

アメリカにおける 信託資産の拡大と証券投資（2）

青山和司

目次

- I. はじめに
- II. 信託機関と信託業務
- III. 信託資産の拡大とその性格
- IV. 信託機関の資産構成
 - (1) 信託機関の投資責任
 - (2) 信託機関の証券投資

(以上, 第39巻第1号)

- (3) 信託部門による自行預金の形成
- V. 信託機関の株式投資
- VI. むすび (以上, 本号)

(3) 信託部門による自行預金の形成

信託資産における自行預金とは、商業銀行が信託業務を兼営することから生じるものである。信託業務の遂行に際し、商業銀行は委託者から様々な財産を受託するわけであるが、このような信託財産の中には既に現金が含まれており、またその財産を運用する過程で、追加的な現金が生成する。例えば、個人信託、代理勘定、年金基金によって受け取られる配当、利子等の現金、証券を売却して再投資を行なうまで待機する現金、受益者に運用益を配分するまで一時的に滞

1988年8月1日提出

留する現金等がそれである²⁸⁾。

商業銀行の信託部門の活動に伴って生成する現金は、通常、自行の銀行部門に預金の形態で置かれることになる。この自行預金は、84年には信託資産の1.4%を占めるに過ぎないが、個々の商業銀行の銀行部門において自行の信託部門による預金は、相当大きな位置を占めているようである。表9に見られるように、信託資産保有額10億ドル以上の信託部門では、その平均自行預金額は3,974万ドル（約98億5,500万円）という巨額なものであり、ハーマンの指摘するように、自行信託部門はその商業銀行の最大の預金者たる位置にある²⁹⁾。

つまり商業銀行は信託部門の兼営によって、追加的な預金源泉を獲得しうるのであり、これは商業銀行の信託兼営にともなうメリットの一つとなっている。したがって、信託業務を兼営している商業銀行においては、より多くの預金を信託部門から獲得しようとする強い誘因が、銀行部門の側に作用すると考えられる。

表9 信託部門の自行預金

信託資産保有額による 信託機関の分類	平均自行預金額 (1,000ドル)
1,000万ドル未満	538
1,000～2,500万ドル未満	1,577
2,500万～1億ドル未満	2,469
1億～5億ドル未満	5,170
5億～10億ドル未満	10,260
10億ドル以上	39,738
全 信 託 部 門	2,932

(出所) *Trust Assets of Financial Institutions-1984*, より作成

28) Edward S. Herman, "Commercial Bank Trust Departments," in the Twentieth Century Fund, Steering Committee on Conflicts of Interest, *Abuse on Wall Street: Conflicts of Interest in the Securities Markets*, 1980, p.107.

29) Ibid., p.109.

しかし、信託部門が不必要に多額の預金残高を自行の銀行部門に保有するとすれば、それは受託者として受益者に対する信託義務に反する行為とならざるを得ない。なぜならば、投資されていない預金残高は、受益者のために利益を生むことはなく、むしろ銀行にとって利益をもたらすものとなるからである。銀行が受益者の利益を犠牲にして自己の利益を追求するとすれば、銀行は受託者として受益者に対する信託義務を果たしていないのは明白である。そのため信託義務を誠実に遂行するためには、再投資されるまで一時的に待機している現金残高を極力圧縮することが必要であると考えられるが、どの程度の水準が適正であるかということは状況に応じて変わるものであり、資産運用の専門家としての受託者の責任と判断に委ねられるところである。

なお、この点に関連して通貨監督官は、「多くの銀行の見解では信託業務は、信託資金が銀行部門に預金されることを考慮にいたした場合のみ収益性がある」³⁰⁾ という指摘を行なっている。つまり、このことは銀行部門に預金された信託資金に基づいて、銀行部門が収益をあげ、それによって信託部門の損失を補填し、銀行全体として収益性が確保されるということを意味している。信託部門の収入は、信託財産の管理運用等のサービスを提供する報酬として受け取られる手数料収入に基づいている。1970年代初頭には多くの信託部門が、この手数料収入だけでは信託部門の諸経費を十分にまかなえない状況にあったようである。

以上述べた点については次の引用が参考になる。

「ニューヨークの連邦準備銀行によれば、ニューヨーク市の『10大』銀行については（連邦準備銀行はより詳細に述べることはきらったが）、個人信託業務は過去3年間のうち2年間は利潤をもたらしてはおらず、遺產業務については、所得税控除以前の営業収入が、1971年を除いて過去数年間減少してきている。シティバンクの信託部門の前最高責任者ロバート・ホーゲットは、シティバンクの信託部門は1969年まで損得なしであったと述べている。1カ月に300

30) *Annual Report of the Comptroller of the Currency-1972*, p.266.

万ドル程度の手数料を受け取り、また支出も1カ月に300万ドルだった。ホーゲットは、銀行の利潤は銀行の商業的側面で信託顧客（個人と法人の両者）によって保持されている要求払い預金の2億5,000万ドルからきているものだ、と説明してくれた。ホーゲットの述べたことは、ひとつの重要な真実を指摘している。信託部門が彼らの個人受託者業務について利潤を示しうる唯一の方法は、いわゆる『預金に基づいて供与された信用』をそれらの収益に加えることである。これは銀行の信託勘定によって作り出され、銀行の商業銀行的側面で預金されたりする投資されていない現金残高によって生み出された銀行収入をもたらす信用である。』³¹⁾

こうした信託部門の収益性の不足にもかかわらず信託業務が行なわれるのは、商業銀行において「信託部門は、商業部門に業務を引き付けさせ、信託勘定の現金残高から商業部門が利益を享受しうるようにさせるためのひとつのおとり商品として、利用することができる」³²⁾ からであるという見方もできる。確かにこれは一つの側面であるが、信託部門をこうした側面だけで理解するとすれば、信託部門によって提供される多様な経済的機能とそのことによって生じる銀行部門との関連を見落とすことになると思われる。ただし、このような商業銀行による信託業務の兼営に伴い、自己の利益を追求する銀行部門と、受益者の利益のために行動する受託者としての信託部門との間には「利益相反」という問題が絶えずつきまとっているため、その点には注意を払う必要がある。

V. 信託機関の株式投資

前節では、信託機関が受託資産の大部分を証券投資の形態で運用していたことを明らかにし、同時にこうした証券投資の中でもとりわけ株式投資が、大きな位置を占めていることを明らかにした。そこで本節では、信託機関の株式投資に関する問題について考察を深めることにしたい。

31) 原 司郎監訳『シティバンク』日本経済評論社、1978年5月、285頁。(David Leinsdorf, Donald Etra, et al., *Citibank*, 1973, pp.193-4.)

