

ニューディールの金融改革： 証券三法とニューディーラー

西川 純子*

はじめに

1933年銀行法は商業銀行業務と投資銀行業務を分離したが、その主要な目的は連邦準備制度を守るために、商業銀行を投資銀行業務から引き離すことにあった。これは商業銀行を資本市場から引き離そうということであり、投資銀行の資本市場における活動を規制しようというものではない。投資銀行に規制が必要であれば、銀行法とは別の法規が作られなければならなかった。この意味ではニューディールの金融改革は、銀行制度の改革だけではなく、資本市場の改革があって初めて完結するはずのものであった。こうして成立したのが、1933年証券法（Securities Act）、1934年証券取引法（Securities Exchange Act）および1935年公益事業持株会社法（Public Utility Holding Company Act）である。アメリカでは従来、会社法は州ごとに定められており、州際にまたがる企業の証券発行とそれを引き受ける投資銀行の活動を規制する連邦法がつくられたのは、これがはじめてであった。それまで州ごとの規制に委ねられていたアメリカの資本市場はニューディール政策のもとではじめて連邦政府による規制の対

象となったのである。本稿は以上の三法の成立過程を検討することによって、ニューディールの金融改革が何をを目指していたかを資本市場の側面から明らかにすることを目指している。これは資本市場に与えられた規制を検討することによって、ニューディールとは誰が何をどのようにして実現しようとした政策であったかを考察することでもある。

三法のうち証券法と証券取引法については、日本でもかなりの研究業績があるが、多くは商法や経営財務などの分野のものであり¹⁾、アメリカ金融制度の展開史のうちにその意義を見出そうとする研究は少ない。まして公益事業持株会社法となると、日本での関心は非常に低いといわなければならない。アメリカでは、ヴィンセント・カロッソが投資銀行の歴史を描く過程で証券法と証券取引法がそれぞれ資本市場に与えた影響を詳細に述べている²⁾。またフィリップ・フニジェロは公益事業持株会社法の成立過程を克明にたどりながら、ニューディール政策

*西川 純子（Junko NISHIKAWA）：獨協大学名誉教授。東京大学大学院経済学研究課程修了。博士（経済学）。『アメリカ企業金融の研究－1920年代を中心に』東京大学出版会，1980、『アメリカ航空宇宙産業－歴史と現在』日本経済評論社，2008など。
njunko@parkecity.ne.jp

¹⁾たとえば以下のようなものがある。細田哲「1933年証券法と会計専門職」『城西経済学会誌』16-3（1981年3月）；同上「1934年証券取引法と会計専門職」小川洸編著『財務会計の展開』中央経済社，1983年；吉原直子「米国1930年代のFiduciary概念－1933年『証券法』および1934年『証券取引法』を中心として」『経営と制度』（首都大学東京大学院社会科学部研究科経営学専攻学術後援会）5（2006年12月）。

²⁾Vincent Carosso, *Investment Banking in America, A History*, Cambridge, 1970.

が何故に公益事業持株会社を規制の対象にするにいったかを明らかにしている³⁾。さらにはマイケル・バリッシュが証券三法のすべてについて、それぞれをニューディール政策の展開のうちに位置づける作業を行っている⁴⁾。本稿がこれらの研究に多くを負いながらなお独自の意味を持ちうるとすれば、それは証券三法の成立に尽力した個々のニューディーラーとニューディーラー相互の関係に焦点をあてていることであろう。その意味で本稿は、アドルフ・バーリ(Adolph Berle)をはじめ、ベンジャミン・コーエン(Benjamin Cohen)やトマス・コーコラン(Thomas Corcoran)など、ニューディールと取り組んだ人々の思想的位相を証券三法の成立史のうちに探りながら、ニューディールとは何だったのかという大きな問題に一步をすすめようというものである。

I アドルフ・バーリの提言

資本市場の改革はローズヴェルトが大統領選挙戦において真っ先に掲げた公約であった。ローズヴェルトは1932年8月20日にコロンバス州のオハイオで演説して、次のように述べている。「第1に、一部の人々の利益のために必要をこえて濫造され、大衆に売却されている証券の発行を止めるために、私はあらゆる努力をします。この場合に、証券が適正なものであるならば、証券の売り手は買い手に対して支払ったお金がどう使われるかを告げるべきでしょう。これは真実を告げることですが、そのためには買い手に対して、売り手が受け取るボーナスや手数料について明瞭かつ正確な報告書が示されなければなりません。さらには投資した資金について会社の収益、負債、資産に関する偽りのない報

告が必要です。第2に、州をこえて証券を販売する持株会社を州政府が取り締まることは困難かつ不可能ですので、そのような場合には連邦政府が規制を行うことが論理的であり必要であり、かつ正当であると考えます。第3に、証券と商品の売買を行う取引所の多くは州の規制を逃れるために適宜に場所を移していますが、このような取引所を取り締まるのは連邦政府の役割であると思います。⁵⁾」公約はさらに続くが、資本市場に関するものは以上の三点であった。

大統領選挙戦に向けてローズヴェルトの公約を検討しこれに論理を与えたのは、ブレイン・トラストと呼ばれる人々である。なかでもコロンビア大学の三人の教授はローズヴェルトの最初のブレイン・トラストとして有名であった。彼らは実際の選挙運動では何の役にも立たなかったが、スピーチライターとしては専門領域を生かして数々の名演説を書き上げた。彼らの間には専門に応じて分業が成立しており、政治学者のレイモンド・モーレイ(Reymond Moley)は関税問題を、経済学者のレックスフォード・タグウェル(Rexford Tugwell)は通貨と農業問題を担当していた。鉄道と証券市場を担当したのは経済法を専門とするアドルフ・バーリである⁶⁾。

バーリはこのときすでにガーディナー・ミーンズ(Gardiner Means)との共著『近代株式会社と私的所有制』⁷⁾を書き上げていた。1920年代末から30年までのデータを用いて最大200の非金融会社を抽出し、そのすべてについて最大20の株式所有者を洗い出したこの書物は、資

³⁾ *The Public Papers and Addresses of Franklin D. Roosevelt*, Vol.1, 1928-32, New York, 1938, p.624.

⁴⁾ Adolf A. Berle, Jr., Memorandum, August 5, 1932, Adolf A. Berle, Jr. Papers, Box 17, The Franklin D. Roosevelt Library.

⁷⁾ Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner Means, *The Modern Corporations and Private Property*, New York, 1932. 北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂, 1958年.

³⁾ Philip Funigiello, *Toward a National Power Policy: The New Deal and the Electric Utility Industry*, Pittsburgh, 1973.

⁴⁾ Michael Parrish, *Securities Regulation and the New Deal*, New Haven, 1970.

本と生産力を占有している少数の大企業において「所有と経営」の分離現象がすすんでいることを指摘していた。所有なき経営の指摘が「経営者支配」の概念を導き、経営学に新境地をひらいたことは周知のとおりである⁸⁾。しかし、ブレイン・トラストとしてのバーリが強調したのは、会社経営における経営者の役割よりも経営者による支配の問題であった。アメリカの産業を支配しているのはいまや資本家ではなく経営者であるというのである。彼は当時まだニューヨーク州の知事であったローズヴェルトに宛てて、次のように述べている。「アメリカの産業の70%が600の会社の手に集められ、わずか400ないし500の経営者がこれを支配しており、東部工業地帯の人口の半分が生き残るか飢えるかはこの経営者のグループにかかっており、彼らが働いて営む生活もこのグループが作る条件によって左右され、国の貯蓄の半分以上がこのグループによって支配され、経済システムを流れる資本がわずか20の銀行と投資銀行によって牛耳られているような場合に、男性も女性も個人としては何をなすすべもないことは明白です。⁹⁾」そこで新しい大統領がなすべきことは「このような産業構造の枠組みのなかで個人としての男性や女性が生きのび、家庭をもち、子供たちを教育できるように、システムを規制し統合する機関として政府を機能させる¹⁰⁾」ことだというのが、バーリの主張であった。

バーリがブレイン・トラストとしてローズヴェルトのために書いた演説草稿のなかには次のような文章がある。「我々は株式会社が手中にす

る力が増大することを恐れる気持を封印しなければならない。会社の道は我々の生活と同じ道だという事実を認めなければならない。しかし我々は、何百万という労働者が彼らの唯一の財産である労働力を守り、防ぎ、さらに価値あるものにするために経済システムをいかにコントロールするかという新しい問題に眼を向けなければならない。¹¹⁾」会社は今やアメリカの生活そのものだと言及するとき、バーリは独占的株式会社を市場から追放しなければならないとするウィルソン流の個人主義とは反対の立場に立つ。彼は大株式会社と大金融機関によって小生産者の権利が奪われようとしているという認識においてウィルソン大統領やルイス・ブランダイス (Louis Brandeis) と同じであったが、問題解決のために政府がはたすべき役割については大きく意見を異にしていた。「ウィルソンは忘れ去られた時代を呼び戻そうとしている。事実は彼の思いとは別に、アメリカの生活の中心は個人から会社に移ってしまっているのに、ウィルソンは19世紀に眼がくらんで20世紀の在りようが見えなくなっている¹²⁾」と述べるバーリは、個人と利害を異にする大規模会社を解体するのではなく、会社が大規模化することによって実現する富を国民にあまねく配分することが政府の役割だと主張したのである。¹³⁾ この草稿はローズヴェルトの言葉に置き換えられて、コモンスウェルス・クラブにおける有名な演説となった。ニューディールの原点とされるこの演説は新しい政府の役割について次のように述べている。「今日、我々は会社と呼ばれる強力な経済装置

⁸⁾ 岩城博司氏は「経営者支配論の父」というバーリについての評価を牢固として抜けがたく定着している虚像であると述べておられるが、バーリとミーンズにとってもこのような評価は意外な展開だったのではないかと思います。岩城博司『現代世界体制と資本蓄積』東洋経済新報社、1989年、225頁。

⁹⁾ Berle, Memorandum to Governor Franklin D. Roosevelt, August 15, 1932, Berle Papers, Box 18.

¹⁰⁾ Ibid.

¹¹⁾ Berle, Speech Draft, "American 'Individualism - Romantic and Realistic'", Berle Papers, Box 17.

¹²⁾ Ibid.

