

米國における株価論争

米國上院銀行通貨委員会における株式市場調査に関する覚書

住ノ江佐一郎

まえがき

この小篇は株式価格の構成と変動に関する研究にたいする一つの資料としてまとめたもので、その資料は、the Wall Street Journal, the New York Times, the Commercial and Financial Chronicle, the Time, the Business Week, the Economist, および邦文では、日本経済新聞、証券・インクメンメントなどから得たものである。そして、とくに明記しない引用文は、すべて the Wall Street Journal からのものである。

一

一九五〇年いろいろの数年間、ことに、昨一九五四年十一月からの米國の株式市場は、まったく、「牡牛の突進」(Bull)そのもののような、旺んな様相を呈してきた。これをダウ・ジョーンズ平均株価によつてあとづけてみると、六十五種総合と三十種工業とにおいてつぎのようになつてゐる。

| | 総合 | 工業 |
|---------|--------|--------|
| 1950 | 77.69 | 216.31 |
| 1951 | 93.98 | 257.64 |
| 1952 | 103.71 | 270.76 |
| 1953 | 107.11 | 275.97 |
| 1954— 1 | 103.86 | 286.64 |
| — 2 | 111.55 | 292.13 |
| — 3 | 113.11 | 299.15 |
| — 4 | 115.94 | 310.92 |
| — 5 | 120.74 | 322.86 |
| — 6 | 122.69 | 327.91 |
| — 7 | 127.66 | 341.27 |
| — 8 | 129.76 | 346.06 |
| — 9 | 130.40 | 352.71 |
| — 10 | 131.54 | 358.30 |
| — 11 | 137.84 | 375.50 |
| — 12 | 145.81 | 393.84 |
| 1955— 1 | 147.98 | 398.43 |
| — 2 | 151.70 | 410.25 |

また、これをスタンダード・アンド・プーアスの株価指数についてみると、一九三五年から一九三九年までの平均を一〇〇とすると、普通株四八〇種総合と四二〇種工業とにおいて、つぎのような数字をしめしている。

| | 総合 | 工業 |
|---------|-----|-----|
| 1950 | 146 | 156 |
| 1951 | 177 | 192 |
| 1952 | 188 | 204 |
| 1953 | 189 | 204 |
| 1954— 1 | 195 | 211 |
| — 2 | 200 | 217 |
| — 3 | 205 | 223 |
| — 4 | 213 | 233 |
| — 5 | 220 | 242 |
| — 6 | 222 | 244 |
| — 7 | 231 | 255 |
| — 8 | 236 | 261 |
| — 9 | 239 | 264 |
| — 10 | 244 | 271 |
| — 11 | 252 | 282 |
| — 12 | 265 | 297 |
| 1955— 1 | 269 | 302 |
| — 2 | 278 | 312 |

(この統計において二月までを掲げたのは、本稿において必要な範囲にとどめたからである)

これらの数字を图表にするならば、さらに明確に、その傾向を認めることができるのであろうが、この二つの統計のみによつてもわかるように、一九五〇年らしい数年にわたる期間において、ほとんど一本調子といつてもいゝほどの騰貴傾向をしめしてきた米国の株式市場は、一九五四年に入つて、さらに、その傾向は急速調となり、十一月には、米国株式市場における歴史的最高値と称せられる一九二九年九月三日(株式大恐慌直前)のダウ・ジョーンス工業株三〇種平均株価三八一ドル一七セントを一気に突破して、ついに、新最高値を示現するにいたつたのである。しかもなお、本年に入つても、その傾向を變へず、高騰の一途をつゞけてきているのである。このことは、重要な資料となつてゐる Stock Market Study, Report of the Committee on Banking and Currency 84th. Congress 1st. Session において強い調子で指摘されている。このようなかなりの長い期間にわたる株価の高騰傾向は漸次人気化してきて、「大衆の関心を市場に向けさせ、比較的無関心であつた一般市民も、何年ぶりかで株価を食卓の話題とするようにまでなつた」といわれ、「一般投資家も、取引所会員ともにいままで以上に投機的になつてゐる」と報せられるにいたつた。

註(一) 日本経済新聞 昭和三十年二月十三日号

二

このように人気化、したがつて投機化してきた米国株式市場は、本年の初め、米国内閣議会によつて注目され

るところとなり、ついには、一月六日、民主党 J・ウィリアム・フルブライト (J. William Fulbright) 上院議員によつて、ニューヨーク株式市場にたいする調査が提案せられ、同議員が委員長となつている上院銀行通貨委員会 (The Senate Banking and Currency Committee) すなわち、一般には、金融委員会とか、Banking Committee とか、あるいは Fulbright Committee とか呼ばれている委員会によつて、この調査が行われることとなり、フルブライト委員長は、一月十三日、この調査のための委員を構成し、これらの新委員によつて、この株式市場調査にかんして必要な諸記録の蒐集がはじめられ、十四日、フルブライト委員長は、この株式市場調査にかんする公聴会を開催する予定について発表するとともに、この株式市場調査の目的について、つぎのように述べている。

「本委員会は、公聴会という言葉にしばしばつきまといがちな意味における株式市場の調査は全然計画してない。わたくしは、株式市場特有の詐欺行為、市場操作、および不正行為について全然知らないし、またそれについてなんらの疑いも抱いていない。しかし、こゝ二三カ月余にわたる株価の奔騰は、確かに委員会の関心を惹くものであり、慎重な検討を必要とするようにおもわれる。委員会は、株式市場の動きに立入るべきでないと考えている者もいるようであるが、そのような考え方は、政府が事業に干渉すべきでないという前提、もしくは委員会の行動が市場に悪影響をあたえるかもしれないという前提のどちらかにもとづいているのである。しかし株式市場は、他の経済界から遊離すべきものではない、とくに株価の激変している今日のような場合にはそうである。わたくしは、本委員会が市場に悪影響をあたえる如何なる行為をも最大限に避けるということを明確にし

ておきたい。委員会は、こういう立場の微妙さを十分に知っているから、その仕事をきわめて注意深く進めるであろう。この公聴会よつぎの二つ目的——すなわち、委員会に証券界のエキスパートの証言を聞かせるということ、そしてまた市場活動に関する一般大衆の教育を普及徹底せしめるための優れた方法を出資するということ——をもつている。「この「調査」の主なる目的は、現在の株価騰貴と、それを生んだ過去十六カ月の株上げに關し如何なる原因があるかを見出すことにある。本委員会は、悪行をあばこうなどという考えは毛頭もつていない。」

