

法人資本主義の成立・展開・変質（中）

——20世紀アメリカ資本主義の発展構造——

楠 井 敏 朗

II 法人資本主義の成立

E 第1次世界大戦のアメリカ経済への影響と 1920年代の「繁栄」(1)

5. ビジネス・システムの変化

産業構造の分析を通じて大きく変化しつつあったアメリカ産業の基礎的諸事実を統計的に跡づけたところで、以下これと密接に関連したビジネス・システムの再編成について整理しておかねばならない。

まず第1に特筆すべきは、フォード社による「移動式組立ライン」^{ムービング・アッセンブリー}導入による自動車の量産体制の開始である¹⁾。1913年、フォード社は、数年間の実験成果を踏まえて、最も効率がよくかつパワーに富んだT型車の生産にこの生産方法を採用した。同時にこれまで試みてきた他のモデル（車種）のすべてを放棄し、専らT型車の生産に集中したのである。T型車は、軽快で操作し易かったから、1908年の販売直後から人気が高かった。

デトロイトのハイランド・パーク（Highland Park）に集中された同社の新工場（1910年開設）は、コンベア・ベルトを動かす動力に電力を用い、生産のスピードアップと規則性の増大に貢献した²⁾だけではない。工場の生産管理方式とビジネス・システムの革新をもたらした。

フォード社は、部品、付属品等自動車の生産に必要な一切を他社から購入し、専ら組立産業

に徹するというビジネス・システムを採用した。これだけならばすでに19世紀初期から始まっていた「アメリカ式工業生産」（American System of Manufacture：部品互換性による量産方式）の伝統を継承したものにすぎなかった。フォード社の革新は自動車の組立て生産に「流れ作業工程」を導入したところにあった。この革新は次の成果をもたらした。

第1は、自動車の生産性が急速に高まり、製造原価が激減したことに加え、顧客の需要に応えることが容易となり、販売台数が急増したことである。1905年には810ドルであったT型車は、1916年には360ドル、1924年12月～1925年には290ドルまで低落した。販売台数は、1911年には39,640台であったものが、1913年には182,311台、1917年には740,770台となり、1921年にはT型車は、合衆国の自動車の総売上げ台数の55.67%を占めるに至った³⁾。

第2は不熟練（未熟練）労働者の雇用が可能となったことである。フォード社ははじめから熟練労働者による工場内生産管理方式（19世紀のアメリカ生産管理方式）、したがって、また、労働者の組合結成に反対する考え方をもっていた⁴⁾が、その現実的基礎を確実にしたと云ってよい。「移動式組立ライン」の導入が企業者=経営者による労働管理の決定的用具となり、その後のアメリカ工場生産に定着した。

第3は、単調な単純労働の反復による精神的

苦痛を償う方法として、労働者に対して1日8時間労働制（ただし、1日2交替制）の採用と、日給5ドルの最低賃金を保証したことである⁵⁾。

第4は、支払われるこの賃金で、自社の労働者にもT型車の購入が可能となり、T型車が大量車として普及する条件をつくったことであった。

第5は、販売増によって獲得された利益を、ヘンリー・フォードがかつて勤務していたエジソン電灯会社 (Edison Illuminating Company) の先例に倣って、再投資に回し、同社の経営拡張に向けたことである。

フォード社について付記すべきことは、「フォードイズム」と呼ばれているこの生産管理とビジネス・システムの構築が、ヘンリー・フォードただ1人の個人的才能によって達成されたものではなかったということである。かれとつねに行動をともした研究スタッフの協力の賜物であった。研究開発への多額の出費と大量の時間の支出が忘れられてはならない⁶⁾。

フォード社の革新によって量産量販の礎石をおかれた自動車産業の確立は、社会経済的にも革命的な影響を及ぼしたことに注意を払っておかねばならない。石油精製業の革新（熱分解蒸留法の導入）、精鋼技術の改善（ストリップ・ミルの導入）、ガラス、ゴム、ラッカー等自動車関連産業の勃興、さらに道路交通網の整備⁷⁾と、居住条件の変化（住宅地の郊外への移転）、これに伴う消費財のマーケティングの変化（チェーン・ストアの発達）などがある。19世紀の「鉄道時代」から20世紀の「自動車時代」への転換とそれに伴う関連産業の発達と言い換えてもよい。

ここでわれわれは、ゼネラル・モーターズ社 (GM社) の発達についても議論しておかねばならない⁸⁾。

GM社はフォード社がT型車の製造を開始した1908年に、ピューイック社とオールズモビル社などの組立会社の他、部品、付属品の製造会社25社を垂直的に統合し、持株会社として設

立されたものであった。その発展には、A・D・チャンドラー、Jr.の研究で明らかにされているように紆余曲折があった。が、1920年代のアルフレッド・P・スローンによる組織改革（事業部制組織の導入）と、かれの経営戦略によって独自の展開を示した。フォード社が生産工程の合理的変革を通して合衆国のビジネス・システムに大きな改革をもたらしたとすれば、GM社は自動車需要動向の変化に焦点を合わせて、新しい型の生産＝販売管理方式を確立したところに意義があった。スローンによって創造された新しい経営戦略とは、他でもない「多角化戦略」であった。

GM社が「多角化戦略」という新しい経営戦略を採用し成功するに至った事情を理解するためには、ここで20世紀初頭の合衆国の社会構造の変化に言及しておかねばならない。それは、一言でいってフロンティアの消滅、東欧・南欧からの移民の大量流入、黒人の「北部」への移住、そして巨大法人企業の成立に伴う「新中間層」と呼ばれた社会層の成立、これらが、この変化をもたらした、「都市」空間の変化といえる。

この時期合衆国では、「都市」が急速に発達し、「都市」人口も急増した（本論文、(上)、第1表参照）。「都市」は中心部からドーナツ型に周辺に向かって居住空間を拡げていた。そして郊外には比較的所得の高い社会層（医師、弁護士、会計士など）が住み、中心部にはオフィスや賃金労働者の住居が残された。郊外には新しい小売形態、チェーン・ストアが発達し、便利な電化製品（冷蔵庫、洗濯機、ラジオ）やファースト・フードの食料品や衣料品を売った。耐久消費財の購入が普及するにつれ、生活条件を豊かにする金融手段として割賦販売制さえ開発された⁹⁾。

20世紀初めのこのような都市空間の変化とそれに伴う生活様式の変化が、フォード社に代るGM社発展の基盤であった。新中間層は所得の増加とともに賃金労働者や農民たちと同じ画

一化された T 型車に満足出来なくなった。かれらは自分の所得に見合った車を要求し始めたからである。ビューイク、キャディラック、オークランド、オールズモービル、シェブラレイ、ポンティアックといった GM 社に統合された各社は、いまや A・F・スローンの経営戦略のもとで GM 社を構成する事業部に再編成され、それぞれが GM 社全体の経営戦略に沿った分業原理のもとで、消費者の要求の応じて自動車生産を開始したのである。社会的分業の経営内分業への再統合という形で始まった 19 世紀末以来の企業合同の運動は、この時期に至って消費者の要求に合った多品種の製品を、同一企業内で生産する「多角化」された企業活動を生み出すに至ったといつてよい。GM 社は各事業部の専門的生産によって高級車から大衆車までの各種の車を効率的に生産することに成功したのであった。フォード社の開発した量産体制の原理が各事業部で貫徹されながら、他方、同時に、GM 社全体では、社会的需要に合致した多種類の車を計画的に生産したところに、GM 社の経営戦略の画期的意味があったといわねばならない。「近代的産業企業内部における市場分割」(market segmentation in modern industrial firm)といわれている戦略である。この経営戦略は成功した。同社のアメリカ自動車市場に占める占有率は、1924年には19%であったが1927年には43%に上昇した。また同年の純利益は2億7600万ドルとなった。フォード社は、この同じ年、独自に開発した T 型車専一生産方式を放棄した¹⁰⁾。

第2に化学工業の発展について論じておかねばならない。

合衆国の化学工業は、すでに1880年代末から1890年代にかけて経営的基礎がおかれていた。①炭素電極、さらし粉、苛性ソーダ、塩素、マグネシウムなどの工業用大量生産の開始、②海外で発明された化学製品の特許取得と実用化の動き（ノーベルのダイナマイト製造法、ソルヴェイ兄弟の合成アルカリ化合物製造法、カール・フォ

ン・リンドの工業用ガス液化法の導入）、さらに③石炭化学の諸製品（瓦、クレゾール、アスファルトなどの完成品の他、トルエン、ベンゼンなどの中間製品）の製造などであった¹¹⁾。だが、概していえば、この分野の国際競争力は、ドイツの諸企業に比べて劣っていた。世紀交替期にアメリカ産業を捉えた企業合同の動きは、新技術の導入そのものが革命的であったこともあって、化学工業にはそれほど大きな影響を与えなかったようである。

こうした一般的傾向のなかで特筆しておかねばならないことは、デュポン社 (F. L. DuPont de Nemours Powder Company)¹²⁾、ゼネラル・ケミカル社 (General Chemical)¹³⁾、バネット社 (Banett Company)¹⁴⁾の成立であった。これらの巨大企業は、それぞれ爆薬、合成アルカリ、硫酸の製造面で、独占的に市場シェアを有していた企業であった。

電気化学工業¹⁵⁾および有機化学工業、とくに染料や医薬品工業の面では、ドイツの技術に依存することが多く、ドイツ系の企業がアメリカ市場を支配していた¹⁶⁾。

第1次世界大戦は、こうした土台の上で、カーボン、窒素化合物、ナトリウムその他の基礎化学工業の発展を促した。なかでもこの時期のデュポン社の動きは、特筆すべきものがあつた。

デュポン社は、これまで爆薬の生産に特化してきた特性で、大戦中に惹き起こされた軍需に大きくかわり、売上高を著しく伸ばし、生産設備の拡張を続けて来た。だが、この時期のデュポン社のアメリカ・ビジネス・システムに与えた画期的な影響は、この偶発的好機を、永続的な企業発展のバネに活用した独創的な経営戦略の構想とかかわっていた。デュポン社は、やがて直ぐ訪れる戦後の景気低迷を予測し、発射火薬の生産に関連して製造される副産物（窒素、乳酸、アルコール、トルエンの他、ジフェニルアミン、アンモニウム・ピクニン塩酸、アニリン）を、他の工業目的に有効に利用する方法を研究・開

発したのであった¹⁷⁾。そして、これまでも手懸けていた人造皮革、セルロイド製品などの生産に加えて、塗料、ラッカー、顔料、染料、フィルム、人工繊維（レイヨン）の大量生産に踏み切り、経営の多角化に成功したのであった¹⁸⁾。それだけではない。同社はその戦略路線に沿って研究・開発投資を増大させたり、企業買収を進め、企業活動の成長を進めたのであった。これまで同社の生産していなかった中間生産物を生産していたグレセリー化学社（Gresseli Chemical [1928]）¹⁹⁾、LESSLER & HASSLACHER 化学社（Roessler & Hasslacher Chemical [1930]）²⁰⁾の買収がこれである。

第3に1920年代の企業合同のうごきと、それに関連した産業構造の変化について述べておかなければならない。

その前にまず、戦争終結とともに戦時中の統制経済が解除されたこと、労使関係に揺れ戻しが起こったことに言及しておく必要がある。

まず、「交通運輸法」（Transportation Act, 1920年）で、鉄道会社は民間業務に復帰し、州際商業委員会（ICC）の管理下に戻された。また、1920年にはピークに達した労働組合活動（同年の組合加入者は500万人以上）は、鉄鋼ストの敗北（1819年）と「プラム計画」（“Plumb Plan”）の失敗（1920年）以後急速に衰退化を跡った。とくに注目すべきは、電機、化学など1920年代のアメリカ経済の牽引力となつた産業での無組合化の状態であり、自動車、石油、ガス採掘部門での組合活動の低迷であった²¹⁾。

こうした状況のなかで合衆国のビジネス・システムは新たな発展期を迎えた。この新たな発展にインパクトを与えたものは、この時期の企業合同（アメリカ史上第2回目の企業合同運動）であった。1920年の判決で、連邦最高裁判所が「独占禁止法」違反で提訴されたU・S・ステール社に対して、本論文（上）で明らかにしておいた「条理の原則」を適用し、提訴を退けたことが、この時期の企業合同運動を促進する上で大きな刺激となったことは、改めて述べる

までもない。このことは産業界に大きな影響をもたらし、「一般的福祉」と「公共の利益」に反しないかぎり企業合同を容認することが、社会的通念となった。企業合同はアメリカ経済が戦後不況から立ち直る1923年頃から急速に進み、1929年に頂点（1,245件）に達したが、総計5,846件という大きさに達したのである。これに伴って、全産業企業の資産総額に占める上位100社の資産の割合は、1925年の35.6%から1931年には43.9%にまで飛躍した²²⁾。

ところでこの時期の企業合同の特徴は、鉄鋼業のベスレヘム社（Bethlehem Steel）²³⁾やリパブリック社（Republic Steel）といったLittle Steel、あるいは食品産業のナショナル・デアリー社²⁴⁾（National Dairy）やゼネラル・フーズ社²⁵⁾（General Foods）のような業界第2ランクの企業によって主導された企業合同であったことである。その他、セメント、ガラス、石油精製、農業機械などの業種でもこの傾向がみられた²⁶⁾。

「独占化」というよりもむしろ「寡占化」の傾向を強めたこれらの企業合同は、先にみたゼネラル・モーターズ社やデュポン社が追求したのと同様に、「多角化」戦略を追求した。これらは、資源と技術の有効利用によってコストの削減を狙っただけではない。企業の「成長戦略」を新製品の開発と新市場の開拓においたところに特徴があった。