¹³⁾ この点ではバーリはタグウェルと同じ立場を共有していた。タグウェルはウィルソンの流れを汲む反トラスト主義者たちを「時代遅れの急進主義者」として一括している。詳しくは西川純子「タグウェルとニューディール」田中敏弘編著『アメリカ人の経済思想』日本経済評論社、1999年を参照。

を力の濫用のおそれがあるというだけの理由で追放すべきではない。意欲が不当なほどに強い中央政府があるときは、時間をかけて憲法に沿った民主的な政府に作り変えることによって解決が得られる。同じように今日、我々はこの経済装置を修正しコントロールするのである。¹⁴⁾

では修正とコントロールはどのように行われるべきなのか、バーリは彼の担当である証券市場について次のように述べている。「1929年のバブルの頃ですら真面目に考えれば反動がくるにちがいないことは分かっていた。投資銀行業は激しく競争しており、どの業者が融資してくれるかではなく、どの業者が最もよい条件を提供するかが問題だった。実体のない提案が易々と受け入れられ、無責任な投資銀行が真面目に考えれば非難せざるをえないようなことを限界までやっていた。全国的な規模で売り出される証券を48の州政府がコントロールするのは無理であったから、バブルが反転したときには連邦政府の介入が必要とされるだろうことは明らかであった。¹⁵⁾」そして今、株式市場の崩壊を目の当たりにしてバーリが提案したのは、証券発行を行う株式会社すべてに連邦政府の機関への登録を義務づけることであった。彼は1844年に制定され1929年に改正されたイギリス会社法を参考にしながら、すべての会社は公式に発足する前に仮登録を行い、実際に資本を求めて市場に登場するときに最終登録を行うことが義務づけられるとした。また登録に際しては現在のバランスシートだけでなく、歴史的にさかのぼって現状にいたる収支の過程を詳細に記した報告書が必要であるとした。さらに、義務不履行の際には、イギリスのように刑事罰を課するのではなく、民事を適用して証券の発行者、販売者、

証券の登録を指示した者など個人に責任を求めることを提案していた¹⁶⁾。

州法によって起業しながら大量の証券を全国的な規模で売りまくり、株価暴落によって零細な株式所有者に大きな損害を与えたとして非難的になったのは公益事業であった。バーリとミーンズが『近代株式会社と私有財産』において分析したように、公益事業会社の多くはピラミッド型に連なる持株会社によって支配されていた。持株会社は他社を支配するのが目的であり、生産活動は行わないから、持株会社の発行する証券が依拠するのは支配構造の底辺にある電力企業の資産と収益である。幾重にも連なる持株会社の層が厚くなるほど、持株会社が発行する証券の発行基盤は脆弱なものとならざるをえない。1920年代において製造業ではシャーマン反トラスト法とクレイトン法が持株会社による企業集中を抑制していたが、公益事業は例外であった。電力、ガス、水道など公衆の生活に不可欠なサービスを提供する公益事業は公的な規制を受ける故に反トラスト法の対象外とされたのである。1929年までには全国の電力生産の82%がいずれかの持株会社の支配下に入っていた¹⁷⁾。このような公益事業について実態調査を指示したのはフーヴァー大統領である。彼の命令で1928年にはじまった連邦取引委員会（Federal Trade Commission：FTC）による調査は1937年までかかって96冊の報告書を作成した¹⁸⁾。1932年4月には上院の銀行・通貨委員会がニューヨーク証券取引所の空売りに関する調査を開始した。上院銀行・通貨委員会は間もなく小委員会をつくり、フェルナンド・ペコラ

¹⁶⁾ *Ibid.*

¹⁷⁾ 西川純子『アメリカ企業金融の研究—1920年代を中心に』東京大学出版会、1980年、279頁。

¹⁸⁾ U.S. Federal Trade Commission, *Utility Corporations: Summary Report on Economic, Financial and Corporate Phases of Holding and Operating Companies of Electric and Gas Utilities*, 96 pts., Washington, D.C., 1928-37.

¹⁴⁾ *The Public Papers and Addresses of Franklin D. Roosevelt*, Vol.1, 1928-32, New York, 1938.

¹⁵⁾ Berle, Speech Draft, "The Purpose of National Blue Sky Regulation", April 1933, Berle Papers, Box 20.

(Fernand Pecora) を顧問弁護士に迎えるが、このあたりから調査は本格的に資本市場の問題に切り込むようになった。通称ペコーラ委員会と呼ばれるこの小委員会で1933年2月にインサルの破産が取り上げられると、証券市場を破綻に導いた張本人として公益事業持株会社が注目を浴びるようになった¹⁹⁾。前述のように、ローズヴェルトは大統領選挙の公約で持株会社の規制を挙げていたが、FTCの調査と上院銀行・通貨委員会の調査は、新しい大統領に一刻も早い公約の実現を迫っていた。

バーリは大統領就任前のローズヴェルトのために書いた公益事業についての演説原案において、「持株会社の悪弊 (abuse)」という言葉を使っている。持株会社は、公的な性格を有するが故に地域の独占を許され反独占法の対象から外されている公益事業に果食って、産業を投機の道具にする寄生虫なのであった。彼は持株会社の規制は連邦政府が行うべきであるとする。持株会社と生産子会社の関係の監視や、会計の監査と公開や、証券発行の監督など、州の公益事業委員会の権限では不十分なところを連邦政府が補わなければならないというのであった。²⁰⁾

II 証券法とベンジャミン・コーエン

1933年3月4日、ローズヴェルトは大統領に就任する。しかし、バーリが新政権において枢要の地位に就くことはなかった。モーレイは外務省の次官補 (assistant secretary) に、タグウェルは農務省の次官補になったが、バーリはFTCの誘いを断り、復興金融公社の (RFC) 鉄道問題専門補佐としてニューヨークから通勤する道を選んでいる。タグウェルはこの選択に

ついて、バーリがニューヨークから離れられない家族事情をかかえていたためと説明しているが²¹⁾、ジョーダン・シュウォーツは大統領の信任厚いバーリだからその選択であったと述べている。彼によれば、バーリはホワイトハウスに自由に入出入りできれば、ワシントンに常駐しなくとも政策の提案はできると思っていたというのである。いずれにせよ、この選択によってバーリが自分の手で証券法を成立させる機会を逸したことは確かであった。3月29日、ローズヴェルトは議会に対して投資証券の州際取引に関する連邦法を制定するよう要請し、政府作成の連邦証券法案を提出するが、この時、ローズヴェルトのために議会あてのメッセージを書いたのはモーレイであった。

メッセージは連邦法制定の目的について次のように述べていた。「もとより連邦政府は、新しく発行される証券が価値を維持できていたり、証券の基になる財産が利益を生んでいたりするという意味において健全なものであると認めたり保証したりすることは出来ないし、するべきでもありません。しかし、連邦政府の義務として、州を越えて販売される新証券の発行はすべて情報の公開を伴うべきこと、また発行に付随する基本的な要件が証券を購入する人々から隠蔽されてはならないことを主張しなければなりません。(中略) 私が提案する法律の目的は、正直な取引のために許容しうる最小の介入を行うことによって一般の人々を守ることにあります。²²⁾」

²¹⁾ Michael Namorato ed., *The Diary of Rexford G. Tugwell, The New Deal, 1932-1935*, New York, 1992, p.81; シュウォーツは「彼 (バーリ) は政策を作ってもそれを具体化することはやりたくなかったのだ」とも述べている。Jordan Schwarz, *Liberal, Adolf A. Berle and the Vision of an American Era*, New York, 1987, p.82.

²²⁾ *Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934*, compiled by J.S.Ellenberger, Ellen Mahar, Vol.2, Documents, Item 15, New Jersey, 1973, p.1.

¹⁹⁾ サミュエル・インサルとインサル帝国については Forrest McDonald, *Insull*, Chicago, 1962に詳しい。

²⁰⁾ Berle, Speech Draft, "Public Utility Address, 1932, Berle Papers, Box 15.

ローズヴェルトが最初に証券法の草案づくりを依頼したのはブジョー調査委員会で名を馳せたサムエル・アンターマイヤー（Samuel Untermyer）であった。しかし、アンターマイヤーが証券の監督機関として郵政省（Post Office Department）を挙げていることに不満を抱いたローズヴェルトは、別途にFTCの前委員長であったヒューストン・トムプソン（Houston Thompson）にも協力を要請した。ローズヴェルトが提出した証券法案はトムプソンが書いたものである。議会は早速にこれを取り上げて、下院ではサムエル・レイバーン（Samuel Rayburn）を委員長とする州際・外国通商委員会（Committee on Interstate and Foreign Commerce）が3月31日に公聴会を立ち上げた。

トムプソン法案の中心部分は、新しく証券を発行する企業は新証券についての情報をあらかじめFTCに登録しなければならないという規定であった。それだけなら、この法案はニューヨーク州のマーチン法（Martin Act）の全国版にすぎないことになり、連邦法であることの意義を問われる。はたして公聴会ではFTCの監督権限について質疑が集中した。なかでも核心をついていたのはニュージャージー選出の共和党議員チャールズ・ウルヴァートン（Charles Wolverton）の質問である。「この法案では、情報を提供したあとの証券の取り引きについて裁量する権限がFTCに与えられていますか？」トムプソンが「認可取り消しの権限があります」と答えると、ウルヴァートンは「しかし、私は最初に発行される証券を問題にしているので、馬が盗まれてから厩の扉に鍵をかけるような話をしているではありません。証券が外部に出る前に引き止めることが問題なのです。あなたのお答えから察するに、FTCには証券を判断する権限はなく、したがって、規定どおりに情報がファイルされた後は、証券の安全性

について何が起ころうと発行企業の勝手だということのようですね。FTCが許可したからだと非難を受けないように、法案ではあらかじめFTCに証券の発行を許可する権限がないことにしているでしょう」と述べた。これに対してトムプソンは「その通りです」と答えたのである²³⁾。

公聴会には投資銀行家協会の代表としてウィリアム・ブリード（William Breed）も登場するが、彼はFTCの主たる機能を情報の登録に限定するトムプソンの立場に賛成であった。その上で彼は四つの修正案を突きつける。第1は、法案の名称を「連邦証券登録および詐欺行為法」に変えることである。「連邦証券法」という名称では会社の組織から証券の全般的調整にいたるすべてを含むかのようで、大統領のメッセージの趣旨にそぐわないというのである。第2はFTCの認可取消権を削除すること、大統領のメッセージは連邦政府が証券の保証人となることを否定しているというのがその理由であった。第3は経営者の賠償責任を拡大すること、第4は、登録され一般に販売される前に証券の発行について会社側と投資銀行が談合することは禁止されていないことを明記せよというのであった。投資銀行家は法案の上程によってひるむどころか、大統領のメッセージを盾に法案の不備を追求しながら自分たちに有利な条件をかちとろうとしたのである。これに対してトムプソンは何の反論も加えなかった。そればかりか、わざわざホワイトハウスへ行って確かめたうえで、大統領がメッセージに書かれた以上のことを要請してはいないと言明してみせたのである²⁴⁾。しかし、FTCへの登録を義務づけるだけで証券の州際取引が取り締まられると思っていたのは

²³⁾ U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Hearings, Federal Securities Act*, 73rd Cong., 1st Sess., Washington, D.C., 1938, p.52.

²⁴⁾ *Ibid.*, pp.170-171, 213.