このような、フルブライト委員長の慎重な、要心深い声明のうちに、つぎのような、主なる二点を汲みとることが出来る。その一つは、一九三三年に行われた、一九二九年秋の米国株式市場の大激落についてのフェルディナンド・ペコーラ調査 (Ferdinand Pecora Investigation) が、株式市場における害悪を暴露し、二つに、「従来保守的であつた投資銀行家のスキヤンダル」を別扶し、痛烈に批判したため、株式市場は萎靡沈滞し、深刻な影響をうけたという経験に省みて、いわば、株式市場にかんする調査において、第二回目とも考えられる、今回のフルブライト調査を開始するにあつて、「調査の対象が米国経済の中樞神経ともいふべき株式市場であるだけに卵の上を歩くような慎重さを必要とする」とし、決して、かつてのペコーラ委員会が行つたような、「悪をあばき不正を追及するための調査」ではなく、「調査 (Investigation) というよりは、むしろ友好的 (friendly) な立場からの研究である」という意味を強調して、株式市場に不必要な刺戟をあてないように、きわめて、慎重な態度でのぞんでいるということであり、他の一つは、それとともに、大衆の利潤追及がたんなる株式投資から

逸脱して、必要以上の投機活動に走ることから、一九二九年における崩落とおなじような破局的な株式恐慌を招来することを極力回避しようとする意図をもっているということである。

註(一) 三木純吉著、米国有価証券法の研究、四頁。

三

けれども、この二つの点のうち、「友好的」と言明された態度は、公聴会による調査が開始せられるまでは、株式市場においても、今回の調査は「建設的である」として好感をもたれ、むしろ調査にたいして協力であったのであるが、調査が開始されると、「日の経つにつれて、一分毎に、いわゆる「友好的な立場からの研究」から、しだいにはなれ、仮面はぬぎすてられて、フルブライト委員会の質問の調子は激しさをましてきている」と批評され、「研究」から「調査」へ比重をわけかえてきた、と観察されている。

また、一九二九年秋の株式大恐慌とおなじような恐慌が株式市場に惹起されるかどうかの危惧についての見解は、この調査のための公聴会が開催せられる前、すでに、二つの対立したものとしてみられていたようである。

一つは、現政府側の、つまり共和党の基盤となつているウォール・ストリートにおける見解であつて、この株式市価の高騰原因は、景気の後退が一応限界に達し、今後はむしろ、景気回復が見透されるという一般的な観測と、一九二九年から一九五四年までのあいだの米国民総生産における増加率が約九五%におよんでいるにもか

わからず、株価の騰貴率は二三%前後にすぎないのであるから、比較の上から考えて、いまもなお、株価は安値にあるという観察とである。この見解にたいして、いま一つの見解は、一般的にいって、民主党系の見解とみられるもので、現在の株価と一株当りの収益高との比率があたかも、一九二九年の初期におけるそれと一致しており、十四倍となつているし、配当利回についてみてもまた、一九二八年の初期におけるそれとおなじ四%であるから、今後の企業収益や一般景気の動向が悪化すると、当然、行きすぎの感ある株価は、俄然、崩落せざるを得ないであろうという警戒的な見解である。

この二つの見解、今回の一九五〇年いらい数カ年にわたる株価高騰傾向が、かつての一九二九年十月に惹起されたような株式恐慌とおなじような恐慌発生の先行的な様相であるかどうかについての、いわば、純景気観測としての見解が、奇妙にも、共和党と民主党との対立的な見解となつており、その背景に政治的な対立の臭味がかまわれる。このことは、公聴会における委員会の調査が進行するにつれて、漸次、政治的な色彩が濃厚になつてきて、ついには、委員会の委員のあいだに對立抗争があらわれるという、いわば共和、民主両党の泥仕合ともいわれうる情勢を露呈するにいたつた基因であり、必ずしも偶然に招来されたことではなかつたのである。

四

ここで、本題に入るまえに、一九二九年十月に発生した米国における株式大恐慌に一瞥をあたえることは、今後の理解のために必要なことであろう。

『アメリカ資本主義の指導者の間では、少くともアメリカ経済の前途に関しては、依然として楽観的な見解が支配的であつた』が、『その代表的な意見としてゼネラル・モーターズ社長の声明』がある。

「一九二九年に關しての私の立場は、わが国の経済状態および産業状態は徹頭徹尾健全であるという確信にもとづいている。」^(一)

このような意見が声明として堂々とのべられるほど、「第一次世界大戦後の産業合理化を基礎とした工業の発展による一九二〇年代の繁栄は、アメリカにおける「永遠の繁栄」と謳われたのであるが、一九二九年一〇月にいたつてニューヨーク株式市場の大崩落が起き、それは全産業部門に波及して爾後五年近くにわたつて世界経済をまきこんだ大恐慌の発端となつた」^(二)のである。「この株式恐慌は、直接的には、一九二八年頃から漸く顕著となり、一九二九年秋までに未曾有の規模にまで發展した過当投機の結果である。」^(三)

「米国では一九二七年（昭和二年）の末頃から株式市場の投機熱が漸く盛となり、二八年になつて全く熱狂的になつた。三十種工業株平均相場は、一九二七年初には百五六十弗であつたものが、二八年初には二百弗となり、二九年初には三百弗、更に二九年の八月には三百八十弗と、急激な昂騰を続けた。之に伴つて紐育の仲買人貸付高は一九二七年初には三十億弗以下なりしものが、二十九年九月末には六十七億弗に激増し、而して此の貸付に對する金利は、一九二七年の四%前後から、二九年には九%前後を普通とするに至り、最も高い時には二十%にも及ぶと云うような狂態を演じた。斯様な熱狂状態の後には必ず一大反動の来るべきことは容易に想像された所であるが、一九二九年九月に至つて漸く勢は極まり、遂に株式相場の大反落を來した、二年有余に互る米国株式の昂騰は僅かな収入で暮して居る一般市民や農民の間にまで株式熱を浸潤せしめて居たので、一旦瓦落に會う

とそれ等の民衆は最も強く打撃せられ、一般商品に對する購買力の激減を来せしめた⁽¹⁴⁾。「九月を頂上とする大反動が起つて以後米國の株式は十一月迄急激な下落を続けた。そして三十種工業株の平均相場は、十一月の最低二百弗に落ちた。九月の最高三百八十弗に比すれば殆ど半分に近いものである。」⁽¹⁵⁾一九二九年の株式大恐慌とし

| 年 | 月 | 低落率 |
|---------|----------|--------|
| 1973年2月 | —1877年6月 | -40.0% |
| 1881—6 | —1884—4 | -41.7 |
| 1893—1 | —1893—8 | -44.4 |
| 1901—4 | —1903—11 | -42.9 |
| 1907—1 | —1907—11 | -40.4 |
| 1919—10 | —1921—8 | -41.2 |
| 1929—9 | —1932—7 | -87.4 |

て、有名な日の十月二十八日の大暴落は工業株価平均において三八弗三セントにおよぶ記録的のものであつた。しかも、「株式相場は連続的に且つ激しく低落し、大銀行の干渉も長くはこの低落を阻止することができなかつた。資本主義史上株価のかゝる低落は未だ嘗てなかつたほどである。