関連して指摘しておかねばならないことは、寡占化した巨大法人企業の海外進出であった。スタンダード・オイル・ニュージャージ社（Standard Oil of New Jersey）等によるベネズエラやコロンビアの油田開発、アナコンダ社（Anaconda Copper Corp.）やケネコット社（Kennecott Copper Corp.）のチリ銅山開発、ファイヤストーン社（Firestone Tire & Rubber Co.）やグッドイヤー社（Goodyear Tire & Rubber Co.）、U・S・ゴム社（United States Rubber Co.）のマラヤ、スマトラ、フィリピンでのゴム園経営、国際電信電話社（ITT）のプエルトリコやキ

ューバへの進出、フォード社のカナダやイギリス等での組立子会社の設立であった²⁷⁾。「多角化」戦略に加えて「国際化」戦略が巨大法人企業の経営戦略となり始めたことに注目しておかねばならない。

F 第1次大戦のアメリカ経済への影響と1920年代の「繁栄」(2)

——金融構造の変化と1929年恐慌——

1. 第1次大戦と連邦準備制度の成立

まったく偶然のことであったが、第1次大戦の勃発（1914年7月）と連邦準備制度の成立（1913年12月）がほとんど時を同じくしていたことは、その後の連邦準備制度の性格と金融構造の特徴を規定してゆく上で決定的なこととなった。

連邦準備法の制定から業務開始（1914年11月）までの約1年間はいわば準備期間であった。この間、連邦議会によって委嘱されたリザーブ・オヴ・バンク・オーガニゼーション・コミティー準備銀行設置委員会（財務長官、農務長官、通貨監督官より構成）による12の準備区の線引き、12連邦準備市（ボストン、ニューヨーク、フィラデルフィア、クリーヴランド、リッチモンド、アトランタ、シカゴ、セントルイス、ミネアポリス、カンザスシティ、ダラス、サンフランシスコ）の選定、準備銀行内部の組織の整備（統一会計制度の設立、報告や検査に関する取決め、地区間決済制度の組織化、割引政策に関する諸規則の整備）などの業務が行なわれた²⁸⁾。

連邦準備制度の業務開始を待ち受けていたものは、国際的にみても合衆国自体にとってもまったく予想外のつぎの事柄であった。第1は、19世紀末から20世紀初頭ロンドン金融市場中心に編成されていた国際金本位制の仕組み（多角的貿易決済機構）が機能麻痺状態に陥ったことである。第2は、これまで合衆国に投資されていたヨーロッパ（とくにイギリス）資本が大量に引き揚げられたことである²⁹⁾。第3は、これと踵を接してヨーロッパから貨幣用金の流入が開始されたことである。そして第4は、合衆国

の参戦（1917年）とともに戦費調達のため巨額な合衆国公債の発行が進められたことである。

合衆国が債務国から債権国へ転換したことについては、すでに跡づけておいた³⁰⁾。ここでは巨額な貨幣用金の流入、合衆国公債の発行、そして1920年代になって際立った特徴となる外債の発行が、アメリカ金融市場にどのような影響を与えたかについて解明しておきたい。

a. 貨幣用金の流入とアメリカ金融制度

連邦準備制度はつぎの2つの課題を背負って設立された。第1は19世紀末から20世紀初めに巨姿を現わした巨大法人企業によって企業金融の方式が変化したことを受けて、合衆国の金融・資本市場を新しい時代的要求に合致した市場に再編成すること、第2は、巨大法人企業の海外市場への進出のために金融的条件を整備することがこれである。

だから、巨額な貨幣用金の流入をどう調整するかという問題は、設立構想の段階には夢想だにされなかった新しい問題であったといつてよい。国際金本位制が機能していた時代、貨幣用金の流入は、当該国にインフレーションを惹き起こし、その結果外国品の輸入が増進され、貨幣用金は再び流出に転ずると一般に考えられていた。ところが、実際には、合衆国に流入した貨幣用金は、大方の予想を裏切ってしまった。新設された連邦準備制度が、流入した巨額な貨幣用金を流通外にプールしてしまうという思いがけない機能を果たしたからである。

ここで、設立された12の連邦準備銀行の期待された機能・役割を思い出しておかねばならない。それは、当該準備区内の加盟銀行に対して「最後の貸手」として機能する役割に他ならない。すなわち、資金逼迫期に加盟銀行に対して、その保有するコマーシャル・ペーパーまたは銀行引受手形を再割引するか、あるいはこれら適格手形を担保にして貸付けるかして連邦準備信用フエデラル・リザーヴ・クレディットを与え、加盟銀行の準備（預金に対する支払準備）を補強し、加盟銀行を

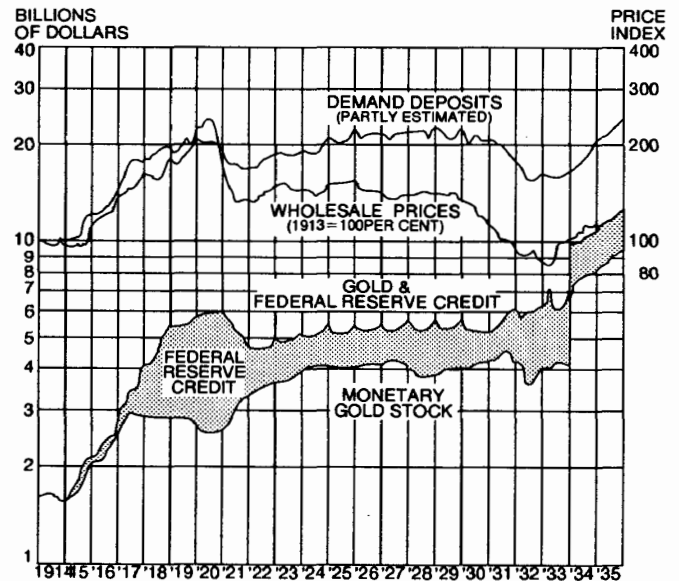
金融危機から保護するという役割である³¹⁾。

ところが、こうした期待された関係は、まもなく次の慣行を定着させた。すなわち、加盟銀行は、逼迫期には連邦準備銀行に依存するが、緩和期にはこれから相対的に自立した活動をするという慣行がこれである。これは、政策によって意図された役割が十分に機能し始めたことの何よりの証拠であったと考えられてよからう³²⁾。実はいま問題にしている、流入した貨幣用金が流通外にプールされてしまうという事態は、このような慣行の成立によって生み出された結果であったことに留意されたい³³⁾。

加盟銀行は取引の過程で貨幣用金を受けると、必要金準備高（法律で定められた準備率で規定されるそれ）を超過した場合には、これをもって連邦準備銀行への返済に充用したのであった。したがって、流入した貨幣用金は直ちに銀行信用（貸出）の増大と結びつかず、物価を大きく上昇させることもなく連邦準備銀行の金庫に保蔵されてしまうことになった。緊急時に加盟銀行に対して「最後の貸手」となるという期待された役割は、貨幣用金の流入に対してこのような役割を果たすことになった。流入した貨幣用金の再編成されたアメリカ金融制度へのビルトインの過程に他ならない³⁴⁾。

事実に基づいて確認しておこう。第1図を参照されたい。加盟銀行は大戦中連邦準備銀行からの借入れ（連邦準備信用）に大きく依存した。とくに参戦から1920年の戦後恐慌後までは著しかった。この時期の銀行に対する貸出需要が増加したためである。したがって連邦準備信用の増加と要求払預金^{ダイヤモンド・デポジット}の増加は同じ歩調で進展した。だが1922年以後景気が落ち着き貸出需要が安定した上、1920年代初めから再度貨幣用金の流入が増加するに至ると、加盟銀行は取引過程で受けとった貨幣用金をもって大戦中に依存した準備銀行信用を返済し、身軽になった³⁵⁾。連邦準備信用の減少と貨幣用金の増加が同時に進み、両者の和が1920年代を通じてほぼ一定水準に安定している事実に注目されたい。これに

第1図 1914～1936年の要求払預金、御売物価指数、貨幣用金のストック、連邦準備信用
(単位10億ドル)



(出所) Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market*, New York 1936, p. 274.

伴って、大戦中に上昇した卸売物価も、戦後恐慌時（1920—21年）に低落した後は、ほぼこの水準に安定した。

ここで留意しておきたいことは次ぎの事実である。それは、連邦準備信用に貨幣用金残高を加えた総額は、1920年代を通じて微増に留まり、殆ど安定した水準に維持されたという事実に他ならない。このことは、W・R・バージェスが指摘しているように、連邦準備信用が、早くもこの時期、貨幣用金と同様に、加盟銀行にとって「準備」として機能し始め、相互に補完し合う関係に入ったことを意味している³⁶⁾。

b. 合衆国公債の発行とアメリカ金融制度

合衆国では第1次大戦中戦費調達のため、前後4回に分けて170億ドルの長期および短期の自由公債と、戦後になって45億ドルの中・短期戦勝公債が発行された³⁷⁾。その他長期債の発行を円滑にするために、1年内に満期になるサーティファイケイト・オヴ・インデツテイドネス政府債務証券が190億ドル発行された。ここでは、この巨額な合衆国公債（以下国

第1表 商業銀行によって保有された合衆国公債 (億ドル)

年次	合衆国公債* 発行残高	全銀行の貸出および投資**			連邦準備制度加盟銀行の貸出・投資****		
		銀行数	貸出・投資総額	合衆国公債保有高	銀行数**	貸出・投資総額	合衆国公債保有高
1914年	11.9	26,150	207.9	8.3(4.0%)		85.0	7.6(8.9%)
1915	11.9	26,511	214.7	8.1(3.8)	7,614	98.6	7.4(7.5)
1916	12.3	26,850	245.9	7.6(3.6)	7,571	112.8	6.9(6.1)
1917	29.8	27,463	282.9	16.4(5.8)	7,652	169.0	17.6(10.4)
1918	124.6	28,091	318.1	35.1(11.6)	8,212	205.3	34.7(16.9)
1919	254.9	28,489	365.7	58.1(15.9)	8,821	247.8	33.2(13.4)
1920	243.0	29,715	415.7	45.8(11.0)	9,398	255.3	26.2(10.3)
1921	239.8	30,419	399.0	43.3(10.9)	9,745	234.8	22.5(9.6)
1922	229.6	30,086	398.4	49.9(12.5)	9,892	255.8	37.5(14.7)
1923	223.5	29,827	436.1	58.3(13.4)	9,856	264.9	36.0(13.6)
1924	212.5	28,996	450.7	55.9(12.4)	9,650	287.5	38.7(13.5)
1925	205.2	28,479	487.1	57.6(11.8)	9,538	308.8	37.3(9.3)
1926	196.4	27,854	514.7	55.1(10.7)	9,375	316.4	33.9(10.7)
1927	185.1	26,765	536.5	54.0(10.1)	9,099	342.5	39.8(11.6)
1928	176.0	25,944	576.8	58.8(10.2)	8,929	356.8	43.1(12.1)
1929	169.3	25,113	589.0	55.0(9.3)	8,707	359.3	38.6(10.8)
1930	161.9	23,855	585.6	55.0(9.4)	8,315	348.6	41.3(11.8)
1931	168.0	21,907	552.7	66.6(12.1)	7,782	347.3	50.0(14.4)
1932	194.9	19,041	433.1	69.0(15.9)	6,980	274.7	65.4(23.8)
1933	225.4	14,523	403.1	82.0(20.3)	5,606	252.2	72.5(28.8)

* *Historical Statistics of the United States*, 1975, pp. 1117-8.

** *Banking and Monetary Statistics, 1914-41*, 1943, p. 18.

なお、この数字はすべて、6月末日のものである。

*** *Historical Statistics of the United States*, 1975, p. 1023.

**** *Banking and Monetary Statistics*, 1943, pp. 72-74.

()内の百分比は、合衆国公債保有高の貸出・投資額に対する割合である。

債と記す)が、アメリカ金融制度にどのような形でビルトインされたかを跡づけておきたい。

まず、第1に、1914年には11億9000万ドルに過ぎなかった国債残高が戦時中に急増し、1919年に約254億8000万ドルとピークに到達したあと、10年後の1929年には約169億3000万ドルにまで減少した事実注目しておきたい(本論文[上]第8表および[中]第1表を参照)。この急速な償還は、国債の買手が広く一般民衆にも及んでいたことから、民衆の手許にこれに代る金融資産の購入を可能にさせる余裕資金をもたらすことになった³⁸⁾。

第2は、償還されないで累積された国債の処遇である。第1表をご覧ください。ここには商業銀行に保有された国債残高が示されてい

る。連邦準備制度加盟銀行(以下加盟銀行と記す)と全銀行を比較した時、貸出・投資額に占める割合が、参戦前には全銀行では5%以下、加盟銀行でも10%以下であったのが、参戦後はいずれも10%を超えた事実注目されたい。両者の保有比率は1926年までは殆ど変わらないが、その後は加盟銀行の方が若干上回っている。連邦準備制度の設立とともに国法銀行が発券業務を失い、制度上発券の保証準備として国債保有を必要としなくなった時だけに、この国債保有割合の増加の経済的意味は、どうしても確認しておかねばならないことになる。

第2表は、連邦準備制度が公開市場操作と加盟銀行への信用供与を通じて、国債とどう関わったかを示したものである。

第2表 12の連銀による国債を対象とした公開市場操作と加盟銀行に対する国債担保手形貸付

(単位1000ドル 各年12月31日)

年次	12連銀の 国債保有 総額	国債を対象とした公開市場操作			加盟銀行への証券担保手形貸付	
		総額	Bond	Treasury** notes & certificates	Government obligation	その他 の証券
1915年	15,856	—	—	—	—	—
1916	—	56,750	56,750	—	—	—
1917	—	*88,600	88,600	—	—	—
1918	—	5,850,348	74,516	5,775,832	—	—
1919	—	4,737,920	1,757	4,736,163	1,157,766	8,275
1920	287,029	7,988,310	332	7,987,978	869,510	17,907
1921	—	3,847,094	38,532	3,808,562	443,722	17,752
1922	436,155	4,505,801	350,196	4,155,605	328,172	10,035
1923	133,566	3,500,903	62,837	2,354,106	349,766	6,292
1924	540,160	2,257,018	118,312	1,912,092	185,564	21,849
1925	374,568	2,317,082	38,037	1,575,499	380,279	72,374
1926	314,820	2,608,045	137,162	2,051,191	364,169	97,575
1927	616,516	6,356,134	446,137	5,169,618	417,566	74,389
1928	228,064	4,238,790	48,913	3,118,533	658,242	180,573
1929	510,587	—	—	—	352,773	105,607
1930	729,467	—	—	—	88,989	62,297
1931	816,960	—	—	—	317,535	102,262

* 短期政府債務証券 (certificates of indebtedness) を除く。

** 短期政府債務証券を含む。

(出所) *Statistical Abstract of the United States, 1925, Wash., 1926, p. 240.*
Ibid., 1932, Wash., 1932, pp. 231, 234.