トンプソンだけだった。彼は革新時代の産物であるFTCに全幅の信頼を置いていたので、FTCに新しい権限を与える必要を認めようとしなかった。彼は尊敬するブランダイスが書いた革新派のバイブルともいえるべき『他者の金 (Other Peoples' Money)』を公聴会に持ち出して、自分の精神はここにあると述べている。しかし、彼の口を通して語られるとき、ブランダイス主義は革新どころか現状維持の保守主義に変貌するのであった²⁵⁾。

公聴会の推移をみて、多少の手直しでは法案成立の見通しはおぼつかないと判断したレイバーン委員長は、モーレイに相談した。モーレイはこの件を振り出しに戻すことを決心して、フェリックス・フランクファーター (Felix Frankfurter) に全く新しい法案の作成を依頼した²⁶⁾。バーリは証券法の制定がフランクファーターの手に渡ったことを聞いて当惑を隠さなかったという²⁷⁾。フランクファーターはウィルソン＝ブランダイス流の反独占企業の立場をとっていたから、いかに急を要することとはいえ、モーレイがフランクファーターに協力を依頼したのはバーリにとって意外な成行きだったのである²⁸⁾。しかし、バーリはもはや異論をさしはさめるような立場にはいなかった。

フランクファーターの動きは迅速だった。彼はモーレイが連絡してから2日後の4月7日にジェイムズ・ランドス (James Landis) を伴ってワシントンに現れると、ベンジャミン・コー

エンとトマス・コーコランを呼び寄せた。三人はハーヴァード大学のロースクールでフランクファーターの教えを受けた法律家である。ランドスはブランダイスの秘書を務めた後に若くしてハーヴァード大学の教授になっていた。コーエンはニューヨークの法律事務所勤務して企業相手の訴訟を手がけるうちに会社法に精通するようになっていた。コーコランはブランダイスが兄事するオリヴァー・ホームズ最高裁判事 (Oliver Holmes) の秘書であったが、当時はRFCで法律顧問の職を得ていた。フランクファーターは三人を「三銃士」と呼んだが、実際にトンプソンの法案を書き改める仕事をしたのはコーエンとランドスである。マイケル・パリッシュによれば、当初、二人の考え方は相当に隔たっていた。法律に細かい規定を書き込もうとするコーエンに対して、ランドスは細部にわたる法律の規定は行政機関の手を縛ることになると考えていた。コーエンはランドスとの議論に疲れて辞退を申し出たが、フランクファーターが何とかこれを押しとどめたという。コーエンなしでこの仕事が成就しないことはフランクファーターが誰よりもよく分かっていた²⁹⁾。三日後に出来上がった新しい法案はトンプソン案の修正と称してはいたが、全くの別物であった。

コーエンがトンプソン案を最初に読んだときの感想は次のようなものであった。「我国には巧妙な弁護士と狡猾な会計士の助けを得た証券の販売術があるので、イギリスの場合に必要なとされるよりもはるかに厳しいコントロールが必要である。それなのに、この法案は1929年のイギリス会社法で最も重要な部分を除いたり、弱めたりしている。このままではルイス・ブランダイスが『他者の金』のなかで主張した意味での投資家への情報開示の精神が発揮されている

²⁵⁾ U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Hearings, Federal Securities Act*, p.54.

²⁶⁾ Raymond Moley, *After Seven Years*, New York, 1939, p.179.

²⁷⁾ Schwarz, *Liberal*, Adolf A. Berle and the Vision of an American Era, p. 88.

²⁸⁾ モーレイはこのような判断をせざるを得なくなった理由をローズヴェルトが無責任にアンターマイヤーからトンプソンに乗り換えたことに求めている。また彼はフランクファーターに助力を求めた理由として、「証券法の制定はそもそもウィルソン＝ブランダイスの考え方にもとづいている」と述べている。Moley, *After Seven Years*, pp.177, 179.

²⁹⁾ Michael Parrish, *Securities Regulation and the New Deal*, New Haven, 1970, p.64.

かどうか疑わしい。³⁰⁾」バーリがそうであったように、コーエンもイギリスの会社法を参考にするとところから出発している。注目すべきは、この場合にコーエンがイギリス会社法をアメリカの証券規制にただちに当てはめようとはしていないことであった。

コーエンは、アメリカでは会社の設立や証券の発行については州が規制を行うが、イギリスでは全国共通の会社法があるのみであると述べる。この意味ではイギリス会社法はアメリカの州法に近い。連邦証券法は州の規制がとどかない全国的な規模での証券取引を対象とする点で、イギリス法とは区別されなければならないのであった。これは具体的には、イギリス法に与えられている処罰権を証券法は持たないということである。ではどのようにして証券法は強制力を発揮するのか、コーエンはそれを民事責任(civil liability)に求める。民事責任が果たされているか否かを決めるのは情報の公開(disclosure)であった。情報の公開とは、会社が新規発行証券を登録するに際して、必要とされる文書(prospectus)に嘘偽りのない情報を包み隠さず書き入れるということである。この情報が事実と違っている場合には賠償責任が生じる仕組みであった。ブランドイスが唱えた公開主義がこの発想の源にあることは間違いないであろう。「公開(publicity)は社会と産業にとりついた病を治す妙薬」であるとブランドイスは述べていた³¹⁾。しかし、これだけならトムプソンと大差ないことになる。コーエンがトムプソンと違うのは、情報の中味を細かく規定し、情報提供の責任を会社役員だけではなく、証券引受業者(引受けシンジケートのメンバーを

含む)と法律や会計の専門家にも求めている点であった。イギリス法では会社役員に限定されている責任範囲について、コーエンは三つのグループを挙げている。第1のグループは証券の発行者であり、証券を発行する会社と証券を引き受ける会社がこれに該当する。第2のグループはさらに三つに分かれて、その1は登録文書に署名したすべての人であり、発行会社のすべての役員、パートナーを含んでいた。その2はこれから役員になることを同意しているすべての人、その3はすべての証券引受業者である。第3のグループは登録文書の作成に何らかの形でたずさわった専門家であり、本人が名前を文書に記載することに同意した場合に限るという条件がついていた。

情報提供の責任者は誤った情報や不完全な情報を登録文書に書き入れた場合に賠償責任を取らなければならないが、これについてもイギリスとの違いは明瞭であった。イギリスの場合には賠償は文書の誤りによって生じた損害に対して支払われるのに対して、アメリカでは、損害額であれ購入価格であれ、証券が売り出されたときの価格を上まわらない範囲での賠償が義務づけられていた。グループ別にみれば、第1のグループは無条件の賠償であり、第2と第3のグループでは、責任がないことを証明できた場合には賠償責任を免れるという条件付きである。また賠償を受ける側の条件は、イギリス法では誤った文書に依拠した場合に限られていたが、証券法では証券の購入者で文書の誤りに気づかなかった人でも賠償を受ける権利があるとされた³²⁾。

コーエンがランダスの助力を得ながら書き上げた法案をレイバーンはトムプソンの連邦証券

³⁰⁾ Benjamin Cohen, Memorandum on Proposed Federal Securities Act, undated, Benjamin Cohen Papers, Library of Congress.

³¹⁾ Louis Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, ed. by Melvin Urofsky, New York, 1995, p. 89.

³²⁾ Benjamin Cohen, Memorandum for the Attorney General: A Comparison of the Civil Liability Provisions of the Federal Securities Act with the British Companies Act, November 24, 1933, Cohen Papers.

法案の修正版として下院に上程した。上院ではアプショウ・フレッチャー (Upshaw Fletcher) を委員長とする銀行・通貨委員会がトムプソン案の審議に入っていたが、下院での公聴会の模様からトムプソン案に問題があることは明らかであったから、下院が結論をだすのを待っていた。下院でコーエンの修正案が可決されると、レイバーンとフレッチャーは両院協議会を開催してコーエン修正案を審議し、上院側から提案された修正を施したのちに両院に上程した。上院が主張した修正点は、証券が登録されてから発行されるまでの期間を30日から20日に短縮するというものである。両院で可決された証券法に大統領が署名したのは1933年 5月27日であった。

証券法は証券発行における証券引受業者の責任を明確にしていたから、規制といってもトムプソン法案どまりだろうと高を括っていた投資銀行は驚きを隠さなかった。コーエンの修正案は公聴会も経ずに抜き打ち的に成立したので、投資銀行家には情報の取得はもとより、反論の機会も与えられていなかったのである。情報の公開を骨子とする法案の取扱いとしては異例のことであった。折りしもペコラ委員会では、チェース・ナショナル銀行頭取のウィンスロプ・オルドリッチ (Winthrop Aldrich) が証言に立っていたが、彼はこの機会を利用して証券法について言及し、投資銀行に課せられる賠償責任が厳しすぎると批判している。損失分は銀行家が負うべきだが、処罰が犯罪に見合うものであるように法律は改正されるべきである、というのが彼の主張であった³³⁾。

モーレイはコーエンたちに証券法の作成を委ねた張本人であったが、その出来上がりに完全に満足しているわけではなかった。彼は次のよ

うに述べている。「長い目でみれば証券法はよい仕事だといえるだろうが、重要な現実の状況を見逃していることも確かである。」これは経済の復興が最優先されるべきときに煩瑣な手続きを要求する証券法が新規証券の発行を抑制し、資本市場の活性化を妨げることになりはしないかとの懸念を表していた。「法律を作った連中はどっちみち1933年に新証券の発行はありませんよ、と云っているが、これは小さな息子がどっちみち悪夢にうなされるのだからと、寝る前にお化けの話を読んでやる母親と同じではないか」というのがモーレイの感想であった³⁴⁾。

これに対して、資本市場の改革を求める立場から証券法に失望感を示したのはバーリである。すでにみたように、ローズヴェルトのために原案を練っていた段階では、バーリの証券法構想はコーエンのそれとかなり似通っていた。しかし、出来上がってみると、バーリはコーエンの証券法に不満であった。コーエンは証券発行にかかわる詐欺的な行為を抑えることによって資本市場を健全なものに戻そうとして、すべてを情報の公開に委ねていたが、バーリには情報の公開だけで資本市場における大企業や銀行の跳梁を抑えることができるとはとても思えなかったのである。バーリは次のように述べている。「上院の委員会で明るみに出た投資銀行の取引行為のうちで連邦証券法が施行されていたら防げただろうと思えるものはほとんどなきに等しい。証券法にせよブルースカイ法にせよ、誰が組織による値上げをなし得るのか、誰が支配から生ずる力を増やすのかという問題を解決しようとはしていない。³⁵⁾」投資銀行が証券業務を通してつくり上げた大企業との結合関係を断ち切らなければ資本市場の健全化は不可能であるというのが、バーリの主張であった。

³³⁾ U. S. Senate, Committee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practices, Hearings*, 72nd Cong., 2nd Sess., Washington, D.C., 1933, p.4124.

³⁴⁾ Moley, *After Seven Years*, p.183.

³⁵⁾ Adolf Berle, "High Finance: Master or Servant?", *Yale Review*, Vol.23, No.1, 1933, p.42.

Ⅲ 証券取引法とトマス・コーラン

証券法は新規発行の証券を対象にしていたが、投資家の利益を守るためにはすでに市場に出された既発行の証券についても同じような情報公開が必要であった。これはニューヨークをはじめとする各地の証券取引所と全国に無数に存在する場外市場（over the counter market）を連邦規制の対象にすることを意味する。場外市場はいうまでもなく、ニューヨーク証券取引所ですら州法の規制から自由な非法人組織（unincorporated association）であったから、連邦政府の権限で証券市場の取引にどこまで制限を加えることができるか、憲法問題も含めて慎重な検討が必要であった。1934年1月に入り、ローズヴェルトの依頼を受けて商務長官のダニエル・ローパー（Daniel Roper）は証券取引所の規制を検討するための証券取引所規制委員会を設置した。商務次官のジョン・ディキンソン（John Dickinson）を議長とするこの委員会には、バーリと、証券法の制定後にFTCの委員に任用されたランダスが加わっていた。他の二人の委員は、ウォール街の法律家アーサー・ディーン（Arthur Dean）とワシントンの法律家ヘンリー・リチャードソン（Henry Richardson）である。1月23日にローパーは委員会の報告書をローズヴェルトに送っている。

この報告書は、証券取引所の規制が情報公開の原則のみでは足りきれないものであることを承認していた。それはまず、上院において進行中のペコラ委員会に言及して、そこで明るみに出た数々の不祥事、金融界の大立者が株式市場操作に関わったり、金融機関がプールを結成して株価を故意に引き上げたり、一般投資家もマージン稼ぎや空売りによって投機に一役買ったりしたことを例に挙げながら、連邦政府による積極的な証券市場への介入が必要であると指摘している。では政府による介入はどの程度なら憲法に抵触しないのか。報告書によれば、憲法が

許容する政府の介入は郵便事業規制と州際取引委員会（Interstate Commerce Commission）による鉄道業規制の例が参考になるはずであった。政府が行政監督機関に営業の許認可権を与えることまでは許容範囲だったのである。許認可権を預かる政府機関はFRBのように政府から独立していることが望ましいとされ、「連邦証券取引局（Federal Stock Exchange Authority）」のようなものが想定されていた。許認可の基準となるべき市場のルール作りは、証券市場の自主的な組織である管理委員会（governing committee）に任された。注目すべきは、報告書が証券引受業務とブローカーの小売業務を切り離すことに慎重だったことである。引受業者とブローカーの業務は分けがたく入り組んでいるので、行政機関が判断して決めるような問題ではないというのがその理由であった。また場外市場については、報告書はある程度の規制が望ましいとしながらも、それを政府が行うことについては消極的であり、当面はこれを保留して将来の研究課題としていた³⁶⁾。

ローパー報告書にバーリの主張はほとんど反映されていなかった。ディキンソン委員長が最後に特記して、報告書の修正箇所をニューヨークにいるバーリに電話で知らせた上で署名の許しを得たことを述べていることから明らかなように、彼は委員会での議論に加わっていなかったが、実際には議論に加わろうにも委員会そのものが開かれていなかったのである。ディキンソンは専らリチャードソンとディーンを頼りに報告書を作成していた。彼はバーリがどのような思想の持ち主であるかも知らないと述べている³⁷⁾。

³⁶⁾Report to Secretary of Commerce of Committee on Stock Exchange Regulation, *Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934*, Vol. 5, Item 16, pp.3-22

³⁷⁾Ibid.; U.S. House, The Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Hearings, Stock Exchange Regulation*, 73rd Cong., 2nd Sess., Washington, D.C., 1934, pp.524-525.

