こうした投資証券の減価が貸借対照表に反映されたのは32年4月であり、インサル・ユーティリティの投資証券は31末(2億4038万ドル)から32年4月(2555万ドル)に1割の規模にまで縮小している。

インサル・ユーティリティの最大の財務問題は1億1620万ドルに及ぶ負債の存在で

あった。インサルは1929年1月に5%社債(600万ル)をハルシー・スチュアート商会の引き受けで発行し、32年4月の残高は246万ドルとなっている。さらに30年1月に6%社債(6000万ドル)が発行されているが、この時の証券引受はシカゴ(11社)とニューヨーク(3社)の14の証券会社よりなるシンジケートにより引き受けられている¹⁴²⁾。6%社債の残高は5518万ドルと巨額であり、32年4月に社債権者によって破産申請がなされている。

さらにインサルは次のような社債に匹敵する4371万ドルの借入金を有していた。

①シカゴ銀行

・ Continental Illinois National Bank & Trust Co	17,988,223
・ First National Bank of Chicago	4,733,608
・ Central Republic Bank & Trust Co	2,840,287
・ Northern Trust Co	825,385
・ Harris Trust & Savings Bank	473,498

②ニューヨーク銀行

・ Guaranty Trust Co	4,741,161
・ Irving Trust Co	4,472,809
・ Central Hannover Bank & Trust Co	3,319,969
・ Commercial National Bank & Trust Co	1,418,882

142) 5%社債の引受けシンジケートに参加した証券会社は次の通りである；シカゴ関係 — Halsey, Stuart & Co, Continental Illinois Co, Central Illinois Co, Foreman State Co, First Union Trust and Savings Bank, National Republic Co, Gill, Joiner & Co, Emery, Peck & Rockwood Co, Insull Son & Co, Rusell, Brewston & Co, A. C. Allyn & Co；ニューヨーク関係 — Harris, Forbes & Co, E. H. Rollins & Sons, A. B. Leach & Co (*Moody's Bank & Finance*, 1932, p.2188)

・ Bankers Trust Co	474,288
③ General Electric Co	500,000

以上の借入金のうち、GEからの借入金はインサルへの電力設備取引の関係から生じたものであり、S. インサルが借入の個人保証をしている。シカゴの銀行はミドル・ウエスト・ユーティリティズを筆頭としたインサル・グループと深い取引関係があり、投資持株会社に対しても2686万ドルの融資を実行していた。とりわけコンチネンタル・イリノイは銀行融資額の4割にあたる1799万ドルを融資しており、インサル・グループとの緊密な関係を窺い知ることが出来る（「インサル銀行」）。

銀行借入金が1930年に急増した背景には、先に見たイートン・グループの投資持株会社、コンチネンタル・シェアの保有するインサル関係株式のインサルへの譲渡問題があった¹⁴³⁾。コンチネンタルは5200万ドル(市場価格)に相当するインサル企業株を保有しており、イートンはこれを6300万ドルでインサルに売却しようとしていた。コモンウエルス・エヂソンとコンチネンタル・シェアの取締役を兼任していたD. R. マクレナン(Donald R. McLennan)が30年5月～6月に再三にわたりインサルに購入を勧めており、インサルは当初拒否していたが、最終的に支配権を維持するために5600万ドルで購入することを決定した¹⁴⁴⁾。インサルは株式購入

143) C・イートンはコモンウエルス・エヂソン、ピープル・ガス・ライト・コークス、パブリック・サービス・ノザン・イリノイ、の議決権株、16万株を保有していた(Federal Trade Commission, *op. cit.*, p.413)。

144) インサルはマクレナンの株式購入の勧めを4度断っていたが、5度目で了解したとされている。だがこれはハルシー・スチュアートに相談なしに決定されていた。インサルによるイートン保有株式の購入および銀行借入れに関しては、F. McDonald, *Insull*, The University of Chicago Press, 1962, pp.275-304, を参照。

代金を支払うために 4800 万ドルを銀行からの借入れに依存することになり、そのうち 2000 万ドルがニューヨークの銀行団から借り入れることを余儀なくされた。31 年下半期に株価が大幅に下落するにつれて、インサルは追加担保を銀行に差し入れることを余儀なくされ、31 年 12 月には 2 つの投資持株会社の保有証券のすべてが銀行の担保となっていた¹⁴⁵⁾。かくてインサルの運命はニューヨーク銀行団の意思に掛かることになったが、ニューヨーク銀行団は最終的にインサル帝国を解体するプランを実行することになる¹⁴⁶⁾。