これを見ると準備銀行は、全国商業銀行保有の国債の調整に当たただけではなく、これを通じて全国の銀行信用を調節したことが明らかとなる。加盟銀行保有の国債（中長期債）が、銀行引受手形³⁹⁾および再割引適格手形⁴⁰⁾とともに、準備銀行から信用供与を受ける際の担保証券となったのは1916年9月の連邦準備法の改正以後である。連邦準備制度は、大戦中の貸出需要の増大に対応する一方法として、適格手形の再割引に加えて、適格手形を担保とした手形貸付を加盟銀行に認め、同時に、国債担保の手形貸付をも認めたのであった。

ついでに後段の議論との関係で記憶しておいた方がよいことは、次の事実である。すなわち、銀行恐慌のなかで、1932年2月「グラス=ステューガル法」(1932年)が制定されて、国債が連

邦準備券発行を保証する適格証券となったという事実⁴¹⁾に他ならない。

ところで準備銀行の行なうもう1つの信用調節策である公開市場操作は、連邦準備法において次ぎの目的のために認められたものであった。①準備銀行の営業収益の拡大、②割引政策の促進効果、③商業引受手形 (trade acceptance) と銀行引受手形の使用促進、④割引市場設立への刺激、⑤金融機関間の競争の弱い地方での金利引下げ効果の強制などがこれである⁴²⁾。参戦前には割引政策よりもかなり重要な役割を果たしていたが、参戦後は加盟銀行が連邦準備信用への依存度を高めたことから、重要性は無視しうるほどになっていた⁴³⁾。しかし、1920年代になると、この政策は、準備銀行の貸出政策を補完する機能として定着し、重要度を高めてい

った。

こうしたなかで全国銀行によって保有された国債は、どのように処遇されたか。

貸出政策が加盟銀行のイニシアティブで行なわれた準備銀行の信用調節手段であったのに対して、公開市場操作は、準備銀行のイニシアティブで進められた調節手段となり、相互依存関係を強めたことである。買操作は加盟銀行に対して「準備」を提供したことで、加盟銀行の準備銀行依存プレッシャーを軽減し、加盟銀行の貸出増大を促す手段となった。これに対し、売操作は加盟銀行にとって「準備」の減少を意味したから、加盟銀行の手持受取手形の売却やブローカーズ・ローン（株式仲買人の証券担保貸出）の回収を促す働きをもった⁴⁴⁾。

ここでわれわれはもう1度第1図に立ち戻って要求払預金残高の動きに注目しておかねばならない。これを見ると、要求払預金残高の動きが、当然のこととして、「連邦準備信用」に「貨幣用金残高」を加算した総額の動きと歩調を合わせて変動していることが知られる。この時期、加盟銀行が連邦準備銀行から借入を行なう（連邦準備信用の供与を受ける）時、国債担保の手形貸付に依存する比重が高かったことを考慮に入れると、アメリカ金融制度にビルトインされた国債は、他でもなく要求払預金の増加（通貨の供給増）を導き出す大きな原因であったと容易に想定できる⁴⁵⁾だろう。

かくて公開市場操作（とくに国債を対象としたそれ）は、全国銀行の貸出調整と物価安定の観点から、連邦準備制度当局にとって極めて重要な金融政策手段と意識されているにあってよい。そこで、発足以来それぞれの準備銀行でバラバラに行なわれていた公開市場操作を、全国統一的に進める機関が整備される必要性が生じて来た。こうして、①政府証券集中売買委員会（Committee on the Centralized Execution of Purchase and Sales of Government Securities, 1922年5月）、②連邦公開市場投資委員会（Federal Open Market Investment Committee, 1923年3月）、そし

て、株価崩落後、③公開市場政策会議（Open Market Policy Conference, 1930年3月）、および④連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee, 1933年, 1935年）が設置された⁴⁶⁾。

国債のアメリカ金融制度へのビルトインは、このようなきめ細かな金融制度の整備をもたらしたとあってよい。

c. 外債市場の成立と発達

第1次世界大戦がアメリカの貿易および資本取引に根本的転換を与えたことは、この時期に合衆国が債務国から債権国へ急転回した事実のなかに集約的に現われていた。ここでは、その後1920年代を通じて、合衆国が債権国としての国際的地位を固めてゆく上で重要な役割を果たした、外債市場の成立と発達について論じておきたい。

第1次大戦開始期、戦費調達のため合衆国に借款を求めたヨーロッパ列強政府に対して、それに応じることを時期尚早と唱えていた人もいた⁴⁷⁾ほど、合衆国にとって外債市場が未整備であったことをまず確認しておかねばならない。こうしたなか合衆国は、1915年の政策転換⁴⁸⁾後、中立期（1914年7月～1917年4月）から参戦期にかけて、列強の合衆国からの物資購入資金を提供するため、まず民間金融機関主導、ついで連邦政府主導で外債市場成立の条件を整え、1920年代の外債市場の発達を導き出していった。

民間金融機関のなかでは、J・P・モルガン商会の活動が卓越していた。同社は英仏両国政府の代理店（purchasing agent）となり、戦時期、両政府発行の公債の引受業務を拡大し、合衆国での販売に携った。①1915年10月の表面金利5%の英仏両国協同債5億ドル⁴⁹⁾の発行、②1915年の英国債500万ドル⁵⁰⁾の発行、③1916～17年における4回の英国債追加発行（総額9億5000万ドル）⁵¹⁾などである。その他フランス政府に対しても同様の戦費調達業務に係わった⁵²⁾。これら巨額な外債を消化するためにJ・P・モルガン商会は、多数の商業銀行、信託会

第3表 合衆国で発行された外国普通株と外国政府債 (百万ドル)

年次	株式	外国政府債	年次	株式	外国政府債
1920年	7	439	1926年	11	673
1921	0	532	1927	9	1,023
1922	0	660	1928	41	875
1923	10	303	1929	34	253
1924	0	912			
1925	10	818			

(出所) V. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, p. 247.

社、投資銀行からなる引受シンジケートを組織する一方、これを遙かに上回る分売機構を組織して事に当たった⁵³⁾。

こうして進められた外国債の起債総額は、1916年12月1日現在17億9400万ドルにまで達した⁵⁴⁾。

外国政府に対する直接の信用供与と並んで重要な意味をもったのは、送還証券 (repatriated securities) の合衆国での売却であった。これは英仏両国に対する信用供与の役割を果たした。これは、英仏両国国民が保有していた各種のアメリカ債 (イギリスでは約30億ドル、フランスでは5000万ドル以上) を、両国政府発行の公債と交換に買上げ、これら買上げられたアメリカ債を、両国政府の手でニューヨーク市場で売却しようとした措置である。このことによって英仏両国人保有のアメリカ債は、一部はつつましいアメリカ人投資家の手に、他はニューヨークの銀行家の手に移った⁵⁵⁾。

参戦後は民間金融機関に代って連邦政府による直接借款が進められた。これは、外債の発行はこれ以上消化不能だと考えられていた時であっただけに、まったくタイムリーであった。先にみた1917年から19年にかけての4回の自由公債と1回の戦勝公債の発行が、その財源であったことはいうまでもない⁵⁶⁾。自由公債から77億ドル (45%)、戦勝公債から17.5億ドル (39%) が対連合政府借款に充用された⁵⁷⁾。

1920年代 (1922—29年) 合衆国でなされた外

債純投資は46億ドルに達した⁵⁸⁾。これは当時なされたイギリスからの海外投資額を凌駕するものであった。①外国人保有のアメリカ既発証券の合衆国送還、②アメリカ人保有の外国既発証券の海外送還、③合衆国で発行された新発証券の外国人買いという交錯した取引を伴って進行した⁵⁹⁾。そうしたなかで、合衆国は、この時期、外国への証券投資額を増大させた⁶⁰⁾。アメリカ人の外国への証券投資が外債市場の発達と結びついていたことは改めていうまでもない。

外債市場の急成長には、大きくって2つの原因があった。1つは外債の利回りがよく投資家に魅力的であったこと⁶¹⁾。いま1つは、国内の証券所有者が広がり厚みを持ち始めたこと⁶²⁾。そして3つ目に外債の販売組織が整備されたことであった。

この時期合衆国では投資証券の発行と流通が急増したこともあって、投資銀行の数も増加した。J・P・モルガン商会、クーン・ローブ商会のような著名な投資銀行が大きな地位を占めた他、主として「中西部」から成長した新興の投資銀行の台頭と発展がみられた⁶³⁾。こうしたなか外国証券の保証発行引受と流通にはつぎの特色がみられた。

第1は、外国債の大半がニューヨークの銀行またはプライベート・バンクによって組織された金融集団によって引受けられ、売却されたことである。この場合1つの投資銀行により大き

第4表 合衆国で発行された債券に占める外国債
(単位百万ドル)

年次	新規外国債 A	新規債券 発行額(B)	A / B
1920年	485	3,635	13%
1921	631	3,577	18
1922	728	4,304	17
1923	413	4,304	10
1924	1,001	5,593	18
1925	1,072	6,220	17
1926	1,130	6,344	18
1927	1,302	7,776	17
1928	1,246	8,050	15
1929	779	11,604	6

(出所) Allin W. Dakin, "Foreign Securities in the American Money Market, 1914-1930", *Harvard Business Review*, X, Jan. 1932, p. 229.

く依存した政府もあったが、どの投資銀行も1つの国の政府債の発行引受を独占することはなかった⁶⁴⁾。外債引受けの魅力は手数料収入が大きかったことにある⁶⁵⁾。

第2は、シンジケートの組織化に著しい変化が生まれたことであった。このことは外債にだけ固有なものでなく、一般的に妥当したが、証券の回転速度（流通証券額/発行証券額）が著しく高まったことで未売却証券が減少し、証券販売に伴うリスクが軽減したこと、そのためシンジケートの大規模化と短期化が可能になったことである。シンジケートに参加した投資銀行の範囲も拡大した⁶⁶⁾。

2. 連邦準備制度の成立と金融市場の再編成

20世紀のアメリカ経済の発展を考える際、連邦準備制度設立後の金融市場の再編成について考察しておくことは、不可欠の作業である。以下、a)小切手取立制度の整備とフェデラル・ファンド市場の成立、b)コマーシャル・ペーパー市場の整備、c)銀行引受手形市場の創出、d)連邦準備制度の外国中央銀行との取引、e)ニューヨーク金融市場の変化、f)支店銀行制度の発達、グループ・連鎖銀行制度の発達につ

いて考察しておきたい。

a. 小切手取立制度の整備とフェデラルファンド市場の成立

合衆国に手形交換所が設立され、遠隔地間商取引の決済がリスクと時間と費用（手数料）を著しく節減する方向に大きく前進したのは、ニューヨーク手形交換所の設立（1852年）以後のことである⁶⁷⁾。その後各都市にも次第に手形交換所が設立されて、決済機構の整備が進んだが、十分ではなかった。連邦準備制度は、この仕組みを全国的に統一整備し、アメリカ金融史上はじめて遠隔地間決済機構を制度化した。

連邦準備制度設立前には、商取引の中心であり、したがって決済の集中する全国の金融センター（ニューヨーク、フィラデルフィア、シカゴ、セントルイス、サンフランシスコ）の手形交換所加盟銀行が、コルレス契約をもつ地方銀行に代って小切手あるいは手形の取立てと支払い業務を行っていた。銀行間預金の金融センター（とくにニューヨーク市）の手形交換所加盟銀行への集中という現象は、この取引を円滑化する上での必要条件であった。

連邦準備制度の設立は、加盟銀行の準備金の準備銀行への預託を義務づけ、準備金の集中を図ったことで、この仕組みを簡便化し、制度化した。

第1は、12の準備銀行および25の支店⁶⁸⁾と加盟銀行との間でなされる、同一準備区内の決済制度の整備である。第2は、準備区間で行なわれた全国レベルでの決済制度である。

同一準備区内での決済制度は、当該地区の準備銀行（または支店）に預託した預金準備の振替えをもって行なわれたものであり、決済はすべて準備銀行の帳簿上で行なわれた。全国レベルでの決済は、異なった準備区に属する加盟銀行宛の小切手の取立てにともなう決済制度で、準備銀行（またはその支店）間で行なわれた。それは創設時は金決済基金（gold settlement fund）の振替えで行なわれていたが、今日では、準備

