

青山 和司著

## 『アメリカの信託と商業銀行』

(日本経済評論社, 1998年1月)

松尾 順介

## I

本書はアメリカの信託機関の歴史的・形成・発展をその経済的機能に着目しつつ跡付けたものであり、著者の大学院時代からの十数年間の研究成果を集大成したものである。本書のもとになった論文は、主として九州大学、小樽商科大学、大阪市立大学などの紀要にすでに発表されたものであるが、本書は凡百の論文集とは異なり、一貫したテーマのもとに構成されている。このことは著者の研究の歩みがアメリカの信託機関の歴史的展開と軌を一にしていることを強く読者に印象づけるものであり、本書の第一の特色となっている。研究者として敬意を禁じ得ない。また、このような一貫性は本書の分析視角として証券業務ないし証券市場との関連が重視されている点でも同様であり、信託機関と証券業務ないし証券市場との関連が歴史的展開の中で捉えられている点ユニークであり、もうひとつの特色であろう。さらに、本書は一読すれば明らかなように、きわめて手堅い実証のもとに厳密な論述が展開されており、それが本書全体に緊張感を与えるものとなっている。長年の研究蓄積の賜物といえる。最後に、本書のアプ

ローチはいわゆる歴史的・制度的アプローチに属するものと思われるが、著者のここでのアプローチは、図式的な経済決定論に陥らず、また大局的な視野を失い「重箱の隅をつつく」、マニアックな歴史の実証主義からも自由であり、ここに著者の苦心とともに本書の隠れた特色があるのではないと思われる。これについて著者は必ずしも明示的に述べているわけではないが、著者は制度の形成を考察する際、経済的要因と政治的要因との複雑な位相を視野に置きながら議論を展開しようとしているように思われ、分野を異にするものの評者も大きな示唆を得るとともに多くの点で共感するところがあった。

## II

本書の課題と構成についてみておこう。著者自らがいうように、本書の課題は、①信託兼営業業務というアメリカの商業銀行の特色が、どのような歴史的経緯をもって形成されてきたか、②1930年代の証券・金融制度の改革のなかで信託業務はどのような位置に置かれていたのか、③戦後、信託機関はどのような経済的機能を果たし、金融構造にどのような影響を及ぼしているか、という3点であり、それゆえ本書の3部

構成はそれぞれ上の3つの課題に対応している。

## 本書の目次

はしがき

### 序章 アメリカの信託制度と信託機関

#### 第I部 信託会社の発展と信託兼営銀行の形成

##### 第1章 アメリカにおける信託兼営銀行の形成

##### 第2章 信託機関と証券関連業務

##### 第3章 商業銀行による証券・信託業務の展開

#### 第II部 1930年代の証券・金融制度改革と信託業務

##### 第4章 社債デフォルトと信託機関の機能

##### 第5章 商業銀行の信託兼営と証券分離

#### 第III部 機関投資家としての信託機関の発展

##### 第6章 私的年金制度の発展と信託機関

##### 第7章 信託機関の資産増加と証券投資

##### 第8章 年金基金の拡大と信託機関

第1部信託会社の発展と信託兼営銀行の形成から見ていこう。第1部は、第1章アメリカにおける信託兼営銀行の形成、第2章信託機関と証券関連業務、第3章商業銀行による証券・信託業務の展開、という3章構成となっており、歴史的には、信託会社が急成長する19世紀末から逆に商業銀行が証券・信託業務を展開する1920年代までが対象とされる。

まず第1章では、19世紀末に信託会社が急成長し、信託銀行の商業銀行化が進展する歴史的経緯が確認され、その要因として①信託会社の経済的機能、②与信手段の預金通貨化、③信託会社に対する緩やかな規制、という3点が相互に関連していることが指摘されている。この時期信託会社は「信託会社としてではなく、まさに商業銀行として成長・発展を遂げてきた」(本書26ページ)とされている。しかし、このことは同時に信託会社を商業銀行と同列に規制する動きを引き起こし、各州で信託会社を州法銀行と