以上投資持株会社の破綻の事例をコンチネンタル・シェア社（オハイオ州、クリーブランド）およびインサル・ユーティリティ・インベストメント社（イリノイ州、シカゴ）の 2 社を中心にみてきた。投資持株会社は企業支配を目的にして証券投資を行うため、多様な証券に投資をする管理型一般投資会社よりも、投資から得られる収益と資金調達のための支払コスト（配当・利子）との間に不均衡が起こりやすい。ここで取り上げた 2 社の共通項は支配に関わる証券を購入するために多額の銀行借入金に依存した点であろう。株価が暴落する恐慌期に銀行借入れをすることは、一方では支配の維持につながるとはいえ、他方では担保不足により追い証を求められ、債務不履行の淵に追いやられるという二律背反の関係に陥る危険性がある。その代表的な事例が持株投資会社のなかでもニューヨーク大銀行の勢力圏から距離をおいて勢力を拡大していたイトン帝国およびインサル帝国という 2 つの企業グループの投資持株会社の破

綻であったといえるだろう。

VIII. むすびに

ガルブレイスはその著作、『大恐慌』において 1920 年代の株式ブームにおいて投資信託がはたした役割に注目し、第 4 章を投資信託の分析に充てている。そこでガルブレイスが強調した論点は“梃子の原理”の活用という新たな金融術策に関してであった¹⁴⁷⁾。20 年代末の株式ブーム期に急成長した投資会社は、一方では資金調達面で固定所得の上位証券（優先株・社債）を発行することで普通株の収益性を高め（「梃子の原理」）、他方では普通株を主要な投資資産として保有していた。だが株価が暴落する大恐慌期に入れば、こうした関係は逆回転するようになり、負債・資本（社債・銀行借入金・優先株）のコストを資産（普通株）の収益（配当）でカバーできるのか、という深刻な問題に直面することになる。もちろんリーマン社（Lehman Co）のように普通株で資金調達し、普通株に投資するノン・レバレッジ型の投資会社も存在していたが、それはきわめて稀なケースであり、大部分の投資会社は優先株あるいは社債の発行で資金調達をおこなうレバレッジ型として分類され、優先株配当の支払いあるいは銀行借入金・社債の利子・元本の返済に苦慮することになった。

大恐慌の到来は投資会社の資産に二つの側面から打撃を与えた。一つは配当収入の低下であり、それが固定費用である負債・資本コスト（優先株配当・社債利子）を充足させる水準を下回ることになれば、投資会社（支配普通株主）は優先株主・社債権者・銀行などと複雑な利害調整を迫られる。二つ目は普通

145) *ibid.*, p.294

146) インサル・ユーティリティ・インベストメントが破産した結果、社債権者は 1939 年 4 月に 4%, 5 月に 3.5% の清算配当を支払われたに過ぎなかった (*Moody's Bank & Finance*, 1941, p. 1452)

147) J. K. Galbreith, *The Great Crash 1929*, ; 邦訳 小原敬士訳『大恐慌——1929 年は再びくるか——』徳間書店, 1971 年

株価の下落による投資資産価値の「減価」である。普通株の株価下落が大幅であったが故に、投資会社は株式売却による「実現された損失」を被るだけでなく、保有証券の「帳簿価値の評価減」を強制されている。投資会社の多くが普通株・優先株資本の「減資」を迫られたのは、資産サイドにおける投資証券のそうした「減価」に対応するためであった。

優先株・社債の期限前の償還は（負債・優先株コスト＞資産収益）という事態に対して投資会社がとった一つの財務政策であった。これは市場価格が低下していた社債・優先株を再購入することで、負債・資本サイドのコストを圧縮し（レバレッジ比率の低下）、資産サイドの収益に照応させることを意図して行われている。こうした償還政策による減少率は優先株で40%、社債で50%台に及んでおり、かなり大規模なものであったことがわかる。そうした典型的事例としてトリ・コンチネンタル社が行った1株92.18ドルでの優先株償還があげられ、発行済み株数の60%が市場から再購入され、償却されている。

だがそれは財務的に余裕のある投資会社によって採用された政策であり、多数の投資会社は他投資会社への吸収合併という道を辿ることを余儀なくされている。1930年代における投資会社の再編にさいして、その中心に位置したのがアトラス社とエクィティ社の2投資会社であった。アトラスとエクィティはそれぞれ多数の投資会社を吸収・合併しており、合併における株式交換比率は被合併投資会社の株主にとってきわめて不利な条件となっていた。株式ブーム期に高値で購入した旧会社の普通株主はその投資価値のほとんどを喪失する厳しい運命を甘受することを余儀なくされている。