32) 同書、288頁。(*Ibid*, p.195.)

表10 主要金融機関の資産構成（1984年12月現在）

（単位：100万ドル）

	商業銀行 （信託部門 を除く）	金融機関の 信託資産	貯蓄貸付 組 合	相互貯蓄 銀 行	生命保険 会 社	投資会社
連邦政府および 政府関連機関債	242,500	149,139	（現金, 証券投資） 125,358	14,643	41,970	現金, 連邦 政府債, そ の他短期証 券 11,978
州債・地方債	134,900 主として 州・地方債	49,439		2,077	9,757	
その他債券		185,913	42,962	303,687	株式等 125,148	
株 式	323,081	555,277	102,895	64,171		
モーゲージ		9,457		157,283		
不 動 産		30,154		25,985		
貸 付	1,463,700			24,954	54,610	
現金・預金	201,900	35,335		4,954		
そ の 他	219,700	19,084	221,814	11,413	63,344	
合 計	2,262,600	801,661	902,449	203,898	720,807	137,126

（出所）信託資産は *Trust Assets of Financial Institutions-1984*, より作成,
 その他は *Federal Reserve Bulletin*, June 1985, より作成。

信託機関の株式保有額は、1984年に3,230億8,100万ドルであったが、この保有額は主要な金融機関の中で最も大きなものである（表10参照）。信託機関以外に大量の株式投資を行なっている金融機関は、投資会社と生命保険会社および年金基金である。ただし、年金基金のかなりの部分は、信託機関と生命保険会社によって運営されているので、ここでは年金基金については除外しておくことにする。投資会社と生命保険会社の株式保有額は、それぞれ1,251億4,800万ドルと641億7,100万ドルであるが、この保有額は投資会社については信託機関の3分の1強、生命保険会社については同じく5分の1程度という規模に過ぎない。投資会社の場合、その資産運用は株式投資に特化しているが、生保の場合には株式投資よりもむしろ社債とモーゲージに投資の重点が置かれている。このように信託機関は、株式投資に関して金融機関の中で卓越した最大の機関投資家（institutional investor）としての地位を占めている。

こうした信託機関による大量の株式投資は、いくつかの問題を引き起こすこ

とになったが、ここでは以下の二つの問題について検討しておこう。一つは、大量の株式保有に基づく会社支配に関する問題であり、もう一つは、信託機関

表11 金融機関が最大株主となっている会社
(メトカーフ委員会による1972年の調査)

	議決権株の 持株比率 (%)
チェースマンハッタン (20社)	
Atlantic Richfield	4.5
General Electric	3.6
RCA	4.2
Union Carbide	5.2
Litton Industries	9.0
Monsanto	7.4
United Airlines	8.3
American Airlines	9.0
Northwest Airlines	6.9
National Airlines	8.4
Burlington & Northern	6.7
Southern Railway	8.3
Seaboard Coast Lines	6.2
Consolidated Freightways	6.4
Transcontinental Lines	8.0
ATT	1.1
Texas Utilities	2.9
Long Island Lighting	5.1
Florida Power & Light	3.6
Safeway Stores	10.5
ファースト・ナショナル・シティ (9社)	
Kraftco	2.4
Xerox	6.1
Bendix	10.9
Virginia Electric & Power	5.6
Penzoil United	7.5
Continental Telephone	5.1
Carolina Power & Light	7.0
First National City	4.3
First National Bank of Dallas	10.2

注：NYSEの関連会社であるDepository Trust Corporation
(ノミニー・ネーム：Cede & Co.)の33社の持株は除外した。

(出所) U.S. Congress, Senate, Committee on Government Operations,
Disclosure of Corporate Ownership, (G.P.O., 1974), p.22.

表11（続き）

モルガン・ギャランティ（4社）	
United Aircraft	7.0
CPC International	1.5
R.H. Macy	6.2
Travelers Insurance	6.0
バンカーズ・トラスト（3社）	
Mobil Oil	6.1
Continental Oil	5.8
Bankers Trust	5.7
ケミカル・バンク（3社）	
Chicago Rock Island & Pacific	77.4
Panhandle Eastern Pipe	4.8
Chemical Bank	5.4
メリル・リンチ（3社）	
Chesapeake & Ohio	4.4
Pacific Power & Light	2.5
Public Service Electric & Gas	4.2

による大量の株式取引が証券市場に与える影響に関する問題である。

（1）機関株主としての信託機関

信託機関を含む機関投資家の株式投資については、米国議会およびSECによる各種の調査が行なわれてきたが、とりわけ信託機関の株式保有については、前述したようにパットマン委員会による調査以後も、70年代のメトカーフ委員会、80年代のリビコフ委員会によって継続的な調査報告がなされてきた。こうした調査報告によって既に明らかにされてきたことであるが、信託機関（商業銀行信託部門）は大量の株式投資の結果、多くの大企業において最大の株主となっている。メトカーフ委員会報告によれば、1972年の時点で調査対象とした132の会社のうち、58の会社において銀行信託部門が最大の議決権株の株主となっていた³³⁾。このうち主な銀行について、その銀行信託部門が最大株主となっている会社数を紹介しておく、チェース・マンハッタン 20社、ファースト・

33) U.S. Cong., Senate, Committee on Government Operations, *Disclosure of Corporate Ownership*, (G.P.O., 1974), pp.22-23, 参照。

ナショナル・シティ 9社, モルガン・ギャランティ 4社, バンカーズ・トラスト 3社である (表11参照)。

次に表12~15は, 上記商業銀行の信託部門がどのような会社の株式に投資しているか表示したものであり, 投資額の多い順に上位20社が掲載されている。ただし, これらの表ではバンカーズ・トラストを除いて, 議決権株か否かの区別がなされていない点に留意しておく必要がある。これらの表からわかるように, 信託部門は全体としてIBM, ゼロックス等の優良大企業に集中的に投資する傾向が見られる。なお, この4行に共通の投資先企業は, 前記2社の他にイーストマン・コダックとエクソンがあげられる。

表12 モルガン・ギャランティ・トラストの保有株式 (1975年6月30日現在)