ランドスによると、委員会の意見は二つに分かれておりランドスとバーリは少数派であったが、バーリがディキンソンのやり方に強く反発する局面はみられなかったという。バーリがこのような態度をとったのは、証券の規制によって資本市場の根本的な解決が可能だと思っていたためであろう。しかし、報告書に署名をした責任はバーリに残る³⁸⁾。ランドスは微妙な立場であった。彼はFTCのコミッショナーとして証券法の施行にたずさわるうちに、行政機関が一定の裁量権をもって弾力的に法を運営することの大切さを実感していたから、FTCの過重な負担をのぞくためにも新しい独立した行政機関を設置すべきだという点でローパー報告書を支持していたのである³⁹⁾。

ローズヴェルトはローパーが提出した報告書を1月25日に上院のフレッチャー議員に送付して、銀行・通貨委員会とペコラ委員会が証券取引規制法を作成する際の参考にして欲しいと述べている。しかし、実際に出来上がった連邦証券取引法案は、ローパー報告書と大きく異っていた。法案を書いたのは再びコーエンである。彼は法案を13回書き直したという。証券法の時と違って、彼の周りにはペコラと、ペコラの手足となって活躍したジョン・フリン(John Flynn)⁴⁰⁾やマクス・ローエンソール(Max Lowenthal)がいて、コーエンと議論を交わしたのである⁴¹⁾。出来上がってみるとコーエンが書いた連邦証券取引法案は、ブランダイスの公開主義をはるかに超えて、積極的な政府の介入を容認するものとなっていた。ローズヴェルト

は2月9日にこの法案を両院に送り、次のようなメッセージを伝えた。「証券や商品の交換取引所が我々の商業と農業にとって必要不可欠なものであることは疑いありません。しかし、これらの取引所が投機的に利用されることのないよう可能な限りの規制を行うのは中央政府の責務であります。したがって私は議会に対して、投資家を保護し、価格を維持し、さらには不必要で無分別で破壊的な投機を出来るかぎり排除するために、証券や商品の取引を連邦政府が規制する法を制定することを要請します。⁴²⁾」

下院では州際・外国通商委員会が、上院では銀行・通貨委員会がそれぞれに公聴会を開いた。前者の委員長はレイバーン、後者はフレッチャー、証券法の時と全く同じ陣容であった。両委員会におもむいて、連邦証券取引法案の説明役を果たしたのはコーコランである。コーコランは最初コーエンと共に公聴会に現れたが、言葉数の少ないコーエンに代わって証言台に立ち、法案の精神と内容を見事に整理してみせた。彼は法案の中身を知り尽くしており、表現力も巧みであったから、反対者にとってこれほど手強い相手はいなかったであろう。コーコラン自身も質問の集中砲火を浴びつつ反論を繰り返しているうちに、証券取引法案を守ることを使命とするようになっていた。上院フレッチャー委員会の公聴会では聴衆の面前に長いテーブルが据えられ、その両端にニューヨーク証券取引所の法律顧問であるローランド・レッドモンド(Roland Redmond)と、ペコラが対峙していたという。コーコランが両者を前にして証言を行う時、彼は完全にペコラの側に身を置いていた⁴³⁾。

コーコランによれば、法案は大きく分けて五

³⁸⁾ Reminiscences of James Landis; Oral History, 1964, Columbia University.

³⁹⁾ U.S. House, The committee on Interstate and Foreign Commerce, *Hearings, Stock Exchange Regulation*, 73rd Cong., 2nd Sess., p.556.

⁴⁰⁾ ニュー・リパブリック誌の金融担当記者を経てペコラの協力者となり、後にナイ軍需産業調査委員会でも活躍した。

⁴¹⁾ Parrish, *Securities Regulation and the New Deal*, p.115

⁴²⁾ Message from the President, February 9, 1934, *Legislative History of the Securities Act of 1933 and Securities Exchange Act of 1934*, Vol.4, Item 5, p.2264. 法規制はさしあたり、証券市場を対象に限っていた。

⁴³⁾ *The News-Week in Business*, March 10, 1934.

つの問題提起を行っていた。第1は、証券市場に入ってくる資金の量をいかにコントロールするかということである。これはブローカーが資金を借りる場合と顧客に資金を融通する場合に分かれる。前者について、法案はブローカーが連邦準備制度に加盟していない銀行から借りることを禁じ、その金額も自己資金の10倍までに限定していた。後者については、ブローカーは顧客に対して上場証券を抵当にする場合には市場価格の40%、もしくは過去3年間で最も高い価格の80%までを貸すことができるとした。これは顧客の得るマージン（margin）を60%もしくは20%までに抑えることを意味する。第2は、株式相場の操作をいかに制限するかであり、逆指値注文（stop-loss order）、空売り（short selling）、プール（pool）は規制され、伪装売買（wash sales, matched orders）は禁止されていた。第3は、市場操作に専門にかかわる職能を明確にすることであり、対象を引受業⁴⁴⁾、ブローカー⁴⁵⁾、ディーラー⁴⁶⁾、フロア・ディーラー⁴⁷⁾の四つに絞ったうえで、「証券市場のメンバーかメンバーでないかを問わず、これまで市場のメンバーを通してブローカー業を営んでいた者はディーラーもしくは引受業者となることはできない」と規定していた。第4はインサイダー取引の禁止、第5はいかなる行政機関に証券市場のコントロールを委任するかを選択の問題であった⁴⁸⁾。

下院の公聴会において最初の証人となったのはFTCのコミッショナーとして登場したラン

デスであった。彼の証言は法案とローパー報告書の違いを明らかにしている点で興味深い。ランダスはまず法案が憲法に抵触するかどうかの問題に触れて、次のように述べている。「最初に申し上げたいのは、ここには取引所に対する国家権力の行使という問題があるということです。当委員会において必ずやこの問題が出てくるでしょうから、先にすすむ前にこの問題に正面から向き合っていたいただきたいと思います。この問題には疑問がないわけではないのです。」疑問とは、州ではなく連邦の議会が証券市場を規制しなければならない理由についてであり、証券の流通がはたして通信や鉄道のように州際取引とみなされるかどうかが問われていた。ランダスの意見は、証券取引が信用制度ひいては経済の全般に及ぼす影響を考慮すれば、議会の権限において証券取引所を規制するのは合憲であるというものであったが、彼があえて反対意見についても言及したのは、ローパー報告書にくらべて法案が国家の介入に積極的に踏み込んでいたからであろう。同様の懸念は取引所の自治についての考え方にも現れていた。ランダスによれば、報告書は取引所の管理委員会に規則やルールの作成を任せるべきだと考えているのに、法案は国にその役割を与えているというのである。彼は次のように述べている「取引所における自己規制をできるだけ尊重して、それがうまく行かなかった時に行政の介入を許すというのが報告書の立場です。これに対して、法案は簡単に行政の介入を許しています。」ランダスは報告書と法案のどちらをよいと思うかと質問されると曖昧な答えに終始したが、彼の証言は、ローパー報告書と比較しながら証券取引法案の行き過ぎを暗に非難しているように聞こえたのである⁴⁹⁾。

法案に真っ向から反対したのはニューヨーク

⁴⁴⁾ 企業が発行する証券を買い取り市場で販売する職能で主に投資銀行が行っていた。

⁴⁵⁾ 顧客の注文を受けて売買を行う証券仲介業者。

⁴⁶⁾ 証券を仕入れて売る証券小売業者。

⁴⁷⁾ 証券市場に籍を置いてフロアでブローカーと取引しながらディーラーのように外部には売らずに自己勘定で決済する。

⁴⁸⁾ U. S. House, The Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Hearings, Stock Exchange Regulation*, pp. 85-87.

⁴⁹⁾ *Ibid.*, pp. 16, 26.

証券取引所理事長のリチャード・ホイットニー (Richard Whitney) であった。彼はウォール街に行政が手を突っ込むことにはすべて反対であったから、ローパー報告書と法案の相違に目をとめて妥協の道を探る機転も浮かばなかった。彼の背後には1,375人の会員を擁するニューヨーク証券取引所があり、1791年以来守ってきた自治の伝統を手放すなどあり得ないことだったのである。自治組織を運営してきたのは理事長と財務局長と40人の会員であった⁵⁰⁾。この陣容でどうやってこれから市場の不幸事を防ぐのかといわれても、ホイットニーに対案があるわけではなく、法案によって証券取引が停滞し経済に甚大な悪影響をもたらす心配と、法案につきまとう憲法違反の疑いを繰り返し指摘するばかりだった。

ホイットニーに代わって違憲問題を弁じたのはニューヨーク証券取引所の法律顧問のトマス・ゲイ (Thomas Gay) である。彼は抜け目なく、ランダスが証言において法案の合憲性に「疑いがないことはない」と述べたことをとらえて、法の作成にかかわった人ですら抱く疑いに注目を集めようとした。はたして証券は州をこえて取引引きされる商品といえるのか、ゲイはランダスの疑いが決して杞憂ではないとして、ニューヨーク証券取引所における証券の売買はすべてニューヨークのなかで完結すると主張した。たとえ他州から注文が入ったとしてもそれは郵便や通信による売買であり、証券が動くわけではないのである。したがって彼は、州法ならともかく連邦議会が策定する法律が証券取引所に規制を加えるのは憲法に違反する行為であるという⁵¹⁾。

このような主張に対して、コーコランはコー

エンと連名で長文の意見書を書き、議会に提出した。証券取引法案は州際取引にかかわる商行為を取り締まる権限が議会にあることを前提にしている、と冒頭で断りながら、彼らは三つの視点から証券が州際取引とみなされ得る理由を明らかにする。第1は、それ自体は州際取引の対象ではないが、州際取引に影響を与えるものについて議会はどこまで規制できるかという問題点である。彼らはシャーマン反トラスト法の例をひいて、それ自体は州をこえた活動ではない契約や謀議でも州際取引に影響する場合には禁止され得るとした。第2は、証券取引法案による規制が証券や証券以外の商品の州際取引にどのような影響を及ぼすかである。価格の変動が全国に及ぶような商品の販売は全国的な市場に影響を及ぼすというのが従来からの裁判所の見解であるとするれば、本法案においてとりわけ広汎な調査や公聴会による知見をもとに規制が行われれば、州際取引が大きく変わることは明瞭であるというのが、彼らの意見であった。第3は、証券が議会によって取引を規制されるような商品であるかどうかである。彼らは証券と同じように普通の商品とは異なる保険の例をひきつつ、保険は個人の契約にすぎないが、証券は市場で売買される立派な資産であることを強調する。これは保険には州法の規制を受ける十分な理由があるが、証券は州際取引の対象となる商品なので州法では対応できないという主張であった⁵²⁾。

コーコランとコーエンの意見書によってランダスの疑問は晴れ、ゲイの論拠は粉碎されたといえよう。ウルヴァートン議員は下院議会での演説において彼らに次のような讃辞を送っている。「トマス・コーコランとベンジャミン・コーエンが委員会に提出した意見書は、本法案にお

⁵⁰⁾ U. S. Senate, Committee on Banking and Currency, *Report, Stock Exchange Practices*, 72nd and 73rd Cong., Washington, D.C., 1934, pp.77-78.