して預金準備などの規制に服させる法律が制定されるとともに、他方商業銀行側の信託業務への進出を促したため、商業銀行による信託業務の兼営化が進展し、結果的に「アメリカの銀行制度の特色たる信託兼営銀行を形成することになった」ことが明らかにされている。とくに、ここでは1910年代、20年代の貴重な統計資料が裏付けとして駆使されていると同時に、当時の連邦準備局が国法銀行に対して行ったアンケート調査が傍証として使われ、説得力のある論述となっている。

第2章では、当時の商業銀行が単に信託業務兼業化を推し進めただけでなく、同時に証券業務を含めた業務多角化を推し進めたことを、信託業務に密接に関わる証券関連業務を中心に考察している。そして、信託機関が証券代理業務(名義書換代理業務と登録代理業務)と社債受託業務を通じて証券市場の制度的整備に寄与する一方、機関投資家として証券市場に関与したことが結論づけられている。まず、商業銀行が証券代理業務に進出する要因はすでに19世紀後半に求められ、株式不正発行事件の発生に対処するため代理機関の設置を義務づけた取引所規則制定(1869年)を重視している。次に、社債受託業務については、信託機関の増加と受託者としての適任性の認識が普及したことがあげられている。そして、機関投資家としての側面については、信託資産として有価証券投資、とくに株式投資を行う数少ない金融機関であったことを指摘し、このことが商業銀行の信託銀行兼営化を考える上での見過ごせない重要な要因としている。

第3章では、商業銀行の信託兼営化との関連において証券業務の意義を1910年代から1920年代の国法銀行を中心に考察している。そして、

商業銀行の信託部門の収益は資産規模の割に小さく、信託兼営化は収益以外の目的でなされたことを明らかにした上で、信託兼営化の目的を、顧客関係の強化（「サービス部門」）として位置づけるだけでなく、証券業務の円滑な遂行を支える上での役割という観点から考察している。すなわち、信託部門は商業銀行に長期の安定した資金源泉を与え、証券業務の円滑な遂行を支える重要な役割を担ったとし、それゆえに「1920年代の証券市場の発達是一方で商業銀行による証券市場への参入を促進するとともに、他方でその証券業務の遂行を支える信託部門の兼営を必然化させた」と推測」（本書91ページ）している。

第Ⅱ部は1930年代の証券・金融制度の中での信託業務の位置づけを課題とするものであるが、まず第4章社債のデフォルトと信託機関の機能は、社債受託制度が社債保有者の保護のために有効に機能したのかを検討し、1939年に立法化された証書信託法について考察している。その結果、社債保有者の保護を目的とした社債受託制度は、受託者と社債保有者との間の利益相反関係が存在したために、30年代の大恐慌期には有効に機能せず、結果的に1939年の信託証書法として実現されたことを明らかにしている。ここではデフォルトに対する政策的対応をめぐって興味深い論点が述べられているが、これについては後で考察したい。

第5章商業銀行の信託兼営と証券分離では、1933年銀行法の導入によって、いわゆる銀証分離が行われたが、信託分離はなされず、米国の銀行は証券業務分離と信託業務兼営という対照的な業務分野規制が行われることになった要因を考察している。その結果、信託兼営が認められた要因として、信託業務をめぐる不正取引が

主として関連証券会社との証券取引に関わって発生していたため銀証分離で解決されると判断されたこと、利益相反防止を企図したレギュレーションFの改正など不正防止のための規制措置が採用されたこと、さらに銀行・信託を分離した場合、大都市以外の地域では経営的に信託業務が成り立たず、信託サービスの低下が生じるという反論が銀行側から提起されたこと、を指摘している。

第Ⅲ部機関投資家としての信託機関の発展では、戦後急速な発展を遂げた信託機関経済的機能と金融構造への影響を検討しているが、まず第6章私的年金制度の発展と信託機関では、戦後の私的年金の発展を跡付けながら、その発展に信託制度と信託機関がどのように関わったかを考察している。その結果、年金基金の成長がその基金の多くを管理・運用する信託機関および保険会社の保有資産の拡大をもたらし、証券市場の構造に影響を与えることになったと指摘している。

