

## 連邦準備制度成立の社会経済的背景(下)(完)

—— James Livingston, *Origins of The Federal Reserve System*, Cornell University Press, 1986, を中心とした一覚書 ——

楠 井 敏 朗

### 目 次

- I はじめに
- II 19世紀-20世紀交のアメリカ資本主義の構造変化と貨幣=信用制度改革の要求
  - A. 問題と研究史の回顧
  - B. リビングストンのいう「競争的-企業者資本主義」から「法人資本主義」への移行——方法概念の整理——
  - C. 「移行」を必要とした諸条件の確認——19世紀末アメリカ資本主義の「行き詰り」——
  - D. 「法人資本主義」の出現：1890-1905年——その歴史的意味——
- III 19世紀末における貨幣=信用制度改革を支えた「理論」と「方法」
  - A. 景気循環防止あるいは緩和措置と結びついた貨幣=信用政策の要求
  - B. 19世紀末貨幣=信用制度改革を支えた「意識」の変化（以上、本誌 XII/3）
- IV 金本位法制定（1900年）の歴史的意義
  - A. 金本位法制定までの社会経済的背景——インディアナポリス貨幣会議の開催と米西戦争の勃発——
  - B. 金本位法制定直後に生じた新たな改革論議
  - C. 金本位法の限界を超える新しい構想の提出（以上、本誌 XII/4）
- V 1907年恐慌とその貨幣=信用制度改革に及ぼした影響
  - A. 「オールドリッチ・ヴリーランド法」の制定（1908年）と中央銀行設立を正当化する思想の

### 勃興

- B. 中央銀行設立構想の具体化
- VI 連邦準備制度成立の歴史的意義——むすびにかえて——（以上、本誌 XIII/1）

### V. 1907年恐慌とその貨幣=信用制度改革に及ぼした影響

前節までにわれわれは、ジェイムズ・リビングストンの研究を紹介しながら、1893年恐慌後提起された19世紀末のアメリカの貨幣=信用制度改革運動の意味を探り、次の点を明らかにした。第1は、その基本的狙いが「アセット通貨」の発行によって「緊急通貨」の供給を果し、パニック回避のための方策を模索しようとした運動であったこと。第2は、それとのかかわりで信用貨幣発行の基礎ともいえるべき本位貨幣の価値の安定が強烈に意識されたこと。そして、第3は、1900年3月14日に制定された金本位法がこれら2つの目的を達成するために立案された法律であったこと。以上である。

本節の課題は、これらの議論を受けて、1907年恐慌後に新しい形で盛り上がった改革運動の歴史的意義を問うことにある。

### A. 「オールドリッチ・ヴリーランド法」の制定（1908年）と中央銀行設立を正当化する思想の勃興

金本位法の趣旨を政策面で実現しようと努力した Th.・ローズヴェルト政権下のレスリー・ショウ財務長官の改革は、前節で検討しておいたように、恐慌を防止または緩和させようと考えられた所期の目的を達

成し得ないまま、恐慌に先立つ時期に財政資金の安直な国法銀行預託を通して投機熱を煽り出す効果しかもち得ず、1907年恐慌のなかでその限界を曝け出し、潰れ去ってしまった。そのため1907年恐慌は、当時アメリカの財政金融制度の中心に位置した財務省によっては克服されえないものとなり、ニューヨークの有力な国際投資銀行家 J・P・モルガンの対応策で軽うじて乗り切られることになったのであった<sup>1)</sup>。

合衆国における1907年恐慌の歴史的意味、そして、その貨幣=信用制度改革に及ぼした影響については、これまでも多くが語られて来た<sup>2)</sup>。が、リビングストンの研究で注目すべき最大のメリットは、この恐慌について独自の解釈を加えたこと、その恐慌後に急速に勃興したアメリカにおける中央銀行設立を正当化する思想の意味と、その背景に関して詳細な研究を行なったことである。

そこで、われわれは、1907年恐慌後のアメリカの貨幣=信用制度改革を論ずるにあいに決して看過することの出来ない「オールドリッチ・ヴリーランド法」について簡単に触れた上で、以下、リビングストンの研究の概要を紹介してゆくことにしよう。

恐慌後に制定された「オールドリッチ・ヴリーランド法」(1908年)は、第1に、恐慌期の緊急通貨の発行を制度化したこと、第2に、全国通貨委員会(National Monetary Commission, 以下 NMC と略記)を設置し、合衆国の本格的貨幣=信用制度改革に必要な資料収集のため膨大な調査を実現したことで、極めて大きな足跡を残した<sup>3)</sup>。

リビングストンは、通説にみられるこのような評価を継承した上で、同法がきわめて妥協的性格をもっていったこと、すなわち、まず、上院で発議・可決された「オールドリッチ法案」と、これを受けて下院で妥協的に発議・可決された「ヴリーランド法案」の調整案(両院協議会修正案)であった事実<sup>4)</sup>に注目し、同法がかかる性格をもたざるを得なかった最大の原因について、緊急通貨発行の際の保証準備(担保物件)にどの証券を選定するかの調整が上下両院で完了していなかったことに求めた。その背景に前節で検討しておいた改革派の利害の分裂——巨大法人企業の利益に沿って「改革」を進めようとしていた人々の「アセット通貨」(当時最も重要な役割を演じていたかの単名手形を担保として発行される銀行券)に対する不信の台頭——があったことは、改めて述べるまでもない。

リビングストンは、ここで、「オールドリッチ法案」を原案のまま支持したのは、ニューヨーク証券市場と緊密に結びついていたニューヨークの諸銀行と近代的産業企業であったのに対して、反対したのは全国の商業銀行——譲渡可能な証券(株式・債券)担保貸付の慣行をもっておらず、「商業手形こそが銀行信用拡張の唯一の健全な基礎」だと信じていた銀行——であったことを浮彫りしている<sup>5)</sup>。

われわれは、ここで、巨大法人企業の成立・確立に伴って大きく変化した新しい資金循環に自らの営業基盤をおき始めた金融機関と、旧来の資金循環に自らの利益を求め続けようとした金融機関との決定的な対立が、上院で発議された「オールドリッチ法案」の成否をめぐる利害対立に反映されていることに注目しておくべきであろう。上院発議の「オールドリッチ法案」が下院で修正——「アセット通貨」の発行を認めるという形での修正——を受け、両院協議会で妥協的な形で「オールドリッチ・ヴリーランド法」の成立を導き出した理由は、リビングストンによれば、「アセット通貨」の存在意義をめぐるかかる認識の相違に起因するものであったのである<sup>6)</sup>。

ところで、われわれは、ここで、1907年恐慌との関係でリビングストンが問い、かつ明らかにした大切な研究、すなわち、「中央銀行」を容認する思想が、アメリカで、何時頃から、一般化したかに関する研究の成果を考察しておかねばならない。この問題は他でもない。「ジャクソニアン・デモクラシー」によって根底から否定されたアメリカの「中央銀行」容認の思想が、どうして、この時期、アメリカで正当性をもち得ることになったのか、という問題の吟味に他ならないからである。

これまで考察して来たように、リビングストンは、それを、1890年代から20世紀初めにかけて成立・確立して来た巨大法人企業を中心にして編成替えされた、新しい型の資本主義——法人資本主義の成立に求めたのである。

だが、研究史をいささかでも繙いたことのある人ならば容易に疑問をもつであろうことなのだが、建国以来の伝統的社会観・経済観に基づいて、巨大法人企業の成立と確立が正面から批判の対象となっていたこの「革新主義の時代」に、どうしてこの伝統的価値観に対峙する「中央銀行」容認の思想が正当化されるに至ったのかという疑問である。この問題を考えるだけで



ニューヨーク所在のコルレス銀行に対する地方銀行からの預託金（他行預金）であったか、あるいは、直接に運用目当てに供給された地方銀行の余剰資金——ウッドロックの推計によれば、それは1902～1907年に4倍にも増大し、4億ドルにもなっていた——であったことによる。

合衆国の貨幣市場と資本市場（証券市場）を架橋する結節点たる、ニューヨーク・コール市場で取引される資金が、地方銀行のこのような巨額な余剰資金から成り立っていること——これが、当時、合衆国の貨幣=信用制度を不安定にしている最大の原因であったと理解したウッドロックは、この不安定性を解決する抜本的対策を貸付資金提供者の協調的行動（concerted action）のなかに見出したのである。——

ウッドロックは、このような論拠から、コール市場に集中する地方銀行の余剰資金の集中管理、したがって、一般的にいて、貨幣市場に存在する全国の余剰資金に対する集中的管理体制の確立、を要求したのであった<sup>11)</sup>。

第4は、南北戦争=再建後のアメリカの通貨発行制度の非合理性を批判したA・B・ヘボンの議論である。

*A History of Currency in the United States*, New York 1903, の著者として著名なヘボンは、ここで、この時期の「改革」提案において常に槍玉に挙げられていた国法銀行券発行の非弾力性を批判する代表的論者として登場した。そして、正当な商取引から要求される貨幣需要（demand of legitimate trade）にも、景気循環を調整・緩和する緊急貸付の必要性（necessity to make emergency countercyclical loans）にも、ともに対応しうる通貨として、「中央銀行」の「信用通貨」（“credit currency” issued by a central bank）の発行を期待したのであった<sup>12)</sup>。

第5は、先のヴァンダリップとは異なった視角からヨーロッパの銀行制度とアメリカの銀行制度を比較し、国際的観点から現行の改革運動の問題点を抉り出そうとしたウォーバークの見解である。

かれは、ヨーロッパの銀行制度が中央銀行業務（central banking）を発展させ、近代的為替手形（modern bills of exchange）を銀行資産として用いているのに対して、合衆国の銀行制度は分権化された銀行業務（decentralized banking）を発展させているばかりか、約束手形か証券取引所根抵当（stock exchange collateral）を銀行資産として用いている事実

を指摘して、この相違こそが、アメリカ銀行制度の根本問題——売却不能資産への現金の固定と銀行信用に対する緊急的または季節的需要に対する対応能力の欠如を導き出している原因だと論じた。——

ウォーバークは、このような論拠から、全ての銀行に対してその一般的資産に基づいて銀行券、とくに緊急通貨を発行させようとしているこれまでの「改革」計画を批判し、「中央銀行」の設立と、これを基礎にした近代的コマーシャル・ペーパー市場の育成を提唱したのであった<sup>13)</sup>。

われわれは、ここに、金融手形を振り出してまでして、限界の投機資金の供給をロンドンのマーチャント・バンカーに依存し、株式市場投機を増幅し、その崩壊から1907年恐慌を現出した合衆国の現実を直視し、1907年恐慌、とくに深刻なパニック（「流動性危機」）の発生原因を的確に探り当てた上記の諸論者が、1893年恐慌直後の提案とはまったく違った形で、アメリカ資本主義の現実の変化により適合した「改革」提案を提唱している事実、そして、これらの提案が、「中央銀行制度」の設立を展望するものであった事実に注目しておかねばならないであろう。このことを、リビンググストンは次のように要約しているのである。

「かくて、中央銀行（設立計画=楠井）は、間に合わせの構想などではなくなった。それは、巨大法人企業が支配的になった産業社会の金融的要求を包括的に解決するための手段となった」<sup>14)</sup>と。

## B. 中央銀行設立構想の具体化

### (1) 全国貨幣委員会（NMC）の設置と改革案 =「全国準備協会計画」への世論の結集

NMC 設置（1908年6月）から民主党ウッドロー・ウィルソンの大統領当選（1912年11月）までの4年間、アメリカの経済界を支配した最大の問題は、恐慌に堪えうる、あるいは恐慌を回避しうる貨幣=信用制度を中央銀行制度の創出とかかわらせてどのような形で構築してゆくかという問題であった。これを精力的に推進したのは、他でもない上院議員ネルソン・W・オールドリッチ指導下に活動したNMCであった。この委員会とその活動成果がどのような歴史的意味をもっていたか。——ここでは、まず、この問題を確認してゆくことにしたい。

NMC は、リビンググストンによれば、「同数の両院議員から構成された委員会であったが、社会の幅広い

階層から公的証言や懇願を聞こうとする政治団体であることを決して意図していなかった」<sup>15)</sup>。實際上、その運営に際し、「可能なかぎり静かに」、しかも、「公的告示もなく」事が運ばれるよう意図されており、必要に応じて専門家、例えば、ニューヨークの投資銀行家 J・P・モルガンやジェイコブ・シフなどにも指導を求めたのであった<sup>16)</sup>。

その活動は広汎かつ精力的であった。そして、ひたすらアメリカの貨幣=信用制度の改革の方向を模索した。

第1は、ロンドン、パリ、ベルリン所在の大銀行——中央銀行を含む——の経営者または取締役から、ヨーロッパの金融慣行、金融業務、金融制度の実情を聴問する約4カ月間の調査旅行を企画し、実行したことであった<sup>17)</sup>。

第2は、帰国後この調査に基づき、さらに国内の専門家の執筆参加協力を得て、龐大な調査報告書 (Commission's Research Volumes) を議会報告として出版したことである<sup>18)</sup>。

第3は、改革案 (「全国準備協会計画」) を練り上げてその立法化に向けて専一努力を傾けたことであった<sup>19)</sup>。

ところで、この問題を明らかにする際、リビングストンは、他の事はさておき、ジャクソン期以来はじめて目の目をみるに至った「中央銀行」構想、すなわち、「全国準備協会計画」の成立過程に意識を集中したのである。

それは、2つの理由からであった。第1に、この構想が全国のかぎられた階層によって支持されたものであったのではなく、幅広い階層の支持を得た構想であったという事実、したがって、第2に、この構想の立案過程を明らかにすることで、その時期のアメリカ社会の思想転換、別言すれば、19世紀のアメリカ資本主義 (リビングストンの言う「企業者資本主義」) と20世紀のアメリカ資本主義 (かれの言う「法人資本主義」) の政治的・経済的・社会的基盤の根本的相違を確認できると判断されたからである。