⁵¹⁾ *Ibid.*, pp. 6587-6588, 6649.

⁵²⁾ U. S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Hearings, Stock Exchange Regulation*, pp. 925-929.

いて明確に示された目的のために議会が立法を行う権限を持つことは勿論、その方法も憲法に適ったものであることを立証しております。彼らはその誠意と能力を駆使して本法案の主題に直接または間接にかかわる煩雑な問題について当委員会を助けてくれました。世上に言われるように彼らが「ブレイン・トラスト」と呼ばれる人々だとして、私はその呼び名が間違っただとは思いません。二人はともに義務の遂行において稀有の能力と忠誠を発揮し、この重要な法律の制定に最も意義のある貢献をしたのであります。⁵³⁾」この演説によってコーコランとコーエンは大いに面目をほどこしたが、しかし、法理論では有利に立っても、法案についての反対が治まることはなかった。

反対論が集中したのは、上述のコーコランの整理にしたがえば、第1と、第3の問題であった。前者については第6条に規定された証券のマージン購入の制限比率が高すぎるというのである。マージン購入とは、投資家が証券を抵当にブローカーから融資を受けて証券を購入することである。投資家にとっては抵当証券と融資額の差がマージンとなるが、ブローカーは投資家の購買意欲をおおるためにマージンを大きくする傾向があり、第6条はマージン比率を60%ないし20%に抑えようとしていた⁵⁴⁾。後者についてはブローカー業と引受業とディーラー業を分離させようとする第10条が批判的になった。コーコランはブローカー業と引受業と小売業がひとつに組んでいる現実を指摘して、このような三位一体的商行為は投資家の利益に反するだけでなく、証券市場の投機性を高めるだけであると主張したが、これに対してレドモンドは、引受業務が不振な時にはブローカー業やディー

ラー業に進出するのはやむをえないとして、むしろ三位一体を生き残りのための良策とした⁵⁵⁾。

第10条には地方から反対の声があがった。地方では、ニューヨーク証券取引所に上場された端株をさばく一方で全国的な引受けシンジケートにディーラーとして参加し、地方の企業の証券が地方の取引所で売り出されるとブローカーとして自分の勘定でそれを買うのが当たり前のことであった。ブローカーかディーラーのいずれかを選ぶとなると、彼らの収入は確実に減り、ひいては地方の証券取引所の会員の減少につながる⁵⁶⁾。1934年3月10日付けのニューズ・ウィーク・イン・ビジネス紙は、メイン・ストリートとウォール・ストリートがはじめて手を組んで証券取引法の粉碎に立ち上がったと書いた。メイン・ストリートとは地方都市の目抜き通りにならぶ銀行や証券取引所を指している。記事はさらに「このところ毎週のように、小さな証券取引所と小さなブローカーと小さな企業家の代表である『小さな連中』が、レイバーン委員会を執拗に訪れて、法案が自分たちから仕事を奪うであろうと宣言している」と述べていた。レイバーンは法案の見直しがあり得るだろうと述べて、事態の沈静化をはかるほかなかった。上院でもフレッチャーが「不満にはもっともなところがある」と譲歩の姿勢をみせはじめた⁵⁷⁾。

大統領の同意を得てモーレイが動き、コーエンとコーコランに法案を修正するよう指示が出された。モーレイによると、二人は「法案の性格が変わることを憂えて不平を唱えた」という⁵⁸⁾。フランクファーターは当時イギリスにいて不在であったので、モーレイは当然のこのようにランダスを二人の相談相手に選んだが、

⁵⁵⁾ *Ibid.*, pp.6522-6527.

⁵⁶⁾ Parrish, *Securities Regulation and the New Deal*, pp. 122-123.

⁵⁷⁾ *The News-Week in Business*, March 10, 1934.

⁵⁸⁾ Moley, *After Seven Years*, pp. 285-286.

⁵³⁾ U. S. House, *Congressional Record*, 73rd Cong., 2nd Sess., May 1, 1934, p.7864.

⁵⁴⁾ U. S. Senate, Committee on Banking and Currency, *Hearings, Stock Exchange Practices*, pp. 6469-6499.

彼はかつての三銃士の間に隙間風が吹いていることに気づかなかった。ランダスはローパー報告書にそって、細かい規制を法律に書きこむよりは統治機関の裁量に任せたほうがよいという立場であったから、議会の証言においてもコーコランとは一線を画していたのである。法案の修正作業には原案の作成にたずさわったペコラ・グループも加わっていたが、なかでもフリンはコーエンとともにランダスの立場に批判的であった。彼は政府による介入の主張者であったから、ランダスの意見が主導権を握ることに警戒感を抱いたのである⁵⁹⁾。8日間の昼夜を分かたぬ作業の末に出来上がった修正案は、フリンの危惧が当たっていたことを示していた。

修正案について議会で説明をするのもコーコランの役割であった。3月20日に開催された下院のレイバーン委員会では彼は次のように述べた。「変更された部分で最も重要なものを挙げれば、ひとつはマージンに関する規定であり、他はブローカーとディーラーの分離に関する規定であります。」前者については、ブローカーが顧客に貸し出す資金の上限が40%から60%に引き上げられた。また後者については、ブローカーと同じくディーラーにも証券取引所の会員資格を与えることによって両者の分離ではなく分立がはかられた。この結果、三位一体の営業活動の規制を狙いとする分離の条項は消えることになる。コーコランはできるだけ胸を張って修正点を紹介したが、その弁舌に冴えはみられなかった⁶⁰⁾。

3月26日、ローズヴェルトはレイバーンとフレッチャーに手紙を送って、これ以上の譲歩は金輪際できないし、するつもりもないことを伝

えた⁶¹⁾。それにもかかわらず、議会は長々と審議を続ける過程で証券取引法案に大きな修正を加えていった。下院の修正点はマージン率を45%に緩めたうえで、その後のマージン率の操作を連邦準備局に委ねることであった。これに対して上院は、マージンの比率を決める条項を削り、新たに5人の委員からなる「証券取引委員会 (Securities Exchange Commission : SEC)」を設立して、これにマージン率の決定も含めて証券と取引所に関する規制業務を一任することを提案した。突如としてSEC案が出てきたのはカーター・グラス (Carter Glass) が連邦準備制度を資本市場の金融に巻きこむことをきらって無理強いしたためである。下院は証券法に引き続きFTCに証券取引法の執行を委任することになっていたから、SECの設置は経費の無駄であると反対したが、両院協議会では、譲歩せざるをえなかった。その代わり、下院は連邦準備局にマージン率を決める権限を与えることを認めさせて、グラスに一矢を報いたのである⁶²⁾。

6月6日、大統領が署名して、証券取引法 (Securities Exchange Act) は成立した。

証券取引法が出来上がってみれば、コーコランが最後の砦として守ろうとしたブローカーズ・ローンのマージン比率の量的規制は、行政機関の手を離れて連邦準備局の裁量に委ねられることになっていた。法の執行機関としては、FTCではなくSECが浮上してきた。SECと連邦準備局には、それぞれに与えられた裁量の範囲において、法の規定に反しないかぎり、ルールと規制 (rules and regulation) を設けて、法で用いられている技術、取引、会計などの用語を定義する権限を付与された⁶³⁾。これはSECがかなりの範囲で裁量権を持つようになったことを

⁵⁹⁾ Parrish, *Securities Regulation and the New Deal*, pp. 124-125.

⁶⁰⁾ U. S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Hearings, Stock Exchange Regulation*, pp. 674-700.

⁶¹⁾ Parrish, *op. cit.*, p. 129.

⁶²⁾ U. S. House, *Congressional Record*, June 1, 1934, p. 10265.

⁶³⁾ *Ibid.*, p. 10249.

意味する。コーコランとコーエンがペコラやフリンと共に目指した法を根拠とする政府の介入は、市場との間にSECを介在させることによって大きく性格を変えることになった。証券取引法は4か月かけてローバー報告書の路線に戻ったのである。ランデスはFTCではなく新しい行政機関に証券の規制の一切を任せるべきだと考えていたから、彼にとっては意図した通りの決着といおうか、彼はSECの委員に任命されて、初代委員長のジョセフ・ケネディ（Joseph Kennedy）が退いた後に二代目の委員長を務めることになった。

ペコラは上院の公聴会が証券取引法を勝ちとったと述べているが⁶⁴⁾、フリンはそう思わなかった。自ら熱望してSECの委員となったペコラとは異なり、フリンはSECにすべてをゆだねるような決着に不満を唱えた⁶⁵⁾。コーコランとコーエンも同様に落胆していた。彼らはSECの人事に望みをつなぐが、ローズヴェルトがモーレイの提出した候補者のリストからケネディを選んだ時、コーコランの怒りは爆発したという。ケネディはウォール街で巨万の富を得た人物として有名だったからである。モーレイのリストにはコーエンの名前も載っていた。しかし、ローズヴェルトはコーエンではなく、FTCのロバート・ヒーリー（Robert Healy）とマッシュウズ（George Mathews）を選んだ⁶⁶⁾。

コーコランはコーエンがしかるべきポストに就くことを誰よりも願っていたから、ローズヴェルトの決断に失望したが、そのコーコランに目をつけたのがほかならぬローズヴェルトであった。ローズヴェルトには次なる大仕事のために人材を必要としていたのである。

IV 公益事業持株会社法とニューディーラー

証券法によって新規の発行証券にふるいをかけ、証券取引法によって市場に出た証券の投機的な売買にブレーキをかけようとしたローズヴェルトが、次に目指したのは不良証券の発行元を押さえることであった。大統領選挙で掲げた公約どおり、彼にとって資本市場改革の三番手は公益事業持株会社の規制だったのである。カロッソは証券取引法よりもグラス・スティーガル法のほうが投資銀行に与えた打撃は大きかったと述べている。たしかに証券取引法によって大きな影響を受けたのはブローカーであり、トレーダーであり、中小規模の証券引受業者だった。しかし、公益事業持株会社法は別であり、大投資銀行家はこれを黙って見ているわけにはいかなかった。これは投資銀行と公益事業がいかに深く結びついていたかを示している。両者を結びつけたのがほかならぬ持株会社であった。

持株会社が普及した理由は公益事業の側にも見いだされる。大量の設備投資を必要としながら新興の産業であるために資本市場での知名度が低かった公益事業に対して、証券による資本調達のを開いたのは持株会社であった。持株会社の多くは有名な投資銀行によって設立されていたから、持株会社の子会社になることによって、公益事業企業はその証券を市場において商品化することに成功したのである。投資銀行にとっては持株会社は会社支配のもっとも安上がりな方法であった。安上がりな支配は持株会社の上にさらに持株会社を積み増すことによって効果を生む。公益事業には電力・ガス、水道、電車、電信・電話など、公衆の日常生活に直接かかわるサービスが含まれているが、このうちとくに電力とガスが持株会社と結びついたのは、そのサービスの特殊性による。電力もガスも保存の利かない商品であるから、買い手があればどこへなりと送らなければ大量生産は見込めない。それを可能にしたのが全国に張り巡

⁶⁴⁾ Ferdinand Pecora, *Wall Street under Oath*, New York, 1968, p.5.