区間決済基金 (interdistinct settlement fund) で行なわれている。このような小切手は、通常は、地区の準備銀行 (またはその支店) に集められ、上記の方法で行なわれたが、他に、支払義務を負うた加盟銀行の属する連邦準備銀行に直接送付して決済することも認められた。大銀行は多くこの方法を採用した。金決済基金 (準備区間決済基金) とは、ワシントン所在の連邦準備局に預託された準備銀行 (またはその支店) の金準備のことである。これは、合衆国財務官によって管理され、必要が生じた時、これをもって帳簿上で振替え決済するために利用された⁶⁹⁾。

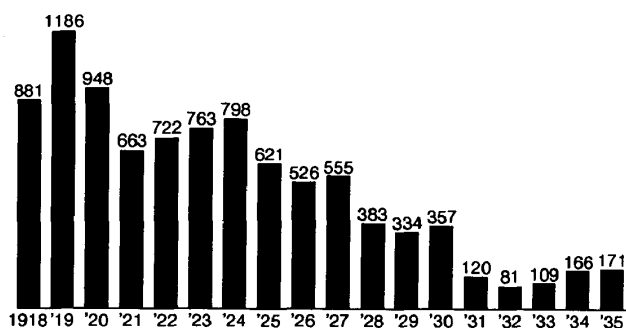
なお、こうした仕組みが制度化されるとともに当然発達したのが、フェデラルファンド市場であった。加盟銀行間の小切手取立てが日々準備銀行に預託された準備金の帳簿上の振替えで行なわれるようになると、加盟銀行の準備金は毎日変動することとなった。ここから成立、発達したのがフェデラル・ファンド市場 (FF市場) であった。この市場は加盟銀行が準備銀行に保有する帳簿上の超過貸方高 (フェデラル・ファンド) を、特定金利で貸借する市場のことである。1920年代に諸銀行が自行の準備ポジションを調整するためにこの市場を利用したことで発達したものであった⁷⁰⁾。

b. コマーシャル・ペーパー市場の整備

コマーシャル・ペーパー (commercial paper) とは、製造業者が資金調達のために振出した、裏書を必要としない短期無担保の約束手形のことである⁷¹⁾。連邦準備制度が設立される以前に論議を呼んだかの単名手形が、いま連邦準備制度のもとで再割引のための適格手形となった上、公開市場でも売買されるようになったのである⁷²⁾。

コマーシャル・ペーパー市場に参加したのは、①コマーシャル・ペーパー・ハウス (commercial paper house)、②資金調達を必要とする企業、それに③大部分が銀行からなる買手であった。

第2図 公開市場で資金調達されたコマーシャル・ペーパー発行残高 (単位百万ドル)



(出所) Burgess, *The Reserve Banks and Money Market*, New York 1936, p. 159.

* 数字は各年12月31日のもの。

資金調達を必要とする企業が振出した約束手形をコマーシャル・ペーパー・ハウスに買い取ってもらい、ついで、後者が全国の銀行 (買手) に売却したのであった。コマーシャル・ペーパーの取引には、相対取引と公開市場での取引 (市場取引) があった⁷³⁾。

ペーパー・ハウスはニューヨークで35~40にすぎず、なかには後述する銀行引受市場ブローカー (bill broker) であることもあった⁷⁴⁾。株式会社形態のものもあったが、多くは比較的小額の資本金しかもたないパートナーシップであった。本店はニューヨーク、ボストン、シカゴにおかれた⁷⁵⁾。コマーシャル・ペーパー・ハウスは、自己資本によるか借入金で営業した。通常は借入金によることが多く、本店または支店に保有されたコマーシャル・ペーパーを担保に資金を調達した。この点で銀行引受手形ブローカー (bill broker) の資金調達が準備銀行から行なわれたのと異なっていた⁷⁶⁾。

コマーシャル・ペーパー市場を利用したのは中規模企業であった。大企業 (資本金1000万ドル以上) は内部資金に依存する (いわゆる self finance) か、エクイティ証券を発行できたので必要としなかったし、小企業 (資本金25万ドル以下) は、地元で調達したからであった⁷⁷⁾。

調達理由は企業によって著しく異なっていた

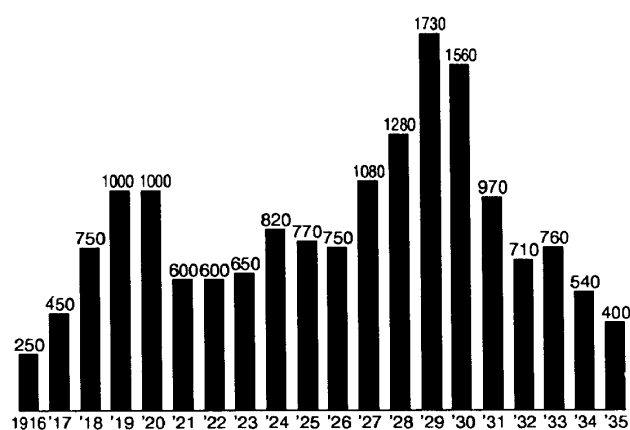
が、①季節的・必要、②取引量の増大、③固定資本または設備拡張のための臨時資金調達、④運転資本の補充などであった⁷⁸⁾。短期無担保の約束手形であったことから当然であろう。

コマーシャル・ペーパーの買手は、通常、地方銀行であった。投資目的は資金運用と、第二線準備の保持であった⁷⁹⁾。安全性が高く、流動性が高かったことが魅力であった⁸⁰⁾。発達の動向は第2図を参照されたい。

c. 銀行引受手形市場の創設

連邦準備制度の設立とともに創設・整備されたものに銀行引受手形市場がある。合衆国の貿易金融を巨大法人企業の成立に合わせて整備し、専らロンドン金融市場に依存して来た状態から脱却すること、そして、また、ニューヨーク証券取引所に向かって流れる傾向が強かった全国の遊休資金の流れを調整しようというのが、この市場創設の目的であった。①それまでニューヨーク市の少数のプライベート・バンクと一握りの州法銀行のみによって行なわれていた手形（貿易手形）の引受業務を、約7500行の国法銀行に解放したこと⁸¹⁾、銀行引受手形が再割引適格手形として法認され、連邦準備銀行が加盟銀

第3図 銀行引受手形の発行残高（単位百万ドル）



数字は各年12月31日のもの。

(出所) Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market*, New York 1936, p. 158.

行保有の引受手形の再割引要求に応えた他、公開市場操作の対象としたことは、その現われであった。

合衆国の銀行が引受け業務に不馴れであったこと、ロンドンの割引市場に相当する整備された慣行や手続きが合衆国にはなかったことから、設立当初は引受けの対象は6カ月以内に満期の到来する貿易手形（draftおよびbill of exchange）に限られ、引受け額も当該銀行の払込資本金お

第5表 12の連邦準備銀行によって保有された銀行引受手形（単位百万ドル）

年次	銀行引受手形						
	総額	輸入手形	輸出手形	海外で貯蔵されるか 移動中の商品に かかわる手形	国内取引に かかわる手形	外国銀行振出しのドル為替	その他
1922年	270.9	107.8	86.9	—	65.3	9.7	1.6
1923	352.0	121.0	110.0	—	90.4	20.5	0.2
1924	386.9	136.8	147.8	—	94.6	6.9	0.8
1925	373.1	153.8	147.4	—	63.8	6.1	2.0
1926	379.7	131.9	120.3	37.7	77.7	8.4	3.6
1927	391.3	84.6	118.2	81.2	95.8	6.2	5.3
1928	488.5	101.4	131.4	143.1	90.7	8.7	6.2
1929	392.2	55.5	77.5	146.9	94.2	15.6	3.0
1930	363.8	38.7	58.1	131.5	81.1	12.3	42.1
1931	338.7	43.0	55.2	103.6	84.0	13.7	39.1

(出所) *Statistical Abstract*, 1925, p. 242; *Ibid.*, 1932, p. 233.

よび剰余金の50%内に抑えられていた。

だが、開設直後から、①引受額の50%から100%への拡張、②引受対象の国内手形への拡大、③海外銀行振出しの米貨建外国為替の引受要求が国内各界から強く起こり、1920年までに順次実現されていった⁸²⁾。その発達の動きは、**第3図**を参照されたい。

追加的に次の史実を挙げておこう。

1923年1月、合衆国の貿易金融は、すでに約8～9億ドルが英貨建て、約6億ドルが米貨建ての構成となっていた⁸³⁾。

12の準備銀行が公開市場または諸地の準備銀行から購入し保有した銀行引受手形は、**第5表**に示すとおりである。このうちニューヨーク連邦準備銀行の保有高は群を抜いており、各年とも50%近くを占めていた。加盟銀行が銀行引受手形をポートフォリオに加えたり、売却したりしたのは、他でもなく「準備」の調整からであった⁸⁴⁾。

d. 連邦準備制度の外国中央銀行との取引

連邦準備法は第14条で連邦準備銀行に対して外国銀行との取引と海外で銀行業務を行なう権限を与えた。この権限のもとで外国主要中央銀行とのあいだにコルレス関係が成立し、連邦準備銀行は、(1)外国中央銀行の預金口座の開設を認め、(2)この預金残高に基づいてなされた、海外中央銀行の合衆国の銀行引受手形や国債への投資を代行し、さらに(3)貨幣用金を担保として外国中央銀行に対して貸付を行なったのである⁸⁵⁾。

外国中央銀行との取引は、主としてニューヨーク連邦準備銀行が行なった。が、他の準備銀行も参加した。そして、この時期、連邦準備局がこれらの諸業務を最終的に監督した⁸⁶⁾。

1920年代の国際金融で見逃すことの出来ない事柄は、「戦債」(戦時中合衆国が協商国に行った借款の返済)と「賠償」(ドイツの協商国への賠償)問題の解決であり、国際金本位制の再建の試みであった。合衆国がこれらに深くかか

わったことはよく知られているが、これらの政策は実は、連邦準備銀行の上のみた業務を基礎にして進められたものであった。1925年のイングランド銀行に対する2億ドルの2年間に亘る信用供与協定は、同時に行われたアメリカ・プライベート・バンク(J・P・モルガン商会)によるイギリス政府に対する1億ドルの信用供与とともに、イギリスの金本位制復帰に対する支援を目的としたものであったし、ドイツの通貨価値の安定のためになされたドーズ計画支援(1924年)は、1920年代に連邦準備制度が行なった外国中央銀行との取引のなかでも特別に重要な意味をもったものであったといえよう⁸⁷⁾。

その他、通貨安定、金本位制復帰のために連邦準備制度が外国中央銀行との間に締結した信用協定には、ベルギー(1916年10月25日)、ポーランド(1927年10月18日)、イタリー(1927年12月20日)、ルーマニア(1929年2月27日)の中央銀行に対するものがあつた⁸⁸⁾。

これらの支援を通じてドイツ(1924年)、イギリス(1925年)、ベルギー(1926年)、イタリア(1927年)、フランス(1928年)が順次金本位制に復帰した。1923年から1928年までのあいだに復帰した国は30カ国を数えた⁸⁹⁾。

e. ニューヨーク金融市場の変化

ニューヨーク金融市場は、すでに1852年に手形交換所が開設された段階でアメリカ金融制度の中軸を占める地位を確立していた⁹⁰⁾。①全国余裕資金を銀行間預金として吸収し、これを基礎に国内商業の決済を行なう仕組みを整備したこと、②ニューヨーク手形交換所加盟の有力銀行を中心に全国的なコルレス関係が成立して、資金の全国的循環メカニズムが形成されていたこと、③ニューヨーク証券取引所が鉄道建設の進展を踏まえて、これら鉄道証券の発行および流通市場として厚味を増し、諸他の金融市場(ボストン、フィラデルフィア)を圧倒する市場に成長したこと、④インターバンク市場と証券取引所を結ぶ市場としてコール・ローン市場(ブ

ローカーズ・ローン市場)が発達したこと、従って、農・工・商のための資金需要が内陸部で増大した時には資金の地方への引揚げと、証券価格の低落が惹き起こされ、逆の時には逆の関係が起こるといふ事態が定着するに至ったこと、⑤ニューヨーク支金庫がすでに合衆国公債のオペレーションを通じて、金融市場の資金需給を調節する機能を果たすようになり始め、南北戦争後の同支金庫の役割を先取りする動きを見せ始めていたこと、⑥プライベート・バンクが、ロンドン市場のマーチャント・バンカーの代理店として急速に発達し、貿易金融や外資導入で重要な役割を果たすようになっていたこと、などである。こうして、この時期確立したニューヨーク金融市場は、同市の主要州法銀行の国法銀行への転換という事実があったが、南北戦争＝再建期の金融制度改革によっても特別に根本的な変化を受けず、基本的には、連邦準備制度の成立まで量的な発展を遂げて来たといつてよい。

ここでは、連邦準備制度の成立によってニューヨーク金融市場にどのような変化が起こったかを検討しておきたい⁹¹⁾。

まず第1に注目すべきは、連邦準備制度の成立によって生じた制度上のメリットである。強調しておかねばならないことは、これまでニューヨーク市の銀行に集中されていた全国の銀行準備金の一部が、それぞれの地区に所在する

12の準備銀行に移された事実である。このことは、ニューヨーク手形交換所加盟銀行が、全国の「銀行家」であった地位から制度的に解放され、代って12の準備銀行がその役割を担うことになったことを意味していた⁹²⁾。

これに伴って全国の資金循環が幾分修正されたことの意義は大きい。すなわち、加盟銀行は準備金を準備銀行に預託する一方、それと引換えにそれぞれの準備区の準備銀行を通して必要準備の調整を行なうことが出来るようになったことである。このため19世紀後半を通じて繰返された資金の季節的移動が緩和された⁹³⁾だけではない。「東部」と「西部」の間に存在していた金利差を縮減させた。第6表は連邦準備制度成立前後のコマーシャル・ペーパー金利を地

第6表 4～6ヵ月モノ 主要コマーシャル・ペーパーの平均金利

	1911-13年	1922-24年
ニューヨーク	4.74%	5.03%
ボストン	4.86	4.99
フィラデルフィア	4.97	5.22
セントルイス	5.87	5.27
シカゴ	5.98	5.28
ミネアポリス	6.15	5.49
ニュー・オルリーonz	7.11	6.10
カンザス・シティ	8.00	5.96

(出所) W. R. Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market*, New York 1936, p. 203.