民主党による両院支配の実現とウィルソンの大統領当選によって状況が大きく変化し、結局は「幻の構想」に終わってしまったが、「全国準備協会計画」は、アメリカの「中央銀行制度」を現実化する上に極めて大切な足場を築いたと、リビングストンは評価している。それは連邦準備法制定のための道を切り開く思想

改革 (意識変革) の役割を担うものであった。

19世紀末の貨幣=信用制度改革運動と異なって、金本位法制定後に盛り上がった新たな改革運動は、すでに明らかにされたように、恐慌期の緊急通貨を「アセット通貨」の供給で充足させようとした改革運動の延長線上に構築されたものでない。むしろ、これに対する厳しい批判の下で発生したものであった。「全国準備協会計画」は、諸外国の金融制度の調査 (NMC の調査) を基礎にして、このような批判を真正面から受け入れて、独自のアメリカ型「中央銀行構想」にまで纏め上げた構想であった。この場合、その立案に理論的に大きく貢献した人たちこそ、NMC を支えたオールドリッチ・インナー・サークル (Aldrich inner circle) に属する人々であったのである。すなわち、ヘンリー・P・デイヴィソン (Henry P. Davison)、A・ピアット・アンドゥルー (A. Piatt Andrew)、ジョージ・レイノルズ (George Reynolds)、アレグザンダー・D・ノイズ (Alexander D. Noyes)、ハロルド・A・コナント、ポール・ウォーバーク、フランク・ヴァンダリップであり、さらにウォーバークと親交のあったアメリカ経済学会の主要メンバーであった<sup>20)</sup>。

リビングストンはこれらの人々の活動を明らかにしながら、最終的に連邦準備制度の成立に帰結する1907年恐慌後の貨幣=信用制度の改革運動が、どのような階層によって積極的に担われたものであったかを明らかにしようとしたのである。

この場合、立案に際して早急に解決しておかねばならなかった「問題点」と、合意にまで到達しておかねばならなかった「調整点」がいくつかあった。

まず、解決すべき問題点は、「中央銀行制度」の機能と組織にかかわる事柄であった。それは、組織をヨーロッパの中央銀行のように集権的なものにするか、アメリカの伝統に沿って「地域」に密着した分権的組織にするかという問題であった。

合衆国では、建国以来、銀行は「地域」の利益に密着して成立し、発達して来た。アメリカ初期の銀行は、何よりも州法に基づいて設立された銀行 (州法銀行) であった。それは「民衆」の日常の資金需要を充たして来たばかりではない。「戦前期」には、「中西部」<sup>アンティベラム</sup> 諸州政府の発議した公共事業 (運河開鑿や鉄道建設) および「南部」のプランテーション開発事業にも大々的に資金を提供して来た<sup>21)</sup>。

南北戦争=再建期に国法銀行（発券業務を有する商業銀行）の設立が認可された後も、銀行を「地域」の利益に結びつけようとする政策理念には大きな変更をもたらさなかった。設立の主目的は、1つには財政事情（南北戦争の戦費調達の問題化）、いま1つには全国的に統一のとれた安全性の高い銀行券の供給におかれたことは事実であったが、新設の国法銀行は、支店の設置を禁じられており、依然として「地域」に密着した銀行であることを方向づけられて来た。また、州法銀行は、1865年の法律で発券業務を制限されたが、これで消滅することなく、国法銀行の提供できない「地域」民衆の資金需要、例えば小生産者の資金需要や不動産担保貸付などに応じる独自の商業銀行として存続した<sup>22)</sup>。

20世紀初めのこの時期大きくクローズ・アップされたのは、このようなアメリカ商業銀行制度のもとで自然発生的に発達を遂げて来た分散化された準備金とその運用にかかわる問題であった。

それは国民的に蓄積された余裕資金が、19世紀のアメリカにみられた独自の資金循環（コルレス制度の発達を通じて、準備市あるいは中央準備市、とくにニューヨークに集中し、これを通じて、一般的にはコンスタントに資金需要の高い工業地域へ流出するが、農村地域で資金需要の大きくなる収穫期には、季節的に資金供給地に還流するというあの資金循環）から逸脱し、もっぱら、巨大法人企業の巨額な資金調達によって活況を呈するニューヨーク証券市場に集中し、貨幣市場と資本市場（証券市場）に不調和な関係をもたらす元凶に変化していたからである。

この時期、「改革者」の求めていたのは、このような貨幣市場と資本市場（証券市場）との不調和な関係の是正であった。地方の取引銀行から単名手形の振出しによって固定資金を調達する方法をやめ、主としてニューヨーク証券市場を通じて巨額な資金の調達をはかるようになっていた巨大法人企業の資金需要に照応するように、新しい金融的条件を整備することであった。巨額な資金がニューヨーク証券市場に向かって投機資金として流出するようになり、そのため、商工農業の円滑な活動のためにストックされるべき資金に枯渇状態が生じるようになっていた事態に対する解決策の提案であった。今日の用語法を用いていえば、「マネー・サプライ」のよりきめ細かな国民的統御機構の整備構想の提出だといったらよからう。しかし、この

ような改革構想に対しては、銀行は「地域」に密着すべきだという伝統的な銀行観からの批判が当然招来されたことはいうまでもない。シカゴのファースト・ナショナル銀行の頭取、ジェイムズ・B・フォーガンは、長い間、このような「地域」密着型銀行という理解に立って「中央銀行制度」の設立に反対する立場を堅持していた<sup>23)</sup>。

フォーガンは、「中央銀行制度」の設立によって、中央準備市の諸銀行が有して来た「地域」所在の諸銀行からの準備金（余裕資金）の預託と運用という既得権が喪われてしまうのではないかと懼れていた。したがって、「中西部」を中心に根強かったかかる理解からの「中央銀行制度」設立反対論に対しては、構想される新しい「中央銀行制度」の組織と機能を明確化し、中央銀行と中央準備市所在の有力国法銀行との業務上の関係を明示し、起こりうる誤解を払拭しておかねばならなかったのである。

つぎに合意に達しておくべき「調整点」という問題は、上の問題とも密接にかかわることであるが、地方銀行から中央準備市、とくにニューヨークに集中されてくる全国の余裕資金（支払準備金を含む）の合理的管理あるいは調整のためには、「中央銀行」がどうしても必要だということを、専門家だけでなく民衆にも納得させることであった。この問題こそ設立さるべき「中央銀行」の、産業革命期の第2合衆国銀行、とくにニコラス・ビドル第3代総裁期のそれとの根本的な相違を、説得可能な形で提示するといういわば重要な問題であったのである。

われわれは、リビングストンのこのような問題の立て方のなかに、必要な限界的投資資金（国民経済成長のための限界的資金）を大きく海外、とくにイギリスに依存しなければならなかった19世紀のアメリカ資本主義と、20世紀初頭のアメリカ資本主義の、「貯蓄」構造の根本的相違を知ると同時に、「投資」（資本蓄積）のための資金調達が根本的に変化してしまった事実を認めないわけにはゆかない。

「改革者」によって深刻に意識されるようになった事柄は、19世紀、とくに1880年代頃まではそれほど目立った現象でなかったニューヨーク貨幣市場に蓄積される地方銀行の余裕資金が、20世紀初頭にはアメリカ資本主義の屋台骨を揺り動かすほど強力なパワーをもつに至ったという恐るべき事実であった。

「改革者」はそれを「投資」（資本蓄積）のための資

金調達方式の根本的相違にあると理解した。成立し確立しつつある巨大企業は、もはや「投資」のための資金調達を、19世紀のように単名手形の振出しによって地方の取引銀行に専ら依存するという方法をとらなくなっていた。そして、その巨額な資金を株式または社債の発行によってニューヨーク証券市場で調達するようになっていたのである。

このような「投資」(資本蓄積)のための資金調達方式の転換は、同時にニューヨーク証券市場を急成長させる原動力になっていた。そして、これが、アメリカの「貯蓄」構造のレベル・アップとも照応して、これまでコールレス制度を通じて専らニューヨークに集中していた巨額な余裕資金(支払準備金を含む)を、季節毎にコンスタントに地方に還流させることなく、コール市場を媒介にしてニューヨーク証券市場に吸引してしまう条件を作り出し、ニューヨーク・コール市場に限りなき金利変動と、ニューヨーク証券市場に激烈な証券価格変動をもたらす最大の要因を作り出したのであった<sup>24)</sup>。

そればかりではない。本来、輸出入の円滑化や、国内の限界的投資資金の調達のために依存していたロンドン貨幣市場に対する関係をも変化させるものになっていた、すなわち、金融手形を振出してまで限界的投機資金をひき出し、証券市場の投機熱を過熱させる元凶にまでなっていたのである。

かくて「改革者」にとっては、いまや証券担保貸付の中心市場になり果てたニューヨーク貨幣市場の是正と、証券投機にとって恰好な市場と化してしまったニューヨーク証券市場の、巨大産業企業の安定した資金調達市場としての方向づけが、何を措いても必要だと意識されたのである。

資金循環の歪みを是正し、成立・確立しつつある巨大法人企業のために安定した資金調達市場を形成し、確立すること、この問題こそ、この時期 NMC に結集した理論家、実務家の最大の関心事であったとリビンググストンは見る。

さて、上記の2つの事項、すなわち、「問題点」と「調整点」は、具体的にはどのような形で解決されていたのだろうか。——以下この点を検討してゆくことにしよう<sup>25)</sup>。

## (2) 「中央銀行」の機能および組織にかかわる 意見調整

「中央銀行」の機能および組織にかかわる意見の調整過程で第1に纏まったのは、複数の「地域的準備センター」(regional reserve center)の構想である。これは「地域」に密着した銀行というアメリカ伝統の銀行観や、これに基づいて自然発生的に構築されて来た、さながら合衆国の国家形態(「連邦」)を想起させるような、分権的で重疊的な銀行制度——地方銀行-準備市銀行-中央準備市銀行——の存続を前提にした構想である。この構想は、1909年に殆ど同時にこれまで「改革運動」を指導して来た2人の人物、ヴィクター・モラヴェッツ(Victor Morawetz)とモーリス・L・ミュールマン(Maurice L. Muhleman)によって構想されたものであった<sup>26)</sup>。

リビンググストンは、かれらの提案の重要性に注目し、その後合衆国でなされた「中央銀行支持提案は、誰の発議によるものであれ、殆どつねに地域的準備センター概念を用いるもの」となったと述べている。

NMCの纏めた「全国準備協会計画」も、民主党ウィルソン政権下で制定された「連邦準備制度」構想も「地域的準備センター」構想を基礎にしたものであったことに思い到るべきである。

第2に纏ったのは、設立さるべき「中央銀行」の諸機能の明確化である。

無署名の論文であったが、明らかにチャールズ・A・コナントの執筆だとわかる、*Wall Street Journal* 連載の「回顧と展望 発券中央銀行」(“Review and Outlook: A Central Bank of Issue”)というタイトルをもつ14部構成の論文が、1909年9月~11月に公表された<sup>27)</sup>。そこで明らかにされた「中央銀行」の位置づけ、あるいは、諸機能、その改革のための具体的提案は、次のごときものであった。

第1は、設立さるべき「中央銀行」と国法銀行、とくに中央準備市国法銀行との関係が明示されたことである。そして、「中央銀行」が設立されても、後者と地方銀行との関係(コールレス関係)には何ら基本的変更のないこと、つまり、「中央銀行」は中央準備市銀行の競争者にはならないこと、「中央銀行」はただ中央準備市国法銀行のうち比較的大規模な銀行との取引に限られていること、つまりこれらの「最後の拠り処」(last resort)であることが明示された<sup>28)</sup>。

第2は、「中央銀行」の4つの主たる機能が提示されたことである。

1つは、通貨の供給に弾力性を与えること、2つは、

割引率の操作によって貨幣用金の国際的流出入を調整し、それを通して銀行の準備金を保護すること。3つは、貨幣用貴金属の準備に対する集中管理をなすこと。4つは、個々の諸銀行、そして、必要な時には、貨幣市場それ自体を支援することで恐慌を管理すること。

要するに、ここで「中央銀行」の不可欠な機能として挙げられた諸機能は、「資金の干満（移動）」を「供給の限界点」で調整する機能であった<sup>29)</sup>。

しかし、これだけの提案であれば特別に顧慮すべきものはほとんどない。これがつぎの第3、第4、第5の提案と結びつき、これによって裏づけられているところに、「改革者」コナントの先見性が垣間みられるといえよう。

第3は、これらの目的を達成するための具体的措置として、財務省（＝独立国庫制度）の改革提案がなされたことである。改革のポイントは、財務省の政府紙幣発行・銷却業務からの完全なる絶縁であり、かかる業務の、設立さるべき「中央銀行」への委譲である<sup>30)</sup>。

1つは、緑背紙幣およびその他の政府紙幣（金証券および銀証券等）の兌換準備として保有されている、総額346百万ドルの国庫保有金準備の「中央銀行」への移管であり、いま1つは、346百万ドルの緑背紙幣、および196百万ドルのその他政府紙幣兌換義務からの、連邦政府の免責である。

第4に、今日公開市場操作と呼ばれている貨幣市場調整政策の提言である。

コナントは、「中央銀行」の運営者（managers）に対して、公開市場で同銀行保有の政府債を売却するオプションを与えるよう提言し、さもなければ不生産的投資に流出し、投機を発生させる可能性をもつに至った過剰資金を吸収する方策を提案した<sup>31)</sup>のであった。この提案が、「緊急通貨」の供給のみを重視した19世紀末の「改革」要求とは次元を異にした要求であったことは、改めて論を俟つまでもない。