⁶⁵⁾ Joseph Lash, *Dealers and Dreamers, A New Look at the New Deal*, New York, 1988, p.169.

⁶⁶⁾ Moley, *After Seven Years*, pp.286-287.

らされた持株会社のネットワークであった。電力とガスは生産方法は違うが消費者に送るときの方法は似通っていたから、同じ資本のもとに統合されるようになる。電力・ガス会社は公益性を持つがゆえに地域独占を許されたが、またそれゆえに地域を越えた営業を禁じられていたから、代わって持株会社が地域ごとの電力・ガス会社を相互に結びつける役割を果たしたのである。持株会社を通して電力・ガスは州をこえた市場を獲得し、持株会社の数だけ増えた株式は州をこえて中央の取引所に持ち込まれた。1928年に電力・ガスの持株会社が発行する株式は数においてニューヨーク証券取引所の首位を占めた。ピラミッド型に連なる持株会社支配の構造においては、生産を行うのは底辺にある電力・ガス会社のみであったが、持株会社はこの生産会社の株式の配当を唯一の根拠として大量の株式を発行したのである⁶⁷⁾。

持株会社の発行する証券に規制を加えるだけならば、SECで十分に対応できるはずであった。またしても法案を起草することになったコーエンも、今はローズヴェルトの側近としてホワイトハウスと議会のリエゾン役をはたすようになったコーコランも、最初はそのように考えていた。しかし、ローズヴェルトは違ったのである。彼は持株会社の全廃を主張した。よく引用される1節だが、デーヴィッド・リリエンスール (David Lilienthal) は1934年11月23日にウォームスプリングズで大統領と会談した時のことを次のように記している。「大統領のポイントは持株会社を規制することはできない、唯一の道はそれを廃止してしまうことだというのである。投資会社が公益事業会社などの有価証券を持つことはひとつの行き方であるし、またコストベースで持株会社が経営サービスをするにも一

理がある。しかし操業中の会社を支配するための持株会社は公共の利益に反する。持株会社の規制ができない以上は廃止すべきである。大統領はそのための立法措置を望んでいる。問題はいかなる方法によるべきかである。彼は課税を通じてやったらどうだろうと提案した。」リリエンスールによると、同席していたタグウェルは「私的独占はあってはならぬ、というウィリアム・ブライアン (William Bryan) の言葉を引いて大統領の説を支持した」という⁶⁸⁾。

バーリはその場に居合わせなかったが、彼もローズヴェルトと同じ意見であったことは、SECのヒーリーに送った彼のメモから明らかである。メモはヒーリーが責任者となっていた全国電力政策委員会 (National Power Policy Committee: NPPC)) の小委員会が持株会社規制のあり方について検討する過程で、バーリに意見を求めたのに対する返答であった。バーリは「産業構造に大きな打撃を与えることのないように持株会社をできるだけ早く取り除くことが大切である」と述べ、「持株会社を解体することによって生産会社の集中合併が可能になり、持株会社の証券を持っている人たちが生産会社の証券を受け取ることができるようにすべきである」とつけ加えていた⁶⁹⁾。バーリは同時にコーエンにも手紙を送っている。彼はコーエンがヒーリーから依頼されて持株会社規制法案の作成に着手していたことを知っていたから、コーエンに直接意見を伝えたかったのであろう。

⁶⁸⁾ David Lilienthal, *Journals of David Lilienthal*, New York, 1964, Vol. I, p. 45. デーヴィッド・リリエンスール『リリエンスール日記』I, 末田守・今井隆吉訳, みすず書房, 1968年, 56頁。タグウェルの日記にも同じ場面についての記述がある。彼はTVAの理事でありNPPCのメンバーでもあるリリエンスールが招かれたことに政府の主導による農村電化へのローズヴェルトの関心を見出していた。 Namorato ed., *The Diary of Rexford G. Tugwell*, pp. 149-150.

⁶⁹⁾ Philip Funigiello, *Toward a National Power Policy, The New Deal and the Electric Utility Industry, 1933-1941*, p. 49.

⁶⁷⁾ 公益事業持株会社の支配構造については西川純子『アメリカ企業金融の研究』294-314頁を参照。

「すべては貴君がいかに強力な前線を敷いてどこまで広い攻撃をしかけるかにかかっています」と述べたバーリは、「持株会社の存在を手荒く断ち切ってしまうのを避けたのであれば、税金を累進的に増やしていくことで取り除くという簡単な方法もあります⁷⁰⁾」と、現実的な方策についても示唆していた。証券取引法の時にはローパー報告書に署名しながら、それ以上の議論に加わろうとしなかったバーリが、公益事業持株会社の場合には人が変わったように熱心だったのは、彼が資本市場の改革のためには証券や取引所よりも公益事業持株会社の規制が重要であると考えていたためであろう。証券の規制は企業が発行する証券をふるいにかけ、取引所の規制は市場に出た証券の取引を監視することであったが、公益事業持株会社の規制は、電力という基幹産業とそれを持株会社を通して支配している投資銀行に政府の手が直接に加わることを意味したのである。モーレイが証券法による市場改革をフランクファーターに任せた時、バーリは意外な思いを抱いたが、モーレイの決定にあえて逆らわなかった。彼もモーレイと同じく、証券の規制はブランドイス＝フランクファーターのグループに相応しい仕事だと考えたからである。しかし、公益事業持株会社はバーリの仕事であった。自分の仕事を自分に代わってやってもらうために、バーリはコーエンに手紙を書いたのである。

ローズヴェルトは1935年1月4日の年頭教書演説において、はじめて持株会社を廃止する意向を明らかにした。問題はどのようにして持株会社を廃止に持っていくかであり、これをめぐって二つの案が検討された。ひとつは財務省とFTCの案で、累進課税によって間接的に廃止しようというものであり、他はコーエンがコーコ

ランとNPPCと協議して作成したもので、法による直接の規制を加えることによって持株会社の構造を単層的なものにすることを目指していた。大統領は後者を選んだが、条件として案文に持株会社をいずれは廃止するという一条を入れるように命じたのである。この結果、コーエンが書いた原案の第1部第11条には、持株会社の「死刑宣告」(Death Sentence)が書き入れられることになった。SECは存在する必要を証明できないすべての公益事業持株会社を1940年1月1日までに解体しなければならないというのである。3月12日に大統領はこれを長文のメッセージとともに議会に送った⁷¹⁾。

「地理的に結合した公益事業システムの持続的な運行に決定的に必要なものでないかぎり、現在のような力をもつ持株会社は不要である。金融の歴史を経験に照らして作り直すことができるならば、我々はこのような持株会社業を持ちはしないであろう。それは法にせよ経済にせよ、アメリカの伝統になじまない仕組みである。それは最近になって生まれた新基軸にすぎない。(中略)それは企業が一握りの内部の人間に他者の金を支配する不当で忍びがたい力を与えようとして発明したものである。地方の規制をこわし、代わりに不在経営を持ち込み、それは公益事業分野に私的社会主義という自由な人々の幸福を脅かす制度を作り上げた。衆目の一致するところ、もともと地域的な公益事業会社のものである支配権と利益を少数の金融センターの手から取りあげて、実際に生産を行い富を作り出している地域に支配権と利益をもどすべきである。我々が望むのは独立した企業であり、自分の足で立ち、多くの人々に力と責任を分かちことをよしとし、役員の交換関係などの方法で選ばれた少数に恣意的な力や排他的な機会を与えるような持株会社を拒む企業である。いまや

⁷⁰⁾ Ibid., pp.49-50; Joseph Lash, *Dealers and Dreamers, A New Look at the New Deal*, p.194

⁷¹⁾ Funigiello, *op. cit.*, p.62.

力の集中の流れを変えて、アメリカ市民の多くが伝統としていた独立自営の営業が日々のパンを持株会社のような不当に大きい経済力を得る仕組みを通して非常に少数の人々の手に委ねることのないようにする時である。私は政府社会主義には反対だが、同じように、私的な力の集中である私的社會主義にも反対である。両者とも危険であることには変わらないが、政府社会主義を避けるためには私的社會主義をこわすことが絶対に必要なのである。⁷²⁾」おそらくはコーコランが下書きをしたと思われるこのメッセージ⁷³⁾は、高い調子で持株会社を糾弾していたが、基調には持株会社を排除すれば伝統的な独立自営の企業が復活するというブランダイス流の考え方があった。持株会社は一握りの人間が他者の金を支配する不当な制度であり公益事業に「私的社會主義」を持ち込んだ悪弊であるから、持株会社を追放すれば公益事業会社は本来の独立生産者に還するというのである。これは明らかに、公益事業がもともと地域の自然独占を許される特殊な産業であることを無視した議論であった。公益事業は競争的産業ではないがゆえに独占禁止法の対象から外されているのであり、それがために20年代において持株会社は公益事業を活躍の舞台として選んだのである。電力産業が公益事業に分類されていることは私的独占を保証されていることだから、持株会社を解体すれば電力が伝統的な競争的経営を回復するという主張は理屈に合わない。バーリならこうは書

かなかったであろう。彼なら持株会社を追放するのは公益事業の発展のためであると書いたはずである。

「私的社會主義 (private socialism)」という聞きなれない言葉はモーレイの造語であった⁷⁴⁾。モーレイが『トゥデイ』の1月号に書いた持株会社法についての論評ではじめて使ったこの言葉を大統領のメッセージは早速借用して、政府社会主義と対比し、政府社会主義がいやなら「私的社會主義」を排除するしかないと結んでいた。コーコランは「私的社會主義」という言葉が気に入った様子で、上院州際通商委員会の公聴会に登場すると、真っ先に『トゥデイ』に載ったモーレイの論評のコピーを出席者に配っている。ヘイスティング議員が「彼は貴君と同意見なのですか？」と聞くと、コーコランは「私が同じ意見なのであります」と答えた⁷⁵⁾。モーレイは「持株会社法はすでに公益事業の内部から亀裂が生じていることを承認しているにすぎない。亀裂が意味するのはアメリカの私的社會主義の崩壊とも呼べるようなものである⁷⁶⁾」と書いていたが、コーコランはこの文章から「私的社會主義」という刺激的な言葉を抽出して、それに持株会社を当てはめたのである。あるいはモーレイの「私的社會主義」は、持株会社を含む公益事業の全体を意味していたのかもしれない。そうであれば、モーレイの「私的社會主義」はタグウェルの「私的独占」に近いことになる。しかし、モーレイはタグウェルのように電力事業の国有化を視野に入れているわけではなかったから、「私的社會主義」が崩壊したあとに何を期待するのかわからない。ここにコーコランがつけ入る隙が生まれたのである。

⁷²⁾ U. S. House, *Public Utility Act of 1935, Report*, No.1318, 74th Cong., 1st Sess., Washington, D.C., 1935, pp.2-3.