会 社 名	保 有 額 (1,000ドル)	持株比率 (%)	対総資産比 率 (%)
1 IBM	1,348,541	4.35	5.73
2 Eastman Kodak Co.	873,119	5.23	3.71
3 American Home Products Corp.	388,019	5.58	1.65
4 Procter & Gamble Co.	380,480	4.71	1.62
5 Sears, Roebuck & Co.	380,429	3.30	1.62
6 Exxon Corp.	336,720	1.63	1.43
7 Schlumberger Ltd.	335,620	7.00	1.43
8 General Motors Corp.	291,960	2.08	1.24
9 S.S.Kresge Co.	283,314	7.53	1.20
10 Coca Cola Co.	263,948	4.87	1.12
11 International Paper Co.	243,613	10.82	1.04
12 Merck & Co., Inc.	228,024	3.56	.97
13 Citicorp	226,532	4.77	.96
14 Halliburton Co.	219,668	6.10	.93
15 Philip Morris, Inc.	217,008	7.39	.92
16 Xerox Corp.	213,015	3.86	.91
17 American Express Co.	188,421	6.06	.80
18 J.C.Penney Co., Inc.	176,138	5.10	.75
19 McDonalds Corp.	174,628	7.69	.74
20 Dow Chemical Co.	169,915	1.93	.72
計	6,939,112		29.49

(出所) U.S. Congress, Committee on Finance, *Bank Trust Stock Holdings*, p.6.

表13 バンカーズ・トラストの保有株式(1974年12月31日現在)

会社名	保有額 (100万ドル)	持株比率 (%)	議決権株比 率(%)
1 IBM	671.2	2.7	1.9
2 ATT	549.5	2.1	.4
3 Mobil Oil Corp.	254.5	6.8	1.2
4 Merck & Co., Ink.	202.3	4.0	2.5
5 Eli Lilly & Co.	162.9	3.4	1.5
6 Eastman Kodak Co.	136.7	1.3	.8
7 Exxon Corp.	130.6	.8	.5
8 American Home Products Corp.	124.0	2.3	1.8
9 Burroughs Corp.	116.1	3.9	2.6
10 Johnson & Johnson	105.8	2.2	1.6
11 Atlantic Richfield Co.	98.2	2.3	1.6
12 Minnesota Mining & Manu- facturing Co.	94.0	1.7	1.3
13 Dow Chemical Co.	91.0	1.7	1.3
14 Continental Oil Co.	89.9	3.9	.5
15 Xerox Corp.	83.2	2.0	1.1
16 Avon Products Inc.	82.4	4.9	3.0
17 General Electric Co.	80.6	1.3	.8
18 Schlumberger Ltd.	72.2	1.8	1.1
19 Weverhaeuser Co.	71.7	2.0	.8
20 Philip Morris, Inc.	67.9	2.5	1.2
計	3,284.7		

(出所) *Ibid.*, p.9.

これらの表から判断する限り、モルガン・ギャランティには他の3行に比べて高い持株比率の企業が多く見られ、5%以上の持株比率の企業は、掲載されている20社のうち半数の10社にも達している。その中でも特にインターナショナル・ペーパー社の持株比率は10%を越えており、他の会社と比較して非常に高いといえる。さらに調査時点が異なるため正確ではないが、参考のため4行の共通した投資先企業である前記4社について、4行を合計した持株比率を次に示しておこう。IBM 11.05%、ゼロックス 14.06%、イーストマン・コダック 9.93%、エクソン 6.13%である。

こうした商業銀行信託部門による大企業の株式保有に注目して、『パットマ

ン委員会報告』やフィッチ³⁴⁾、コッツ³⁵⁾等の論者によって、銀行による会社支配が行なわれているという銀行支配説が主張されるようになった。しかしながら、信託部門の株式保有動機は各信託資産の性格によって異なるため、必ずしもそのように断言できないように思われる。

例えば信託部門の管理する年金基金によって保有される株式は、基本的には

表14 ファースト・ナショナル・シティ・バンクの保有株式 (1974年12月31日現在)

会 社 名	保 有 額 (100万ドル)	持株比率 (%)	対総資産比 率 (%)
1 IBM	606	2.5	3.8
2 Merck & Co., Inc.	272	5.5	1.7
3 Xerox Corp.	269	6.6	1.7
4 Eastman Kodak Co.	247	2.4	1.6
5 Johnson & Johnson	212	4.6	1.4
6 Atlantic Richfield Co.	194	4.6	1.2
7 Eli Lilly & Co.	175	3.7	1.1
8 General Electric Co.	155	2.5	1.0
9 Exxon Corp.	153	1.1	1.0
10 Minnesota Mining & Manu- facturing Co.	151	3.0	1.0
11 S.S.Kresge Co.	140	5.3	.9
12 Sears, Roebuck & Co.	136	1.8	.9
13 Coca Cola Co.	136	4.3	.9
14 Caterpillar Tractor Co.	136	4.9	.9
15 Texas Instruments Inc.	119	7.7	.8
16 J.C.Penney Co., Inc.	106	3.4	.7
17 American Home Products Corp.	104	2.0	.7
18 Hewlett-Packard Co.	100	6.2	.6
19 Philip Morris, Inc.	95	3.6	.6
20 Schering-Plough Corp.	93	3.3	.6
計	3,599		23.1

(出所) *Ibid.*, p.10.

- 34) フィッチ&オープンハイマー著、岩田巖雄、高橋昭三監訳『だれが会社を支配するか——金融資本と「経営者支配」』ミネルヴァ書房、1978年 (Robert Fitch and Mary Oppenheimer, "Who Rules the Corporations?" *Socialist Revolution*, Vol.1, Nos.4-6, 1970) を参照。
- 35) D.M. コッツ著、西山忠範訳『巨大企業と銀行支配——現代アメリカ大企業の支配構造——』文眞堂、1982年 (David M. Kotz, *Bank Control of Large Corporations in the United States*, 1978) を参照。

将来の退職者に対する年金支払いが行なわれるまで、資産運用のための投資対象として保有されるのであり、株式の配当とキャピタル・ゲインを主たる目的とした保有動機である。年金基金の受託者は、受託者に課せられたプルードント・マン・ルールや分散投資の原則によって、受益者の利益を第一の基準とした投資行動をとることが基本である。したがってこの場合には、株式の「支配証券」としての側面は後景に退くことになる。