第5は、これら遊休（過剰）資金のいま一つの捌け口として外国市場が展望されていることである<sup>32)</sup>。

ここでは、通貨の弾力的供給の保証、短期利利率の安定、割引率のコントロールという「中央銀行」の諸施策を通じて、国法銀行保有の準備金の保護が考えられているばかりか、広範囲な外国支店制度の設置支援が展望されており、諸他の工業国ないし貿易国と、アメリカ巨大法人企業が世界市場において効果的に競争

しうる金融的条件の整備が提案された。

この項を結ぶに当たって、最後に、われわれは、この時期に纏った「中央銀行」の具体的な組織および業務内容について論及しておかねばならない。

設立さるべき「中央銀行」に対する最大の不安は、それが、アメリカ産業革命期の第2合衆国銀行のように、特定の利害集団のために利用されはしないかという問題であった。とくに懼れられたのは、1907年恐慌においてパニック鎮静化に大きな役割を果たしたJ・P・モルガンの影響力であった。J・P・モルガンのなかに、アンドルー・ジャクソンによって徹底的に攻撃されたニコラス・ビドルのイメージが二重写しにされていたといったらよからう。

ジャクソン期以来、伝統的に、「民衆」の抱いていた金融寡頭支配に対する不安を取り除く上に大きく貢献したのは、ポール・ウォーバークの「連合準備銀行」（United Reserve Bank）構想であったとリビングストンは述べている。

ここで、リビングストンの叙述を、P・M・ウォーバーク自身の叙述で補足しながら、その構想の概要を紹介しておくことは、以下の議論を理解する上に役立つであろう。

第1は組織。ワシントンD.C.に設置される本店と20の支店から構成されるべきとされた。この支店は、先に検討しておいた「地域的準備センター」構想を継承したもので、全国を20の地区（zone）に分割し、その各々に1つ宛設置さるべきとされた。資本金は1億ドル。全額払込み。株式は、当初、直ぐ後にみる地方銀行協会（local banking association）加盟銀行に分割所有さるべきものとされたが、将来のある時期に公衆に対しても売却さるべき含みが残されていた。配当は4%を限度とし、それ以上の利益が発生したときには合衆国政府に納入さるべきとされた。

第2は地方銀行協会の設置。これは「連合準備銀行」支店と同様、20の地区の各々に1つ宛設置され、手形交換所類似の機能をもつ金融機関として構想されたものであるが、「連合準備銀行」とのかかわりでは、次の2つの重要な役割をもつものとされた。

1つは、これに加盟した銀行（以下加盟銀行と呼ぶ）——商業銀行および信託会社——との関係であり、①加盟銀行保有の手形またはコマーシャル・ペーパーを1/4%ないし1/2%の割引率で割引するか、②これら証券の引受または裏書をなし、これを「連合準備

銀行」の再割適格証券とすること。いま1つは当該地区所在の「連合準備銀行」支店との関係で、当該支店理事会の構成メンバーを選出することである<sup>33)</sup>。

第3は理事会の構成。これは、政治色、党派性、セクション偏向のない組織であるよう意図され、全国の多様な地域と利害関係を代表するよう組織された。①構成メンバーの3/5は全国20の地方銀行協会によって任命(金融関係者)され、②残り1/5は商工業界より選出、③最後の1/5は、財務長官、通貨監督官、合衆国財務官という職権上の理事の他、かれらによって任命された者とされた<sup>34)</sup>。

第4は本店の主要業務。①合衆国政府および地方銀行協会加盟銀行のみからの預金収受。これに対しては利息は支払われないが、加盟銀行はこれを準備金の一部に充用することが出来た。②短期コマーシャル・ペーパー(④再割引日に先立つ30日前に発行され、満期到来までに28日以内のもの、③28日以上90日未満のもの)の公定割引歩合による随時買上げ。③知名度の高い外国銀行(英、独、仏等の銀行)の引受手形(最長90日以内に満期到来する手形で、1人の商工業者の署名を有し、知名度の高い外国銀行の引受、地方銀行協会加盟銀行またはこれに相当する資産を有する有力プライベート・バンク(banker)の裏書を有するもの)の公定割引歩合による随時買上げ。④国内銀行(商業銀行、信託会社、プライベート・バンク)の引受・裏書を有する短期手形(商工業者の振出した90日未満の手形)の公定割引歩合による随時買上げ。⑤地金の売買および貸付契約(貸付に対しては利息を支払う)。⑥合衆国長短期債の売買。⑦金兌換可能な銀行券(circulating notes)の発行。その発行準備として発行総額の少なくとも33 1/3%の金準備と、上記②、③、④項目でなされた買上げ短期証券(手形およびコマーシャル・ペーパー)を充当<sup>35)</sup>。

第5は支店の業務とその監督。本店の業務と同様の業務を行ない、要請に応じて地方銀行協会に加盟している銀行および信託会社の資金の振替業務を行なう。また、地方銀行協会の役員会(board of managers)によって選出された支店理事会が、かかる支店業務を監督する。公定割引歩合は本店によって劃一的に行なわれず、地域の事情に応じて各支店毎に決定される<sup>36)</sup>。

こうした事実を明らかにしつつ、リビングストンは、設立さるべき「中央銀行」の機能と組織にかんする意

見の調整が、1910～1911年頃までにほぼ完了したと捉えた。

### (3) 「資金循環」の調整に関する提案——割引制度の育成と「中央銀行」の創設提案——

ここでの問題は、巨大法人企業の成立・確立によって混乱状態に陥っている合衆国の資金循環をどのように調整するかという問題であった。

リビングストンは、NMCの調査報告書のうち、ローレンス・マートン・ジュイコブス(Laurence Merton Jacobs)、ポール・ウォーバーク、J・H・ホランダー(Hollander)の研究によりながら、この問題の核心を抉り出した<sup>37)</sup>。

ジュイコブス論文では「銀行引受手形」、ウォーバーク論文では「割引制度」、そして、ホランダー論文では「銀行貸付と株式取引所の投機」が中心題材として取扱われた。読者には、これまでの論述から、これら3つの題材がいずれも、20世紀初めの合衆国の貨幣市場と資本市場のあり方を問う際の最大の問題点であったことを想起して頂けるかと思う。

以下、NMC報告書からジュイコブス、ウォーバーク、ホランダー論文の要点を整理して、この時期の「中央銀行」創設提案の背後にあった問題状況を窺っておこう。

### (a) 国法銀行に引受業務を認可することで割引制度の発達と貿易金融の自立を求めたジュイコブスの提案

当時、ナショナル・シティ・バンク(ニューヨーク)外国為替部に勤務し、外国為替業務に通暁していたジュイコブスは、ヨーロッパとアメリカの銀行業務の基本的相違点として、銀行の資産項目の根本的違いに着目した。すなわち、ロンドン、パリ、ベルリンの大銀行の資産項目は、そのかなりの部分が外国貿易にかかわる期限付手形(time bills of exchange)、とくにバンカーズ・ビル(banker's bill)で構成されていたのに対して、ニューヨークの主要銀行の資産項目は、株式および債券で占められていたという事実である<sup>38)</sup>。これは、当時、ヨーロッパの大銀行が貿易金融に重点をおいていたのに対して、合衆国の銀行が証券金融に重点をおいていたことを示す事実として注目してよからう。

ジュイコブスは、その原因を国法銀行に対する引受

業務の禁止に由来する合衆国における割引制度の未発達に求めたのである<sup>39)</sup>。

かれは、この禁止措置のために、合衆国では、ロンドン割引市場で取引されているようなバンカーズ・ビル、とくに適切な保険証券と積荷証券を付帯した真正な為替手形の発達が起こり得ず、アメリカ貿易金融のロンドン市場依存を決定づけた事実を指摘したのである。

そればかりではなかった。かれは、この禁止措置が、同様に、これまでも繰返し論じられたように、「戦後期」の合衆国における独自の企業金融方式、すなわち、対人信用に基づく約束手形（単名手形）の発達を導き出して来たこと、そして、かかる企業金融方式が、20世紀初めの証券市場の活況のなかで銀行の貸出政策の変更の煽りを受けて歪められ、合衆国の金融市場を混乱に陥れた最大の要因であった事実を明らかにしたのであった<sup>40)</sup>。

だから、かれの提案した解決策は、1にも2にも国法銀行に対する引受業務の容認であった<sup>41)</sup>。そうすれば、ロンドンに依存していた当面のアメリカの貿易金融が改善されるばかりではない。商業銀行保有の短期余裕資金の運用の場である割引市場が発達し、現在ニューヨーク証券市場にのみ向かっている商業銀行の余裕資金が、いまよりももっと有効かつ健全な運用先を見出すことになろう<sup>42)</sup>。ジェイコブスはこのような提案した。

#### (b) 割引市場の確立によって貨幣市場と資本市場の均衡のとれた健全な発展を期待したウォーバークの提案

ウォーバーク論文は、「銀行は、今日、何のために存在するのか」という根本問題を提起しつつ、今日の銀行は、「預託された全ての貨幣を安全に保管しておく機関」でもなければ、「預託された貨幣を全て貸付を求める人に貸付ける機関」でもなく、その中間に位置する金融機関だと位置づけた上で<sup>43)</sup>、貨幣市場と資本市場（証券市場）の均衡のとれた発展を可能にする、現代の銀行の役割を問題にしたものであった。

それは、ここで取上げられている「資金循環」の調整にかんする3つの提案のなかでも最も読みごたえのある秀逸の論文だと評価されてよいものである。

ウォーバークは、英米両国で通用している手形の種類、したがって、機能の決定的な相違（イギリスでの

銀行引受手形とアメリカでの単名手形）を、ジェイコブスと同様に問題にし、その由来を割引制度の有無、したがって、また、中央銀行業務の有無に求めた。

ジェイコブスが、これを出発点にして貿易金融との関連で議論を展開し、国法銀行への引受業務の認可-割引市場の創出-中央銀行の設置の必要性を論じていったのに対して、ウォーバークは、むしろ、①貨幣市場と資本市場（証券市場）との関係、②国内金融（商業金融）と貿易金融との関係、そして、③これらと「中央銀行」との関係を体系的に（したがって理論的かつ歴史的に）論じ、合衆国における当面の貨幣=信用制度の改革の方向性を追究していったのであった。

ウォーバークは、まず、手形（割引）市場（bill market）の成立と発達が、貨幣市場に対して次の効果をもっていることを明らかにした。

第1に、「中央銀行」とのかかわりにおいて、手形市場は、①中央銀行券発行者の調節機能（いわゆる「弾力的通貨」の供給）を円滑化すること。すなわち、「中央銀行」による割引手形の購入が進めば中央銀行券は増加し、逆に割引手形の満期徴集が進めば、「中央銀行」保有の割引手形と中央銀行券の発行高が同時に減少するという形で、商工業の現実の動きに照応した中央銀行券発行高の調節が進展すること、しかし、②この調節は、現実には決して自動的ではなく、「中央銀行」による割引歩合の操作を通じて推進されるものであるから、「中央銀行」の保有すべき正貨準備高の調節機能を同時に達成するものであること。さらに、大切なことは、③「中央銀行」は、その保有する割引手形を用いて景気の調節と、外国為替相場場の安定をはかることが出来ること。すなわち、国内の金融緩和期には、割引手形を割引市場に売却して過剰資金を吸い上げ、投機発生を防止し、かつまた準備金の増大に役立てる一方、外国為替相場が大きく変動し、金現送点に接近した時期には、保有する外国為替手形を為替市場に売却し、貨幣用金の流出を阻止することが出来ること<sup>44)</sup>、など。

第2に、銀行および銀行家その他に対しては、遊休資金の運用または調達の場合として役立つこと<sup>45)</sup>。

第3に、各国間の割引歩合の違いを基礎にして国際間の資金移動が実現し、資金の国際間適正配分が達成されること<sup>46)</sup>。――

ついで、ウォーバークは、割引市場の果たすこのような役割を一般的尺度として、合衆国とヨーロッパ諸国

における金融制度の根本的相違点を比較検討した。

第1に、ヨーロッパの金融制度は割引手形を基礎に構築されているのに対して、合衆国のそれは債券と株式を基礎に構築されていること。第2に、ヨーロッパの銀行券は、主として金地金と割引手形を基礎にして発行されているのに対して、合衆国の銀行券は、金地金と債券に基づいて発行されていること。第3に、ヨーロッパの諸銀行の保有資産は、圧倒的に割引手形とコール・ローンで構成されているのに対して、合衆国の諸銀行の保有資産は、大部分が株式および債券を担保としたコール・ローンで構成されていること<sup>47)</sup>。

これらの事実に基づいて、ウォーバークは、合衆国とヨーロッパにおいて、貨幣市場と資本市場（証券市場）の関係が、逆立ちしているともいえるほど根本的にちがっている事実を導き出した。すなわち、合衆国では資本市場（証券市場）が貨幣市場のあり方を規定しているのに対して、ヨーロッパでは貨幣市場が資本市場（証券市場）のあり方を規定しているという事実である。

ここで、ウォーバークは、ビジネスを遂行するために必要とされる全国の資金の動きを体系的に分析するため、「貯水池」(reservoir)の比喻を用いて、合衆国とヨーロッパにおける貨幣市場と資本市場（証券市場）の関係のちがいを説明した。

ウォーバークの理解によれば、貨幣市場は、当該国の商工業を円滑に進めるための資金の「貯水池」であるのに対して、資本市場（証券市場）は、公私の諸機関の長期資金の調達を円滑にするための「貯水池」であった<sup>48)</sup>。そして、通常の場合の下では、商工業の円滑な遂行のために必要とされる資金量は、証券（株式または債券）の発行および流通を促進するのに必要とされる資金量に比して数倍にも相当しているので、貨幣市場は、資金の大「貯水池」、資本市場（証券市場）は、資金の小「貯水池」と呼ばれてよい地位にある。