第7表 ニューヨーク市中加盟銀行の営業 (単位億ドル 各12月31日)

年次	貸付及び投資			他行への預金	資本金及び剰余金	預金				
	総額	貸出	投資*			総額	要求払	定期	U.S. 政府	他行預金
1927年	74.6	56.2	18.4	1.3	12.3	84.9	55.4	11.8	0.6	18.2
28	79.5	60.2	19.3	1.2	15.5	104.0	73.9	12.7	0.5	16.9
29	87.7	66.8	20.9	1.8	21.1	102.1	71.6	13.4	0.2	17.0
30	85.8	61.5	24.4	1.5	20.5	96.9	64.6	13.0	0.4	19.0
31	74.6	47.6	27.0	1.1	18.6	78.1	54.6	8.3	1.7	13.6

*U.S. 証券及びその他に対する投資である。両者の割合を全体としてみると、前者が後者をいく分上回っている。

(出所) *Statistical Abstract of the United States*, 1932, p. 242.

域的に比較したのである。成立後の金利差の縮減を見ることが出来るだろう。

だが、第2に、このことによってニューヨーク金融市場の地位は決して低下しなかったことに言及しておかねばならない。ニューヨーク市の銀行には相変わらず銀行間預金を通じて全国の遊休資金が流入した⁹⁴⁾ (第7表を参照)。だが、この銀行間預金は、連邦準備制度成立前とは異なっており、ブローカーズ・ローンとして貸出されることはあっても投機を煽り立てるために投入されることはなく、むしろ連邦準備銀行との協調のなかでブローカーズ・ローン金利を安定化させる資金として使用されることとなった⁹⁵⁾ (詳細は後述)。

第3は、かつてのニューヨーク支金庫に代って、ニューヨーク金融市場の資金需給調節がニューヨーク連邦準備銀行によって多面的に行なわれるようになったことである。加盟銀行への信用供与や公開市場操作を通じてである。

第4は、ニューヨーク金融市場でドル建銀行引受市場が発達し、貿易金融で、ニューヨークがロンドンを補完するようになったことに伴って、外国銀行のニューヨーク市中銀行への預金が急増し始めたことであった。ニューヨーク市中国法銀行の外国銀行預金残高は、1915年には約1億ドルであったのが、1928年末には約2億4000万ドルへ急増した⁹⁶⁾。

だが、第5に注目すべきは、連邦準備制度の成立(銀行引受手形市場の創出やコマース・ペーパーの割引市場の創出)によっても、証券取引所への資金の流入が抑制され、証券投機が喰い留められなかった事実である。それは後述するように、銀行間預金としてニューヨーク市場に流入する以外に、別のルートを通してブローカーズ・ローン市場へ流入してくる資金が増大したからであった。1929年株式恐慌がどうして起こったかを知るためには、後節でわれわれはいま一度別の視座からこの問題を考察し、1920年代のアメリカ経済の全体像を浮び上がらすことにする。

f. 支店銀行制度、グループ・連鎖銀行制度の発達

支店銀行は、初期の銀行業では比較的重要な地位をもっていたが、南北戦争後には衰退した。しかし、銀行法の変更などで、20世紀に入って再び成長し始め、1920年代にはかなりの増加がみられた。

グループ銀行制度と連鎖銀行制度は、1920年代までは殆ど区別できない形で発達した。両者のちがいが注目されるに至ったのは、〈corporation〉による銀行の管理または支配が目立って増加したことによる。いずれにせよ、銀行の集中化の一方法として発達したものであった。

グループ銀行制度は、3以上の独立の株式銀行(incorporated bank)が、直接または間接に1つの〈corporation〉によって管理されて、複数の営業所をもった銀行制度である。これに対して連鎖銀行制度は、少なくとも3つの独立の株式銀行が1人以上の個人によって管理・支配され、複数の営業所をもった銀行制度である。

支店銀行は、1900年には、国法銀行では5行、州法銀行で82行にすぎなかったが、1920年には、それぞれ21行、509行となり、1930年には、それぞれ、166行、58行となった。連鎖銀行及びグループ銀行は、1929年には、合衆国全体で332を数えるに至り、傘下の銀行数は、国法銀行854行、加盟州法銀行124行、非加盟州法銀行、1,187行、計2,165行あった。(詳しくは、Gaines T. Cartinhour, *Branch, Group and Chain Banking*, New York 1931; E. N. White, *The Regulation and Reform of the American Banking System, 1900-1929*, Princeton 1983, を参照)。

3. 1920年代の「繁栄」と1929年恐慌

a. 1920年代の「繁栄」

第1次大戦は革新主義期に新しい経済発展の枠組みを構築した合衆国にとって一大飛躍の機

第8表 主要国の GNP 年成長率(A)と従業員1人当り産出高年成長率(B)

期 間	合衆国		日本		ドイツ		イギリス		フランス	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1870-1913年	4.3*	1.9*	3.3*	—	2.8	1.6*	2.1	1.0	1.6	1.4
1913-1929	3.1	1.5	3.9	—	0.4	-0.2	0.8	0.4	1.7	2.0
1929-1950	2.9	1.7	0.6	—	1.9	1.2	1.6	1.1	—	0.3
1950-1960	3.2	2.1	8.2**	6.7**	8.6	1.0	2.7	1.9	4.9	5.4
1960-1969	4.5	2.6	11.1	9.5**	4.7	4.6	2.8	2.5	5.8	5.0

*1871年から, ***1903年から,
**1879年から, **1952年から

(出所) *Historical Statistics of the United States*, 1975, p. 225, から.

会となった。アメリカ経済は、革新主義期に巨大法人企業を「公共の利益」^{パブリック・インタレスト}と「一般的福祉」^{ゼネラル・ウエルフェア}の視点から規制を加えた上で認知し、体制内にビルトインした。それ以後巨大法人企業は、19世紀末のように弾劾されることなく、国際競争力に打ちかつ「国民的利益」^{ナショナル・インタレスト}の担い手であり、かつ「フロンティア消滅」後の民衆に、「所得」と「地位」を保障する新しい経済組織として再評価された。1920年代の「繁栄」は、経済理念と経済機構のこのいわば革命的ともいえる一大旋回を通じて達成されたといつて恐らく誤りではなからう。このことは、この時期（1913-29年）に低迷したヨーロッパ列強（英、独、仏）の経済成長率と比較した時に明らかとなる（第8表参照）。

1920年代の「繁栄」は、合衆国が戦後恐慌から脱した1923年から始まり1929年の株式恐慌まで続いた（第9表参照）。「繁栄」を支えたのは、これまで考察した来たように、巨大法人企業の展開であり、これを支えた産業構造および金融構造の変革であった。革新主義期に方向づけられた諸政策が軌道に乗り、次々と実現されていたのが大きかった。われわれは第9表から、1920年代の合衆国の国民純生産、国民所得、個人所得（および個人可処分所得）、総消費支出、個人貯蓄、個人有価証券保有の動きを確認することが出来る。ここでわれわれは、アメリカ商務省の統計表に見られる「個人」という用語が

『政府』と『企業』以外の経済主体の意味で用いられている用語であることを確認しておこう。今日の経済学のテキストブックの概念を用いていけば「家計」に相当するだろう

ここで、「個人貯蓄」および、これを含めた「定期預金」、「個人有価証券保有」の増加や「消費支出」の高さに注目しておかねばならない。そして、また、1920年代が終わりに近づくにつれて際立った特徴となった、一方で「貯蓄」を増やし、「金融資産保有高」（とくに株式保有高）を高めながら、他方、「消費支出」も高まっていった事実（いわゆる借りと貸しの「両建制」家計）に注目しなければならない。読者は、「消費支出」+「個人貯蓄」が「個人所得」を上回っている事実に気がつかれるだろう。個々の「家計」は消費者信用を利用して自分たちの消費生活を豊かにしたのである。乗用車、冷蔵庫、洗濯機、掃除機、ラジオなど、当時巨大法人企業が提供するようになった目新しくて便利な製品（耐久消費財）を、消費者信用を利用して購入したのであった。1920年代のビジネス・システムの変化が民衆の労働条件を変え、所得と消費の増大をもたらしたこと、そして節儉と貯蓄を生活信条として来たアメリカ人の生活様式を根本的に変えていった様子が明らかとなるだろう。このことこそ1920年代の「繁栄」の最大の特徴であった。

だが、このような形で進展した「繁栄」は当

第9表 アメリカ1920年代の国民所得と個人貯蓄・有価証券保有残高 (単位10億ドル)

年次	国民純生産	国民所得	個人所得	個人可処分所得	消費支出	個人貯蓄		貯蓄および定期預金増加額	貯蓄・定期預金総額	個人有価証券保有					
						含耐久消費財	除耐久消費財			国債	州債	社債・外国債	株式		
1902-06	22.1	20.7	20.2	20.0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1907-11	28.9	27.2	26.7	26.4	28.8 (1909年)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1912-16	36.9	34.8	33.7	33.3	33.4 (1914年)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1919	73.8	70.2	65.0	63.3	60.6 (93.2%)	—	—	1.5	13.0	3.2	0.03	0.5	2.0	—	—
1920	83.0	79.1	73.4	71.5	—	—	—	2.3	15.2	-0.7	0.7	1.7	1.8	—	—
1921	68.1	64.0	62.1	60.2	55.8 (89.9%)	1.29(2%)	1.59	1.2	16.5	-0.6	0.7	1.4	1.0	—	—
1922	67.9	63.1	62.0	60.3	—	6.30(10%)	5.40	1.1	17.6	-2.7	0.8	1.3	1.4	—	—
1923	79.5	74.3	71.5	69.7	66.6 (93.1%)	9.88(14%)	7.70	2.1	19.7	-0.3	0.6	1.6	1.2	—	—
1924	80.7	75.2	73.2	71.4	—	8.62(12%)	6.78	1.5	21.2	-1.5	0.2	1.4	1.3	—	—
1925	84.0	78.2	75.0	73.0	71.8 (95.7%)	10.74(14%)	8.11	1.9	23.1	-0.3	0.2	1.9	2.1	—	—
1926	89.9	83.7	79.5	77.4	—	10.10(13%)	7.40	1.5	24.7	-0.6	0.2	1.9	1.8	—	—
1927	88.2	87.7	79.6	77.4	74.6 (93.7%)	10.07(13%)	8.39	1.4	26.1	-2.3	0.5	2.0	2.1	—	—
1928	89.7	82.8	79.8	77.5	—	6.01(13%)	4.34	2.3	28.4	-1.0	0.4	1.6	3.4	—	—
1929	95.2	86.8	85.9	83.3	80.8 (94.1%)	11.49(13%)	9.54	-0.2	28.2	-0.5	0.5	0.7	4.8	—	—
1930	82.4	75.4	77.0	74.5	—	5.62(7%)	5.69	0.3	28.5	-0.2	0.6	0.6	1.3	—	—

(出所) *Historical Statistics of the United States, 1975, pp. 224, 320; Statistical Abstract of the United States, 1932, Washington 1932, pp. 255, 266, 267,*

より作成。なお 消費支出および個人貯蓄の欄の()内%は、個人所得に対する割合である。

然行きつくところへ辿りついた。1929年10月24日のニューヨーク株式市場恐慌の到来である。

b. ブローカーズ・ローン市場

1920年代株価は、景気が回復し、企業合同が急速に進み始めた1923年頃から徐々に上昇し始め、1925年頃からは売買高の増加を伴ってうなぎ昇りに急騰していった(第10表、第11表を参照)⁹⁷⁾。そして、これは、GM社の乗用車販売台数の売上高上昇とともに、1920年代の「繁栄」のもう1つのシンボル現象となった。

ニューヨーク証券取引所が全国の証券取引を集中した関係から、当然のことではあるが、ブローカーズ・ローン市場もニューヨーク金融市場で独自の形で発達した⁹⁸⁾。

ブローカーズ・ローン市場とは19世紀半ば頃から20世紀初めにかけてすでに発達していたもので、金融改革論議が盛んな頃にはコール市場と呼ばれていた市場である。これは、ニューヨーク証券取引所の会員権を有する株式ブローカーまたはディーラーに対して融資された、証券担保貸付市場のことである⁹⁹⁾。

ニューヨーク・ブローカーズ・ローン市場を構成したのは、次の3組の当事者であった。①資金需要者である証券ブローカーと証券ディーラー、②資金の供給者である銀行(ニューヨーク市中銀行、地方銀行、外国銀行、プライベート・バンク)、法人企業、投資信託、個人、そして③両者の仲介業者である¹⁰⁰⁾。

証券ブローカーおよび証券ディーラーは、いずれも、営業資金の多くを借入金に依存したので、自社保有の証券を担保にして90日間の信用供与を受けるか(タイム・ローン)、要求払いのコール・マネーを取入れるか(コール・ローン)して、ブローカーズ・ローン市場の重要な借手を構成した。だが、証券ブローカーの業務で大切であったのは、その他に顧客の勘定でブローカーズ・ローンを調達する仕事(ブローカーズ・ローン市場で調達した資金の顧客への又貸し)の仕事であった。証券ブローカーは株式の投機

第10表 普通株価の変動 (1935-1939=100)

年次	総合	産業企業	鉄道	公益事業
1911	77.3	42.3	263.7	96.2
1914	67.4	39.3	222.7	86.4
1917	72.2	56.6	202.4	86.9
1920	67.8	59.8	169.6	63.6
1921	58.3	46.3	163.8	67.5
1922	71.5	58.4	192.7	82.8
1923	72.9	60.1	190.6	86.2
1924	76.9	62.9	203.5	92.1
1925	94.8	79.9	237.5	110.9
1926	105.6	90.3	265.1	116.9
1927	124.9	107.0	315.8	135.5
1928	158.3	139.4	340.9	173.9
1929	200.9	171.1	390.7	274.1
1930	158.2	127.0	331.3	250.7
1931	99.5	78.5	191.3	172.8
1932	51.2	41.8	69.5	92.1
1933	67.0	59.9	100.8	91.4
1934	76.6	73.4	110.0	80.5

(出所) *Banking and Monetary Statistics, 1914-1941*, p. 479.