ただし、必ずしも支配目的ということではないが、企業の年金基金を受託した商業銀行が、委託した企業との間に融資関係や重役兼任等の人的結合関係を有している場合には、恐らくその年金基金のポートフォリオの中に委託した企業の株式が含まれるであろうことは容易に推測しうることである。そしてこの株式所有が、銀行と企業との間の協調関係を支持補強するように作用するであ

表15 チェース・マンハッタン・バンクの保有株式(1974年12月31日現在)

会社名	保有額 (100万ドル)	持株比率 (%)	対総資産比 率(%)
1 Exxon Corp.	369	2.6	4.9
2 IBM.....	367	1.5	4.9
3 Standard Oil Co. of Indiana	146	2.4	1.9
4 Eastman Kodak Co.	106	1.0	1.4
5 Atlantic Richfield Co.	106	2.5	1.4
6 ATT.....	100	.4	1.3
7 Merck & Co., Inc.	100	2.0	1.3
8 Mobil Oil Corp.	88	2.4	1.2
9 Standard Oil Co. of Calif.	78	2.0	1.0
10 Xerox Corp.	65	1.6	.9
11 S.S.Kresge Co.	65	2.5	.9
12 General Electric Co.	63	1.0	.8
13 International Paper Co.	59	3.7	.8
14 Dow Chemical Co.	59	1.2	.8
15 J.P.Morgan & Co., Inc.	58	3.1	.8
16 American Home Products Corp.	54	1.1	.7
17 Eli Lilly & Co.	48	1.0	.6
18 Johnson & Johnson	47	1.0	.6
19 Citicorp.....	43	1.2	.6
20 Sperry Rand Corp.	42	4.4	.6
計	2,063		27.4

(出所) *Ibid.*, p.13.

ろう、ということも否定できない側面である。しかしながら、銀行・企業間の協調関係の維持、強化のために保有株式を利用するということと、銀行による一方的な会社支配ということとは区別されるべきである。

また、財閥家族の財産が信託の形態で蓄積されていることは既に指摘したが、その信託資産の中に会社支配を目的とする株式所有が存在することは事実である³⁶⁾。もちろん、ここでは会社支配を行なおうとする主体は、銀行ではなく財閥家族である。この点、信託資産に基づく銀行の会社支配という議論とは問題の性格が異なるので、区別しておく必要がある。信託部門が個人信託の資産運用について投資裁量権を行使しうる場合には、信託部門は年金基金と同様、信託資産の投資収益を第一の基準として株式投資を行なうのであって、銀行による会社支配の目的のために、個人信託による株式所有が行なわれているわけではない。

ハーマンは、上述した点を含め、商業銀行が信託部門の保有する株式を会社支配に利用することを制約するいくつかの条件をあげているので、彼の説を要約して紹介しておこう³⁷⁾。

第1の制約条件は、銀行の組織機構の中で信託部門の独立性が強いことである。そのことは、他の専門的投資グループとの激しい運用競争にさらされている信託部門の職員に、会社支配という観点よりも投資パフォーマンスの向上を計るという観点から株式投資を行なわせることを可能にする。この組織的独立性は、銀行の戦略的観点に基づく支配のための株式投資を排除するわけではないが、それは例外的なものである。

第2の制約条件は、銀行に資産運用を依頼した顧客からの高い投資パフォーマンスを求める圧力の存在である。仮に、支配目的による投資を行なった結果、投資パフォーマンスが悪化すれば、その銀行は顧客の信頼と委託された資金を失うことになるからである。

36) 個人信託を含むロックフェラー等の財閥家族の株式所有については、松井和夫、『現代アメリカ金融資本研究序説』、83-96頁を参照されたい。

37) この叙述については、Herman, op. cit., pp. 50-56, を参照した。

第3の制約条件は、法的規制の存在であるが、これは独占禁止法と信託口座に対する銀行の信託義務に基づくものである。

第4の制約条件は、会社の支配的経営グループが、外部者による支配・介入に抵抗するという事実である。ただし、実際には株式取得先の会社はその銀行と取引関係を有している場合には、信託部門による株式の取得は会社側から歓迎される。つまり、株式の取得は両者の互恵的取引関係を支持補強し、同時に会社の経営陣に対する信頼の表明とみなされるからである。

ハーマンは、以上の四つの制約条件をあげ、銀行による会社支配に否定的な見解を示したが、株式の「支配証券」としての側面が、一定の条件の下では重要な役割を果たす場合がある。近年活発に行なわれている企業の合併・買収(M&A)における株式の公開買付(TOB)がそれである。このような状況において信託部門の保有方式は、そのTOBの成功を左右する重要な位置にある。

1982年にベンディックス社とマーチン・マリエッタ社との間でTOB合戦が行なわれたが、この時シティバンクは、ベンディックスの社員持株制度である「サラリー受給従業員貯蓄・株式所有計画」の基金を信託財産として所有していた。この基金はベンディックスのほぼ23%に相当する株式を所有していたため、TOB合戦は当初ベンディックスに有利と見られていた。しかしその後、シティバンクがマリエッタ側に株式を売却する決定を行なったことにより、ベンディックスは不利な状況に置かれることになった³⁸⁾。なお、このTOB合戦

38) この叙述については、メアリー・カニングラム著、佐々木謙一訳『パワープレー——権力抗争』徳間書店、1985年6月、279-292頁(Mary Cunningham, *Power play*, 1984)を参照した。

このTOB合戦において、ベンディックスの基金を受託していたシティバンクが、なぜベンディックスではなくマリエッタの有利になるような決定を行なったのか、その背景について述べておこう。

まずこのTOB合戦は、次のような構図の下で展開された。発端は自動車部品の製造を中心とするベンディックスが、航空宇宙産業に進出しようとして、航空・軍需関連企業のマーチン・マリエッタに対するTOBを宣言したことに始まる。次にそれに対抗して、マーチン・マリエッタがベンディックスに対するTOBを宣言し

は、最終的にアライド社がベンディックスを買収して終止符が打たれた。

また近年、こうした問題に関連して会社の経営陣が乗っ取り防止のため、合併や会社資産の売却の承認に必要な株式の比率を増加させるという定款の変更提案を行なう事例が増えている。乗っ取りは、株価を上昇させ株主に利益をもたらすが、乗っ取り防止のための定款の変更は、そのような株価の上昇を阻害するため、株式所有者としての信託部門はそのような提案にしばしば反対投票を行なうことがある。信託部門は、一般に現在の経営陣を支持すると言われるが、経営者のこうした提案に賛成するか否かということは、両者の間にどの程度の協力的関係が存在しているかということが決定的である³⁹⁾。