アメリカ合衆國の一九二九年の恐慌およびそれ以前の諸恐慌における株価指數の低落の深さ(月指數)⁽¹⁶⁾

- 註(一) 神野璋一郎著、戦争とアメリカ資本主義、八頁
 (二) 公正取引協会著、証券市場における金融資本の支配と集中、四五頁
 (三) 塩野谷九十九著、アメリカ經濟の發展、二七八頁
 (四) 東洋經濟新報社編、日本經濟年報第一輯、三六頁
 (五) 右同書、四三頁
 (六) ヴアルガ著、永住道雄訳、世界經濟恐慌史第一卷、第一部、八九頁

五

フルブライト委員長の任命によつて、委員の構成する株式市場調査委員会は、株式市場調査にたいする方法を三段にわけて行つた。第一段の方法は、株式市場調査にかんする常任委員会の委員長に就任した Robert A. Wallis 常任委員が主として、株式市場調査委員会のスタッフをつかつて、他に、特定のエコノミストおよび統制管理機関、とくに、S・E・C(証券取引委員会)の人々の補助をうけて、Staff Report としての調査を行つた。この調査における対象となつた事項はつぎのとおりであるが、この調査の結果をまとめて、後に、株式市場調査委員会の名をもつて公表されたのが、Factors Affecting the Stock Market, Staff Report to the Committee on Banking and Currency, April 30, 1955. である。(この内容は、I Stock price movements, II Stock prices and general business fluctuations, III Credit and the stock market, IV Tax policies and the stock market, V Individual and institutional investment in stocks, VI Stock Exchanges, VII Government and the stock market, VIII The over-the-counter market の各章から採つた。)

一九一五年から現在にいたるまでの各地株式取引所の業種別週間株価動向、および同期間中の業種別の売買高の記録。(Dow-Jones, Standard and poors, Moodys, the New York Times, the Associated Press, S. E. C. 等の株価平均および株価指数をかくむ。)

株式取引所の歴史とその経済に占める地位。(これには、取引所の機能、ニューヨーク株式取引所、アメリカ

ン株式取引所および地方の各取引所の相対的地位、取引所が会員および会員会社にたいして要求する資本金、信頼性および訓練など、上場株式にたいする取引所の規則、取引所が徴収している手数料、取引所の立会場における値段決定の技術的方法、一般大衆と直接に売買するブローカーの活動、およびそれとの比較におけるスペシャリスト、フロアー・トレーダー、端株業者などの活動等もふくまれているのである。）

規則の變遷。それらの規則のもつ弊害にたいして如何なる措置がとられたか S・E・C の設置にいたるまでの種々な調査 S・E・C は現在の証券法規を如何に運用しているか。投資信託、年金基金、保險会社、個人、外国人、会社の役員による所有株式の分析。（これには、取引所の会員および非会員の株式売買、証拠金あるいは現金取引、取引単位または端株単位による取引、空売、または空買、実物売買等の相対的重要性についての分析もふくまれるとおもわれる。）

市場における信用、顧客ならびにブローカーにたいする信用の供与、株式信用とその他の銀行信用の比較、通貨の需給に関する統計、政府の財政政策、およびその政策が資金の需給に如何なる影響をあたえているか等の分析。一九一五年から今日までの重要な業種別株式の株価と一株当りの収益、配当利回、ならびに一株当りの帳簿価格との比較分析。法人の買付ける株式、また、法人が株式を買付ける理由、株式市場における買付の比重、一九一五年以降における個人買付から法人買付への推移等への推移等の調査。

第二段の調査方法として、全米のブローカー、ディーラー、投資研究者、信託会社、および金融学者など五千五百名と、経済評論家百十三名とにたいして調査質問を行ったのであるが、その調査質問の内容はつぎの九項目

にわたるものであつた。

- (一) 一九五三年の秋以降から始まり、約一年半にわたつている株価高騰の主要原因は何か。
- (二) 一九五四年十二月における株価急騰の主要原因は何か。
- (三) 現在の市況は、一九二八、九年の市況との間に重要な類似性をもつているか。
- (四) 現在の株価水準、市場の活動、信用取引にたいする融資残高からみて「経済にたいする危険」があるか。
- (五) 一九五三年九月一日と、五五年一月一日の株価を比較し、その株価の高騰率が今後なお一カ年つゞいたばあい、国民経済に悪影響をおよぼすか。
- (六) 一九五四年十一月一日と、五五年一月一日の株価を比べ、その高騰傾向がなお、ひきつゞき一年におよんだばあい、国民経済に危険をあたえるか。
- (七) もしかゝる悪影響ないし危険があると考えられるとき、如何にすればそれを回避しうるか。
- (八) 現行の取引所および場外市場にたいする政府の諸規則について、不適當とおもわれる点があるか。あればその是正策はどうか。
- (九) 株式市場の株価変動は、如何なる程度に一般の景氣動向に影響しているか。また、景氣動向が如何なる程度に株式市場の動きを左右しているか。

これらの調査質問は二月二十六日までに回答するよう要求せられたのであるが、委員会は、この調査質問にた

いして回答せられたものを基礎的な資料として、前述の Staff Report とともに、公聴会における質問の資料としたものである。しかも、Staff Report のように公表されていないのであるが、そのことにたいして、批難されている。

第三の調査手段は、公聴会の開催である。この株式市場調査委員会は、当初、二月二十三日から公聴会を開催して調査をすゝめる計画であつたと伝えられたが、その予定が遅延して、公聴会は三月三日から開始され、二十三日までつゞけられた。そして、この公聴会に証人として出席する人々は、株式取引所、店頭取引専門の証券業者、経済学者および経済評論家、投資銀行、金融機関、投資会社、企業家、市場研究者、政府諸機関等の代表的な人物から、二十一名が選ばれた。

○ニューヨーク株式取引所理事長 G. Keith Funston ○アメリカン株式取引所理事長 Edward T. McCornick ○ミッドウエスト株式取引所理事長 James E. Day ○サンフランシスコ株式取引所理事長 Ronald E. Kaehler ○全国証券業協会会長 Harold E. Wood ○ハーバード大学教授 John K. Galbraith ○メリル・リンチ・ピアース・フェナー・アンド・ヒーン社マネーシング・パートナー Winthrop H. Smith ○連邦準備制度前理事会議長 Marriner S. Eccles ○チェイス・ナショナル銀行取締役会長 John J. McCloy ○シマーズ・ローバック・アンド・カムパニー理事兼財務委員会委員長 General Robert E. Wood ○クレイマム・ニューマン社会会長兼社長 Benjamin G. Graham ○連邦準備制度理事会議長 William M. Martin ○財務長官 George M. Humphrey ○フュラデルフィア・ブリテン主筆 G. A. Livingston ○ローマン会社副社長、全国投資会社

協会会長 Dorsey Richardson ○フニルディナンド・エバースタッツ・アンド・カムパニー 理事長会長兼社長
Ferdinand Eberstadt ○U・I・O 書記長 J. Caley ○ゼネラル・モーターズ会社社長 Harlow H. Currice
○U・S スチール会社取締役会長 Benjamin F. Fairless ○証券取引委員長 Ralph H. Demmler ○Bernard
M. Baruch