投資会社が辿った第三の道は債務不履行による企業破綻である。社債に関しては、社債価格の下落していた恐慌期に大規模な社債の償還が行われたこともあり、社債債務不履行

による大投資会社の破綻という事態はみられなかった。だが銀行借入金の債務不履行による破綻の事例は2つの投資持株会社（コンチネンタル・シエア社、インサル・ユーティリティ・インベストメント社）において生じていた。また管理型一般投資会社においても破綻にまで至らなかったものの、ゴールドマン・サックス・トレーディング社、ユニティッド・ファンダーズ社の再編を余儀なくさせた要因として、銀行借入金の存在があげられるだろう。

1920～30年代はアメリカ金融市場において投資会社が初めて重要なプレーヤーとして登場した時期であった。このことはまた投資会社に関する規制が充分になされず、投資信託業界のプレイヤーが「自由」に振る舞える時代であったことを意味している。だが投資会社株に投資した一般投資家が30年代に大きな投資損失をこうむる状況を背景にして、投資信託業界に関する連邦規制の動きが進行し、1940年8月に「投資会社法」が成立している¹⁴⁸⁾。この法律の目的は投資会社証券に投資する一般投資家を保護することであったが、それは主に投資会社の役員・従業員に対する規制及び証券発行・投資に関する規制から成っている。

第一の役員・従業員に関する規制は次の通りである。

- ①取締役会の利害関係者が取締役会の構成員の60%を超えることができない（第10条a）。
- ②役員・従業員をブローカーとして雇用できない（第10条b-1）。
- ③役員・従業員は証券の引受業者とするこ

148) 1940年の投資会社法に関しては、*Commercial & Financial Chronicle*, Vol.151, Sept.7, 1940, pp.1336-1352；及び邦訳に関しては、日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集——アメリカ（II）』（日本証券経済研究所，平成20年）55～203頁，を参照。

とができない(第 10 条 b-2)。

④投資銀行家を役員・従業員に入れない
(第 10 条 b-3)

⑤取締役会の過半数を一つの金融機関の役員から構成されてはならない(第 10 条 c)

⑥投資アドバイザー機関との有効期間は 2 年以上とし、年 1 回契約を更改させる
(第 15 条)。

⑦役員が投資アドバイザーとなることができない(第 15 条 c)。

⑧スポンサーは投資会社との取引を禁止される(第 17 条, 第 21 条 b)。

第二の証券発行・投資に関する規制は次の通りである。

①証拠金で証券を購入できない(第 12 条 a-1)

②一会社の株式投資は総資産価額の 5% を超えることができない(第 12 条 d-2)。

③取得会社の総資産価額の 10% 以上を保有できない(第 12 条 d-3)

④投資会社の最低資本金は 10 万ドルとする(第 14 条-1)

⑤クローズド型において社債の発行は 300% の資産担保価値を要する(第 18 条-1)

⑥優先株の発行は 200% の資産担保価値を要求する(第 18 条-2)

⑦株式の相互保有、循環保有は禁止される(議決権の 3% 以上)(第 20 条 c)

このように 1920~30 年代の投資会社の苦い経験から投資会社法が成立し、投資信託業における投資家保護のルールが確立された。江口氏は投資会社法の意義を、「もし 1913 年

の連邦準備制度法がアメリカ銀行制度の秩序を樹立した聖典だとすれば、この法律は、まさにこれに対応して、投資および証券制度を確立した宝典とみることができるであろう。」¹⁴⁹⁾として、高く評価している。さらに両大戦間期の投資信託に関して、次のように述べている。

「当時の投資信託会社の経営が、投信経営の本質からはずれていたというところに、この恐慌に際してのアメリカ投信の悲劇の重大原因があったのである。それは、投信そのものの罪ではなくして、投信経営の仕方に罪があったのである。」¹⁵⁰⁾

氏はルールに則った「分散投資」と「職業的管理」による投信経営は個人投資よりもはるかにパフォーマンスが良いと評価している。たしかにプロモーターの個人的利益と会社支配を優先した投資会社経営が 30 年代の投資会社のパフォーマンス悪化を招き、一般投資家に多大な損失を与えていたことは認めなければならない歴史的事実であろう。だが他方で大恐慌期の実物資産側における利潤率の低下が投資会社の主要収益源である株式配当の低落を招き、普通株株価は平均して 73% の下落を示していた。多数の銘柄の株価が押し並べて暴落していた恐慌期の事情を考慮すれば、投資信託による分散投資の効果にさして期待できないであろう。投資信託と個人投資家による株式投資を比較するよりも、預金・保険などの他の貯蓄形態と比較すべきであろう。1930 年代の投資会社経営の悪化の根本原因はその主要資産である普通株投資を支える実物資産側の利潤率低落に求められるだろう。

149) 江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社、昭和 36 年、133 頁

150) 同上書、128 頁