(2) 機関投資家としての信託機関

ここでは信託機関の株式投資とそれが証券市場に与える影響について考察する。

信託機関の株式保有額は、1981年と84年に減少したものの、他の各年においては1年間に少ない年で242億ドル、多い年には573億ドルも増加している（表16参照）。1979年から84年までの期間において、信託機関の保有する株式の年平均増加額は190億300万ドルであった。それに対し、株式の年平均新規発行額は269億8,900万ドルであった。したがって平均値で見ると、信託機関の保有株式の年間増加額は、株式の新規発行額を下回っていたが、保有額の減少した

た。同じく航空・軍需関連企業のユナイテッド・テクノロジーズもマーチン・マリエッタの盟友として、同社を援助するためにベンディックスに対するTOBを宣言した。

この時、シティバンクのビル・スペンサー頭取はユナイテッド・テクノロジーズの取締役会に席を占め、ユナイテッド・テクノロジーズのハリー・グレイ会長はシティバンクの持株会社であるシティコープの取締役会に参加していた。ハリー・グレイは同時にシティバンクの信託委員会の委員でもあった。したがって、上述のシティバンクのベンディックス株の売却決定は、ハリー・グレイがマーチン・マリエッタの有利になるように、信託委員会を通じて影響力を行使した結果であると推測される。

この事例は、信託部門の保有する株式の議決権の行使に関しても、銀行と企業間の重役兼任関係や人的関係が非常に重要な決定要因であることを示唆している。

39) Herman, op.cit., p.72.

表16 各年中の保有株式増加額と新規発行額
（単位：100万ドル）

	1)保有株式増加額	2)新規発行額
1979年	24,234	11,325
1980	45,561	20,490
1981	▲26,461	25,349
1982	39,291	30,562
1983	57,319	51,579
1984	▲25,926	22,628

▲は減少を示す。

（出所）1) *Trust Assets of Financial Institutions*,
各年版より算出。

2) *Federal Reserve Bulletin*, various issues.

1981年と84年を除いた各年においては、信託機関の保有株式の増加額は常に株式の新規発行額を大幅に上回っていた。言い換えれば、信託機関には新規発行株をすべて吸収してもまだ余裕がある程の資金が毎年流入していたことになる。もちろん、信託機関の保有株式の増加には、前述したように株式市場における株価の上昇による評価増が含まれているので、単純にその増加額を株式の新規発行額と対比することは不適當かも知れないが、それでも株式発行市場における信託機関の位置を推定する上で一つの参考になる。

次に、流通市場における信託機関の位置について考察してみよう。

戦後のアメリカでは、1955年頃までニューヨーク証券取引所（NYSE）の株式売買高の4分の3近くを個人投資家が占め、残りの4分の1を機関投資家が占める状態が続いたが、1960年代に機関投資家の占める比率が急速に上昇し、60年代の後半には機関投資家と個人投資家の売買高は逆転することになった。この傾向はそれ以後も一貫して続き、1980年の両者の売買比率は、個人投資家35.1%、機関投資家64.9%となった（表17参照）。

また、株式売買高とならんで機関投資家の保有株式も次第に増加し、1980年にはNYSE上場株式の時価総額1兆2,428億ドルのうち4,402億ドル、比率に

表17 NYSEの株式取引高

期 間	1日の売買高 (100万株)			両者の比率 (%)	
	個 人	機 関	合 計	個 人	機 関
1952年 9月	1.8	0.8	2.6	69.2	30.8
1953年 3月	3.0	1.0	4.0	75.0	25.0
1954年 3月	2.3	1.0	3.3	69.7	30.3
1954年12月	4.8	1.3	6.1	78.7	21.3
1955年 6月	4.0	1.3	5.3	75.5	24.5
1956年 3月	4.2	1.4	5.6	75.0	25.0
1957年10月	2.7	1.1	3.8	71.1	28.9
1958年 9月	5.0	2.0	7.0	71.4	28.6
1959年 6月	3.6	1.5	5.1	70.6	29.4
1960年 9月	3.5	1.6	5.1	68.6	31.4
1961年 9月	3.8	1.9	5.7	66.7	33.3
1963年10月	6.5	2.9	9.4	69.1	30.9
1965年 3月	5.4	3.5	8.9	60.7	39.3
1966年10月	6.1	4.6	10.7	57.0	43.0
1969年全体	7.9	10.1	18.0	44.1	55.9
上半期	8.1	10.0	18.1	44.6	55.4
下半期	7.8	10.2	18.0	43.5	56.5
1971年上半期	10.7	15.9	26.6	40.3	59.7
第1四半期	12.1	16.2	28.3	42.6	57.4
第2四半期	9.4	15.6	25.0	37.6	62.4
1974年第1四半期	9.5	13.7	23.2	41.1	58.9
1976年第1四半期	18.8	25.3	44.1	42.7	57.3
1980年第4四半期	25.0	46.4	71.4	35.1	64.9

(出所) New York Stock Exchange, *Fact Book 1985*, p.56.

して35.4%を機関投資家が保有していた (表18参照)。

このように株式取引、株式保有に占める機関投資家の比率が増加する現象を「機関化現象」(institutionalization)と呼んでいるが、機関投資家の中でも非保険型民間年金基金は、株式保有額と売買額の大きさから見て、証券市場の機関化の中心的担い手であったとすることができる (表18, 19参照)。前述したように、非保険型民間年金基金の多くの部分は、信託機関によって管理・運用されているのであるから、証券市場の機関化を主導したのは信託機関であると

表18 NYSE上場株の機関投資家別保有額

(単位：10億ドル)

機関投資家	1960年末	1965年末	1970年末	1975年末	1980年末
保険会社					
生保	3.2	6.3	11.7	21.6	38.1
非生保	6.0	10.1	12.2	11.6	26.9
投資会社					
オープン・エンド	12.4	29.1	39.0	35.0	38.1
クローズド・エンド	4.2	5.6	4.1	5.5	5.1
非保険型年金基金					
民間企業年金	14.3	35.9	60.7	82.5	166.0
州・地方政府	0.3	1.4	9.6	24.4	53.0
非営利機関					
財団	8.0	16.4	17.0	20.8	32.4
教育基金	2.9	5.9	6.6	7.7	12.1
共同信託基金	1.4	3.2	4.1	5.2	9.5
相互貯蓄銀行	0.2	0.5	1.4	2.4	1.5
小計	52.9	114.4	166.4	216.7	382.7
外国の機関投資家	NA	NA	NA	25.1	57.5
合計	52.9	114.4	166.4	241.8	440.2
NYSE上場株価総額	307.0	537.5	636.4	685.1	1,242.8
機関投資家の保有比率	17.2%	21.3%	26.1%	35.3%	35.4%

(出所) *Ibid.*, p.55.