割引制度の発達が発達が順調で、金融機関保有の余裕資金の貸借が割引手形の売買を通じて円滑に行なわれている場合には、そして、中央銀行が存在し、それが割引歩合の操作を通じて貨幣市場にプールされた資金量そのものを調節している場合には、大「貯水池」（貨幣市場）に集中されている資金は十分にコントロールされているから、割引歩合（したがって短期の市場金

利）の変動そのものも小幅に留まるし、中央銀行券の供給も、商工業の動きに応じて弾力的に調整されることになる。割引市場と中央銀行制度を有するヨーロッパ諸国では、貨幣市場はそのような状態におかれて来た<sup>49)</sup>。

だが、割引制度の発達が十分でなく、したがって、中央銀行も存在していない国では、大「貯水池」に集中される資金は、上記のように、十分にコントロールされることはない。したがって、ここでは、資金は、高い収益率が保証される条件さえあれば、容易に小「貯水池」へと流出してしまうので、コール・レートの異常な高騰を喚び起こし、証券価格の乱高下を惹き起こす。合衆国のばあいがそうであった。

ウォーバークは、この事実に加えて、合衆国で資金が貨幣市場（大「貯水池」）から資本市場（小「貯水池」）へ流出する上で見逃すことの出来ない、つぎの大切な事実を指摘しているのである。それは、合衆国における高利禁止法の作用である。かれによれば、これによって定期貸出金利の上限が6%と画されて来たため、貨幣市場での資金運用は著しく限定され、余裕資金の証券ブローカーへのコール・マネーとしての放出が決定的となってしまった。そして、これが、ニューヨークの諸銀行の証券担保貸付の増大とコール・レートの異常ともいえる乱高下を増幅するいまひとつの原因となった<sup>50)</sup>。

したがって、ウォーバークによれば、合衆国におけるこのコール・レートの乱高下は、ビジネス界からの資金の需給関係を十分に反映する指標などではない。それは、証券投機の進行度を示すメルクマールに過ぎなかった。だからこそ、国際間の金利差を利用して投機資金を導入し、運用する道も開けたのであり、金融手形の振出しによる米銀の投機資金ロンドン市場依存も可能となった。

ウォーバークは、合衆国とヨーロッパの金融制度の根本的相違を以上のように分析した上で、ヨーロッパでは、貨幣市場が資本市場（証券市場）のあり方を規定しているのに対して、合衆国では、逆に、資本市場（証券市場）が貨幣市場の動きを規定していると論じたのであった。

かくて、ウォーバークにとっては、合衆国の金融制度におけるこのような主客転倒を是正することこそ、当面の貨幣=信用制度改革の最大の課題だと意識されたのであった。

ここでウォーバークは、《working reserve》と《cash reserve》という用語を駆使して、割引市場の整備と中央銀行制度の設置の必要性を論じたのであった。

ここで《working reserve》とは、ウォーバークによれば、「請求義務 (demand obligation) に対処する、容易に現金に転換可能な銀行保有の流動資金 (quick asset) のこと」である。これに対して《cash reserve》とは、「ほとんど専ら中央銀行に預託されているものである」が、「必要な折にはいつでも一般銀行に対して」現金への転換を認められた準備金のことである<sup>51)</sup>。

ウォーバークによれば、「中央銀行」とは、要求払預金の引出しに対して一般銀行が「中央銀行」設立以前に個別に行なっていた《cash reserve》の維持を統一的行なう集中管理機関として位置づけられた。中央銀行に預託された準備金 (《cash reserve》) の引出しが、必要な時にはいつでも一般銀行に認められているかぎり、パニックは最小限に抑えられ、貨幣市場は安定することになる<sup>52)</sup>。だから、諸銀行は余裕資金が生じたら、これを割引市場に放出し、手形等の流動資産の購入に運用し、利息を取得しながら同時に準備金を保持でき、顧客の請求義務に直ちに対応できるようになる。これこそ、ウォーバークによれば、商工農各産業の現実の企業活動を円滑に進める上に必要な貨幣市場整備の根本的条件であった。

ウォーバークはこのように分析して、「中央銀行」の設立とその貨幣市場調整によって、当時合衆国で一般的に進行していた資金の証券市場への流出も最小限に抑制され、したがって、コール・レートも安定し、したがって、また、投機資金の国際的移動も抑制され、貨幣市場と資本市場の均衡が達成されるようになると結論したのであった。

### (c) ニューヨーク証券市場の、巨大法人企業の健全な資金調達市場としての育成・発展の必要性を求めたホランダーの見解

ホランダー論文は、貨幣市場と資本市場 (証券市場) の関係はいかにあるべきか、という問題に焦点を絞り込んだ論文であった。

ホランダーによれば、当時、合衆国では、つぎの5つの場合に、貨幣市場と資本市場 (証券市場) の結びつきが見られた<sup>53)</sup>。

第1は、顧客の信用、つまり営業上の信用

(commercial credit) も対人信用 (personal credit) も不十分なため、証券取引所で流通している証券が顧客振出の手形の割引、または個人貸付の際に担保として用いられた場合である (通常の商工業業務の拡張と結びついた証券担保貸付)。

第2は、巨大法人企業の新規証券発行の際、引受シンジケートに参加した金融業者が、投資家への証券の最終的消化完了までのあいだ資金繰りのために、当該証券を担保にして資金調達を行なった場合 (巨大法人企業の資金調達と結びついた証券担保貸付)。

第3は、商業銀行に余裕資金が生じた時、銀行の貸付利息収益よりも証券価格の値上がり利益を含む投資収益が上回る時に、半ば投機的に商業銀行によって証券投資が行なわれる場合である (商業銀行による証券投資)。

第4. 証券売買を仲介する債券取扱商 (bond house) および株式仲買人 (stock broker) が、未売却の手持ち証券を担保にして商業銀行から貸付を受け、運転資金 (working capital) を調達したばあいである (証券流通業者の運転資金調達と結びついた証券担保貸付)。

第5. 証券市場で流通している証券の投機的購入のため、time loans または demand loans の方法で、手持証券を担保に銀行から資金調達を行なう場合である (流通証券の投機的売買を目的とした証券担保貸付)。

ここでは、ホランダー論文の興味ぶかい論旨のすべてを詳細に紹介する余裕はない。ただ、ホランダーによりながら、上記5つの証券担保貸付の問題点と、これによって提出された改革構想を検討しておくに留めておこう。

第1は、通常の商工業業務の拡張と結びついた証券担保貸付の問題点である。ホランダーは、そのような貸付を「時代遅れになってしまったアメリカの信用機構の硬直性」に起因する慣行だと理解した<sup>54)</sup>。国法銀行制度下における銀行貸付に課せられたさまざまな制限、とくに1顧客に対する貸出枠の設定<sup>55)</sup>や、これまでも屢々論及された対人信用に基づく約束手形 (単名手形) の振出しによる貸付形態などが、ここでホランダーによって理解されている「信用機構の硬直性」の意味内容であることは、ジェイコブス、ウォーバークの場合と同様である。

地方の中小国法銀行は、1顧客に対する貸出上限額 (払込資本金の1/10以下。払込資本金は授權資本金の

1/2以上)の基準となっている当該銀行の資本金が小さかった上、貸出に際して購入(割引)した約束手形流動化の道が制限されていたため、余裕資金があれば、それをニューヨーク(その他の中央準備市または準備市)のコルレス銀行に預託(銀行間預金)せざるを得なかった。このような事情から巨額の営業資金を必要とした商工業者(とくに州際取引に携わる業者)は、地元の取引銀行よりも授權資本金、従って払込み資本金の大きかったニューヨークの大銀行に対して、証券担保貸付を申し出ざるを得なかった。これが面識もなく、従って対人信用もなく、営業上の信用もない顧客に対する証券担保貸付の実態であった。

第2は、巨大法人企業の資金調達と結びついた証券担保貸付の問題点である。

当時、合衆国では、巨大法人企業の資金調達は、資金力を増大し、取引範囲を拡張していた大銀行、とくに、J.P. モルガン商会に代表される一群の有力な国際投資銀行(international banking house)を介して行なわれるようになっていたが、その場合、これらの投資銀行は、次第に引受シンジケート団を結成する方式をやめ、単独で資金調達を希望する巨大法人企業と直接証券発行契約を結び、この契約条件にしたがって発行証券の一括発行保証引受を行なう傾向を強めていた。もちろん、これら証券の最終的市場消化までの間には、主として比較的小規模な投資銀行(banking house)や証券ブローカー、時に貯蓄銀行や生命保険会社も介在したことはいうまでもない<sup>56)</sup>。

ところで巨大法人企業の資金調達、したがって、証券発行と結びついた証券担保貸付(投資銀行の商業銀行への依存)は、ホランダーによれば、景気状況が良好で証券の売行きが順調な時よりも、むしろ証券の市場滞留が支配的になり始めた好況末期に起こる。かかる滞留は、当然、発行保証人たる当該投資銀行の責任において処理さるべきものであった。したがって、発行企業が契約条件に基づいて期日通りの支払を求めた場合には、投資銀行は、全証券の市場消化に先立って未売却証券を担保に商業銀行から融資を仰がねばならなかったのである。この場合、貨幣市場と資本市場(証券市場)を結びつける資金貸借の金利が、コール・レートであったことは改めて述べるまでもない<sup>57)</sup>。

だが、資本市場(証券市場)を極端なまでの投機に追い込み、これを崩壊へと導いた条件は、ホランダー

によれば、このようないわば原則的な場合を超えた次のような限界状況下で発生した。すなわち、一般的景気状況が絶頂に向かっている時には、当然、巨大法人企業の営業活動も活発化し、それに伴って資金調達も旺盛となった。投資銀行も積極的にこれに応じ、自己の資金不足を証券担保貸付で補ってこの過程を促進した。商業銀行も、資本市場(証券市場)の活況から、見境もなく投資銀行の求める証券担保貸付を支援した。これに伴って、コール・レートはいやが上にも引上げられ、これに刺激されて商業銀行による証券担保貸付も一層嵩上げされたのであった。ホランダーは、ここに資本市場(証券市場)の投機を煽り立てている証券担保貸付の危険性を見出したのであった<sup>58)</sup>。それが、通常の、一般的商工業のために不可欠な資金をも、投機の水路に導き入れる力として作用したからであった。そして、ジェイコブスやウォーバークと同様に、当時の合衆国で貨幣市場をかくも混乱に導いていた金融制度の根本的欠陥を、短期資金の健全な運用・調達市場たる割引市場の欠如、したがって、商工業の円滑な進行に必要な不可欠な短期資金の調整機関である中央銀行制度の欠如に、見出したのであった<sup>59)</sup>。

第3の、商業銀行による証券投資の問題点は、つぎの通りであった。

ホランダーは、当然、特別の理由で行なわれているいくつかの事例<sup>60)</sup>を認めた上で、当時、商業銀行によって一般的に行なわれていた証券投資の原因を、ビジネスが不活発な時に、余剰資金のための有利な投資口が見出されないことに求めた<sup>61)</sup>。すなわち、商業銀行は、法定準備金の保有要求を満たし、かつ地元での資金需要を上回る資金余剰をかかえた時、大抵の場合、余裕資金をニューヨークのコルレス銀行へ預託するか、さもなければ、①コール市場への直接放出、②諸他の地方銀行保有の手形の購入、あるいは③手形ブローカーを介した著名な商工企業の約束手形(短期無担保のコマーシャル・ペーパー)の購入のいずれか(すなわち、州際インターバンク市場)に依存したが、これをもってさえ余剰資金を吸収し得ない時には、自ら債券・株式市場に投資先を求める以外にはなかったのである。この結果発生したものこそ、ホランダーがここで述べている、「投資証券に一時的で虚偽の市場を提供し、巨大法人企業の資金調達に不健全な刺激を与え」た商業銀行の証券投資であった<sup>62)</sup>。だから、ホランダーにとっては、「遊休資金が生じることは、

諸銀行に利益にならない (unprofitable) ばかりでなく、社会にとっても不健全 (unhealthy) な」ものと思えたのである<sup>63)</sup>。

第4の証券流通業者の運用資金調達と結びついた証券担保貸付の問題点は、以下の通りである。

1つは、証券流通業者の資金調達方法の独自性である。商品の売買を仲介する商事会社 (mercantile enterprise) と異なっており、証券流通業者は、自らの対人信用に基づいて無担保で (約束手形を振出し、その割引を通じて) 取引銀行から融資を受ける伝統的な資金調達方式から締め出されていた<sup>64)</sup>。かれらには有担保原則が貫徹していたのである。

2つは、証券流通業者が運転資金を調達する際に提供する担保物件が、投資銀行から分売の依頼を受けた、あるいは分売に積極的に参加した、未売却あるいは未消化証券であったことである<sup>65)</sup>。

かれらのこのような形態での資金調達自体は、ホルンダーの指摘にもあるように、必ずしも不健全なものではなかった。この方法によって自己資本を超えて事業活動が拡張され、「投資家に対して多様かつ容易に投資証券が提供」されえただけではない。巨大法人企業に対しては、その資金調達に数々の利点が与えられたからである<sup>66)</sup>。だが、問題は、第2、第3の場合と同様、これが容易に投機刺激的に作用しえたことである<sup>67)</sup>。