The Commercial and Financial Chronicle や the Wall Street Journal によつて報ぜられたところによると、ゼネラル・モーターズの Harlow H. Currice とならんで、同社の副社長である Albert Bradley が証言する予定であつたが、変更されて、J. A. Livingston と J. Caley とが証人に立つたのである。

この証人の変更については、公聴会が開かれて五日目の三月七日、ミッドウェスト株式取引所のデイ理事長が証言を了つたあと、委員会の委員によつて「証人の追加は、現在予定されている証人の出頭の期間中に行われるであろう。われわれの意図するところは、各実業界、労働者ならびに農業界の代表者からいろいろな意見を聴取するにある」と述べられている。

これらの証人のうち、その公聴会において注目すべき発言を行つたのは、Funston, McCormick, Smith, Galbraith, Martin, Humphrey, Demmler であり、こゝに Funston, Galbraith, および Humphrey の証言は内容的にも、また、政治的背景においても重要視せられた。

これら三つの調査手段のうち、もとより、人目を惹いたのは、公聴会形式による調査であるが、公聴会開催の

目的はもちろん、調査の一環としてあるけれども、それとともにエコノミストが書いているように、「フルブライト委員長が公聴会を開始する目的は二つあるということが、公聴会において早くも明らかとなつてきた。今冬の株式市場における熱狂度を明かにすること、一般公衆に、株式市場というものは、やすやす金をつくらせるような場所ではないということを警告すること」あつた。

(1) *the Economist* Apr. 9, 1955.

六

フルブライト株式市場調査委員会の公聴会は、一九五五年三月三日、陸軍対マッカーシーの論争で世界的に有名になつた部屋で開かれたといわれる。まず、壁頭に、ニューヨーク株式取引所理事長、G. Keith Funstonの証言が行われた。ファンストン理事長は、二十数頁におよぶステートメントを朗読した。(このステートメントは、Statement of G. Keith Funston, president, New York Stock Exchange, before the Committee on Banking and Currency, United States Senate, March 3, 1955.と題して出版されている)その大要はつぎのとおりである。

「我々は、市場が、今日まで、秩序正しくその機能を果たして来たということ、および今日の市況が、現在の事業状態ならびに将来の見とおしに對する大衆の評価を正確に反映しているということを、信じている。最近の株価騰貴傾向は、株式にたいする需要の激増と、株式供給の限定という、二つの結果によつてもたらされ

たものである。

株式の需要が急激に増加した理由としては、通貨と信用の安定、超過利得税の撤廃、経済繁栄にたいする国民の確信等をあげることができる。一方、株式の供給が限定されているというのは、戦後における事業会社の方策が、株式を発行するよりも、むしろ借入金によつて新規の資金調達を行わうとする傾向が強いからである。この動向をかえるためには、まず、税法の改正をなすことである。ことに、資本収益税(譲渡所得税)

Capital gains tax を是正し、配当金に対する二重課税を軽減ないし緩和をなすことが必要である。」

このステートメントの朗誦が終ると、フルブライト委員長はフアンストン理事長にたいして質問を開始し、「いま、ニューヨーク株式取引所で行つている株式投資宣伝活動は株式需要を増加しようとするためか。あるいは、株式取引所が株式の売買をしてもいゝとおもうのか。取引所の機能は、もともと証券取引に必要な市場設備をすることではないか」とたずねたが、この質問にたいして、「株式取引所はもとより証券取引をなす市場として機能するものであるが、多くの人々に、取引所市場というものはどんなものであるかを知らせ、市場にたいする信頼を深めるため、一般的な教育をなすこともしてよいとおもう」と応答している。「大衆に株式を買わせようとする意図のもとにしているのではないか」「取引所会員が顧客のために株式を売買できるような情勢をつくり出そうとしているにすぎない」「その株式所有の宣伝活動はインフレーション政策といえないか」というこの質問にたいしては、フアンストン理事長は、強く否定し、大衆の証券投資は、結局は、経済繁栄にたいする大衆の確信にもとづくものである、と強調した。フルブライト委員長のもとについで、モンローネー委員(民主党)が「株式需

要を勧奨しているとき、どうして株式の供給をも奨励しないのか」と質問したにたいして、「取引所には、そのような勧告をなす権限はない。株式の需給における不均衡に関連して、事業会社の株式発行の積極性と証券投資家が所有株式を容易に還金でできるように措置することがそれを解決する手掛りであるとおもう。したがって、現行の資本収益税および配当二重課税を改正すべきである」と回答し、かつ要望した。要望の要点は、①純粹の長期資本収益にたいする二五%の税率を半減すること、②長期と短期の資本収益を区別している、いわゆる資本所有期間を現行六カ月から三カ月に短縮すること、③資本損失について経常所得からの控除額を現行一千ドルから五千ドルに抜げること、および④A銘柄を売却して、同一価格のB銘柄を買付けるときは、資本収益税を課税しないこと等であつた。

このモンローネー委員について、ケーブハート（共和党）モーズ（民主党）ロバートソン（民主党）フレアー（共和党）ブッシュ（共和党）ダグラス（民主党）およびアイブス（共和党）各委員が問質の矢を放つたが、フルブライト委員長は、この二年間に、取引所理事長および役員が所有した株式について、詳細な報告をもとめ、それらの役員が所有する株式は、取引所全体の所有する株式に比べて非常に僅かであることを認めたのち、①相場予想屋の取締りないし、その動きを拘束すること、②株式を公開している会社の役員または大株主による内部情報にしたがつて行われる株式売買にかゝる一般取締り、③ニューヨーク取引所が行つてゐる少額投資家を市場に誘導するような諸活動に制限を設けること、④店頭市場で取引される株式について、またはその取引価格について、さらに完全な情報をなすこと、⑤短期投資および証拠金取引規則の取締強化等に大きな関心をもつてゐると述べて、この公聴会を閉じたのである。

この公聴会で諸委員からの質問をあげると、まず、フルブライト委員長の株式投資宣伝活動に関する質問を筆頭に、新発行株式の量（モンローネー）株価騰貴の原因（ケーブハート）減税（モーズ）証拠金率（ダグラス）などに関するものが代表的の質疑であつたが、エコノミストにも報ぜられているように、フアンストン理事長の証言のうちで、取引所における取引を分析すると、大体、個人売買の五二%が証拠金取引であるということが明にされ、それがフルブライト委員長から突かれた点として注目を要する。

註J) Economist, ed., Apr. 9, 1955

七

共和党が、その地盤として自他ともに認めているウォール・ストリートの有力な代表者ともいべきこのフアンストン・ニューヨーク株式取引所理事長の証言は、当然、現政府の政策を肯定する立場にたつものであり、結論としてもまた、かゝる立場からの要望に行きついている。このフアンストン証言とともに、否むしろ、対蹠的な証言としても、大きな注目をひいたのは、ハーバート大学のジョン・K・ガルブレイス教授の証言である。同教授の証言は八日の公聴会で行われた。それまで、三日間に、業者側と考えられる米国四大株式取引所の理事長が証人に立つたのであるが、ガルブレイス教授は各界の代表者としてはじめて証人となつたのである。教授は現在の株式市場の状態が一九二九年当時のそれに比して、かなり似かよつた要因があることを指摘し、この株式市場調査委員の公聴会にはじめて暗影を投じた。