言い換えることもできる。そこで、年金基金によって信託機関を代表させ、流通市場における信託機関の位置を考察することにしよう。

流通市場における機関化の進展とともに、信託機関は機関投資家の中に占める位置を着実に上昇させている。1971と72年こそ信託機関の株式売買額は投資会社を下回ったものの、73年以降、常に信託機関は機関投資家の中で最大の株式売買を行っていた（表19参照）。機関投資家全体に占める信託機関の株式売買額の比率は、70年代初頭ではほぼ37～40%であったが、70年代後半からは50%以上を占めるようになり、80年には、60%近くに達している。NYSEを通じて執行された機関投資家別の取引高においても、商業銀行信託部門は、1971

表19 機関投資家の株式売買額（売りと買いの合計額）

（単位：100万ドル）

年	1971	1972	1973	1974	1975
非保険型民間年金基金	34,484	38,873	35,114	21,104	29,406
下段：買越額	8,884	7,571	5,534	2,412	5,714
オープン・エンド型投資会社	42,731	43,495	33,065	18,457	23,093
下段：買越額	381	▲ 1,609	▲ 1,943	▲ 287	▲ 1,195
生命保険会社	9,009	11,339	10,708	6,369	8,550
下段：買越額	3,455	2,485	2,276	1,491	1,290
損害保険会社	6,115	7,866	7,375	5,623	5,389
下段：買越額	2,227	2,390	1,663	▲ 823	▲ 1,003
上記金融機関合計	92,339	101,573	86,262	51,553	66,438
下段：買越額	14,497	10,837	7,530	2,793	4,806
NYSE株式取引額	147,098	159,700	146,451	99,178	133,684

年	1976	1977	1978	1979	1980
非保険型民間年金基金	33,418	35,772	43,120	59,086	115,737
下段：買越額	7,240	4,552	5,226	6,063	9,641
オープン・エンド型投資会社	23,912	20,914	27,287	29,012	41,615
下段：買越額	▲ 2,646	▲ 3,506	▲ 1,621	▲ 2,834	▲ 1,827
生命保険会社	10,082	10,176	11,949	17,296	23,804
下段：買越額	2,234	770	▲ 393	▲ 532	916
損害保険会社	6,282	4,650	7,154	9,432	13,651
下段：買越額	610	650	1,584	1,932	1,827
上記金融機関合計	73,694	71,422	89,510	114,849	194,807
下段：買越額	7,438	2,436	4,796	4,629	10,557
NYSE株式取引額	164,545	157,350	210,426	251,098	397,670

▲は売越額を示す。

（出所）SEC, *Statistical Bulletin ; Monthly Statistical Review*, various issues, より作成。

年38.5%、80年35.4%と機関投資家の中で最大の取引高シェアを占めていた（表20参照）。

また、表19の各機関投資家の下段の項目は、その年の売買の合計額から売付額を差し引いた買越額を示しているが、注目すべき点は、考察期間に設定した

表20 機関投資家別の株式売買高シェア

（％）

	NYSE		他の市場	
	1971年	1980年	1971年	1980年
商業銀行または信託会社	38.5	35.4	29.5	21.9
NYSE非会員ブローカー／ディーラー	4.4	3.7	4.9	9.7
投資会社（オープン、クローズド）	21.7	8.6	17.9	5.7
生命保険会社	3.3	3.2	2.2	1.8
非生命保険会社	2.5	2.4	1.7	3.1
年金基金等の福祉基金	6.4	13.4	9.7	11.9
その他*	23.2	33.2	34.1	45.9
全機関投資家	100.0	100.0	100.0	100.0

注：上記データは、1971年の上半期と1980年の第4四半期のものである。

*：この項目には、上記機関投資家のために行動する投資顧問会社を含む。

（出所）NYSE, *Fact Book 1985*, p.57.

70年代を通じて、信託機関が一貫して株式の買越を行なっていることである。それに対し、信託機関に次いで売買額の多い投資会社は、71年を除いてすべて売越となっている。他の機関投資家を見ても、この期間中に売り越した年が2年は存在する。この10年間における機関投資家全体の年平均買越額が、約70億ドルであったのに対し、信託機関は約63億ドルの平均買越額であった。

したがって、機関投資家による買越額の大部分は信託機関によって行なわれたことになる。換言すれば、信託機関による株式市場への資金供給が、市場の流動性を高める役割を担ったわけである。さらに、信託機関は年金基金の受託の他にそれと同程度の個人信託資産を管理・運用しており、その分の株式売買を考慮に入れるならば、信託機関の株式市場における地位は、ここで考察した以上に大きなものであると推定することができる。

ところで、信託機関の株式売買回転率は、株式売買額の大きさの割にはそれほど高いものではない（表21参照）。これは他の機関投資家と比較してみるとよく分かる。例えば、投資会社（投資信託）の株式売買回転率は非常に高い。これは投資会社が極めて活発に株式の売買を行なっていることを示しているが、それは短期間の株式売買の繰り返しにより売買差益を取得するという投資会社

表21 機関投資家の株式売買回転率

(%)

年	1971	1972	1973	1974	1975
モルガン：従業員福祉勘定 (a).....	16.5	11.5	9.0	8.3	15.5
シティバンク：従業員福祉勘定 (a).....	22.5	16.9	13.8	12.0	15.7
下記金融機関合計 (b).....	30.8	27.8	23.7	19.1	23.2
非保険型民間年金基金.....	22.1	19.7	17.3	14.1	18.3
オープン・エンド型投資会社.....	48.2	44.8	39.0	30.5	35.8
生命保険会社.....	31.0	29.5	25.9	18.7	22.3
損害保険会社.....	23.2	23.8	20.8	21.3	24.0

年	1976	1977	1978	1979	1980
モルガン：従業員福祉勘定.....	—	—	—	—	—
シティバンク：従業員福祉勘定.....	—	—	—	—	—
下記金融機関合計.....	21.1	20.7	24.8	29.8	42.8
非保険型民間年金基金.....	16.5	17.4	21.1	25.5	40.9
オープン・エンド型投資会社.....	32.4	32.2	34.8	44.5	59.3
生命保険会社.....	21.0	20.9	24.4	32.8	40.0
損害保険会社.....	24.8	17.3	25.2	26.5	32.5

注) 株式売買回転率 = 年間の売買合計額 / 平均株式保有額

(出所) (a) Roy A. Schotland, "Bank Trust Departments and Public Policy Today," U.S. Cong., *Financial Institutions and the Nation's Economy*, Book 1, 1976, p.218.