第5の、資本市場を流通している証券の投機的売買に伴う証券担保貸付の問題点については、ここで改めて取立てて説明することもないだろう。

ホルンダーは、以上のように分析して、提案さるべき銀行制度改革は、「一時的遊休資金の理にかなった投資形態を創出すること」、「過度な投機を促進することなくむしろ阻止すること」を焦点に進められねばならないと結んだ<sup>68)</sup>。ここで、かれによって念頭におかれていた改革案こそ、支払保証のある短期手形の流通市場の育成、したがって、中央銀行制度の設立であったことは、改めて述べるまでもない<sup>69)</sup>。

以上の論述から、読者は、1907年恐慌が、合衆国にとってたんなる循環的性格をもった恐慌ではなく、巨大法人企業の成立とそれに伴う資金調達機構の未整備から来た構造的な性格の恐慌であったこと、したがって、かかる恐慌に対処しようとする金融制度改革が、独自の性格をもって登場しなければならないこと、を確認しえたであろう。

## Ⅵ. 連邦準備制度成立の歴史的意義

——むすびにかえて——

われわれは、リビングストンによりながら、19世紀末から20世紀初めの合衆国で起こった貨幣=信用制度改革運動の歴史的意義を問いながら、いまようやくその最終局面、すなわち、連邦準備制度成立の意味を問う論理段階にまで到達した。以下、①NMC報告書を土台に上院財政委員長ネルソン・オールドリッチを中心に構想された「全国準備協会計画」(National Reserve Association Plan)の概要紹介、②この「計画」を支援して、大衆にアピールする情報宣伝活動を展開した全国市民連盟 (National Citizen's League)の動き、③プジョー委員会と、その結末の検証、④連邦準備制度成立の歴史的意義の確定の順で問題を整理し、本論文を締め括っておくことにしよう。

### A. 「全国準備協会計画」と全国市民連盟の活動

#### 1. 「全国準備協会計画」の概要

「全国準備協会計画」は、NMCで活躍したオールドリッチ・インナーグループの成果であった。リビングストンは、まず叙述に先立って、ヴァンダーリップ、ウォーバーク、アンドゥルー、デイヴィソンの4人が、オールドリッチとともにジョージア海岸から離れた孤島で構想を練った周知の事実を紹介した上で、ニューヨークに立ち戻った後、シカゴ金融界の雄、ジョージ・レイノルズおよびジェイムズ・フォーガンとともに改訂作業に入り、1911年1月初めに、この原案公表の準備を完了した事実を示している。

この原案は、リビングストンによれば、1909年のレイノルズの提案<sup>70)</sup>、および1910年に発表されたウォーバークの「連合準備銀行計画」<sup>71)</sup>と類似した内容のものであった。ここで「類似した内容」といわれるものは、両者がいずれも中央準備市所在の国法銀行の既得権を侵害しないようにと分散した準備制度、すなわち、地域毎に貨幣用金準備センター (depository) を置くように要求した点にある<sup>72)</sup>。

「全国準備協会計画」は、概要つぎの内容をもつものであった。

a. 組織 本店をワシントン D.C. におき、15の準備区に分割し、それぞれの準備区に、全国準備協会の支店をおく。ただし、この準備区は、必ずしも州境に

相応するものではないし、その数も必ずしも固定的ではない。全国準備協会理事会（後出）によって新しい準備区と支店が増設される可能性を残した。

同協会の授權資本金（設立当初2億ドル、うち1/2は現金で払込み）は、同協会加盟の全銀行によってその払込資本金の20%の醸出によって構成されるものとされた。加盟銀行は、すべての国法銀行および加盟資格を有するすべての州法銀行ないし信託会社の任意参加であった。この点で後述する連邦準備制度と異なった。

他に全国準備協会の業務を円滑に進めるために地方手形交換協会（local association）がおかれる<sup>73)</sup>ものとされた。

**b. 業務** ①加盟銀行保有の短期金融資産の再割引。これは、本店ではなく、15の支店でおこなわれるものである。②合衆国政府の主たる財政取扱機関（fiscal agent）。③加盟銀行の準備金の振替業務<sup>74)</sup>。

**C. 管理機構** 本店に理事会（Board of Director）、運営委員会（Executive Committee）、総裁（Governor）、副総裁（Deputy Governor）がおかれる。①理事会は46人の理事から構成される。①7人の職権上の理事（総裁、2人の副総裁、財務長官、通貨監督官、農務長官、商・労務長官）、②15支店の代表者、③15支店の理事会代表者（ただし農工商関係者であること）、④各支店の理事会から選出された投票人（voting representatives）の投票によって選出される9人の理事（ただし、どの準備区からも1名以上は選出されるべきでない）、⑤運営委員会は9人から構成される。①職権上の理事のうち、総裁、2名の副総裁、および通貨監督官（以上4人）、②残りは15の準備区のいずれからか選出。③総裁は任期10年。本店理事会の推薦した3名のもののなかから大統領が任命。④副総裁は任期7年<sup>75)</sup>。

支店には、支店長（manager）、副支店長（deputy manager）、支店理事会がおかれる。①支店長、②副支店長は、当該準備区在住者から本店の総裁によって任命される。但し、本店運営委員会および支店理事会の承認が必要。③支店理事会は、①職権上の理事（支店長）、②選挙で選出される12人以上の理事によって構成され、支店長が議長となる。うち1/2は全国準備協会の持株数に関係なく、選出された投票人の秘密選挙で選出。1/3は持株数に比例して、投票人の秘密選挙で選出。残り1/6は当該準備区の農工商関係

者から選出<sup>76)</sup>。

以上の事実に基づき、リビングストンは、「全国準備協会計画」が、基本的につぎの2つのことを目的としていたことを明らかにした。

第1は、割引市場の創設であった。これは、全国の資金循環の枢軸を占めるニューヨーク貨幣市場で資金貸借の基礎となっている担保物件を、このところ支配的であったニューヨーク証券取引所で流通している譲渡性証券（株式および債券）から、短期証券（外国為替手形、コマーシャル・ペーパー等）に変え、このことで短期資金の貸借市場である貨幣市場を整備し、資本市場（証券市場）とのバランスのとれた発展とその安定化をはかりながら、過剰資金の流れを貿易金融と海外直接投資の方向に誘導すること。

第2は、準備金と管理体制の集中化を果し、公衆の利益にとって必要な時はいつでも、緊急通貨の発行が出来るように明示的な規定を設けて、恐慌の科学的管理方式を作り出すこと、以上である<sup>77)</sup>。

読者は、この「計画」が、先に検討しておいたウォーバークの「連合準備銀行」構想を下敷きにし、それを一層具体化した「計画」であることを知るであろう。

## 2. 全国市民連盟（National Citizen's League）の活動

「全国準備協会計画」は、実業界、新聞界、大学関係者によって好意的に受けとめられた。1911年1月、ワシントン D.C. で開催された全国商工会議所貨幣会議（National Board of Trade's Monetary Conference）では、これを支持した決議が、ニューヨークの3団体<sup>78)</sup>によって表明され、さらにこの「計画」を実現する新しい改革団体も結成された。これが、ここで取上げられる「健全銀行制度促進のための全国市民連盟」（National Citizen's League for the Promotion of a Sound Banking System）である<sup>79)</sup>。

ジョン・クラフリンとアーヴィング・T・ブッシュがニューヨークでの活動を指導し、J・ローレンス・ラフリンがシカゴからこの活動を指導するもので、本部はシカゴに置かれた<sup>80)</sup>。

1911年春から晩夏にかけて、同連盟は、同年3月末にアメリカ銀行家協会の提案した同「計画」の改訂<sup>81)</sup>を誠実に受けとめ、機関誌 *Banking Reform* を発刊し、ジョン・ペリン（John Perrin）やジョージ・

E・ロバーツ (George E. Roberts) のような専門家の手によって編集されたパンフレットに対して補助金を与えた<sup>82)</sup>。

リビングストンは、ここでもまた、同連盟の教育・情報宣伝活動を重視している。制度改革を成功させる条件として社会的意識の変革の意義を重視しているからである。大切な集会での適切な演説者の動員、全国各地の新聞への名の通った人物の論説や演説草稿の提供などの活動である。あるいは、また、金融制度改革運動発生のゆかりの地、インディアナポリスで来るべき1912年2月に商工業者諸団体の大規模な集会開催の手筈を整えた同連盟の活動などである。これは、「全国準備協会計画」が、民衆から支持された19世紀末改革運動の延長線上にあるものだと思込込させるためであった<sup>83)</sup>。

しかし、かかる積極的な活動が、1912年初め以来重大な転機を迎えていた事実に対しても、リビングストンは、同様に注意を払っている。共和党の分裂——タフト派と Th・ローズヴェルト派の分裂と、後者による革新党の結党が、その決定的要因であった。計画されていたインディアナポリス大会は中止された。そして、W・ウィルソンの大統領当選 (1912年11月) の頃には、全国市民連盟は、共和、革新、民主3党のいずれにも一定の距離をおくものに変化してしまっていた<sup>84)</sup>。

## B. プジョー委員会

「全国準備協会計画」が幻の計画案のまま葬り去られる上で、いま1つ決定的な事件としてわれわれはプジョー委員会の設置 (1912年) と、同委員会での全国の金融および貨幣事情の調査活動の展開に注目しないわけにはゆかない<sup>85)</sup>。

同委員会の活動と影響については、ヴィンセント・P・カロッソの詳細な研究がある<sup>86)</sup>ので、ここでは、その要点を概括しておくに留めよう。

第1は、プジョー委員会調査を支えた基本的理念である。——それは、競争こそ最も効果的な「経済活動の規制者」だとしたアダム・スミスの考え方であった<sup>87)</sup>。だが、この考え方は、この時期、金融改革を推進した「企業革新者」たちの考え方と決定的に相違するものであった。かれらは、むしろ、競争のもたらす弊害を強調し、19世紀末以来進められて来た巨大法人企業の成立による経営管理機構の合理的整備こそ、

19世紀末以来頻発したパニック防止の適合的な措置だと理解していたからである。「全国準備協会計画」が、かかる理念の金融制度面への応用計画であったことは、つい先程検討しておいた。

かくて、プジョー委員会の調査の進展は、19世紀の合衆国で支配的であった伝統的企業理念あるいは銀行観の復活と昂揚を惹き起こすのに十分な条件を提供するものであったといえる<sup>88)</sup>。

第2は、プジョー委員会調査で明らかにされた事柄である。——1つは、ニューヨーク市への高度の金融集中の事実である。そして、いま1つは、州際取引を大規模に行なっている巨大法人企業の証券の引受・分売業務が、比較的少数の投資銀行によって牛耳られるようになっていたという事実であった<sup>89)</sup>。さらに無視し得ない3つ目の重要な事実は、これら金融機関が、その強力な金融力を他人の貨幣の支配によって取得しているという事実である<sup>90)</sup>。

第3は、この調査に基づいてプジョー委員会の行なった勧告である。——この勧告がとくに重要であったのは、これが、「全国準備協会計画」を最終的に葬り去る上で大切な役割を果たしたからであったが、それは、「これ以上の金融集中を阻止し、資本市場での競争を回復させ、金融界中枢部を分散化し、ウォール街を政府の規制下におくこと」、具体的には、証券取引所の改革、州法による取引所の法人化、証券取引所に対する連邦政府の監督等を勧告していたからである<sup>91)</sup>。

だが、ここで注意しておかねばならないことは、リビングストンの著作においては、このプジョー委員会の調査に関する記述は、まったくといってよいほど記述されていないことである。索引項目にも収録されていない。しかし、つぎの事実がきわめて手短かに、たいせつな指摘として言及されていることにも同様に注意を払っておかねばならない。

「1912年1月にセオドア・バートン (Theodore Burton) によって上院に提出され——そこで早々に、しかも静かに葬り去られた——オールドリッチ計画 (「全国準備協会計画」-楠井) は、銀行家の運営する中央銀行を提案していた。しかも、それは、複数の地域にそれぞれ支店をおく中央銀行であり、銀行券は、これら地域の支店によって発行され、しかも、地域内の諸銀行 (加盟銀行-楠井) によって保証され、かつその最終支払義務を引受けられるものであった。これに対して、1913年夏までに民主党優勢の上下両院の委

員会で審議を重ねられた法案の殆んどは、連邦行政府によって監督・管理される地域毎に設立される『複数の中央銀行』の連合制度を構想したものであった。もちろん、これらの構想では、それぞれの中央銀行が銀行券を発行した。しかし、最終支払義務は、連邦政府によって保証される性格のものであった。二大政党間の衝突は、このレベル（中央銀行の組織と銀行券の発行方式をめぐる政策論争のレベル-楠井）では形式上ははっきりした形をとっていた。しかし、（政策を最終的に決定する上には-楠井）、政党内部の論争も、同様に大切であった。例えば、民主党所属の連邦議会議員の派閥、南部派や農村派は、『マネー・トラスト』を攻撃もせず、また農業に関する信用供与を規定した条項をもたない改革諸計画を喜ばなかった。ここで、マネー・トラストとは、ルイジアナ州選出民主党下院議員アルセヌ・P・プジョー（Arsène P. Pujo）を委員長とする下院銀行・通貨委員会によって発見されたもので、1913年2月26日になって、はじめてそれに関する調査を完了したそのことである。民主党下院幹部会は、同委員会と本会議で銀行立法を通過させたいと思えば、反対を提起したこれら民衆の動きを無視できなかったばかりではない。民主党内部で分裂傾向を表明したかかる政治諸勢力を抑える必要から、民主党と共和党を区別した政策上の相違に対しては、非妥協的な態度を示したのであった。したがって、とくに新しく設置される中央銀行制度における政府の役割については、寛大な歩み寄りをなす余地など殆どなかったものであった<sup>92)</sup>。

ここに、われわれは、連邦準備法（1913年12月制定）に及ぼしたプジョー委員会調査の影響を読み取ることが出来るであろう。連邦準備法に盛り込まれた連邦政府による業務監督条項と、組織の分権制を定めた特徴的な条項は、いずれも、民主党院内南部派および農村派への細心な配慮の賜物であった<sup>93)</sup>。