第11表 ニューヨーク証券取引所の売買高

年次	年売買高*	普通株 新規発行高**
1915年	172	—
1920	228	462
1921	173	71
1922	261	293
1923	236	335
1924	284	318
1925	460	594
1926	452	509
1927	582	874
1928	931	1,149
1929	1,125	1,517
1930	811	412
1931	577	116
1932	425	10
1933	655	15

*百万株 **百万ドル

(出所) *Baking and Monetary Statistics, 1914-1941*, pp. 485, 487.

的利益（株式の価格差を利用した売却利益）を求めた顧客から、一定額の証拠金を受けとって資金の融通を行なった。他でもない証拠金取引（信用取引）の仲介者である。証拠金取引が盛んになるとともに、ブローカーズ・ローンも大きく振むこととなった¹⁰¹⁾

ブローカーズ・ローンの提供者のなかではニューヨーク市中銀行と「その他の貸し手」を区別しなければならない。ニューヨーク市中銀行は、預金（顧客の預金と銀行間預金）を原資として、「貸出」（例えば商工貸〔commercial loan〕など）と投資（国債や銀行引受手形、コマーシャル・ペーパーの購入）を行なうことを業務とした。証券担保貸付は、そのうち「貸出」の1形態で、これにはカスタマーズ・ローン（顧客に対する証券担保貸付）とブローカーズ・ローンがあった¹⁰²⁾。顧客がブローカーズ・ローンを選ぶか、カスタマーズ・ローンを選ぶかは、その時の市場の信用状態に依存した¹⁰³⁾。しかし、いずれにせよ、ニューヨーク市中銀行は自己勘定で証券担保貸付を行なう時には、手持ちの適格証券の再割引によるか、公開市場での適格証券の売

却によるかして、連邦準備信用に依存しなければならなかったのである¹⁰⁴⁾。このことは、ニューヨーク市中銀行の自己勘定で行なうブローカーズ・ローンが、ニューヨーク連邦準備銀行の管理下におかれていたことを示すものに他ならない。

これに対して、外国銀行、プライベート・バンク、国内外の法人企業、投資信託、個人のブローカーズ・ローンとのかかわりは、これとはいささか趣きを異にしていた。それはいわば連邦準備制度によって管理されない資金であった。しかも、その時々々の市場状態によって逃げ足の早い、増減自在な「自由な」資金であった¹⁰⁵⁾。これらの資金は、預金口座とは別の口座をニューヨーク市中銀行に設定し、手数料を支払って銀行を通じて間接的にブローカーズ・ローンを供給するか、あるいは、ニューヨーク証券市場に会員権を有する証券ブローカーに対して直接に資金を提供した（これは、銀行を通してなされるものと区別して、broker's borrowing と呼ばれた）¹⁰⁶⁾。

ブローカーズ・ローン市場には、90日間の信

第12表 1920年代のニューヨーク市場の金利（各年12月平均）

年次	Prime banker's acceptances (90日)金利	Prime commercial paper (4-6ヵ月)金利	ブローカーズ・ローン	
			90日タイム・ローン金利	新規コールローン金利
1917年	5.75%	3.65%	5.83%	—
1918	6.00	4.25	5.73	—
1919	5.88	5.13	7.00	10.04%
1920	8.00	6.25	7.50	6.93
1921	5.13	4.13	5.13	5.19
1922	4.88	4.00	4.88	4.82
1923	5.00	4.13	5.13	4.88
1924	3.63	2.94	3.50	3.63
1925	4.38	3.50	4.94	5.36
1926	4.50	3.81	4.69	5.16
1927	4.00	3.25	4.19	4.43
1928	5.38	4.50	7.50	8.86
1929	5.00	3.88	4.88	4.88
1930	2.88	1.88	2.25	2.27

(出所) *Banking and Monetary Statistics, 1914-1941*, Washington, D.C., 1943, pp. 450-51.

用供与に対する金利（タイム・レート：time rate）と要求払信用供与に適用される金利（コール・レート：call rate）があった（第12表参照）。この場合大切であったのは、新規契約の際のコール・レート（call loan new rate）であった。この金利はニューヨーク証券取引所清算会社（NY Stock Exchange Clearing Corporation）の経営委員会で決められ、ブローカーズ・ローンのうち圧倒的に大きな比重を占めた更新金利（call loan renewal rate）や、タイム・レートの決定の際にもベースとなつた金利であった¹⁰⁷⁾。

ここで注目しておかねばならないことは、この金利（新規金利）がブローカーズ・ローンの需給関係をストレートに反映した完全に自由な金利ではなかったという事実である。この金利は、いわば調整金利であった。第12表から明らかのように1928年を例外として新規金利は諸他の金利と比べて特別に大きな変動を経験していない。そこには次のような調整がなされていたのであった。すなわち、証券取引所から何らかのきっかけでブローカーズ・ローンが引き揚げられた時には、調整のために、ニューヨーク市中の加盟銀行（これを補完するため地方の加盟銀行）がニューヨーク連邦準備銀行との協力のもとで市場に出動し、自行資金（預金からなる）を投入して金利の上昇を抑え、逆の場合には逆に資金を引上げて金利の低下を抑制したという事実である。もちろんこの場合資金不足が生じた時には連邦準備信用に依存した¹⁰⁸⁾。

ここでわれわれが強調しておかねばならないことは、連邦準備制度成立前に一般的にみられた、銀行間預金のブローカーズ・ローンとしての利用と証券投機発生メカニズムは、以上みた限り、連邦準備制度の成立によって意図的に調整されていたといつてよい¹⁰⁹⁾。

そこで、われわれは、にもかかわらずどうして株式投機が起り、株式恐慌が発生したかを、もう少しきめ細かに分析しておかねばならなくなる。

c. 1929年恐慌（続稿）

Ⅲ. 法人資本主義の展開と変質（続稿）

Ⅳ. 結語（続稿）

注

- 1) この時期のアメリカ自動車産業の発達に関しては、R. C. Epstein, *The Automobile Industry: Its Economic and Commercial Development*, Chicago 1928; John. B. Rae, *The American Automobile*, Chicago 1965, を参照。
- 2) Ray Batchelor, *Henry Ford: Mass Production, Modernism and Design*, Manchester U. P., Manchester 1994, p. 41. なお、この時期からエネルギー源として電力が大幅に用いられるようになったことについては、Sam Schurr and Bruce C. Netschert, *Energy in the American Economy, 1850—1975*, Batimore 1960, を参照。この時期の大発電所の建設と送電施設の拡充によって、これまで石炭産出地に依存していた工場立地が大きく変化し、小企業でもこの電力利用で巨大企業と競争できるようになった。製造業での電力利用度は、1909年の25%から1919年の55%、1939年には90%に増大した。
- 3) Batchelor, *op. cit.*, pp. 22, 48.
- 4) フォード社に労働組合が結成されたのは、やっと1941年のことで、他の自動車会社よりも数年も遅かった。M. G. Blackford and K. A. Kerr, *Business Enterprise in American History*, Boston 1986, pp. 291—92.
- 5) Batchelor, *op. cit.*, pp. 22—24, 45—48. 日給5ドルの最低賃金は、当時としては破格のものであった。1914年の時点で見ると、当時の全生産労働者の平均的な時給は0.247ドルであったから、10時間働いたとして2.47ドルの計算となる。*Historical Statistics of the United States*, Pt. 1 1975, p. 172. フォード社はそれまでの日給2.34ドルを一気に5ドルに引き上げた。
- 6) Batchelor, *op. cit.*, pp. 22—25.
- 7) 例えば、1916年の連邦道路整備援助法（Federal Aid Road Act）の判定。これは農村地帯の道路の舗装整備を目的としたもので、整備のために2ドル支出される毎に連邦政府が1ドルの援助資金を支給するという計画であった。予算総額は7500万ドルにのぼった。Warren J. Belasco, *Americans on the Road: From Autocamp to Motel, 1910—1945*, 1979, を参照。
- 8) GM社の発展については、何といてもA・D・チャンドラー、Jr.の研究が参照されなければならない。A. D. Chandler, Jr., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, M. I. T. Press, Cambridge, Mass. 1962, pp. 114—62; ditto, *The Visible*

Hand: The Managerial Revolution in American Business, Cambridge, Mass. 1977, pp. 355, 454, 457—63, 466, 468, 475; ditto, *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Mass. 1990, pp. 205—08, を参照されたい。

- 9) 第1次大戦後の卸売および小売業の変化については, Thomas C. Cochran, *200 Years of American Business*, New York 1977, pp. 120—31; S. Ratner, J. H. Soltow and R. Sylla, *The Evolution of the American Economy*, New York 1979, pp. 459—62. また都市化については, Jean Gottman, *Megalopolis*, New York 1971, を参照。
 - 10) 注8) にあげた文献の他, B. Batchelor, *op. cit.*, p. 57; Blackford and Kerr, *op. cit.*, p. 287, を参照
 - 11) Chandler Jr., *Scale and Scope*, pp. 69—70.
 - 12) これは, デュボン一族の3人の従兄弟が別々に経営していた企業を合同して成立した(1902—04年)企業で, これによって爆薬の3/4を生産するようになった。だが, 1912年の「独占禁止法」違反にかかわる裁判で, デュボン社は企業分割され, 2つの会社(Hercules Powder社とAtlas Powder社)が, 分離・成立した。 *Ibid.*, p. 174.
 - 13) この企業は硫黄および硫酸製造にかかわる11社の企業合同によって生まれた(1899年)ものである。この合同によって, 同社は, 高速加工処理能力を備えた工場の建設に成功し, 単一の原料処理方法を利用して硫酸の効率的な大量生産に成功し, ドイツの企業Badische Anilin and Soda-Fabrik (BASF)との競争力を獲得した。第1次大戦中には殺虫剤, 殺菌剤の生産・販売を開始した。Chandler, Jr. *ibid.*, pp. 172—73.
 - 14) この企業はコaltarを原料とした製品を製造した数社の合同によって成立(1896年)した企業。Chandler, Jr. *ibid.*, pp. 172—73.
 - 15) Chandler, Jr., *ibid.*, p. 174. 電気化学工業では, ドイツ系企業, Roessler & Hasslacher社を含めて, 各社がそれぞれかなり専門化した技術を有して, 寡占体制を築いていた。
 - 16) フリーダリック・バイエル社(Frederick Bayer & Co.)は, 合衆国内に大規模な工場を建設した企業であったが, その他のドイツ系染料会社は, 合衆国内に広大な販売組織をもっただけの企業であった。Chandler, Jr., *ibid.*, p. 174. これらドイツ系企業に対抗できたのは, モンサント化学社(Monsants Chemical)だけであったが, こうした状況は, 第1次大戦まで変わらなかった。 *Ibid.*, pp. 174—75.
 - 17) Chandler, Jr. *ibid.*, pp. 175—87.
 - 18) デュボン社のこのような発展を, 企業の組織改革の面に即して研究したA. D. Chandler, Jr., *Strategy and Structure*, pp. 52—113, を是非参照。また, Ditto, *Pierre S. Dupont and the Making of Modern Corporation*, New York 1971, も参照。
- こうしたデュボン社の経営戦略に倣い「多角化」を推進した化学工業会社には, デュボン社の分割から生まれた前出, Hercules Powder社, Atlas Powder社がある。Chandler, Jr., *Scale and Scope*, pp. 177—78. その他, 1920年代のアメリカ化学工業で注目すべきものに, アメリカ・シアナミド社(American Cyanamide, 合成肥料), ダウ・ケミカル社(Dow Chemical, 食塩化学), アライド・ケミカル&ダイ社(Allied Chemical & Die: これは, General Chemical社, Barrett Chemical社, Solvay Process社, National Aniline & Chemical社などの合併で, 1920年に成立した企業)ユニオン・カーバイド&カーボン社(Union Carbide & Carbon: これは, National Carbon社〔電極と電池〕, ユニオン・カーバイド社〔炭化カルシウム〕, Oxweld Acetylene社〔アセチレン〕等の合併から, 1917年に成立した企業), がある。 *Ibid.*, pp. 178—80.
- 19) グレッセリー化学社の買収でデュボン社は, 同社の顔料の生産ラインを拡張した。
 - 20) レッスラー&ハスラッヘル化学社の買収で, デュボン社は, ナトリウムの生産を可能にした。同時にこの買収でデュボン社は, 電気化学工業の分野への進出を果たした。Chandler, Jr., *Scale and Scope*, pp. 176—77.
 - 21) K. Austin Kerr, *American Railroad Politics, 1914—1920*, 1968, Blackford & Kerr, *op. cit.*, pp. 306—07; 鈴木圭介『アメリカ経済史Ⅱ』, 第3章, 第2節(大塚秀之稿)を参照。ここで「プラム計画」とは, 第1次世界大戦が終結した際, 多くの労働関係者(labor interests)によって提案された計画で, 連邦政府が鉄道を買収し, これを産業, 労働, 政府, 三者によって運営される連邦機関の管理下におこうとした計画のことである。
 - 22) S. Ratner, James H. Soltow & R. Sylla, *op. cit.*, New York 1979, p. 411.
 - 23) 「独占禁止政策」が鉄鋼業においてベスレーム社に代表された第2ランクの鉄鋼企業(U・S・スチール社に対してLittle Steelとよばれた)にいかにかに有利に作用したかについては, N. R. Lamoreau, *The Great Merger Movement in American Business 1895—1904*, Cambridge Univ. Press, 1985, pp. 159—86, を参照。ラモローは, そこで, U・S・スチール社が「独占禁止法」違反の罪を免れた理由として, 喚問された他社の代表者がおしなべてU. S. スチール社の「不公正取引」を否認した事実を挙げている。