(b) 1971-78年: SEC, *Statistical Bulletin*, June 1979.

1979-80年: SEC, *Monthly Statistical Review*, May 1981.

の資産運用方針の反映でもある。それに対し、ここで問題としている信託機関の場合には、モルガン・ギャランティとシティバンクの従業員福祉勘定に示されるように、株式売買回転率は低い。これは非保険型年金基金の回転率についても言えることである。

ただし、全体的傾向として各金融機関の株式売買回転率は株式市況に影響されることが多く、第1次石油ショック以前の1971~72年と78年以降の株価上昇局面では、株式売買回転率は高まっている。80年には投資会社の回転率は60%近くに達し、年金基金も初めて40%を越える回転率となった。また、年金基金

の運用競争のため、信託機関は高い投資パフォーマンスをあげることを要求され、短期間の売買の繰り返しにより売買差益を取得して行くという投資行動をとるようになったことも、信託機関の回転率が上昇した一つの要因である。年金基金の資金は長期的性格を持った資金であるから、本来ならば長期的視点に立った資金運用が可能であり、そうすべきであろうと思われる。

最後に、モルガン・ギャランティ信託部門の株式売買を例として、信託機関の株式市場における位置を考察しておこう⁴⁰⁾。

表22は、NYSEをはじめとしたいくつかの証券取引所⁴¹⁾で取引された株式のうち、モルガンの取引高が大きかった株式銘柄数を示している。この表の「取引高に対する買越または売越の比率」とは、モルガンによって行なわれた年間の取引について各銘柄に関する買越高または売越高を求め、それを各株式銘柄の年間総取引高（株数）に対する比率として表したものである。モルガンが行なった同一銘柄の売買について、買付株数が売付株数よりも多くなれば買越となり、逆の場合には売越となるのである。例えば、ある銘柄の年間取引高を100株としよう。その時、モルガンの買付株数が40株、売付株数が30株であったとすれば、買越高は10株となる。これをパーセンテージで表せば、買付比率40%、売付比率30%、買越比率10%となる。

このことから分かるように、買越または売越比率は、実際にモルガンが行なった取引を過小に表現することになる。したがって、また株式市場に及ぼすモルガンの影響力を過小に評価することになるが、それにもかかわらず、買越または売越比率が、総取引高の5%以上にも達する株式銘柄が、1973年に41銘柄、74年に33銘柄、75年に54銘柄も存在していたということは驚くべきことである。

40) この叙述については、Roy A. Schotland, "Bank Trust Departments and Public Policy Today," in U.S. Congress, House, Committee on Banking, Currency and Housing, *Financial Institutions and the Nation's Economy*, 94th Cong., 2nd sess. (G.P.O., 1976), pp. 211-232, を参照した。

41) Schotland, op. cit., p. 211の注によると、株式取引高の統計数値は、NYSEの他に、Midwest, Pacific, PBW, Boston, Cincinnatiの各地方取引所の取引高と店頭取引 (over-the-counter) を加えたものである。

表22 モルガン・ギャランティの買越高または売越高が大きい株式銘柄数

取引高に対する 買越高または 売越高の比率	1973年			1974年			1975年		
	買越	売越	計	買越	売越	計	買越	売越	計
5%以上の銘柄数	25	16	41	19	14	33	33	21	54
10% "	10	8	18	12	6	18	19	7	26
15% "	6	5	11	6	—	6	15	2	17
20% "	3	2	5	2	—	2	9	—	9
25% "	1	1	2	1	—	1	6	—	6
30% "	1	1	2	—	—	—	4	—	4
35% "	—	—	—	—	—	—	1	—	1

(出所) Schotland, op. cit., p.213.

その中でも75年に買越比率が30%以上であった銘柄は、Textron(30%)、International Nickel of Canada(30.8%)、Potlatch(31.4%)、Kaiser Aluminum & Chemical(38.5%)の4銘柄である(表23参照)。

こうした株式銘柄については、総買付高の過半数はモルガン単独で行なわれたものと推測することができる。このようにモルガン単独で取引高の多数を占めるような市場では、市場支配が存在すると言っても過言ではない。さらに、モルガン以外の信託機関の存在を考慮に入れれば、信託機関が全体として株式市場において非常に大きな位置を占め、市場支配に近い状態を作り出していると考えられる。ロイ・ショットランドはこの問題について次のように述べている。

「機関投資家による市場支配は、市場が効率的になると期待されるなど、いくつかの肯定的側面を持っている。しかしそのような支配は、他の株主や株式を所有されている会社に対して、あるいはまた大機関投資家と接触するには小規模すぎる会社に対して、そしてさらには市場それ自体に対して与える影響の点で、否定的な側面を持っている。我々はこうした株式市場の主要な部分を支配する機関投資家のいかなる存在をも許すべきではない。そのような支配は、市場による価格形成の健全性や投資家のポートフォリオの安全性(とりわけ公衆の利害に密接な従業員福祉基金のポートフォリオの安全性)、会社の経営陣