### C. 連邦準備制度成立の歴史的意義

連邦準備法は、よく知られているように、大要つぎの事柄を定めた。

この法律によって設置された連邦準備制度は、文字通り中央銀行（「政府の銀行」、「銀行の銀行」、「国際収支の調節機関」として成立した。その成立によって、創設以来国法銀行の保有して来た銀行券（国法銀行券）発行権限が否定されたばかりではない。政府紙

幣（緑背紙幣、金証券、銀証券など）の発行が停止され（独立国庫制度そのものの廃止は1920年）、この措置によって南北戦争以降存続して来た二元的な紙券発行制度が終焉した。しかも、この連邦準備券は、19世紀末以来の金融制度改革要求を受入れ、経済活動の実勢に照応して可能なかぎり「弾力的」に発行されるよう意図され、連邦準備制度加盟銀行保有の短期手形<sup>94)</sup>の再割引に基づいて発行されることになった。

さらに劃期的なことは、国法銀行の手形引受業務が認められたことである。この措置が米ドル建の貿易金融の促進と割引市場の育成・発展を目的にしたものであったことは論を俟つまでもない。さきに検討しておいたように、この措置が、NMC 報告書、とくにジェイコブス、ウォーバークの見解を反映したものであったことは、改めて指摘するまでもないだろう。さらに、この措置が、「全国準備協会計画」の踏襲でもあったことをも、付け加えておかねばならない<sup>95)</sup>だろう。

マネー・トラストに対する批判を配慮して、連邦準備制度の組織が地域分権制的構造をとったこと<sup>96)</sup>、さらにその運営に連邦政府の監督権が盛り込まれた事実にも注目しておかねばならない<sup>97)</sup>。この点にこそ、「全国準備協会計画」と決定的な相違が見られた。

連邦準備制度は、全国を12の準備区に分割し、それぞれの準備区に1つ宛の中央銀行=連邦準備銀行をおくという、複数の連邦準備銀行の連合体として構成された分権的組織の中央銀行制度であった。しかも、かかる12の連邦準備銀行は、基本的には、この制度に強制加盟した（「全国準備協会計画」のばあいには、任意加盟）それぞれの準備区に属する複数の国法銀行が、その資本金の6%を醸出（連邦準備銀行に出資）して設立したもので、その意味でまさに「地域」密着型の中央銀行であったといえる。この性格は、国法銀行と同等の条件を有する、それぞれの準備区に属する州法銀行あるいは信託銀行も、任意参加で連邦準備制度に加盟でき、当該準備区の連邦準備銀行に対して出資義務をもったことで、一層強化されるものとなった。「全国準備協会計画」のばあいには、ワシントンに設置される予定の本店（「全国準備協会」）への出資義務であった点で、性格の相違がはっきりしていたといえる。

さらに、これら12の連邦準備銀行の調整機関として、連邦準備局（Federal Reserve Board）——これは「1935年銀行法」で、統一的政策立案の権限をもった連邦準備制度理事会へ改組された——が設置されたこ

とも、「全国準備協会計画」との相違であった。組織が分権的構造をとったこと、あるいは、その運営に連邦政府の監督権が保持された最大の理由は、準備金と運営権のニューヨーク集中の排除、つまり、準備金と運営権の「地域」分散による「マネー・トラスト」の金融支配への制限を意図することにあつたことはいうまでもない。ここに、プジョー委員会の影響が強烈に反映されたというべきであろう。

以上検討した金融制度面からみた連邦準備制度成立の歴史的意義に加えて、最後に、われわれは、その成立の歴史的意義を、アメリカ資本主義の構造変化とのかかわりで論じておかねばならない。

リビングストンは、これまで紹介して来たその意欲的な著作を、「貨幣・階級および諸政策」というタイトルをもった最終編（第4編）で締め括っている。だが、この編にはたった1つの章（第8章）「連邦準備制度の形成」（The Making of the Federal Reserve System）しか設けられていない。ここで、リビングストンは、連邦準備制度成立の金融制度面での変革に及ぼした影響を、当時急激に変化しつつあった合衆国の階級関係や社会的意識の変化と関係づけて問うた<sup>98)</sup>。

リビングストンは、「革新主義の時代」（1901-1917年）こそ、1890年代初めから開始されたアメリカにおける「法人資本主義」（corporate capitalism）への移行を完成させた重要な時期だと捉えている。

ここで、「法人資本主義」とは、リビングストンによれば、巨大法人企業がアメリカ国民経済において、雇用の面でも、産出高の面でも、決定的な意味をもつようになった資本主義のことである<sup>99)</sup>。リビングストンの研究においてより大切なことは、その生成が、ジャクソニアン・デモクラシー以来、「反独占」の企業風土によって色濃く染め上げられて来た、19世紀のアメリカ合衆国の社会的意識を根底から掘り崩し、無制限な「競争」よりも、秩序ある市場「管理」こそが国民経済の発展にとってより望ましいことを、「民衆」に納得させることとなったことの詳細な論証であった。

ここで、リビングストンが最終結論を下していることは、若干の揺れ戻しはあるにしても、この時期以降、連邦政府の経済政策において、秩序ある市場「管理」の担い手として現われるに至った巨大法人企業の利害が強く反映されるようになったということ、そして、いまここで取扱われている連邦準備制度の成立も、実

は、かかる巨大法人企業に対して安定した資金調達と貿易および海外直接投資促進のために管理された金融的諸条件を整備する基本的な政策に他ならなかった、というものであった。

これまでの内外の諸研究で、連邦準備制度の成立を、かくもはっきりと、しかも、大胆に、アメリカ合衆国における法人資本主義の成立とかかわらせて論じた研究は他になかった。先にも触れたように、リビングストンの著作に対するティンバーレイク、Jr.の疑問<sup>100)</sup>も、この点をついたものといえなくもない。ミルトン・フリードマンの学問的系流に立ち、競争的自由市場体制の存立を自明の原理として受入れているティンバーレイク、Jr.にとっては、たとえマクロ経済学的意味であれ、「管理」なる用語を用いて20世紀初頭の合衆国経済を理解することは、即、市場経済の否定のように理解されたからであろう。

本論文(上)で検討されたように、「革新主義の時代」に対する学界の評価が、時代とともに大きく揺れ動いており、論者によっても微妙な相違を見せていること、さらに、また、問題をこの時期の金融制度改革にだけ絞り込んでみても、1912年選挙における民主党の両院支配と行政権掌握（ウッドロー・ウィルソンの大統領当選）の事実や、プジョー委員会の成り行きの連邦準備法制定に及ぼした影響などを考慮する時、連邦準備制度の成立を、共和党政権下に進められたNMCの活動や、その成果である「全国準備協会計画」の延長線上に直線的に捉えることにはいささか無理があると理解する見解も多かったことから、これを合衆国における巨大法人企業のための合理的資金調達のための政策、あるいは景気循環調整のための政策だと論じることを避ける風潮があったのも事実であった。リビングストンはこのような学界の一般的理解に挑戦し、われわれの理解によれば、上にみたような大胆な仮説を提示し、その論証に成功したといえる。

したがって、リビングストンの最終章は、通常はそう考えられて来なかった「全国準備協会計画」と連邦準備法との連続性を論証しようとしたものとなった。ウォーバークやヴァンダーリップの連邦準備法とのかかわりや<sup>101)</sup>、かれらと深いかかわりを持ち、同「計画」を支持して来た経済団体、例えば、全国市民連盟、全国商工会議所（U.S. Chamber of Commerce）、ニューヨーク経済クラブ（New York Economic Club）、ニューヨーク商人協会（Merchant's Association of

New York) の連邦準備法案との関係が、ここで詳細な事実に基づいて開示された<sup>102)</sup>。

われわれは、このようなリビングストンの分析から、組織の分権的性格と運営に対する連邦政府の監督権保有という問題を除いて、連邦準備法案においても同様に、「全国準備協会計画」に盛り込まれた要望が殆どすべて貫徹されたことに対する巨大法人企業関係者の満足度が実証されているのを見出す。

リビングストンは、「形式」よりも「実質」面での連続性を強調し、連邦準備制度成立のもつ歴史的意義を明らかにしたのであった。もっと正確に言えば、つぎのように評価できるかも知れない。すなわち、リビングストンは、19世紀末から20世紀初頭に至る企業を取り囲む環境の急激な変化を冷徹に観察し、揺れ動く「革新主義時代」の階級配置の基本的変化を抉り出し、これとの関係で激発する恐慌（パニック）の原因を究明しつつ、当時の金融制度改革運動の意味を問い、連邦準備制度成立の歴史的意義を跡づけたと。

だが、われわれは同時に、1913年制定の連邦準備法には、巨大法人企業関係者にとって解決されないまま残された問題が、いくつかあった事実にも注目しておかねばならない。

それは、注意深い読者であればすでにお気づきのことと思うが、資金調達をニューヨーク証券市場におくようになった巨大法人企業にとって、創設初期の連邦準備制度が、マネー・サプライのきめ細かな国民的調整機能を十分に果し得なかったという問題である。換言すれば、手形割引制度の発展を基礎に成立した短期金融市場を対象にして、マネー・サプライの国民的調整のための政策を推進して来た19世紀のイングランド銀行とまったく同様の金融政策手段（割引政策）を用いて、マネー・サプライの国民的調整を進めてゆくことが、巨大法人企業の成立・確立した20世紀初頭の合衆国において、果して効果的政策となり得たのかという問題である。

合衆国は、第1次世界大戦の勃発（1914年、そしてそれは連邦準備制度の成立と時期的に重なった）と、それへの参戦（1917年）に直面して、直ちにこの問題にぶつかってしまったのである。

諸外国が、巨額の軍需資金の調達を、合衆国の、発達整備を期待された短期金融市場（貨幣市場）からではなく、むしろすでに十分に発達を遂げていたニューヨーク証券市場に依存したことは、当然のことであっ

た。軍需に応じるため合衆国の巨大法人企業も、生産（設備）拡張等の資金調達を、同様に、証券市場に依存したことも自然の成行であった。連邦政府も巨額な公債を発行して連合国の支援にあたった。かくて、遊休資金のニューヨーク証券市場での運用は、戦争勃発以来アメリカの貿易収支の黒字増大、安全な避難所を求める世界各国の資金の流入等によって増幅されて、益々その重要性を高めてゆくこととなった。

こうした市場状況のなかで、コナント、そして、ウォーバークが、早くからその必要性を強調していた、短期証券の割引政策よりも、長期債券（とくに連邦債）を対象とした公開市場操作こそが、金融市場の安定（マネー・サプライの管理）を進める上に必要不可欠な金融手段だと認識されるようになったとしても至極もっともなことであったといえよう。と同時に「地域」に密着した中央銀行という連邦準備制度創設期の設立意図も、次第に練り直されてゆくことになった。

合衆国は、第1次世界大戦を劃期に、19世紀のように地域的利益を基盤にそれを守り抜くという保護貿易主義の国民国家ではあり得なくなっていた。世界経済のただ中にその国民的利益を押し出し、かつ他国の国民的利益と調和をはかりながら、国際政治あるいは国際経済の指導国として、重要な地位を担い始めたからである。

そのような意味で、連邦準備制度は、19世紀中葉以降のイングランド銀行のように、母国の「工業化」と「貿易促進」のための金融的条件の整備を第1の課題とした中央銀行の地位に安住出来る地位になかった。むしろ、証券市場における合理的資金調達と運用を欠くべからざる条件として、これに大きく依存しつつ、企業経営の整備（企業の再組織とそれに伴う新たな企業環境の整備）を進め、海外直接投資をも展望するに至った巨大法人企業に対して、そして、また、さまざまな条件から巨額な国債を発行せざるを得なくなった連邦政府に対して、安定した金融制度の整備と育成を担わなければならない、新しい型の中央銀行（寡占体制下の中央銀行）への展開を焦眉の課題とするに至ったといつてよい。

リビングストンの研究は、まだこのような問題を射程のなかに収めるまでに到ってはいない。だが、こうした問題を提起する上に重要な手懸りを与える緒口を探り出した研究だといつてよいだろう。その点で、研究史上重要な意義をもった研究だと高く評価されてよ