教授のステートメントを要約すると、株式市場の現在の状態は、多くの投機的な要素が存在しているようで、

ブローカーの信用供与が最近、非常に増加してきており、一九二八年の情勢に類似しているから、現状では、キヤピタル・ゲインズ・タックスを緩和することは賢明でなく、むしろ、反対に、税率を引上げるべきであること、および、ニューヨーク株式取引所が行っている株式投資宣伝活動は危険であることなどについて、きわめて学術的な表現をもつてのべている。そして、過当投機の危険について、繰返し力説した。

「一旦、ブームがはじまると、も早や、それを喰いとめることはできない。たゞ徒らに、その消滅を待つしかないのである。連邦準備制度は、一九二九年にブームを阻止する緊急措置を誤つたので、あのような大惨落を招来したのであるが、総じて、緊急を要する措置をおくらせる動機は、多くの人々が十分に健全に推移している信じているときにあらわれるものである。一九二九年においては、一大破局が来るといふ警告をほとんど聞かかつた。→現在もまた、当時とおなじように樂觀的な傾向が見受けられるのであるが、実はこのこと自体が、この委員会の一つの課題を提起しているのであつて、そのことは、いまさら繰返す必要はなからう。」「投機師の職業病ははげしい不安である。人々は、配当収入か、もしくは株価の値上りかの、いずれかを期待して株式市場に関係してくるのであるが、配当収入のみを目的として株式投資をなすあいだは、市場には、大きな投機はあらわれなければならないけれども、株価の値上りを目的として株式買付けが行われるようになると、市場は投機化してくるものである。現在の株式市場の情勢は株式投資の市場から漸次、株価の値上りを待つ株式買付けが行われる市場になりつゝある」と述べている。

このようなステートメントを読みあげたガルブレース教授にたいして、フルブライト委員長は、大体、意見の一致をみており、アイヴ委員（民主党）は「株価の値上りを利得しようとするために株式投資をする人々はほとんどいないのではないかと質問しているが、教授は「現在の状態がアイブ上院議員の意見よりも遙かに進行したところにあるといふたい」と語っている。また、モンロー委員の質問にたいして、「警戒すべきことは、市場の投機的要因が爆発しないだろうかということであり、」「これにたいして統制のような措置をとる前に、その予防措置として、現金取引のみに限定すべきであるとおもふ。金利引上げなどでは抑制できるとおもわれず、この引上げのために、中小企業、商業人、農民等が影響される面の方が大きい」と応答している。

かように、ガルブレース、ハーバード大学教授の見解は、「株式市場の機構や情勢についてよりも、むしろ投資家の在り方ということについて強く言及している。株価の足取りが、鋭角的な動き方をしめし、そこに過当の投機がみられるというのである。株式投資家の心理を解剖して、それが一九二九年当時の状態に類似していると結論している。経済史を専攻する教授の見解に、いま少し教字的な裏づけが必要であるようにおもわれる」が、反動的な暴落が起らないように慎重な対策をたてることを勧告した同教授の証言そのものによつて、株式市場の人氣に衝撃をあたえ、三月八日の株式市場は、工業株三十種平均で約八ポイントの暴落を招来したのは皮肉な効果である。

「ニューヨーク株式市場は今週の動きが示したようにフルブライト委員会での証言口述、質疑応答を通ずる委員会の動きに神経質になつてゐる。同時に金融、証券界は同委員会が最初公約した「友好的事実調査」から、漸

次「取締り立法の強化をねらう」ように移りつゝあると感じられて、ようやく委員会の進め方に批判が強められ、週後半の公聴会では金融、証券界の代表者は初日のファンストン・ニューヨーク株式取引所理事長ほど明瞭にものをいわなくなつた。公聴会はすでに開会二、三日後から、「事実調査」という公約にもかゝらず、株高の究明をめぐる、民主、共和両党の政争の片鱗があらわれている。

I Wesley C. Mitchell は外資界の代表、しかもそれが適中してゐる。

八

このハーバード大学のガルブレイス教授の暗い証言にたいして、真向からの対立的な証言を行つたのは、現共和党政府のジョージ・M・ハンフリー財務長官であつた。ハンフリー財務長官のフルブライト委員会の公聴会におけるステートメントは、政府の現下の株式市場にたいする見解を代表するものとして、大いに関心をひくものであつた。

「株式市場が健全であるということは、国家が強力且つ成長しているという証左である。今日、個人投資家、および大学、病院、宗教、慈善団体等の基金、年金基金、投資信託その他法人投資などを通じて、四十五億株に上る全米証券取引所上場株式が保有されているが、これは米国の産業または富の所有が広く分散されていることを意味する。産業の所有形態を広くすることは喜ぶべきことで、この弾力性ある経済機構を維持するためには、

証券資本による企業の資金調達こそその基礎となるものである。健全なる株式市場は、かゝる要請を満すために必要なことを強調したい。

本委員会の調査は、株式市場の機能について、一般大衆の理解を増す機会をつくつたものである。と同時に、株式市場にたいする政府の見解を表明するためにも、良き機会をあたえられたものとおもう。政府は金融機構における市場機能の圓滑な運営を図ることに証券政策のすべてを集約しているのであるが、具体的には、①証券取引委員会の管轄する諸規則によつて、②連邦準備局の証拠金率の規制によつて、政府は株式市場の健全化を意図している。

健全な市場とは、①株式利回りが社債利回と比較して適当な較差をもち、②証拠金取引が過度とならず、③取引所の出来高が投機過剰をみることなく、市場の活況を維持するに充分なものであることを前提として、株価が、企業収益および資産価値に見合うばあいに具体的な意味をもつものとなる。最近の株高は、米國經濟に対する明るい見通し、一般大衆による株式投資の積極化、年金基金および法人投資の急速な増加によるところが大きい。この株高には深い関心をもつて注視している。一月の証拠金率の引上げは、時宜をえたものであるとおもっている。

証拠金による買付けは、かつてそうであつた程に重要性をもつものではほとんどない。しかし、株式市場をふくめ、各種の信用政策には資金需給の均衡維持にとめるつもりである。

ところが、ここで、一言委員諸氏に忠告したいことがある。經濟の見とおし——經濟の安定および就業の維持——に、個人、企業を問わず、確信をもつようになれば、經濟的發展は期せずして盛り上るものである。確信こそ

安定要素となるものであるが、これは徐々に確立されるにもかゝらず、一挙に崩れる可能性をもっている。委員会の調査は、友好的に多くの知識をうるためのものであるにかゝらず、政府にたいする批判および市場の規制を行うべきであると勧告したり、また、政府もそのような措置にでるかも知れないという論議まで行われている。しかし、これは、いまいうところの確信を国民にもたせることの重要性に反することであると考えられる。経済的繁栄にたいするわれわれの確言は、きわめて強いものであることを附言しておきたい。」