第7章信託機関の資産増加と証券投資では、前章での指摘を受け、拡大した信託機関の資産運用がどのような部面で運営されているかを考察している。とくに、1970年代から80年代前半を時期設定し、信託機関の保有する株式の性格付けという問題と信託機関の株式市場での位置づけという問題を考察の中心としている。その結果、信託機関は株式市場の最大の機関投資家として市場の寡占構造を作りだしたことを明らかにし、さらに商業銀行にとって信託業務は追加的収益源と位置づけられるものの収益寄与度は高くなく、信託部門で生じる現金残高が追加的預金源泉となること、また企業の株式・社債保有および年金受託を通じて関係強化の役割を果たすことを指摘している。

最後の第8章年金基金の拡大と信託機関では、前章に続く1985年から1995年までを対象としながら、信託機関や年金基金の位置づけと資本市場への影響を考察している。その結果、信託機関の保有する資産は拡大し、金融機関の中で最大の資産額を有するようになっており、そのうち株式の構成比は約半分を占めるに至っていることを確認した上で、それにもなって年金基金などによって短期的な投資収益率を重視した資産運用が行われたために、株式投資の短期化が進展したこと、そしてこれらの資金を長期資金源泉として機能させる必要性がアメリカ経済の課題として浮上してきたことを指摘している。

このように本書は、アメリカの信託機関の展開を歴史的に跡付けており、各章はそれぞれ独立の論文からなるものの、各章で明らかにされた結論が次章の課題を誘発するという構成となっており、あたかも書き下ろしであるような一貫性をもっている。

### III

では、以上のように本書の内容を確認した上で、論点を設定して本書を検討しよう。

まず、第1部で考察されている信託兼営化について、当時の国法銀行信託部門の収益など説得的な根拠を示しつつ、著者は「商業銀行による信託部門の兼営は収益以外の目的で行われた」(本書91ページ)と結論づけている。そして、信託部門の役割として、「商業銀行に長期の安定した資金源泉を与え、証券業務の円滑な遂行を支える重要な役割」(同)を摘出している。つまり、商業銀行による証券業務参入とそれを支える信託業務の兼営を「必然」として整合的に理

解する興味深い試みを提示し、それに成功していると思われる。これは本書の積極的な成果として評価されるべき点であろう。ただし、この説明が明快なだけに、逆に1933年銀行法によって銀行・証券が分離された際、信託業務兼営に関して商業銀行側に動揺はなかったのかという疑問が生じる。つまり、商業銀行にとって信託業務が証券業務を円滑に遂行する基盤であったとするならば、その証券業務が法律的に切り離された以上、収益性の低い<sup>1)</sup>信託業務を維持する根拠が失われたわけであるから、たとえば信託業務撤退というような経営対応が商業銀行側からなされたことも考えられるが、そのような対応はなかったようである。もっとも、信託業務はやがて増加する私的年金を受け入れ、結果的には信託業務を分離しなかったことが好結果につながるわけであるが、本書によれば、私的年金が増加するのは第二次大戦開始以降であり、「私的年金制度にとって、1930年代はいわば停滞の時期であった」(同174ページ)とされている。1933年銀行法が成立した時期には、まだ年金基金が将来的に信託業務を支える基盤となるような経営判断はなされていなかったのではないだろうか。したがって、この時期商業銀行側があえて信託兼営を堅持した根拠はなにかという疑問が残る。やはり、いったん手がけた業務にはpath dependent(経路依存的)な要因が残るのだろうか。

次に、第二部第4章では、社債デフォルトに対する信託機関の役割について詳しい分析がなされている。一般に、米国の格付け機関がその地位を確立したのは大恐慌期であり、その理由として当時格付け機関の行った格付けの適確性が投資家の評価を勝ち得たからだとする理解が定着しているが、本書では同時に社債受託者