⁷³⁾ メッセージの書き手について確証があるわけではない。実際には、2通りの推理があり、Funigiello (*Toward a National Power Policy*, p.71.) とLash (*Dealers and Dreamers*, p.201.) はコーエンとみなし、Niznik (Monica Niznik, "Thomas Corcoran", unpublished dissertation, Notre Dame University, Indiana, 1981, p.170) はコーコランとみなしている。本稿がNiznikと同じ結論にいたったのは、「私的社會主義」という言葉の使い方がコーコランの場合と酷似していることによる。

⁷⁴⁾ Lash, *Dealers and Dreamers*, p.201.

⁷⁵⁾ U.S. Senate, Committee on Interstate Commerce, *Hearings, Public Utility Holding Company Act of 1935*, 74th Cong., 1st Sess., Washington, D.C., 1935, pp.180-181.

⁷⁶⁾ *Today*, January 26, 1935.

4月16日にはじまった上院の公聴会では、持株会社を廃止するか、あるいは規制にとどめるべきかをめぐって議論が沸騰した。コーコランは依然としてRFCに籍をおいていたが、またしても法案起草者のコーエンに代わって証言台に立ち、持株会社の廃止を訴えることになった。証券法や証券取引法の時と違い、今度は強力な大統領の後盾があったから、コーコランは最初から強気であった。彼の戦術はモーレイを引き合いに出しながら「私的社会主義」という言葉を巧みに使って持株会社を葬ることであった。彼は述べている「資本主義の考え方は競争的で自由な企業を持つということです。社会主義について語るとき私たちが恐れるのは、一人の有能な指導者が企業活動のすべてを好きなように決定することです。しかし、閉ざされた経済システムには競争の自由も自由な企業もありません。一本の手だけが、まさにロシアにおける一本の手と同じように、企業の行方を指すのです。そのような企業を組織し支配する人々が国内のほかの企業と交流することを考えると、それは立派な社会主義です。⁷⁷⁾」閉ざされた経済システムとはまさに持株会社のことである。彼はさらに続けて、「自由な企業を復活させるために、このようなシステムをこわしてしまうか、占拠するかしなければ、国はこのシステムに占拠されてしまうでしょう。このような力の集中を許しながら経済的民主主義を維持することは絶対にありえないのです。⁷⁸⁾」「私的社會主義」はコーコランの口を通すといつの間にか「社会主義」になっていた。「社会主義」というレッテルを貼ることによってコーコランは持株会社を公益事業から引き離そうとしたのである。彼は付け加えて、「この仕事は電力・ガスの生産会社を

傷つけることなしに、また投資家たちを傷つけることなしにできるのです」と述べた。持株会社が発行する証券は12億ドルにも及んでいるが、そのうち生産事業にまわるのはほんの少しにすぎないのであり、投資家も持株会社証券がなくなれば皮まではがされずにすむのであった⁷⁹⁾。

コーコランの弁論が予期したほどの効果を挙げなかったのは、反対の声がさらに高まったことから明らかであった。投資銀行と持株会社が反対するのは当然であったが、コーコランにとって意外だったのは、彼が持株会社の独裁から守ろうとした生産会社が持株会社の廃止に必ずしも賛成ではなかったことである。セントルイスのユニオン・エレクトリック・ライト・アンド・パワー会社は、持株会社ノースアメリカン社の生産子会社であるが、公聴会に出席した社長のルイス・イーガン（Louis Egan）は、ノースアメリカン社が自社にとっていかに必要な存在であるかを説明した。社債をニューヨークの市場で販売するにはノースアメリカン社の助けが必要だというのである。しかも社債による資金調達現場の必要に間に合わない時には、ノースアメリカン社が地元の銀行に代わって現金を用立ててくれるという⁸⁰⁾。公聴会には、コーコランがもっとも有力な持株会社集団として槍玉に挙げたコモウエルス・アンド・サザン社の社長であるウェンデル・ウィルキー（Wendell Willkie）も登場した。彼はコモウエルス・アンド・サザン・オヴ・ニューヨークの社長であり、同時に同社を100%所有する持株会社コモウエルス・アンド・サザン・オヴ・デラウェアの社長でもあったから、持株会社と生産会社を分離することが公益事業の発展のためにいかにマイナスであるかを訴えるのに最も適した人物であった。リリエンソールも指摘し

⁷⁷⁾ U. S. Senate, Committee on Interstate Commerce, *Hearings, Public Utility Holding Company Act of 1935*, p. 177.

⁷⁸⁾ *Ibid.*, p.177.

⁷⁹⁾ *Ibid.*, p.182.

⁸⁰⁾ *Ibid.*, pp. 364-365.

ているように、ウィルキーの反対論はローズヴェルトが進めていたテネシー峡谷 (TVA) の開発とも関係していた⁸¹⁾。TVAが構想する電力を中心とするテネシー州の地域開発のプログラムは、コモンウェルス・アンド・サザーンが傘下にもつアラバマ電力、ジョージア電力およびテネシー電力が独占する地域と重なっていたのである⁸²⁾。これはウィルキーに電力の公営化を阻止するという新しい命題を与えた。公営事業に対抗するために民営の公益事業は持株会社を失ってはならないのである。しかし、ウィルキーは反対するばかりでは何物も得られないことを知っていた。持株会社を守るために、彼は持株会社の規制を提案するのである。提案のひとつは、証券法を修正して持株会社と公益事業会社が議決権のない普通株式を発行することを一切禁止するという条項を入れるというものであった⁸³⁾。

ウィルキーの提案をいたずらな妥協であり、反対陣営からの離脱であるとみなす者もいた。しかし動機は異なっても彼と同じような決着を求める声もあった。チャールズ・ウルヴァートン議員もその一人であった。彼は証券取引法の成立に際してコーコランとコーエンの功績に最大級の賛辞を与えた例の人物である。彼は持株会社の廃止可否かではなく、いかにして持株会社の誤謬をただすかを議論しようとしていた⁸⁴⁾。証券法と証券取引法というよい前例があるでは

ないかと主張する彼には、コーコランとコーエンがなぜ持株会社の廃止にこだわるのかが理解できなかったにちがいない。しかし、ウルヴァートンが見落としていたのは、持株会社が電力会社に群がるのは議決権のない株式を発行するためであるということである。持株会社がある限り、その存在する理由を消し去ることはできない。「持株会社の規制はできないから廃止するしかない」と述べたローズヴェルトはこの意味で正しかったのである。

ローズヴェルトは一貫して立場を変えなかったから、コーコランとコーエンはどんなに批判を浴びようと持株会社「死刑宣告」を守ることを使命とした。当時の議会の模様をコーエンはフランクファーターに伝えている。「あの時はいろんな告発が飛び交っては火を煽っていました。議員ははんこを押すための利用価値しかないとか、議員は公益事業の関係者に会って自分なりの判断を下すことを恐れているとか、政治的な経験も経歴もない二人の若い男以外は法案について理解している者はいないとか、しきりに言われていました。どんな努力も上院と下院との間に不信と疑いを生む種となりました。噂が行ったり来たりしてそれぞれの委員会のリーダーに相互不信の念をうえつけ、けちな嫉妬心を煽ったのです⁸⁵⁾」コーエンとコーコランがなぜ常に行動をともにするのか、彼らが同じアパートに住んでいたこともあって、私生活にまで踏みこんだ憶測が新聞記事を賑わした。証券法から証券取引法、そして公益事業持株会社法にいたるまで、コーエンが法律案を書き、コーコランがスポークスマンの役割を勤めるという形が続いてきたから、2人の名前がセットで呼ばれることに本人たちでさえ抵抗しなくなっていたのはたしかである。2人の性格はまるで違っていた。コーエンは学者肌で内向的で世渡りが

⁸¹⁾ 1933年4月に成立したテネシー渓谷開発公社 (TVA) 法は、TVAに可航性の改良、洪水調節、再植林計画、限界地プログラム、工業・農業開発の援助、およびマッスル・ショアーズにおける政府所有の硝酸等の施設の軍事目的のための利用を義務づけた。James Olson, ed., *Historical Dictionary of the New Deal*, Westport, Conn., 1985, p. 492.

⁸²⁾ 小林健一『TVA実験の地域政策の軌跡、ニューディール期から現代まで』御茶ノ水書房、1994年、27頁。

⁸³⁾ U. S. Senate, Committee on Interstate Commerce, *Hearings, Public Utility Holding Company Act of 1935*, p. 597.

⁸⁴⁾ Funigiello, *op. cit.*, p. 69.

⁸⁵⁾ Benjamin Cohen to Felix Frankfurter, March 31, 1936, Cohen Papers.

下手であったが、類いまれなる法律のセンスを持っていた。これに対して陽気で社交的で行動的なコーコランは、並外れた弁舌の才に恵まれていた⁸⁶⁾。性格が違っていただけで2人は互いに補い合って強力な一組になったのかもしれない。しかし、その彼らにしても持株会社をめぐる公益事業との戦いは厳しいものだった。証券法や証券取引法のときは戦う相手も手にする武器も違っていた。今度の相手は投資銀行と電力産業が一体化した公益事業であり、ローズヴェルトはそこから持株会社を引き抜いて公益事業をバラバラにしようとしていたのである。これはFTCやSECに証券を登録させて情報の公開を徹底するというブランダイス主義ではとうてい太刀打ちできない経済の基本構造の変革の問題であった。ローズヴェルトの意向を忠実に実現しようとする限り、コーコランとコーエンはブランダイス主義からの脱却をせまられたのである。

議会では決着の時が近づいていた。上院では5月29日にフィーラー（Burton Wheeler）の率いる州際通商委員会が原案を13対1で可決して、上院議会の審議に付した。上院議会では、「死刑宣告」を削り、SECの権限を制限し、代わりに連邦規制を厳しくするというディートリック議員（William Dietrich）の修正動議が出されたが、1票差でかくも否決された⁸⁷⁾。これは持株会社の「死刑宣告」が原案どおりに上院を通過したことを意味する。

しかし下院での審議はことごとく滞った。6月13日に下院の州際・外国通商委員会は上院で可決された法案の審議に入り、11条から「死刑宣告」条項を削る代わりに、SECに持株会社が社会的利益に反する場合にこれを解体する権限を与えることで妥協がはかられた。「死刑宣告」条項では社会的利益に反するか否かを証明する

のは持株会社であったが、修正案では持株会社を評価するのはSECの権限とされたのである。見方によっては両者にそれほどの違いはなかったともいえるが、大統領は修正案に強く反発して「これは死刑宣告ではなくて奴隷解放宣言である」と述べたという⁸⁸⁾。大統領の意をうけてコーコランのロビー活動がはじまった。その結果、下院議会の拡大委員会にして、ここで改めて委員会の修正案と上院案を審議することになった。議論が紛糾するなかで7月1日にエドワード・アイカー議員（Edward Eicher）が二つの動議を出し、上院案の「死刑宣告」を委員会案の11条に差し替えることと、そのうえで11条について採決を行うことを提案した。動議は採用され7月1日に投票が行われた結果、反対258賛成147で「死刑宣告」は大差で否定されることになった⁸⁹⁾。コーコランたちの猛烈な巻き返し工作にもかかわらず、翌7月2日、下院は委員会の修正案を323対81で可決した⁹⁰⁾。

最後の決着は両院協議会に持ちこされた。しかしその前にブルースター事件が起こって、コーコランが不正ロビー活動行為の疑いで下院の調査委員会において証言を求められる身となった。ブルースター事件についてはモニカ・ニズニクの論文が詳しい。それによれば、メイン州選出のブルースター（Ralph Brewster）議員が7月2日の下院での投票を前に、コーコランから「死刑宣告」に票を投じなければ地元のパスサマコッディ・ダム（Passamaquoddy Dam）の建設をストップすると脅されたと言ったのが発端であった⁹¹⁾。新聞はここぞとばかりに事件

⁸⁸⁾ Arthur Schleginger, Jr., *The Age of Roosevelt, The Politics of Upheaval*, Boston, 1960, p.314.