かろうかと思う。

### 注

- 1) この点については、さし当り、楠井敏朗『アメリカ資本主義と民主主義』多賀出版、1986年、第5章を参照。より詳細には、Vincent P. Carosso, *The Morgans: Private International Bankers, 1854-1913*, Harvard Univ. Press, Cambridge, Mass. 1987, pp. 535-547, を参照。
- 2) 差し当り、O.M.W. Sprague, *History of Crises under the National Banking System*, Washington 1910, Chap. V; R. Sobel, *Panic on Wall Street: A History of America's Financial Disasters*, New York 1968; 佐美光彦『国際通貨体制——ポンド体制の展開と崩壊』東京大学出版会、1976年、第2章; 吉岡昭彦「帝国主義成立期における再生産=信用構造の諸類型とポンド体制の編成」『資本と土地所有』農林統計協会、1979年、pp. 95-131, を参照されたい。
- 3) 同法の制定過程およびその歴史的意義については、James Livingston, *Origins of the Federal Reserve System: Money, Class, and Corporate Capitalism, 1890-1913*, Ithaca [N.Y.] 1986, pp. 181-187, を参照。
- 4) *Ibid.*, p. 184.
- 5) *Ibid.*, pp. 183-184. 反対者の立場は、「オールドリッチ法案」に関する聴聞会で証言した圧倒的多数の事業家や銀行家の意見に反映されていた。シカゴ・ファースト・ナショナル・バンクの頭取ジェイムズ・フォーガンの次の論評に注目すべきである。「ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴは西部最大の銀行である。しかし、最近の金融逼迫期に連邦政府から預託金を得るために、政府に預託しうるに必要な債券を借り入れることさえ全くできなかった」。Livingston, *ibid.*, p. 184.
- 6) *Ibid.*, p. 186. 「オールドリッチ・ヴリーランド法」は、「緊急通貨」発行のための適格証券として国法銀行によって保有されている証券 (any securities) を認めた。しかし、ここで大切なのは <any securities> という文言である。コマーシャル・ペーパー (commercial paper) も緊急時になされる銀行券発行の適格証券と認められた。しかし、州債や自治体債を除く銀行保有資産に基づいて「緊急通貨」が発行される場合には、いかなる銀行も、同法で新設される通貨協会 (currency associations) の運営委員会で決定される政策に従うべきものとされたからである。このことは決して無条件な認可とはいえない。 *Ibid.*, p. 187.
- 7) リビングストンは、「世論形成源の未曾有な形での動員」は、この時期のアメリカで、いったいどのような形で可能であったのかと問い、次のような仮説を提示した。第1は、大学およびその他学界、協会等の近代化によって発刊されるようになった機関誌が、20世紀最初の20年間に一斉に活版活動を開始したこと。そして、この機関誌ほど「教育者が教育されえ、かつ教育された」ものは他になかったこと。第2は、大学の近代化によって学問的素養をもった知識人が数多く生み出されるようになり、かれらが巨大法人企業に必要とされる新しい秩序形成に有益な人材であると理解されるようになったこと。とくに専門的エコノミスト層の増大は大きく、そのなかですぐれた人々が、自分たちこそ「実際上の問題」を解決しうる人物だと自覚し、大きな関心を示し始めたこと。第3は、巨大法人企業で働いている人が、大学および公教育制度の近代化に関係したり、革新主義的諸改革の担い手として活動しつつ、アメリカの知的舞台で不可欠な役割を担う人物になりつつあったこと。
- 8) *Ibid.*, p. 176. コロンビア大学主催のシンポジウムでは、同大学教授E・R・A・セリグマン (E.R.A. Seligman) の企画のもとに、ニューヨーク市の指導的な銀行家と金融問題関係のジャーナリストによって公開討論会が開催され、中央銀行掩護論が発表された。その全体像については、E.R.A. Seligman, ed., *The Currency Problem*, New York 1908, を参照。  
1907年12月、フィラデルフィアで開催されたアメリカ学会のシンポジウムでは、数人の著名な投資銀行家と通貨監督官ウィリアム・B・リッジリー (William B. Ridgely) が、中央銀行支持を論じた。同学会の諮問委員会には、A・B・ヘボン、J・P・モルガン、イライヒュー・ルート (Elihu Root), フランシス・L・ステットソン (Francis L. Stetson) 等が名を列ねた。また、1908年1月開催のアメリカ科学向上協会のシンポジウムには、2人の連邦議会議員と1人の著名な経済学者ジョン・B・クラーク (John B. Clark) と3人の銀行家フランク・A・ヴァンダリップ、ジョージ・E・ロバーツ (George E. Roberts, シカゴのコマーシャル・ナショナル・バンク), チャールズ・A・コナントが出席して、準備金集中の利益について講演した。
- 9) Livingston, *op. cit.*, pp. 176-177. また Seligman, ed., *The Currency Problem*, ix-xxvii, を参照。
- 10) Livingston, *op. cit.*, pp. 177-178. また Seligman, ed., *op. cit.*, pp. 3-18, を参照。
- 11) Livingston, *op. cit.*, p. 178. また Seligman, ed., *op. cit.*, pp. 21-40, を参照。
- 12) Livingston, *op. cit.*, p. 175. また Seligman, ed., *op. cit.*, pp. 43-59.
- 13) Livingston, *op. cit.*, pp. 179-180. また Seligman, ed., *op. cit.*, pp. 121-151.
- 14) Livingston, *op. cit.*, p. 180.
- 15) *Ibid.*, p. 188. 全国貨幣委員会 (NMC) の構成員は

- 以下の通りである。ネルソン・W・オールドリッチ (議長), エドワード・B・ヴリーランド (副議長), ジュリアス・C・バロウズ (Julius C. Burrows), ユージン・ヘイル (Eugene Hale), フィランダー・C・ノックス (Philander C. Knox), セオドア・E・バートン (Theodore E. Burton), ヘンリー・M・テラー (Henry M. Teller), ハーナンド・D・マネー (Hernando D. Money), ジョウジフ・W・ベイリー (Joseph W. Bailey), ジョン・W・ウィークス (John W. Weeks), ロバート・W・ボニンジュ (Robert W. Bonyng), シルヴェスター・C・スミス (Sylvester C. Smith), レミュエル・P・パジェット (Lemuel P. Padgett), ジョージ・F・バージェス (George F. Burgess), アルセヌ・P・プジョー (Arsène P. Pujo), アーサー・B・シェルトン (Azthur B. Shelton, 書記), A・ピアット・アンドゥルー (A. Piatt Andrew, 特別補佐)
- 16) Livingston, *ibid.*, p. 188.
  - 17) *Ibid.*, pp. 188-189.
  - 18) *Ibid.*, pp. 189, 198. この報告書は, それぞれ別個に上院報告書として提出され, 最終的には, *Publications of National Monetary Commission*, 20 vols., Washington 1910-1920, に纏められた.
  - 19) Livingston, *op. cit.*, pp. 203-213. この構想は, "Suggested Plan for Monetary Legislation: Submitted to the National Monetary Commission by Hon. Nelson W. Aldrich", 1911, として公表された. これには中間報告 (総頁20頁, 1911年1月) と, 修正された最終報告 (総頁24頁, 1911年12月) の2種類があり, いずれも第61議会第3会期, 上院資料No. 784に含まれている.
  - 20) Livingston, *op. cit.*, pp. 188-190. ウォーバークと親交のあったアメリカ経済学会の主要メンバーのなかには, 次の人々が含まれていた. E・R・A・セリグマン, トマス・N・カーヴァ (Thomas N. Carver), デイヴィス・R・デュウィー (Davis R. Dewey), H・R・シーガー (H.R. Seager), O・M・W・スプリグ (O.M.W. Sprague), アーヴィング・フィッシャー (Irwing Fisher), F・W・タウシグ (F.W. Taussig) である.
  - 21) 楠井敏朗『『アメリカ体制』と『ジャクソニアン・デモクラシー』』(5), 『横浜経営研究』IV/4, 1984年3月, を参照.
  - 22) 楠井敏朗『アメリカ資本主義と民主主義』, 第5章, および鈴木圭介編『アメリカ経済史』II, 東京大学出版会, 1988年, 第1章第3節「金融構造と金融資本の形成」(楠井執筆), とくに pp. 120-123, を参照.
  - 23) Livingston, *op. cit.*, pp. 184-185.
  - 24) この点については, E.W. Kemmerer, *Seasonal Variation*, Washington 1910, に詳細に述べられている.
  - 25) かつて楠井は, 連邦準備制度の成立を, ウェスト, テインバーレイク, Jr. 等の研究に依拠して跡づけながら, それが, イングランド銀行型中央銀行の設立を目射したものと述べた. そして, 1つは分権的構造, いま1つは, 国法銀行を主たる加盟銀行とする「地域」密着型の出資形態をとったことで, 連邦準備制度がイングランド銀行型中央銀行の一変種(アメリカ的特殊性を)であると指摘した. だが, いま, われわれは, リビングストンの研究に依りながら, このような理解をいくらか修正しなければならないように思う. それはリビングストンの提出した上記の2つの事柄, すなわち, 「問題点」と「調整点」そのもの, およびそれに対する現実の具体的解決方式とかかわっている. このような評価は, 最終的に本論文最終節, VI. Cを参照. また, 楠井の旧説については, 楠井『アメリカ資本主義と民主主義』第5章, および鈴木圭介編『アメリカ独占資本主義——形成期の基礎構造』弘文堂, 1978年, 第IV章(楠井稿); 鈴木圭介編『アメリカ経済史』II, 第2章第2節I, 第3章第3節I(楠井執筆)を参照.
  - 26) Livingston, *op. cit.*, pp. 190-191, 195. モラヴェッツ案は, Victor Morawetz, *The Banking and Currency Problem and the Central Bank Plan*, n.p., 1909, ミュールマン案は, Maurice L. Muhlemann, "A Plan for a Central Bank", *Banking Law Journal*, 26, 1909で提案された. モラヴェッツ, そしてハーヴァード大学教授O・M・W・スプリグは, とともに, 「中央銀行は合衆国では可能ではない」という考えに立脚して議論を展開した. かれらの考えは, リビングストンによれば, この点にかんするかぎりジェイムズ・B・フォーガンの考え方に類似していた. スプリグは, 支店制度が欠如している限り, 「中央銀行は, 割引率の操作といったような金融手段を用いて, 相対的に開発の遅れた地域に存在する最小の銀行を効果的に規律に服させることはできそうにない」という立場に立ち, 支店銀行存立という条件下での中央銀行の可能性を求めた. かれの構想については, O.M.W. Sprague, *Banking Reform in the United States*, Cambridge, Mass. 1911, pp. 141, ff., を参照. 他に, P.M. Warburg, *Federal Reserve System: Its Origin and Growth*, New York 1930, Vol. I, pp. 84-85, を参照.
  - 27) *Wall Street Journal*, September 22, 25, 29; October, 2, 5, 9, 13, 16, 20, 23, 27, 30; November 2, 6, 1909.
  - 28) Livingston, *op. cit.*, pp. 191-192.
  - 29) *Ibid.*, p. 192.
  - 30) *Ibid.*, p. 192.
  - 31) *Ibid.*, p. 192-193. コナントは, この公開市場での政府債の売却について次のように述べている. 「遊休貨幣 (idle money) は, これらの証券の売却によって買戻条件つきで一時的に貨幣市場から

引揚げられうるであろう」と。

- 32) Livingston, *op. cit.*, p. 193.
- 33) Warburg, *op. cit.*, Vol. I, pp. 49-50.
- 34) Livingston, *op. cit.*, p. 196; Warburg, *op. cit.*, Vol. I, pp. 50-51.
- 35) Livingston, *op. cit.*, p. 196; Warburg, *op. cit.*, Vol. I, pp. 51-52.
- 36) Warburg, *op. cit.*, Vol. I, pp. 52-53.
- 37) Livingston, *op. cit.*, pp. 201-203. ジェイコブス, ウォーバーク, ホランダールの論文は, 以下のとおりである。Laurence Merton Jacobs, "Bank Acceptances". (61st Congress, 2nd Session, Senate Document, No. 569, 1910); Paul Warburg, "The Discount System in Europe" (61st Congress, 2nd Session, Senate Document, No. 402, 1910); Jacob H. Hollander, "Bank Loans and Stock Exchange Speculation," (61st Congress, 2nd Session, Senate Document, No. 589, 1910). いずれも *Publications of National Monetary Commission*, Vol. xx, Washington 1911, Miscellaneous Articles, に収録されている。

本論文では, リビングストンの叙述をよりよく理解するために, これら3論文そのものを考察することにした。

- 38) Jacobs, *op. cit.*, p. 3, バンカーズ・ビル (banker's bill) とは, 自行宛に振出された手形に支払保証を与えた銀行の引受手形をいう。これには, 当時, 大きく3種のものがあつた。第1は, 荷為替手形 (documentary bill), 第2は, コマーシャル・ビル (commercial bill), 第3は, 金融手形 (financial bill) である。

荷為替手形は, 輸出業者が, 輸出の時点で, 輸出に要した諸経費を回収するために, 振出す手形のことである。この場合, 輸出業者は, これら諸経費を手形金額とし, ロンドンの有力銀行を名宛人とする外国為替手形を取組み, これに積荷証券, 運賃支払証および保険証券を添えて取引銀行に提示し, 取引銀行に買取ってもらい (割引), 諸経費を回収した。取引銀行がこれらの手形を買いとるのは, これらの手形がロンドンの有力銀行の引受があるからであるが, 通常は, 輸出業者が直接にロンドンの有力銀行とのあいだで引受契約を結んでいることはきわめて少なく, 大抵は, 取引銀行が, ロンドンの有力銀行とのあいだに取結んだコルレス関係を基礎に, 顧客に信用状を与え, ロンドンの有力銀行に手形引受を依頼している場合が多かった。

コマーシャル・ビルとは, 荷為替手形のような担保付手形ではなく, 外国 (とくにロンドン) の有力銀行との間でコルレス契約を結んでいる銀行が, その関係を基礎にして, 自らの顧客 (多くは輸入業者) に対して輸入代金支払の便宜をはかるため, 外国の有力銀行を名宛人 (支払人) として振り出す手形のことである。

金融手形とは, 各国の金利差に目をつけ, 低コストで資金を調達し, 高収益で資金を運用する目的で, 資金調達を望む高金利国の銀行が, 低金利国のコルレス銀行を名宛人として振出す手形のことである。Warburg, "The Discount System", pp. 6-13, を参照。

- 39) Jacobs, *op. cit.*, pp. 4-5.
- 40) Ibid., pp. 5-15.
- 41) Ibid., p. 15.
- 42) Ibid., pp. 15-20.
- 43) Warburg, "Discount System", p. 3.
- 44) Ibid., pp. 14-17.
- 45) Ibid., p. 20. ここで「その他」には, 金融機関 (financial institutions), 産業企業 (industrial corporations), 私企業 (private firm), 個人が含まれている。
- 46) Ibid., p. 20.
- 47) Ibid., pp. 22-23.
- 48) Ibid., p. 29.
- 49) Ibid., pp. 30-32.
- 50) Ibid., pp. 26-27.
- 51) Ibid., pp. 31-32.
- 52) Ibid., p. 32.
- 53) Hollander, "Bank Loans and Stock Exchange Speculation", p. 29.
- 54) Ibid., p. 9.
- 55) 国法銀行の1顧客 (1個人または1会社 [company, corporation, or firm]) に対する貸出枠は, 払込資本金の1/10以下に制限されていた。1864年6月3日制定の「国法銀行法」第29条の規定。C.F. Dunbar, *Laws of the United States relating to Currency, Finance and Banking, from 1789 to 1896*, revised ed., 1897, rep. ed., New York 1969, p. 183; A.T. Huntington/ R.J. Mahwhinney, compl., *Laws of the United States concerning Money, Banking, and Loans, 1778-1909*, Washington 1910, p. 344, を参照。
- 56) Hollander, *op. cit.*, pp. 11, 13-14. アメリカ国内で年々形成される「貯蓄」は, 20世紀初頭のこの時期, 近隣の商業銀行への預金の形態で蓄積されただけではない。生命保険会社にも同様に巨額の資金が集積されていた。このことは, ニューヨーク州議会の調査 (「アームストロング委員会調査」, 1905年) から明らかである。これら生命保険会社は, もはやこの巨額な資金の運用を投資銀行の手を通さないでは行ない得なくなっていた。これら生命保険会社は, 有力投資銀行の組織した債券・株式の発行引受シンジケートに参加していた。Vincent P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Cambridge, Mass. 1970, chap. 5 [日本証券経済研究所訳「アメリカの投資銀行」上, 『証券研究』55, 1978年], を参照。
- 57) Hollander, *op. cit.*, pp. 12-13.
- 58, 59) Ibid., pp. 14-16.