である信託機関が社債保有者保護のために有効に機能せず、結果的に1939年信託証券法をうみだす要因となったことが、当時の利害相反事例などを緻密に分析することを通して明らかにされている。そして、受託者の機能の整備という施策は、破綻企業の再建を支援するという点で、自由放任型資本主義とは異なるニューディール政策の一環としてなされたという位置づけを示している。この間の著者の議論は、推論も厳密であり、またその根拠付けも明確で異論を差し挟む余地のないものであり、本書の貢献のひとつである。しかし、日本の場合と比較すると、より興味深い対照が観察されるものと思われる。つまり、本書では米国でも1900年代から1920年代にかけて社債の無担保化が進展し、かつ社債デフォルト率も担保付社債よりも無担保社債の方が低かったことが確認されている（本書104ページ）が、これは当時日本でも同様に無担保化が進展し、また無担保債のデフォルト率は担保付社債に比べて相対的に低かったことが小林和子氏の研究によって確認されている<sup>2)</sup>。すなわち、日米の社債市場で奇しくも同様の傾向が見られ、そして1930年代の世界恐慌によって日米ともにデフォルトが頻発し、多くの社債保有者が実損を被ったわけである。しかし、米国では前述のように1933年信託証券法を施行し、また格付け機関の認知度が結果的に高まったのと対照的に、日本では「社債浄化運動」によって、社債の有担保化が推し進められ、徐々にではあるが、無担保社債を排除することによって対応が図られる。そして、結果的には米国では無担保社債が一般化し、ほとんど参入障壁のない社債市場が構築されるのに対し、日本では有担保を原則とし、さらには適債基準という参入障壁さえ有する社債市場が構築されることにな

り、いわばその分水嶺がここにあったといえる。したがって、このように同じ状況のもとで、日米が対照的な制度を作り上げることになった要因が問われることになる。もっとも、これについては評者自身も確たる解答を見出せていないが、本書の論述から示唆されることは、制度を形作っていく際の政治的要因の重要性という点であろう。すなわち、著者は1933年銀行法の成立についても、経済合理性のある措置ではなく、政治的決着であったとみている（本書158～9ページ）が、1939年信託証券法に結実する米国のデフォルトへの対応についても、本書によればSEC主導で解決が図られたわけであり、大局的にはニューディール経済政策の一環であったと結論づけられている。他方、評者の見る限り、日本での「社債浄化運動」をめぐる一連の過程も当時の銀行・証券を中心とした政治的力関係を抜きには捉えられないものであり、有担保原則の導入もそのような一連の政治的過程の産物と見ることができる<sup>3)</sup>。したがって、制度の形成を単に経済決定論的に理解するのではなく、国家や利益集団などを含めた政治的要因をも視野に入れている点で、本書は重要な示唆を与えるものとなっている。

最後に、第三部では、戦後における機関投資家としての信託機関の発展が考察されており、ここでの課題として、とくに第7章では証券市場での信託機関の位置づけという点と信託機関の保有する株式の性格付けという点があげられている。まず、前者については年金基金が短期的な株式収益率を重視した運用を行ったために、株式投資が短期化し、結果的にこれを安定した長期資金源泉として機能させることが経済的課題として浮上してきていることが明らかにされており、説得的である。しかし、その反面後者