ハンフリー財務長官が証人としてこのステートメントを読み了ると、フルブライト委員長が、ハンフリー長官の委員会にたいする助言的な態度にたいし一矢を報いるような発言をしたのち、「委員会の調査が健全な意図のもとに行われ、知性的に進行されるならば、市場が正しい方向にむかっているかぎり、何ら調査によつて悪影響をあたえられないものとおもわない」という質問をなしたにたいして、長官は「發展的なものであるかぎり、調査に反対するものではない。しかし、委員会が『こうすればよい』とか『こうしてはならない』とかいうようなことを論ずるのは、大衆に何らかの暗示をあたえるようになる。しかも、委員諸兄は、大衆がどのように動くかをよく知らないのである」と答えた。このとき、このハンフリー証言の行われる前日に、委員長と対立的な発言をなしたケーブハート委員が発言をした。ケーブハート委員の前日の発言というのは、この公聴会における重要な意味をのこすことゝなつたので、触れておく価値があるう。

前日の公聴会における証人は連邦準備局総裁 William Mc C. Martin 氏である。マーチン総裁は、二十代で

連邦準備局の検査官をつとめ、紐育株式取引所会員となり、一九三一年、三十一才の若きをもつて、ニューヨーク株式取引所理事長に就任、そして、五年以来、現地位にある、米國財界のホープともいわれる人物である。マーチン総裁の出席した公聴会は、傍聴者百名を越え、テレビ放送も行われたという盛況であつたと伝えられている。

このマーチン総裁が証拠金を現行の六〇%から一〇〇%に引上げよという説（ガルブレイス教授）および七五%に引上げる説（エックルス前連邦準備局総裁）に反対し、議論がしたいに、株価水準に関する問題に移行したのであるが、マーチン総裁の株価水準に坎する見解は、ファンストン・ニューヨーク株式取引所理事長およびマコーミック・アメリカン株式取引所理事長の意見とひとしいことをめぐつて、フルブライト委員長（民主党）とケープハート議員（共和党）との間に穏やかな口調ではあるが、口論がはじまつたのである。

まず、マーチン氏にたいするケープハート議員の質問は、「現在の株価は、他の指数と比較して高水準にあるとおもわれるか」というのであつたが、これにたいして、マーチン氏はつぎのように答えた。

「一九二九年九月と比較して、本年二月現在は、卸売物価指数が七七%、消費者物価指数が五六%高騰しているのにたいし、株価は一七%騰貴しているにすぎない。つまり、若干の諸指数と対比して株価が左程に高騰してきているとは思わない。また、一九二九年当時、取引所出来高は一日平均四六〇万株であつたが、本年二月は三二〇万株で三〇%減、ニューヨーク取引所上場株式数は二九年は十六億株であつたが、本年二月は、三十二億株で一〇〇%増という状態である。」

こゝで、突然、フルブライト委員長が、「公聴会の目的は、株価が高過ぎるとか安過ぎるとかいうことを究明すべきものではないということを明確にしておきたい。」と発言し、「委員会の調査はあくまで教育的なもので

あることを忘れてはならない」と述べた。これにたいして、ケーブハート議員は「株高を究明することが目的であるとおもつていたのであるが、したがつて、事實を記録にとめておくことは重要なことであるとおもう。」と反駁したが、フルブライト委員長は「株高究明という貴下の意見には不賛成である。そういうことをいつた覚えはない。ケーブハート議員は、この調査を支持する賛成投票をしたのではないか。もしその時思ひで投票したとしても、それは知らない」と押し返した。これにたいしてまたケーブハート委員は「それでは目的とはどんなものか」と詰めたが、フルブライト委員長は「今はそれを説明する時ではない」と突ばわっている。

かくて、この二人、フルブライト委員長（民主党）とケーブハート委員（共和党）とはこの株式市場調査の公聴会の中に政治的対立をもち込んだかのように印象づけられたのである。

このような、対立的な小競合を前日にみせたフルブライト委員長と、ケーブハート委員とのあいだに、またしても、この日のハンフリー長官の公聴会で対立があらわれた。ケーブハート委員がハンフリー長官にたいして、「この委員会ではいままでも採り上げなかつたことや、経済が安定しているという事實を強調しなかつたことについて、証言が行われたものとおもう」と語り、フルブライト委員長にたいして、「本公聴会は、一九二九年当時の状態と、今日とは異つていることが明かにされたことは何人も否定することはできないとおもう」と述べたが、委員長は「貴下は発言時間をもつていない」とケーブハート委員を緘口しようとしたにかゝらず、なおも株価水準が上りすぎていること、大衆が経済繁栄にたいして、強い確信を抱いていることなどについて、悠々と喋

べりつゞけたと報ぜられている。

このフルブライト委員長とケープハート委員との対立的論争は、一方において、ハンフリー長官とケープハート委員との馴れ合の質疑応答とともに、この公聴会の様相に政治的懸引の色彩を濃厚にしたようで、「政界の泥仕合」と評せられるにいたつた。

このハンフリー長官の公聴会におけるステートメントや証言は、その開催いらい、ともすればこの公聴会が株式市場を圧迫しがちであつたことにたいし、政府として考慮した結果、政府の意志を明確にしようとしたものである。しかも、ハンフリー長官の証言後、アイゼンハワー大統領もまた、この公聴会について声明を発表している。

その声明の要約はつぎのようである。

「本委員会は、株価に影響するよう行動する意図はない。しかし、われわれは情勢を検討し、且つ委員会自身に報告すべき義務をもつものである。もし本調査が市場に影響するものであるならば、それは、委員会が調査しているためであるか、または現在究明しつつある市場のもつ性格によるものであるか、そのどちらかである。もしそうであるとすれば、市場の性格そのものが原因していると思う。そして大衆はこれを知る権利があるはずである。」

われわれの調査を非難する者は、われわれは調査する資格がない、または大衆は調査の結果を知る権利がないというその両者の立場にたつてものをいっているのである。」

このように、ハンフリー財務長官から、さらに、アイゼンハワー大統領までを捲込んでしまつてからの株式市

場調査委員会は、政治的にきわめて複雑な様相を帯びてきたのである。

九

公聴会における、一般の関心をひいた代表的な証言として、これらの三証人の証言をあげることができるのであるが、それは、内容的にみても代表的であるといえるとともに、その証人の社会的、職業的地位が代表的価値をもち、しかも、前述のように、調査の推移がきわめて政治的に、濃い色彩を帯びてくるにしたがつて、それらの証言がさらに代表的なものとして注目されるにいたつたのである。しかしながら、これらの対立が、また、他の十八名の証人の証言を、その意図の有無にかかわらず、対立するいずれかの政治的立場に分類せられることゝなつてきたのである。この公聴会に証人として出席したこの三名の他の十八名の証言について、それら、要点のみを摘出し、その証人の立つている政治的立場を明らかにするとつぎのようになる。