- 60) 例えばつぎのものが挙げられる。①ボルティモアの金融機関によるボルティモア市債への投資——これは、メアリーランド州およびボルティモア市の免税措置と結びついていた。②ある特定の銀行による特定の州および自治体債への投資——これは、多くの場合、将来当該州または自治体の公金預託機関となりうる可能性への期待によってなされたことが多かった。③貸付資金の回収不能のため没収された担保証券。Hollander, *ibid.*, p. 17.
- 61) Hollander, *ibid.*, pp. 17–18.
- 62) *Ibid.*, p. 18.
- 63) *Ibid.*, pp. 18–19.
- 64) *Ibid.*, pp. 20–21. 証券流通業者の場合に、有担保原則が貫徹した決定的な理由については、ホルンダーはつぎのように述べている。第1は、商事会社の取扱額に比較して証券流通業者の取引額の方が、必要とする資金の額において圧倒的に大きかったこと。第2は、むしろ証券流通業者側からの理由で、無担保貸付に頼ると、当該流通業者の財務上の欠陥(苦境)を告白することになるということ。第3は、より決定的な理由であるが、取引銀行に融資を求める際の担保物件が、商事会社か製造会社の場合には、移動不能品か、または未完成品であるか、いずれかであったのに対して、証券流通業者のばあいには、移動も容易かつ便利で、しかも市場価格を失うことも少なかったからである。したがって、例えば、在庫品が市場性と可動性を兼備していた綿花あるいは穀物、缶詰などの場合には、商事会社に対しても、取引銀行は、有担保原則を適用した。*Ibid.*, p. 21.
- 65) *Ibid.*, p. 22.
- 66) *Ibid.*, p. 22.
- 67, 68, 69) *Ibid.*, p. 26.
- 70) 「レイノルズ提案」とは、シカゴ・コンティネンタル・ナショナル・バンクの頭取であったジョージ・レイノルズ(George Reynolds)が、1909年9月13日にアメリカ銀行家協会長に就任した際の就任演説で発表した提案のことである。そこで、かれは、ドイツのライヒスバンク型中央銀行に賛成表明をした。
- かれの擁護した中央銀行は、つぎの3つのポイントを骨子とするものであった。①預金にせよ、準備金にせよ、合衆国既存の銀行のあいだに現存する諸関係に変更をおよぼすことがないこと、②かかる中央銀行は、3つの中央準備市(ニューヨーク、シカゴ、セントルイス)所在の国法銀行に対してのみ、準備金預託機関として機能すること、従って、③これら3都市の国法銀行は、いまままで通り、地方銀行の預金を保持し続けること。——Livingston, *op. cit.*, p. 190.
- 71) 詳しくは、Warburg, *Federal Reserve System*, Vol. I, Chap. III (pp. 49–55), The United Reserve Bank Plan, および, *Ibid.*, Vol. II, Chap. VI (pp. 117–161), A United Reserve Bank of the United States, を参照。
- 72) Livingston, *op. cit.*, p. 207.
- 73) *Ibid.*, pp. 207–208, この点については、楠井『アメリカ資本主義と民主主義』第5章, pp. 301–310, を参照。また、Warburg, *op. cit.*, Vol. I, pp. 180, 182, 188, 190, 196, 270, 296, を参照。
- 74) *Ibid.*, pp. 207–208. また Warburg, *op. cit.*, Vol. I, pp. 234, 241, を参照。ここでリビングストンの次の注釈を引用しておこう。「全国準備協会の諸機能は、事実上、ウォーバークが連合準備銀行に対して提案したものと同一であった。その目的は、割引市場を創出することであった」。「それは、貨幣市場における担保物件を譲渡性証券から為替手形へ移し、そのことで貨幣市場と資本市場を安定化し、過剰資本の流れを、株式市場投機から海外貿易や海外投資に方向づけることにあった」。*Ibid.*, p. 208.
- 75) Warburg, *op. cit.*, Vol. I, pp. 224, 226, 228, 230, 232–233.
- 76) Livingston, *op. cit.*, pp. 207–208, Warburg, *ibid.*, Vol. I, pp. 210, 212, 218, 220, を参照。
- 77) Livingston, *ibid.*, p. 208.
- 78) この3団体とは、ニューヨーク商工会議所、ニューヨーク商人協会(Merchant's Association of New York)、ニューヨーク生産物取引所(New York Produce Exchange)である。Livingston, *ibid.*, p. 208, および Warburg, *Federal Reserve System*, Vol. I, p. 63.
- 79) Livingston, *op. cit.*, pp. 208–209; Warburg, *Federal Reserve System*, Vol. I, pp. 62–74, を参照。
- 80) Livingston, *op. cit.*, pp. 209–210. リビングストンは、この新しい運動の主役が「中西部」出身者で占められていたことを「擬似中西部的配役」(quasimidwestern cast) と呼び、このことがまったく偶然なことではなかったと注釈を加えている。これは、1つには、インディアナポリス貨幣会議に対する敬意の表明であり、いま1つは、「改革運動はニューヨークよりもむしろインディアナポリスで発生した方が全国的に成功するチャンスが大きい」と唱導した、インディアナポリス貨幣会議の指導者ヒュー・ハンナの思惑と同系列の政治的現実主義に基づくものであった。
- 81) 1911年2月、オールドリッチ・インナー・サークルの専門家は、「全国準備協会計画」の骨子を公にするため、アトランティック・シティ(N.J.)で、主要銀行家の会議を開催した。ここでは、同「計画」の起草者7名の他、18人の銀行家が参加した。アメリカ銀行家協会通貨委員会の数名の委員も参加した。アメリカ銀行家協会によって提案された「改訂案」とは、この会議の1つの成果である。Livingston, *ibid.*, p. 209.
- 82) *Ibid.*, p. 209.
- 83) *Ibid.*, pp. 210–211.
- 84) *Ibid.*, p. 212.

- 85) プジョー委員会は、1912年4月25日の連邦下院決議に基づき、「通貨と信用の集中」の調査を目的に設置された下院銀行・通貨委員会の小委員会のことである。委員長はルイジアナ州選出民主党議員、A・P・プジョーで、プジョー委員会なる名称は、かれの名を冠した呼び名である。

同委員会は、設置決議後3週間後に関係者の聴聞会を開始したが、折から進行中の選挙戦への影響を考慮して6月末に一旦中断。選挙終了後12月9日に再開。翌1913年2月26日まで行なわれた。

この調査活動で重要な役割を演じたのは、同小委員会の調査官サムエル・ウンターマイヤーであったことはよく知られている。かれは、ニューヨーク市の高名な法廷弁護士として活躍していたが、この経験に基づいて、企業や金融に関する広汎な知識を用いて、金融界の要職にあった多くの人々に対して忌憚のない調査を繰り展げ、史上最も重要な調査報告書を作成した。

詳しくは、V.P. Carosso, *Investment Banking in America*, pp. 137-153 [日本証券経済研究所訳「アメリカの投資銀行」上, 『証券研究』55巻, 1978年, pp. 217-245], を参照。調査報告書は次のタイトルをもつものに纏められている。U.S. House, 62nd Cong., 3d. Sess., *Report of the Committee Appointed ... to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit*, Washington 1913; U.S. House, 62nd Cong., 3d. Sess., *Investigation of Financial and Monetary Conditions in the United States ...*, 3 vols., Washington 1913; *Money Trust Investigation: Hearings*, I, II, III, Washington 1913.

- 86) 注85)の研究の他、Vincent P. Carosso, *The Morgans*, pp. 627-641, をも参照。
- 87) Carosso, *Investment Banking*, p. 138 [邦訳, 上, p. 219].
- 88) カロッソは、プジョー委員会を支えたこの伝統的な企業理念の復活を、6年前のアームストロング委員会でのジョージ・W・パーキンス (George W. Perkins) の証言を支えた理念と比較対照して浮彫りしている。Carosso, *ibid.*, p. 136 [邦訳, 上, p. 219].

ここでパーキンスとは、ニューヨーク生命保険会社の副社長のまま、1901年2月、J・P・モルガンの勧誘を受入れて、ニューヨークのJ・P・モルガン商会のパートナーとなり、以後、J・P・モルガン商会が主幹事をつとめる巨大法人企業の株式・債券の発行保証引受シンジケートにニューヨーク生命の副社長の立場で参加し、重要な役割を担った人物である。同一人物が、一方で、巨額な遊休資金の運用に携る生命保険会社の責任ある地位にありながら、他方、同時に巨大法人企業の株式・債券の発行保証引受の主幹事をつとめる投資銀行の責任者であったという、この奇妙な職務上の二重性が、アームストロング委員会調査

のポイントとなったことは、改めて指摘するまでもない。

この委員会で、パーキンスははっきりと、本論文で繰り返し述べてきたかの「企業革新者」の立場から自らの行為を正当化し、企業活動を放任することの弊害を論じた。詳しくは、Carosso, *ibid.*, pp. 101-136 [邦訳, 上, pp. 176-216], を参照。

- 89) ここで少数の投資銀行とは、J・P・モルガン商会、ファースト・ナショナル・バンク (N.Y.), ナショナル・シティ・バンク (N.Y.), リー・ヒギンソン商会、キダ・ピボディ商会、それにクーン・ローブ商会である。Carosso, *ibid.*, pp. 136-155 [邦訳, 上, pp. 217-245].
- 90) ここで「他人の貨幣の支配」とは、自行が集めた預金だけでなく、諸他の金融機関に対する株式投資を通じて支配した「他人の貨幣」も含まれていた。Carosso, *ibid.*, pp. 142-144 [邦訳, 上, pp. 223-227]. 例えば、J・P・モルガン商会は、ファースト・ナショナル・バンク、ナショナル・シティ・バンク、エクイタブル生命保険会社などの株式を取得し、これら銀行および会社の他人資金を支配する立場にあった。Ibid., p. 153 [邦訳, 上, p. 239].
- 91) Ibid., p. 153 [邦訳, 上, p. 239].
- 92) Livingston, *op. cit.*, pp. 217-218.
- 93) 関連して、楠井『アメリカ資本主義と民主主義』, 第5章, を参照。
- 94) 創設当初連邦準備銀行の再割引の対象となった適格手形には次のものが含まれた。①加盟銀行の裏書のある現実の商取引 (商工農上の目的) で振出された note, draft, bill of exchange, ②輸出用農産物その他の商品担保で振出された note, draft, bill of exchange. 但し, ①, ②とも90日以内に満期到来のもの。③農業目的または家畜担保で振出された6カ月以内に満期到来の note, draft, bill of exchange. 但し, これは、連邦準備局の割当限度額内に限定された。なお、合衆国政府債 (長期債, 短期債) を除く、株式, 債券, その他の投資証券を取引する目的で振出された note, draft, bill of exchange は対象外とされた。楠井, 前掲書, 第5章, を参照。
- 95) 楠井, 同書, p. 308.
- 96) 楠井, 同書, p. 303.
- 97) 楠井, 同書, p. 304.
- 98) われわれは、同様に、同著作の副題が「貨幣・階級および法人資本主義」というタイトルをもっていることに注目しておこう。したがって、この問題こそリビングストンの主たる関心事であったといつてよからう。
- 99) 楠井敏朗「連邦準備制度成立の社会経済的背景」(上)『横浜経営研究』XII/3 (1991年), pp. 35-36.
- 100) 楠井, 同論文(上), p. 45.

101) Livingston, *op. cit.*, pp. 219-221.

102) *Ibid.*, pp. 222-223. リビングストンがとくに重視したのは、ニューヨーク経済クラブ運営委員会で活動し、ニューヨーク商人協会でも積極的な役割を演じた、アーヴィング・T・ブッシュの活動である。かれは、本文で指摘したように、

全国市民連盟のニューヨークでの指導者であった。*Ibid.*, pp. 224-227. これについては、リビングストンの依拠したブッシュのウォーバーク宛書簡(1913年8月7日付)を参照されたい。  
Bush to Warburg, August 7, 1913, in Warburg, *Federal Reserve System*, Vol. I, pp. 678-681.  
[くすい としろう 横浜国立大学経営学部教授]