当時は、U. S. スティール社は、原料である鉄鉱石を殆どすべて支配した垂直統合の企業であった。そのため、他社は、鉄鋼業を続けようとすれば、U. S. スティール社の原鉱石を購入しなければならなかった。U. S. スティール社はこの有利な条件を利用して他社にとっては存立可能であり、自社にとっては、利潤を保障するのに最善の価格政策を採用した。他社を駆逐する競争的価格政策を採用しなかったことが、他社の「不公正取引」否認の証言につながったのである。この政策こそ、有名なU・S・スティール社の第2代目社長E・H・ゲイリーによって追求された価格政策（生産費＋利潤を保障しうる市場価格の設定政策）である。ベスレーム社等は、この政策を歓迎し、これを利用して生き残ったばかりか、積極的に鉄鉱石の海外調達を進めたり、企業合同によって競争力を高めたのであった。

経営史家チャンドラー・Jr. は、この間の事情を、きわめて興味ぶかく次のように総括している。「U・S・スティール社は独占禁止法の適用を回避するため、人為的な鉄鋼価格を設定し、他社の競争力を高めた」。Chandler, Jr., *Scale and Scope*, pp. 135—36.

- 24) 食肉産業界では、すでに1880年代から、アーマー社とスウィフト社が独自の技術を開発して、国内・国際両市場を対象に量産量販体制を築いていた。そうしたなかで、食パンや牛乳、酪農製品の生産と販売は、長いあいだ地域市場に大きく依存していた。だが、トラック運送の発展は状況を変えた。これによって、Great Atlantic & Pacific Tea Company (A&P) や Kroger, American Stores, First National Stores のような、大規模な小売食品チェーン・ストアが発達するようになったり、1923年には、地方の中小企業の合併によってナショナル・デアリー社が成立した。同社は配送システムを標準化し、これらのシステムの活動を統合し、調整しようとした。Chandler, *Scale and Scope*, pp. 166—67.
- 25) ゼネラル・フーズ社は、全国にパン粉、コーヒ、穀物、マヨネーズなど、新鮮な食品を毎日提供できる販売網を形成し、かつ併合した各社に、流通経費と在庫管理費の削減を保障するため、1928年に成立した企業であった。これらの商品は、Calumet Baking Powder, Maxwell House Coffee, Postum Cereal, Jell-O, Walter Baker Chocolate, Hellmann's Mayonnaise などの「ブランド商品」であった。Chandler, Jr., *Scale and Scope*, p. 165.
- 26) Ratner, Soltow & Sylle, *op. cit.*, p. 411, を参照。セメント業界は以前は地理的に分散し、投資水準は比較的低い企業から構成されていた。ところが、戦後の建設ブームのなかで需要が追いつ

かなくなり、対応が急がれた。商務省は、フーバー長官の指導のもと、業界 (Cement Manufacturers Protective Association) と緊密に協力して、コスト分析と価格決定の努力をした。こうした努力のなかから企業合同が発展した。Blackford & Kerr, *op. cit.*, p. 311. 石油業界についていえば、スタンダード・オイル社が最高裁判所の判決 (1911年) で、企業分割なされたこと、新しい石油供給源が開発されたこと、ガソリンに対する需要が増大したことなどが原因となって、寡占化が進んだ。石油は、この時期、国内では、テキサス州、カリフォルニア州で新たに開発され、これに促されて、Texas Company (後のテキサコ: Texaco), ガルフ・オイル, Associated Oil, Union Oil of California などの成立をみた。Chandler, Jr., *Scale and Scope*, pp. 96—99.

- 27) Chandler, Jr. *ibid.*, pp. 157—61, 208—09, 216—21, の他、Miro Wilkins, *The Maturing of Multinational Enterprise: American Business Abroad from 1914 to 1970*, Cambridge 1974 [江夏健一・米倉昭夫『多国籍企業の成熟上』, ミネルヴァ書房, 1976年], pp. 97—102, 113—16, 120—25, 129—34, 参照。邦語では、安保哲夫『戦間期アメリカの対外投資 金融・産業の国際化過程』, 東京大学出版会, 1984年; 鈴木圭介編『アメリカ経済史Ⅱ』, 第3章, 第4節 [油井第三郎稿] を、参照されたい。
- 28) Benjamin H. Beckhart, *Federal Reserve System*, New York 1972, pp. 29—30. [矢尾次郎監訳, 藤田正寛・三木谷良一・石垣健一訳『米国連邦準備制度』, 東洋経済新報社, 1978年, pp. 37—39], を参照。
- 29) Beckhart, *ibid.*, p. 135. [矢尾監訳, p. 165].
このことによってニューヨーク証券取引所では、1914年7月末、株式・債券価格が急落し、7月30日に閉鎖された。再開は翌年4月1日であった。だが、これはニューヨーク市場だけのことではなかった。それに先立って2日前、モントリオール、トロント、マドリードの取引所が閉鎖され、次の日、ウィーン、ブダペスト、ブリュッセル、アントワープ、ベルリンおよびローマの取引所も取引を停止したことを加筆しておかねばならない。ロンドン証券取引所は7月31日の朝閉鎖された。ロバート・ソーベル [安川七郎訳]『ウォール街二百年』東洋経済新報社, 1979年, p. 300, を参照。また、W. A. Brown, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914—1934*, I, New York 1940, chap. 1, をも参照。
- 30) 協商国への借款は、まず民間の投資国の手で行なわれた後、参戦後、政府借款の形をとった。この点については後述。差し当り、ソーベル [安川訳], 同書, p. 311, を参照。

- 31) 適格手形の再割引に加えて、適格手形または国債を担保に連邦準備信用を供与することは、1916年9月になってはじめて連邦準備法に組み入れられた措置である。このことで適格手形の再割引の場合よりも遥かに手続が簡単になったし、参戦とともに発行された国債保有を増加させた加盟銀行は、これを担保に連邦準備信用を供与されるようになった。Beckhart, *Federal Reserve System*, pp. 85—86 [矢尾監訳, p. 105],
- 32) W. R. Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market*, revised ed., New York 1936, pp. 219—21.
バージェスによれば、この慣行は、連邦準備制度成立前から存在し、成立後も継承された「伝統的慣行」であった。地方銀行は、かつて資金繰りをコルレス銀行に依存する傾向をもっていたが、あまりに多額な資金をコルレス銀行から借り入れた銀行は、一般に警戒の目をもって見られていた。連邦準備銀行の職員も、こうした慣行を受けついで。
- 33) 連邦準備銀行への貨幣用金の集中を促進した要因として、この時期、必要準備率が引下げられた事実に注目しておく必要がある。加盟銀行は、連邦準備信用の供与によって「準備」を補充できるようになったので、通常、必要準備以上の金準備を保有しなくなった。P. Cagan, *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875—1960*, New York 1965, p. 192, chart 20 を参照。
- 34) Burgess, *op. cit.*, p. 220, pp. 274—75.
- 35) *Ibid.*, p. 275.
- 36) *Ibid.*, p. 274.
- 37) 楠井敏朗「法人資本主義の成立・展開・変質上」, 『横浜経営研究』, X VI/3, 1995年9月, II, E, 1, とくに注(60)を参照, このことで1人当たり国債保有額は、1917年には12ドルであったものが、1919年には250ドルまで上昇した。A. Noyes, *The War Period of American Finance*, New York 1927, pp. 181—87.
- 38) 第1次大戦中に発行された国債は、「借りて買う」政策のもとで、民衆に購入が奨励された。これに伴って商業銀行の貸出も急増した。貸出増加額は、1917年6月20日から1919年6月30日までに約42億ドルに達した。Beckhart, *Federal Reserve System*, p. 166, Table 7・7 [矢尾監訳, p. 205] .
- 39) 銀行引受手形 (banker's acceptance または bank acceptance) とは、銀行名宛の為替手形で銀行が引受署名したものである。連邦準備法はその立法趣旨から米貨建為替手形市場の育成と発展を意図したため、3ヵ月内に満期に達し、加盟銀行の裏書きを有する引受手形の割引を認め、さらに加盟銀行の割引の有無にかかわらず、公開市場操作の対象とした。(連邦準備法、第14条)。楠井敏朗『アメリカ資本主義と民主主義』多賀出版、1986年、p. 305。また、1916年9月の同法改正では、これを担保として加盟銀行に手形貸付を認めた。Beckhart, *Federal Reserve System*, pp. 110—111, [矢尾監訳, p. 136] を参照。
- 40) 連邦準備法第13条で規定されたもので、農・工・商目的で振出された約束手形と為替手形で、加盟銀行の裏書きがあり、90日以内に満期に達する手形である。ただし、農業手形には一定の制約条件を課し、6ヵ月内に満期到来のものを含めた。楠井『アメリカ資本主義と民主主義』, 第5章, とくに p. 304, を参照。
- 41) 1933年の銀行法も、通常「グラス=スティーガル法」と呼ばれている。区別の必要上、連邦準備法の修正(合衆国公債を直接連邦準備券発行の適格証券として認めた改正)を意味した1932年2月27日制定の法律を、便宜上「グラス=スティーガル法」(1932年)と記すことにした。同法については、Beckhart *Federal Reserve System*, p. 111 [矢尾監訳, p. 137], を参照。
- 42) Beckhart, *ibid.*, pp. 39—40. [矢尾監訳, p. 51].
- 43) *Ibid.*, p. 40 [矢尾監訳, p. 52]
- 44) Burgess, *op. cit.*, pp. 234—39.
- 45) 大戦以来要求払預金が急増した事実は、P. Cagan, *op. cit.*, p. 154, chart 15, でも明白である。
- 46) Beckhart, *Federal Reserve System*, pp. 41—43 [矢尾監訳, pp. 52—56] ; Burgess, *op. cit.*, pp. 240—45, を参照。
- ①政府証券集中売買委員会(1922年)は、ボストン、ニューヨーク、フィラデルフィア、シカゴ、クリーブランドの5準備銀行の総裁で構成され、各準備銀行の要請に応じて統一的に公開市場操作を行なうために設置された委員会である。大量の競争的注文が殺到して、政府証券市場に破壊的影響が及ぶのを回避するために設置された。②連邦公開市場投資委員会(1923年)は、公開市場政策の体系化のために前委員会を改組したものである。公開市場操作をなすために特別の投資勘定が創設され、12の準備銀行に投資資金を配分した。③公開市場政策会議(1930年3月)は、12の準備銀行の代表各1名から構成され、前委員会を構成した5名の委員で執行委員会が構成された。ニューヨーク連邦準備銀行の支配的な役割が修正された。④公開市場委員会(1933年)は、各準備銀行から各1名づつの代表者を出して構成、ニューヨーク連邦準備銀行が執行。⑤公開市場委員会(1935年)は、連邦準備制度理事会(FRB)を構成する7名の理事と12の連邦準備銀行のなかから選出された5名の代表者によって構成。
- 47) 例えば、ペンシルヴァニア大学の教授で、巨大法人企業の発達の意義を評価し、大きな足跡を