⁸⁹⁾ Funigiello, *Toward a National Power Policy*, pp. 90-91.

⁹⁰⁾ *Ibid.*, p.91.

⁹¹⁾ Niznik, "Thomas Corcoran: The Public Service of Franklin Roosevelt's 'Tommy the Cork'", Ph.D. diss., Department of History, Notre Dame, 1981, pp.187-203.

⁸⁶⁾ Lash, *Dealers and Dreamers*, pp.183-184.

⁸⁷⁾ Funigiello, *Toward a National Power Policy*, p. 87.

を取り上げ、コーコランならいかにもありそうなスキャンダルとして書きたてたが、そのなかで敢然と彼を擁護したのは、証券取引法でともに戦ったジョン・フリンであった。彼は『ニュー・リパブリック』に次のように書いた。「私はブルースターについては死刑宣告に反対票を投じたことぐらいしか知らない。しかし私はコーコランを知っている。トム・コーコランがブルースター事件はこうして起こったのだと説明するのなら、私はそれを信じる。ワシントンのニューディールの部署で彼ほど偉大で献身的な働きをしたものがほかにいるだろうか。トム・コーコランほどにニューディラー的な人間はほかにいるだろうか。彼は証券法と証券取引法を先導し、今は公益事業法をひっさげて困難な嵐に立ち向かっているのである。⁹²⁾」事件の結末は1936年まで持ち越されたが、ブルースターは結局、コーコランの罪状を立証することができなかった。

ブルースター事件で失速するかにみえた両院協議会の法案審議は、ブルースター事件によって皮肉にも大統領側に流れが引き寄せられる展開となった。下院がブルースター事件を調査する過程で、公益事業関係者による議会のロビー活動の実態が暴露されたのである。上院も委員会を設けて調査をはじめたが、その結果、持株会社の「死刑宣告」に反対するよう要請する偽の電報や匿名の手紙が大量に議会に送られていることが判明した。ロビー活動のために公益事業側が90万ドルを支出したことも明らかになった⁹³⁾。ロビー活動は公益事業のほうがコーコランよりも大規模で悪質だったのである。潮目が

変わりはじめたこの時をとらえて、両院協議会に妥協案を示したのはフランクファーターである。それは持株会社の全廃に代えて、SECに登録した持株会社に限り、1社による1公益事業システム (a single integrated public utility system) の支配を原則として認めるという提案であった⁹⁴⁾。「死刑宣告」は消えたが、公益事業に特有のピラミッド型持株会社支配も消し去ることによって、フランクファーターは名を捨てて実をとろうとしたのである。ホーリー (Ellis Hawley) はこれを緩和された「死刑宣告」と呼んだ⁹⁵⁾。最初に「死刑宣告」があったからこそ妥協してもなお持株会社を最小の規模に抑えることができたのである。これは持株会社を安上がりの産業支配の手段として活用してきた投資銀行にとっては大打撃であった。持株会社を幾重にも連ねることによるメリットが失われれば、持株会社はその存在意義すら問われるのである。カロッソが言うようにグラス・ステイーガル法が投資銀行に与えた打撃は証券取引法よりも大きかったが、公益事業持株会社法はさらにそれを上まわっていた。なによりも投資銀行家が電力企業をまきこんで展開した抵抗の激しさがそれを物語っていたといえるであろう。修正された公益事業持株会社法は両院協議会の承認をへて議会に送られ、8月22日に両院において可決された。8月26日、大統領が署名して5か月間にわたる長い闘争が終わったのである。

ローズヴェルトはフランクファーターの仲介に表面は迷惑顔だったが⁹⁶⁾、内心ではほっとしていたにちがいない。フランクファーターは最後に登場して見事に救世主の役割をはたしたのである。バーリにとってはフランクファーター

⁹²⁾ John Flynn, "Other People's Money, Portrait of a Trust-Buster - Wall Street Sugar on a Washington Plum - Corcoran Tells the Truth", *The New Republic*, July 24, 1935.

⁹³⁾ Niznik, "Thomas Corcoran", p. 206; Schleginger, Jr., *The Politics of Upheaval*, pp.318-320; Lash, *Dealers and Dreamers*, p.212.

⁹⁴⁾ Schleginger, Jr., *The Politics of Upheaval*, p.324.

⁹⁵⁾ Ellis Hawley, *The New Deal and the Problem of Monopoly*, Princeton, 1966, p.335.

⁹⁶⁾ Schleginger, Jr., *The Politics of Upheaval*, p.324.

の姿はまぶしいものであったであろう。2人はともにワシントンに定職をもたぬ身でありながらホワイトハウスに自由に入出入りする特権を享受していたから、互いに意識する間柄であった。しかし、公益事業持株会社法の成立をバリーが喜ばない理由はなかった。彼の心境は次の文章からもうかがえるであろう。「広い意味でニューディールは制度の革命だった。それは経済力の主要部分を民間の制度から公的制度に移したのだ。ローズヴェルト大統領は彼のまわりにいる知識人や政治的勢力とともに制度の革命を社会主義革命にしないことを意識して選択していた。（中略）我々は、フランクリン・ローズヴェルトがニューヨークの金融支配者とその勢力から経済力を奪ってしばらくはそれをワシントンに置こうと決意されたことを心から支持する。⁹⁷⁾」バリーが我々という時、そこにはローズヴェルトとともに金融勢力と戦ったコーコランとコーエンの名も当然に含まれていたのではないだろうか。

公益事業持株会社法では公益事業持株会社の規制と題された第Ⅰ部のほかに、連邦水力法の改正と題された第Ⅱ部がある。法案成立過程で持株会社に議論が集中したために、第Ⅱ部のほうはほとんど議論されることなしに議会を通過したのは電力会社にとって不幸なことであった。その趣旨は、連邦電力委員会（Federal Power Commission: FPC）の権限を大幅にひろげて州際的活動を行う電力会社に連邦規制を適用しようというものであったから、公益事業という聖域にはじめて国家が介入することを電力会社は不用意に許してしまったことになる。連邦規制の対象となったのは、価格、証券、会計システム、資産、生産技術およびサービスである。連邦水力法は連邦電力法に名称を変えて電力一

般を対象とすることになっていた。FPCはいわばどさくさに紛れて重要な法律の制定に成功したのであり、これがTVAや農村電化の計画の推進に大きく貢献する土台となったことは疑いない。しかしそれ以上は本稿の課題から外れる。

おわりに

本稿では証券法と証券取引法と公益事業持株会社法の三つの法律が成立する過程を検討しながら、いずれの場合にもコーコランとコーエンという二人のニューディーラーがかかわっていることを確認した。これだけなら従来の研究とあまり変わるところはないが、その上で本稿が明らかにしたのは、それぞれの法律を作る過程でコーコランとコーエンもまた変化をとげているという点である。証券法の策定のためにフラン克福ーターがワシントンに呼び集めたときの彼らは、ブランダイスの使徒であった。彼らを評して初代のブレイントラストの1人であるタグウェルは「古典的急進主義」とさげすんだし、モーレイは彼らの才能は規制づくりぐらいが相応しいと考えた。そして三人のうちでもっとも金融政策に詳しいバリーは、お手並み拝見と構えていた。彼らにとって、コーコランとコーエンは独占を退治しさえすれば市場の原理がうまく機能するようになると考える法律家にすぎなかったのである。とくにタグウェルとバリーは独占を生産力の集中として評価する立場であったから、若い二人に対して批判的であった。しかし、証券取引法を策定する過程でコーコランとコーエンはペコラやフリンの思想にふれて、小さいものがよいものだというブランダイス流の考え方に距離をおくようになる。それが決定的になるのは、公益事業持株会社法のときであった。最初はローズヴェルトの言いなりに、むしろ彼の意を迎えようとして持株会社の「死刑宣告」を守ろうとしていただけなのに、気がつい

⁹⁷⁾ Beatrice Berle, Travis Jacobs eds., *Navigating the Rapids 1918-1971, From the Papers of Adolf A. Berle*, New York, 1973, p.112.

てみれば、彼らは公益事業から持株会社を引き抜いて持株会社による支配の構造を解体することに懸命になっていた。これは単なる独占退治ではなく、独占に巢食う金融勢力の排除である。投資銀行と公益企業による反対運動が激しい分だけ彼らの目的意識は形あるものになっていったといえるであろう。それは彼らの目指すものがバーリのそれと接近してくることを意味した。接近の距離と程度を探るために、本稿ではバーリを意識して二人に対峙させている。その結果、持株会社の「死刑宣告」を守ろうとする過程で二人とバーリの接点がみえてきたのである。もとより、接点がみえてきたからといって相互の間に友情が生まれたわけではない。バーリは議会のロビー活動に長けたコーコランのような人間がむしろ嫌いであった。彼の日記にはコーコランの名前の下に「敵」という書き込みがあるほどである。したがって接近というのは個人的な感情を抜きにした思想の問題ということになるだろうか、その思想をニューディールと言い替えたときに何がみえるかというのが本稿の問題意識である。これはニューディール者をたとえばシュレジンジャーのように対立軸でとらえることに対するひとつの批判でもある。コロンビア大学出身の計画主義者とハーヴァード大学出身の独占退治主義者に二分することによって、ニューディールの対立抗争は明らかになっても、彼らがニューディールであることの共通項はみえにくくなってくる。本稿がコーコランとコーエンにとくに着目するのは、このような方法が彼らをハーヴァードとブランダイスとフランク

ファーターの枠に閉じこめることによって、彼らがニューディールであることをみえなくしていると思うからである。彼らがつくり上げた証券三法はニューディールのなかでも重要な仕事である。彼らなしにこの大仕事ができたとはいえないのに、コーエンは法律書きの職人のように、コーコランは議会ロビーの担当のようにしか扱われないことが多い。

同じような例はほかにもある。このことを筆者に気づかせてくれたのは、ラウクリン・カーリー (Lauchlin Currie) が彼のファイルに残した一枚のメモであった。それはカーリーが連邦準備局にいた頃、準備局総裁のエクルズ (Marriner Eccles) に調査と政策提言のための委員会の人選をたのまれてつくったメモであり、そこには彼がもっとも信頼する7人の名前が記されていた。ルービン (Isador Lubin)、ミーンズ (Gardiner Means)、ホワイト (Harry White)、ヘンダーソン (Leon Henderson)、コーコラン、コーエン、それにカーリー自身である。7人を結びつけているものは何なのか、それこそがニューディールであることではないのか、7人の名前を脳裏にきざみつけながら、筆者がとくに興味をおぼえたのは、このなかにコーコランとコーエンが含まれていることであった。ニューディールとしてのコーコランとコーエンというテーマがこのときに浮かんできたといってよい。本稿はこのテーマのもとに証券三法の成立を検討しようとしたものである。