フアンストン理事長が証言を行つた翌日の公聴会には、アメリカン株式取引所のエドワード・T・マッコーマック理事長が証人として出席したが、現在の株価についてはフアンストン理事長とおなじように妥当であるとし、インサイダー（会社事情通）問題のために、現行証券関係法規を改正する必要はないと論じ、早耳（Market tipsters）にかんする討論においても、「簡単に違法であると片づけるわけにはいかない」と語つてゐる。そして次のミッドウエスト株式取引所のデイ理事長は、キャピタル・ゲインズ・タックスの廃止に反対意見を表明して、フアンストン理事長と否定的に対立し、ニューヨーク株式取引所の株式投資宣伝活動には肯定的態度をとり、しかも、「投資家に株式投資を勧誘する人達は、損害にかんしては無頓着である」ということを認めてゐる。また、

店頭取引にかんする質問については、「現在、正規の市場に適用されている規則と同一の規則を適用することは賢明である、」と述べ、モンロー委員の現在の株価にかんする質疑に答えて、「私は経済学者でも評論家でもないが、事業の将来に希望を持つていたい。たゞ、この相場は下らないとおもわれる時に、下落し、時には暴落することがあるというこゝろをつけ加えておきたい」と語つた。現在の手数料にたいする、フルブライト委員長の質問には「すべての人は現在の手数料に満足している」と答えている。

このデイ理事長の喚問と同日に、公聴会に出席した、サンフランシスコ株式取引所のケラー理事長は、終始、フルブライト委員長から質問を受け、ニューヨーク株式取引所の株式投資宣伝活動には、「なんら反対するものでない」と答え、店頭取引にかんしては「より厳重な規則を定めることを支持する」と語つている。

これら、三日間に公聴会に出席した四人の証人は、米国における株式取引所の代表として証言したのであるが、これについて、各界代表として、ガルブレイス、ハーバード大学教授と全国証券業協会会長のハロルド・E・ウッド氏が証人として立つた。ガルブレイス教授の証言は前述のようであるが、ウッド会長にたいしては、フルブライト委員長から最近のウラニウム株をめぐる投機について質問されたが、問題の肯定だけで、その措置についてはなんらの意見をも述べていない。「投機が行われたことは認めるが、投機については頭を悩ましてゐる。」というのであつた。

三月九日は、米国最大の証券業者として有名な、メリル・リンチのウインスロップ・H・スミス社長が公聴会証人として出席した。ガルブレイス・ハーバード大学教授の証言によつて、株式市場が反落したことについて質問されたが、「たとえ何等かの原因があるとしても、その原因が何であるか不明である」と答えている。現在の

株価と一九二九年のそれとの比較において、「幸にも、一九二九年の状態が再現されているとは考えない」と語つてゐる。キャピタル・ゲインズ・タックスについては全廢を説き、ピオール委員（共和党）のヘチ株（penny stocks）の売付についての質問にたいしては「メリル・リンチ会社では顧客に高度の投機株の取引をさせないような処置を採つて来た」と語つた。また、証拠金率の引上については、「非常な誤りだ」と答へてゐる。

十日は、チエース・ナショナル銀行のジョン・J・マッククローイ会長と銀行家のマリーナー・S・エツクルス氏の証言であつた。両氏ともに最近の株式相場は警戒を要するとし、担保条件に寛大であるからという理由を説いてゐる。エツクルス氏は証拠金を七五%に引上げることがを要望し、キャピタル・ゲインズ・タックスについては、株式所有の期間を延長するように論じた。

十一日はシアーズ・ローバック会社のロバート・E・ウツド取締役とグレイ・アム・ニューマン会社のベンジャミン・グレイ・アム社長の両氏であつた。現在の相場水準についての明確な判断は両証人から得られなかつたといわれてゐる。ウツド証人にたいしてはシアーズの年金基金の株式投資についての質問がなされ、グレイ・アム社長にたいしては、G・M社の販売価格について質疑応答をなしたあと、証拠金率に移つたが、グレイ・アム社長は投機抑制のために、証拠金を一〇〇%に早急上げるべきであると論じた。

十四日はマーチン連邦準備制度理事会議長であつた。マーチン議長にたいする質問は、前述したところでも一つふれたが、ケーブ・ハート委員の market tipsters、レーマン委員の法人株式投資、フルブライト委員のニュー・ヨーク株式取引所の株式所有宣伝活動などにたいする質問のあと、ブツシユ委員にたいして「連邦準備制度は、証券ならびに株式市場に関する諸法規の大改正を検討中である」という重大な報道を洩した。

十五日にハンフリー財務長官が証言を行ったのであるが、その翌日の十六日には、フィラデルフィア・ブリテン主筆のJ・リビングストン氏およびレーマン会社のD・リチャードソン副社長が証人として出席した。前者の証言のうちでは、キャピタル・ゲインズ・タックスについて、三年間保有という条件をつけたことが注目されたのみであつた。後者にたいしては、投資信託にたいする質問が多くなされ、原則論的な回答が述べられたにとどまつたようである。

十七日の公聴会は、ニューヨーク投資銀行のF・エバースタット取締役とC・I・OのJ・カレー書記長が証人に出席した。エバースタット氏は、委員会の調査は政治的背景をもつことなく、中立性を保持すべきことを勧告し、株価水準については、複雑な要因があるから簡単に結論を下すことは難しく、漸進的な上昇傾向が好ましいと述べ、予報については、予想の影響は大きい、これは大衆が予想の背後のものを分析する能力をもつていないからであると語つた。

C・I・Oのカレー書記長は、ハンフリー財務長官の証言を攻撃したあと、キャピタル・ゲインズ・タックスにたいする批難は誤りであると論じ、証拠金の引上げをもとめ、S・E・Cの市場規制の厳格化を要望し、株高の要目は経済の不均衡にもとづくものとし、配當課税の緩和および減価償却税の優遇措置を難し、企業の収益増の傾向を批判した。

十八日は、ゼネラル・モーターズ会社のH・カーチス社長が証人となつた。カーチス社長にたいして、フルブライト委員長が、昨年、G・M会社が高収益をあげながら、販売価格を引下げなかつたのは独占的でないか、と質問したにたいして、「そうではない。品質の向上で実質的価格は引下げたことになる」と答えている。また、

株価工作の質疑についても全面的に否定した。このカーチス証言のとき、ケープハート委員は委員長の問題について「この種の質問が株式市場調査とどういふ関係があるのか。委員長の意図が諒解できない」と語つたが、フルブライト委員長は「貴下から質問される覚えはない」とすかしている。

越えて、二十一日の公聴会はU・S・スチール会社のB・フエアレス会長が証言したが、株式による企業資金の調達には社債発行の利子負担の五倍もの費用を要するため非常に困難であるのは、会社収益と配當への二重課税と減価償却にたいする課税のためで、現行税法の改正を主張し、年金基金の投資についての質問には所有株別の比率から会社支配の懸念はないと応答した。