- 残したエドワード・S・ミードなどはそれであった。かれは、資金が国内的にも対外的にも必要を満たしていないと論じ、連邦政府は、外国人ではなく、自国民に対して雇用の機会を増大するために資金を投入すべきだとして、資金の国内留保の必要性を論じた。V. P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Cambridge, Mass. 1970, p. 202.
- 48) ウィルソン大統領とブライアン國務長官は、戦争開始後中立国であった立場から、いずれの戦争当事者にも信用供与を認めない方針をとった。だが、合衆国からの信用供与がなければ、協商国(英仏口)は、合衆国から物資を購入できなかった事情を考慮して、合衆国は、ブライアンの辞任(1915年6月)後政策転換を行ない、信用供与を行なうようになった。R・ソーベル〔安川訳〕『ウォール街』, p. 310.
- 49) Carosso, *Investment Banking*, pp. 204—05, 206, 211; R・ソーベル〔安川訳〕, 『ウォール街』, pp. 310—11, 同債券は合衆国で完全消化された。
- 50) Carosso, *Investment Banking*, p. 206.
- 51) *Ibid.*
- 52) J・P・モルガン商会は、1914年8月初めフランス政府から政府のアメリカ代望人(American Representative)に任命された。これに伴ってフランス政府は、フランス銀行からパリ在のモルガン系プライベート・バンク, Morgan, Harjes Co.へ600万ドルの貨幣用金を移管した。この措置は、フランス政府債の合衆国での発行を保証する担保提供を意味し、合衆国での売上代金のフランス向け金積出し事務を省くことをも意味していた。1ヵ月後、フランス政府は、さらに追加的に1500万ドルを同商会に預託し、これらの措置をベースにして、同商会から総額1200万ドルの借款を引出した。Carosso, *Investment Banking*, p. 206.
- 53) *Ibid.*, p. 205.
- 54) G. Edwards, *The Evolution of Finance Capitalism*, New York 1938, pp. 208—09. これとは別にシュルツ=ケインは、1914年夏から1917年4月までの外債の売上高を21億5900万ドルと推計している。William J. Schultz and M. R. Caine, *Financial Development of the United States*, New York 1937, pp. 505—06. これによると、イギリスが12.5億ドル、フランスが6.4億ドル、ロシアが1.1億ドル、日本が1.0億ドル、イタリアが2500万ドル、ドイツ=オーストリー=枢軸国が3500万ドルとなっている。協商国への信用供与が圧倒的に多かったなかで、枢軸国に対しても中立国時代に信用供与がなされたことは、Carosso, *Investment Banking*, pp. 210—11が指摘している。キダー・ピーボディ商会、スパイヤー商会、チャンドラー商会、などが幹事をつとめた。
- 55) Carosso, *ibid.*, pp. 212—13. イギリス政府は外債に対する課税を強化して、この政策を推進した。
- 56) R・ソーベル〔安川訳〕, 『ウォール街』, pp. 312—14.
- 57) C. Lewis, *America's Stake in International Investments*, Washington 1938, p. 362, を参照。うち、イギリスが約41.4億ドル、フランスが29.3億ドル、イタリアが16.5億ドル等となっている。邦語では、安保哲夫『戦間期アメリカの対外投資』, p. 58, I—8表を参照。
- 58) Carosso, *Investment Banking*, p. 245.
合衆国は、この時期、ヨーロッパ大陸諸国、カナダ、ラテン・アメリカ諸国、アジアに対して、外債の発行を引受けた。このうち、ドイツを含むヨーロッパ大陸諸国への投資が約 $\frac{1}{2}$ を占めた。これらの投資は、借入国に対して合衆国からの商品輸入だけでなく、多面的に利用され、1920年後半の世界経済秩序の回復に大きく寄与した。
- 59) *Ibid.*, pp. 245—46; Ralph A. Young, *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities*, Washington 1930, pp. 12, 14, 16; Schultz and Caine, *op. cit.*, pp. 605, 607, を参照。
- 60) 1919年—30年に外国人によるアメリカ長期証券の保有高は、16億ドルから43億ドルに増加した。他方、同じ時期のアメリカ人の長期外債保有高は、26億ドルから72億ドルとなった。Carosso, *op. cit.*, p. 246.
- 61) Carosso, *ibid.*, pp. 248—49.
- 62) *Ibid.*, pp. 249—52; C. C. Abbott, *The New York Bond Market: 1920—30*, Cambridge, Mass. 1937, p. 53, には、つぎのように述べられている。「小口の証券購入者が登場したことは、社会的にも金融的にもきわめて大きな重要性を有していた。大戦後に合衆国は、自国の資本からのニーズだけでなく、世界中の他の国々のニーズにまで、かなり大きく資金調達に応じなければならなかったが、このことは新しい投資市場の発見を不可避とした」。「新しい投資家の関心は債券市場に限定されなかった。それは、やがて株式市場にも惹きつけられていった。……これら一般大衆による大規模な株式購入こそ、1920年代末のブームの重要な要因であった」。
- 63) Carosso, *op. cit.*, pp. 256—62.
- 64) 例えば、フランスは、J・P・モルガン商会、ギャランティ・トラスト社、クーン・ローブ商会を幹事とするシンジケートに大きく依存した。ヨーロッパ、南米、極東諸国は、時に応じていろいろの銀行を主幹事とした。ドイツでは、ドーズ計画債の場合には、モルガン商会を主幹事とするシンジケートに依存した。だが、地方

- 債の引受にさいしては、ニューヨークの7投資銀行が主幹事となった。Carosso, *ibid.*, pp. 261—62.
- 65) Carosso, *ibid.*, p. 262.
- 66) *Ibid.*, pp. 262—64.
- 67) ニューヨーク手形交換所の設立については、差し当り、楠井敏朗「アメリカ資本主義と1857年恐慌(上)」、『横浜経営研究』, XV/2, 1994年, を参照.
- 68) 25の支店は、3～7人から構成される理事会を有した。貸付の認可等地方の問題は、そこで処理された。Burgess, *op. cit.*, p. 214.
- 69) *Ibid.*, pp. 91—99; Beckhart, *Federal Reserve System*, p. 68—69. [矢尾監訳, pp. 85—86].
- 70) Beckhart, *Federal Reserve System*, pp. 71—72. [矢尾監訳, pp. 89—91].
- 71) これが無担保証券であったのは、資金調達企業の暖簾=信用力を評価してのことであった。通常は、4～6ヵ月の短期証券で、額面は最低2,500ドルであったが、5,000ドル, 10,000ドル, 25,000ドルが普通であった。また公開市場で取引されたものは、National Credit Officeで5段階 (prime, desirable, satisfactory, fair, not recommended) に格付けられた。Beckhart, *Federal Reserve System*, pp. 219—21.
- 72) 単名手形については、楠井敏朗『法人資本主義の成立』, 第4章, を参照.
- 73) B. H. Beckhart, ed., *The New York Money Market*, Vol. III, New York 1932, pp. 217—20.
- 74) *Ibid.*, p. 218.
- 75) *Ibid.*, p. 216. 支店は12の連邦準備区の各々におかれたが、自己の責任で取引を行なう資格をもたなかった。*Ibid.*, p. 217.
- 76) もちろん、株式・債券を担保に資金調達を行なったものもあった。証券業務を兼務した者のなかには、借入金の2/3～1/2を株式・債券担保で調達した。証拠金は普通借入高の10%であった。Beckhart, *New York Money Market*, III, pp. 225—26.
- 77) しかし、19世紀後半には、コマーシャル・ペーパー (単名手形) で資金調達したのは、むしろ大企業であった。Beckhart, *New York Money Market*, III, pp. 226—27. 1920年代、コマーシャル・ペーパーで資金を調達したのは、ボストン、ニューヨーク、フィラデルフィア、クリーブランドでは、圧倒的に繊維工業者が多かった。これに対して、シカゴ、セントルイス、ミネアポリス、カンザス・シティ、ダラス、サンフランシスコでは、食料品業者が多かった。*Ibid.*, p. 229.
- 78) *Ibid.*, pp. 230—31.
- 79) *Ibid.*, pp. 234—36.
- 80) *Ibid.*, pp. 236—242.
- 81) *Ibid.*, pp. 262—79.
- 82) *Ibid.*, pp. 262—79.
引受けの対象となった国内手形には、大きく見て2つのものがあった。①主として輸出農産物 (綿花など) の貯蔵・保管にかかわるもので、倉庫証券等を付帯した荷為替手形、②工業製品等の国内移動にかかわるもので、積荷証券等を付帯した荷為替手形である。いずれも6ヵ月内に満期の来る手形であったが、貿易手形とのちがいは、引受額に制限があり、当該銀行払込資本金および剰余金の10%に制限された。
海外銀行の振出した米貨建為替の引受けが奨励されたのは、合衆国と貿易関係の緊密な国々が増加し、これらの国々に対して貿易金融を支援するのが狙いであった。この他、外国で商品を貯蔵・保管、または移動にかかわって振出された米貨建為替手形も、引受けの対象となった。これら外国のなかには、アルゼンチン等中南米諸国の他、オランダ、東インド、英領ニューギランド等、29ヵ国 (地域) が含まれた。
- 83) Burgess, *op. cit.*, p. 160. この数字は第一次対戦前、英貨建貿易金融が約15億ドル (3億2500万ポンド) であったことと対比するとき、興味ぶかい。
なお、この時期の英米両国の国際金融上の地位の比較については、他に平田喜彦「再建国際金本位制崩壊のメカニズム」 (平田喜彦, 佗美光彦編, 『世界大恐慌の分析』, 有斐閣, 1988年, 第2章), pp. 75—79, を参照.
- 84) Burgess, *ibid.*, p. 173. 1931年12月30日の報告によれば、12の連邦銀行によって保有された銀行引受手形は、満期までの期間がきわめて短いものであった。15日未満: 192百万ドル (58.7%), 16～30日: 64百万ドル (19.6%), 31～60日: 51百万ドル (15.6%), 61～90日: 19百万ドル (5.8%), 91日～6ヵ月: 1百万ドル (0.3%), *Ibid.*, p. 174.
- 85) *Ibid.*, p. 278.
- 86) *Ibid.*
- 87) *Ibid.*, pp. 278—79.
ドイツはロンドン賠償協定 (1921年) に基づき、1921年8月および10月に賠償債務の第1回支払分10億マルクと、年輸出額25%の第1回分として3億マルクを支払っただけで、その後は、賠償支払の行き詰りに陥った。これは、戦後の国際経済秩序の再建に支障があると判断され、アメリカ代表ドーズの名を冠した委員会が創設 (1923年11月)、ドイツの賠償計画が1924年賠償委員会に提出された。この計画は第1年度の10億金マルクを出発点にし、第5年度に25億金マルクへと漸次増額し、完済に漕ぎつけるよう配慮された計画であった。賠償資金調達のためにドイツは、自国鉄道債を担保にして、8億ドルのドイツ国債を発行し、うち1億1000万ドルはモルガン商会によって引受けられ、ニューヨー

クで売却された。C・ギンドルバーガー、石崎昭彦・木村一朗訳、『大不況下の世界』、東京大学出版会、1982年、pp.18—19.

- 88) *Ibid.*, p. 279.
- 89) Beckhart, *Federal Reserve System*, p. 363. [矢尾監訳, p. 370].
- 90) 差し当り、楠井敏朗「アメリカ資本主義と1857年恐慌（上）、（中）、（下）」、『横浜経営研究』、X V / 2, X V / 3, X VI / 2, 1994-95年を参照.
- 91) この時代のニューヨーク金融市場については、B. H. Beckhart, ed., *The New York Money Market*, II, III, IV, New York 1932, がすぐれた分析を行なっている。是非参照されたい.
- 92) Burgess, *op. cit.*, p. 150.
- 93) *Ibid.*, p. 151.
- 94) 例えば、1928年ニューヨーク市が吸収した他行預金は16.9億ドルであったのに対して、第2の金融都市シカゴのそれは、3億7000万ドルに過ぎなかった。*Statistical Abstract of the United States*, 1932, p. 242, を参照.
- 95) Beckhart, *New York Money Market*, III, pp. 65—68, 148—55, を参照.
- 96) B.H. Beckhart and James G. Smith, *The New York Money Market*, II, New York 1932, p. 254.
- 97) 例えば、取引のもっとも活発であった1929年についてみると、ニューヨーク証券取引所：1,124,6百万株、ボストン証券取引所：24.6百万株、シカゴ証券取引所：82.2百万株、フィラデルフィア証券取引所：35.5百万株であった。B. H. Beckhart, *New York Money Market*, III, p. 34.
- 98) *Ibid.*, pp. 22—27, 133—36.
- 99) *Ibid.*, p. 38.
- 100) 証券ブローカーとは、証券売買を行なう顧客に対して、種々の契約に基づいて代理人の役割を果たす業者。証券ディーラーとは、自ら取引の相手となり、最終取引が成立するまでの待機期間を短縮し、価格変動リスクを負担しながら、投資家（または投機家）の注文執行の不確実性を除く役割を果たす業者.
- 101) Beckhart, *New York Money Market*, III pp. 108—110.
投機家は、その取引の主要部分を証拠金取引に依存した。投機家の必要とした現金（証拠金）は、通常、証券価格の20～50%で、市場状態によって変化した。株価水準が不安定な時、証拠金の積上げが大きくなったことは当然で、これはニューヨーク市中銀行の貸出政策に依存した。
- 102) Beckhart, *New York Money Market*, III, pp. 131—33.
- 103) *Ibid.*, pp. 111, 140—48. 証拠金取引が制限された時、（例えば、証拠金の積上げなど）、投機家は、直接銀行に頼った。カスタマーズ・ローンとブローカーズ・ローンは、このように補完関係に立った。
- 104) Beckhart, *New York Money Market*, III, pp. 148—58.
- 105) *Ibid.*, pp. 162—98.
- 106) *Ibid.*, p. 38. ここで、マネー・ブローカーについて説明しておかねばならない。これは、国内外の銀行から資金を調達して、主としてニューヨーク証券取引所の会員権を有する証券ブローカーまたは証券ディーラーに、証券担保で貸付をなす業者である。担保とされた証券は、主としてニューヨーク証券取引所上場の証券であったが、それ以外の証券も含まれた。1920年代には、ニューヨーク市場には約80人のマネー・ブローカーがいたといわれたが、そのなかで有力なものはごく僅かであった。ニューヨーク市中銀行は、証券ブローカーの信用、あるいは市況を判断する必要から、リスク回避のため、この業者を利用した。
- 107) *Ibid.*, pp. 53—55.
- 108) *Ibid.*, pp. 55—61.
- 109) 連邦準備制度によるコール・レートの調整という問題は、すでに第1次大戦中に始まっていた。この時期巨額な国債が発行され、加盟銀行は国債の購入を分担するため、ブローカーズ・ローンを回収しなければならなくなった。これは、当然、ブローカーズ・ローン金利を引き上げた。そこで、パニック・レートを回避するため、ニューヨーク連銀は、市中銀行に対して国債担保によって連邦準備信用を供与し、ブローカーズ・ローン金利の安定につとめた。この政策が、1920年代を通じて維持されたのである。

（未完）

〔くすい としろう 横浜国立大学経営学部教授〕