については必ずしも明解ではない。つまり、信託機関の保有する株式の性格付けという点、「パットマン委員会報告」などによって問題にされたように、信託機関の保有する株式の所有と支配をめぐる議論が想起されるが、本書はこれを正面から論じることを避け、ハーマンの説を紹介しつつ、「信託部門の株式保有が会社支配を目的としていると断定することはできない」（本書214ページ）というにとどめている。これは所有と支配をめぐる長々とした議論に巻き込まれないためには賢明であったといえるが、他方で信託機関は、なぜ「パットマン報告」や「メットカーフ委員会報告」などによって、その株式所有と支配関係を繰り返し問題とされるのかという疑問が残る。この点を明らかにするためには、著者が第二部で示したような大きな政治的状況のなかに問題を設定する必要があるのではないかと思われる。すなわち、1930年代においてはニューディール経済政策の導入という国家的要請が大きな政治的状況を形作っていたが、たとえばマーク・ロー「アメリカの企業統治」（邦訳、東洋経済新報社、1996年）によると、戦後においても根強いポピュリズムがさまざまな局面で台頭し、それに各種の利益集団が絡んで政治的力関係が形成されたことが論じられている。マーク・ローの議論については全般的にポピュリズムを過大に評価しているという批判があると思われ、必ずしも多数の支持を得るものではないかもしれないが、このような角度から考察することによって、より大きな視野から戦後の信託機関を位置づけると同時に、「普遍的」とされるアメリカ金融制度の特殊性をも浮かびだせたのではないかと思われる。

## IV

以上、個別の論点について評者なりに感じたところをコメントしたが、本書全体から得た印象についてコメントしたい。

まず、本書のアプローチは冒頭に述べたように、歴史的・制度的アプローチに属するものと思われる。従来、この分野では図式的な経済決定論が多く見受けられたが、逆に最近では個別の事象を対象を限定した実証主義的研究が支配的であるように思われる。確かにこれらの研究は詳細でありかつ厳密であるものの、大きな問題意識から乖離しているものも多く、展望を見失っている観がある。しばしば「経済学の衰退」が言われるが、この分野もそこから無縁ではないように思われる。しかし、歴史的・制度的アプローチは、制度がどのような要因によって、いかにして形成されたか、そしてそれはどのような条件によって維持されたのか、あるいは逆にその制度によってその条件はどのような影響を受けたのか、さらにどのような条件の変化が制度を変容ないし廃棄させるのか、という問題を対象とするものであり、いわば制度の成立・存続・変容をその動態において捉えるところに意義があるものと思われる。そして、このような歴史的・制度的アプローチは単に静態的なモデル化によって制度やシステムを分析するアプローチに対する批判として有力であるだけでなく、変革期にある日本のさまざまな金融・証券市場の諸制度を考察する上でも有効であると考えられる。その意味で、歴史的・制度的アプローチによって、アメリカの信託機関の一貫した分析を試みられた著者の貢献は、単にアメリカ金融の専門家のみならず、他国の研究においても示

唆するところが大きいと思われる。現在の日本のさまざまな制度が現状に適合しないものとなってきているといわれることが多いが、それらの日本の制度がいかなる要因によって形成され、またどのような条件によって維持されていたのか、そして今日そのような条件はどう変化したのか、などといった観点から厳密な検討が加えられるべきであろう。

次に、本書の研究は、著者の明示的に意図したところではないかもしれないが、アメリカにおける信託機関の今日のあり方を歴史的に考察することによって、結果的にそれがきわめてアメリカ固有の歴史的産物であることを浮かび上がらせることになっていると思われる。このことは、近年グローバル・スタンダードのもとにアメリカ的あり方を日本の制度改革の規範としようとする動きが急速に台頭しているが、それに対する批判となるものであると思われる。一

見グローバル・スタンダードと思しきアメリカ型の制度やあり方も、その歴史的過程をたどれば、実は特殊アメリカ的な背景や要因によって形成されてきたものであるということは、グローバル・スタンダードとして安易にアメリカ型の制度を受け入れることの危険性を示唆するものであろう。

以上のように、本書は単にアメリカの信託機関の形成・発展を跡付けただけでなく、著者の意図を超えた含意と示唆を与えるものとなっているように思われる。

注

- 1) 本書157ページには、「平均して12の信託部門につき11の信託部門が赤字であった」という調査結果が示されている。
- 2) 志村嘉一編著『日本公社債市場史』、東京大学出版会、1980年、第2章第4節、65ページ、参照。
- 3) 拙稿「日本における社債受託制度の導入と確立」、『証券経済』、第176号、1991年6月、参照。

(当所大阪研究所主任研究員)