二十二日は、多大の期待をもたれた、デムラーS・E・C委員長であつた。デムラー委員長はS・E・Cの存在意義を強調してから、ニューヨーク株式取引所の株式投資宣伝活動についてのフルブライト委員長の質問にたいして「投資家に損害をあたえないという責任が必要である」と答え、*fosters* にかんする質問には、「全面的に禁止することには反対である」と述べ、ウラニウム株などの登録免除については、今日のところでは、規定を改正する意図はないと語り、インサイダーにたいする取締規則は修正を要すると論じた。

公聴会最終日の二十三日には、ウオール・ストリートにおける投機師として有名な、バーナード・M・バルーク氏が出席し、八十四歳の老齢のうちに秘められた体験によつて、これまでの公聴会における諸問題について明解に、そのステートメントの中で述べている。株価の高騰傾向については、(1)近年、多数の産業が急激に発展したこと、(2)経済の見通しにたいする国民の強い確信、(3)過去十五年間にわたるインフレーション政策などがその主要因になつていと述べ、予報は統制できないとし、ガルブレイス教授の見解については、学者のいうこと

にはそれほどの価値を見出さない、と語った。

十

かように、これらの二十一名の証言をもつて、株式市場調査委員会の第三の調査方法である公聴会は終つたのであるが、証人の公聴会における証言の内容を詳細に吟味してみると、株式市場における情勢や事情について、委員達に説明しているという印象を強くうける。というのは、委員のうちにはウォール街出身者もあつて、株式市場については熟知しているものもあるが、大多数の委員は、株式市場について、ことに市場機構の技術的な面については、よく知らない結果、プリミティブな質疑が多くなされている。たとえば、ダウ・ジョーンズ株価平均とは何か、フィッシャー株価指数とは何か、スペシャリストの職能とは何かなど、いう説明が公聴会で行われたのである。そして、この委員会の本来の調査目標である株価水準にかんする公聴会における各証人の見解は、集約的にみて、ビジネス・ウィークが述べているように二つの部類に分けることができる。

一つは、1955 is not 1929 (Thomas G. Campbell) という立場にたつ証言であつて、G・K・フアンストン理事長および E・T・マコーミック理事長を代表的とする、株式市場に直接関係の深い仕事にたずさわつてゐる人々の見解で、「現在の株価は企業の収益、配當、および将来への期待との関連において、最も現実に即した株価であつて、投機的な要素はない。そして、一九二九年と比較するのは當を得たものではなく、崩落は来ないであろう、」とするのである。これを裏側からいえば、現共和党政府の政策が適切であるから、かゝる株価水準の高騰を再現したのであつて、したがつて、この見返しには何らの危惧も要しないというのである。

これにたいして、他の見解は、J・K・ガルブレイス教授を代表とする、研究的、学者的な態度をもつものゝ見解で、「最近の株高はきわめて投機的な要素が多く、一九二九年の先駆的な、一九二七年ないし一九二八年の株式市況によく似ている。したがつて、これが対策として、証拠金を一〇〇%まで引上げて、投機の介入を許さないようにし、税制を強化すべきである」とするのである。いわば、現在の政策に改変を加える必要を説く立場、すなわち、民主党の側に立つ見解である。

公聴会において、出席した二十一名の証人が証言をなしているあいだに、共和党のケーブハート上院議員などの動きによつて、全く民主、共和両政党間の泥仕合ともいふべき状態を露呈し、フルブライト委員長自らが公聴会開始當時の情熱を失い、調査の結果にたいしても、多くの効果を期待することが疑われるにいたつた。

公聴会が第二週目に入つたころまでの市況は、公聴会での証言を反映していたが、委員会にたいするハンフリー財務長官の証言いらい、ホール共和党全国委員長は調査委員会外の活動において、この株式市場調査委員会の調査方法は米国内経済にたいする大衆の確信を動搖せしめるものであるとして、調査委員会にたいして批難を浴びせ、調査委員会内においては、例のケーブハート委員のフルブライト委員長にたいする攻撃やガルブレイス・ハーバード大学教授にたいする個人批判などをなすにいたり、公聴会は、たんなる政争の場のような一般的印象をあたえることとなり、それとともに、エコノミストにも評されているように、「要するに、市場そのものは、いくつかの証言によつて描き出されたように、堅実でない仕組 (house of cards) ではなくてもつと健全なものであることを証明した」のであつて、ハンフリー証言、「証拠金の引上げは必要でない」というマーチン証言、および「現在の取締規則で市場の監理は十分できるし、業者の違反もない」というデムラー証言によつて、市場に

おける不安は一掃され、公聴会後半はもはや市場を動かすほどの影響力はなくなつてしまつたのである。

もとゞ証人として出席した二十一名についてみると、そこに多少の疑問なきをえないのである。というのは、出席証人のうち、十二名が stock brokers か executives で、一名が Banker, 三名が Business men, 三名が Government officials, 一名が newspaper writer, それに一名の Economist であつたが、どうして、ガルブレイス教授のみを Economist として、証人に選んだか、ということに一つの問題があるようにおもわれるからである。しかも、ガルブレイス教授の近著一九二九年の崩落についての、a history of the 1929 disaster は、それに引用された統計についても相當の批判がなされているのであるから、それにもかかわらず、同教授のみが証人として換問せられるということは、理解に苦しむところである、といふのである。

このことは J・W・フルブライト委員長をもふくんで、十五名の調査委員会委員のうち、僅か四名の委員、ケーブハート、ブリッカー (Bricker) ベンネット (Bennett) ビール (Beall) の少数委員がその報告等に記述しているところである。多数委員は Purpose of the Study, plan of Study, principal findings recent stock price behavior and the stability of the economy 四部門から成る報告を提出している。

しかし、前述のように、フルブライト委員会の政治的臭味をもつた調査態度もしいに、一般的に認められて来ており、したがつて、株高についての公正な調査を期待することは薄くなつてゐる。むしろ、いまでは、調査委員会そのものゝ今後の動きに関心がよせられてゐるといわれ、Journal of commerce によると、「委員会は現在の株価が高過ぎるかどうかということよりも、むしろいままでの株高の理由と背景とを研究すべきではなかつ

たか」フルブライト委員会は議会の株価調査はなにをなすべからざるかを教えた」と批評されている。

フルブライト委員長がその轍を踏まないようにと慎重な態度をとつた、かつてのペコラ判事による株式市場調査委員会は証券界から猛烈な非難をうけたにもかゝらず、調査研究を敢行して、今日の米国における証券取引の基本法となつている、一九三三年の有価証券法、一九三四年の有価証券取引法、および一九三五年の公共事業持株会社法 (the Public Utility Holding Company Act) の制定、ならびに改正をなしたことは、いさゝかゝで大いに反省されるべきことであるかもしれない。(三〇、一〇、一〇)