の独立した判断,そして公衆の信頼を脅かすことになる。』⁴²⁾

70年代半ばにおける株式市場は,ショットランドが指摘したように,大手商業銀行の信託部門を中心とした機関投資家によって支配された寡占的市場であっ

表23 1975年中にモルガン・ギャランティの買越高が総取引高の5%を越えた株式銘柄

	モルガンの持株比率 (1975年 年末) %	買越高の比率 %
Kaiser Aluminum & Chemical	11.29	38.5
Potlatch	7.42	31.4
International Nickel of Canada	6.58	30.8
Textron	4.47	30.0
Champion International	10.82	28.9
Crown Zellerbach	8.20	28.6
West-Point Pepperell	13.46	24.8
Manufacturers Hanover	5.41	24.1
J.P.Stevens & Co.	9.53	23.2
Burlington Industries	11.11	18.5
Aluminum Co. of America	5.36	17.6
Perkin-Elmer	5.47	17.2
Texasgulf	4.07	16.7
Phelps Dodge	6.94	16.3
Sterling Drug	6.99	15.8
Armstrong Cork	8.40	14.7
Illinois Power	3.43	12.7
Marsh & McLennan	7.14	12.2
Goodyear Tire & Rubber	9.97	11.4
Union Carbide	3.56	9.4
Boise Cascade	4.26	8.6
Inland Steel	2.65	8.5
Marathon Oil	4.71	8.4
U.S. Steel	3.34	8.1
Gillette	8.12	7.9
Hercules	2.36	7.1
Sperry Rand	4.95	7.1
Union Oil of California	1.64	6.6
General Electric	1.65	6.3
Gulf Oil	1.07	6.2
E.I.du Pont de Nemours	1.35	5.6
Stauffer Chemical	3.37	5.3
R.J.Reynolds Industries	1.30	5.3

(出所) Schotland, op. cit., p.223.

42) Schotland, op. cit., p.219.

た。そしてこうした機関投資家相互間で行なわれる大口の株式取引が、市場での株価形成に重大な影響を与えたものと思われる。そのため、70年代にはこうした機関投資家に対する規制の是非をめぐって、議会等において活発な論戦が展開された。この機関投資家に対する規制問題については、他の機会に詳しく論じることとし、ここでは指摘しておくにとどめたい。

VI. むすび

これまでの考察において、明らかにしてきたことを簡単に要約しておこう。

第1に、アメリカの信託機関の特徴的な構造として、信託機関の大部分が商業銀行の兼営する信託部門によって構成されていること、商業銀行の信託兼営比率が高いこと、そして信託機関の保有する信託資産がニューヨーク所在の大手商業銀行の信託部門に集中していることを明らかにした。その際、従業員福祉基金の集中度は特に高かった。

第2に、信託機関の資産運用について、信託資産の大部分が証券投資の形態で運用されていたが、その中でも最大の資産運用部面は株式投資であった。

第3に、こうした株式投資によって銀行信託部門は、多数の企業において最大の株主の地位を占めていたことである。これは銀行と企業との間の諸関係の形成において、重要な役割を果たしているものと考えられる。

第4に、信託機関は、株式市場における最大の機関投資家として、市場の流動性や株価の形成を左右する大きな影響力を持ち、株式市場の寡占的構造を作り出していたことである。

第5に、商業銀行の信託部門は、自行の銀行部門において巨額の預金を保有しており、こうした預金の確保は、商業銀行にとって信託業務を兼営する大きなメリットとなっていたことである。

そこで以下では、これまでの考察に基づき、信託機関の経済的機能をどのように位置づけるかという点と、商業銀行による信託部門の兼営が商業銀行にとってどのような意義を持っているかという、二つの点を論じてむすびとしたい。

まず第1の信託機関の経済的機能についてであるが、これまでの考察で明らか

かにしたように、信託機関の基本的機能は、信託業務と代理業務を通じる個人および法人の財産の管理・運用を行なうことであった。信託機関はこうした財産を大部分、証券投資の形態で運用するのである。しかし、信託機関の受け入れる財産には当初から、現金・預金の他に有価証券、不動産等の各種資産が含まれているのであるから、信託機関総体を、一方の手で資金を借入れ他方の手でそれを貸付ける（あるいは擬制資本証券に投資する）という純粋な金融仲介機関として規定することは不正確であろう。

しかしながら、年金基金の管理・運用については、信託機関は年金基金への拠出金という形態で資金を受け入れ、その資金で証券投資を行なうのであるから、この点では信託機関を金融仲介機関として規定することができる。とはいえ信託機関の場合、一般の金融仲介機関のように負債性証券（預金を含む）を発行して資金を調達するわけではないし、その保有資産も自己の利益のためでなく、受益者の利益のために所有するという信託法上の規定を受けている点で、他の金融仲介機関と異なった特質を有している。そのためゴールドスミスは、信託機関を一応、金融仲介機関の一つとして分類しているものの、厳密な意味では金融仲介機関を構成するものではなく、特殊な独立した機関であると述べている⁴³⁾。

このように信託機関は、厳密な意味での金融仲介機関と言えないにしても、年金基金に基づく大量の長期性資金を資本市場に供給する重要な役割を果たしており、経済的機能から見れば實際上、金融仲介機能を遂行していると言って差し支えないであろう。

次に、もう一つの論点である商業銀行にとって信託業務を兼営することの意義について論じよう。この点については、まず信託部門を銀行の収益源として位置づける見方ができるが、実際には信託部門の収益は、銀行の収益にそれ程寄与しているわけではない。そこで、むしろ信託部門の収益以外の側面からこ

43) Raymond W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, 1969, pp. 15, 20-21, 参照。

の問題を考察する必要がある。

その一つは、前述したように信託部門の兼営によって、信託部門で形成された現金残高を自行の銀行部門が預金として吸収しうることである。つまり、信託部門を追加的な預金源泉として位置づける視角であるが、この点については、以前に拙稿⁴⁴⁾で指摘しておいたので参照していただくことにし、ここではこれ以上ふれない。

もう一つは、信託部門による株式保有や社債の購入、年金基金の管理・運用業務を通じて、信託部門を銀行と融資先企業との間の互恵的協調関係を維持強化するための結節点として位置づける視角である。すなわち、融資関係、重役兼任関係、株式・社債の保有関係、企業年金の管理・運用という銀行部門と信託部門の諸業務をテコとした重層的な関係を通じて、総体としての銀行と企業との間の互恵的協調関係が、支持補強されているという考え方である。そして、それは大手商業銀行を中核とする金融的企業集団 (=金融資本) の形成という脈絡において、位置づける必要があると思われる⁴⁵⁾。しかし、本稿ではこうした論点に即した信託部門の分析は不十分であり、この点については今後の検討課題としたい。

〔完〕

〔付記〕本稿は、信託協会信託研究奨励金による研究成果である。

44) 拙稿「アメリカの商業銀行における証券・信託業務の展開」『経済学研究』(九州大学経済学会) 第50巻第3, 4合併号, 1985年2月, 142-144頁を参照されたい。

45) 現代アメリカの金融資本については、松井和夫氏が『現代アメリカ金融資本研究序説』で、豊富な資料と文献研究に基づいて詳細な実体分析を行なわれている。参照されたい。