

論説

ペン・セントラル鉄道救済計画と連邦準備制度（1969-1970年）
— 国防生産法に基づく融資保証に注目して —

須藤 功*

**The Penn Central Railroad Bailout Plan and Federal Reserve System,
1969-1970: Focusing on Loan Guarantees under the Defense
Production Act**

By ISAO SUTO

The Penn Central Railroad was established in 1968 after the merger of the Pennsylvania Railroad and the New York Central Railroad. In June 1970, however, the company filed for re-organisation, which at that time was the largest corporate failure in U.S. history. The mainline railroads were subject to enduring regulation and protection by the Interstate Commerce Commission. Considering a request for aid from Penn Central, the Nixon administration launched a bailout programme under the Defense Production Act, which was passed during the Korean War. Nonetheless, it faced opposition from Congress and was unsuccessful in securing a loan guarantee from the Federal Reserve Bank. Some have argued that Penn Central's rescue was a precursor to 'too big to fail' or 'systemic risk' policies. This paper verifies these assertions by re-evaluating the events that led to the Penn Central Railroad bailout programme. First, the railroad's 'bankruptcy' was made possible by a unique historical context. Second, the Federal Reserve not only indirectly rescued operating companies by providing commercial bank loans to avoid a commercial paper market collapse but also considered the use of direct loans as fail-safe. Thus, the Penn Central Railroad bailout was a failure. Nevertheless, it was the catalyst for subsequent discussions of the bailouts of Lockheed (1971), Chrysler (1979), and even Continental Illinois Bank (1984).

1 はじめに

ペン・セントラル鉄道（正式名称はペン・セントラル輸送会社 Penn Central Transportation Co.）は、1968年2月、ペンシルベニア鉄道とニューヨーク・セントラル鉄道が経営統合して誕生した。1957年に統合計画が公表されてからほぼ10年が経過していた。ペン・セントラル鉄道は資産65億ドル、従業員約10万人、路線2万マイル強、全米第11位の企業規模を有する公益事業会社であった¹⁾。しかし、経営統合後わずか2年4か月

* 明治大学政治経済学部教授（Professor, School of Political Science and Economics, Meiji University）

1) Beshers [1989], p. 1. 全米第6位の企業とも言われる。例えば、BIS, *41st Annual Report*, Basle, 1971, p. 19.

あまりの1970年6月21日、同鉄道は連邦破産法第77条に基づき更生を申請し、当時としてはアメリカ史上最大規模の企業破綻であった。期待とは裏腹に、経営統合の効果が実現する前に同鉄道は財務危機に直面してニクソン政権に支援を求め、運輸省が主導し、国防総省の協力と財務省の支援のもと、国防生産法（Defense Production Act of 1950）に基づく救済計画に着手した。ところが、連邦政府の救済計画は撤回を余儀なくされた。民主党が多数派を占める連邦議会の批判を突破できず、また連邦準備銀行の融資保証も得られなかったからである。

財務危機に直面したペン・セントラル鉄道が拠り所とした資金調達手段は、巨額のコマースナル・ペーパー（無担保単名手形）の発行とユーロダラーの借り入れであった。同鉄道の経営破綻は、コマースナル・ペーパーの償還不能を契機として金融市場の流動性危機を誘発した。連邦準備制度はコマースナル・ペーパー市場の崩壊を阻止するため、加盟銀行に対する緊急融資など「最後の貸手(LLR)」機能を発動した。ペン・セントラル鉄道は、銀行融資やコマースナル・ペーパーの発行が困難になるなか、ユーロダラーの借り入れに向かった〔須藤 2024〕。米銀ロンドン支店や外国銀行から環流したユーロダラーはこうして活用され、国際収支赤字を抑制する一助となる一方で、ペン・セントラル鉄道破産によるユーロダラーの債務不履行は、海外投資家の米国証券への魅力を脅かす事態となった²⁾。

ペン・セントラル鉄道救済計画は破綻したが、ほぼ同時期に経営危機に直面していた軍事企業ロッキード社は、1971年8月、連邦政府の支援を受けて救済された³⁾。さらに1979年には三大自動車会社の一角を占めたクライスラー社が、そして1984年には大手コンチネンタル・イリノイ銀行が連邦政府の支援によって救済され、「大きすぎて潰せない(TBTF)」政策がクローズアップされることになる⁴⁾。倒産後もペン・セントラル鉄道は破産管財人のもとで営業を継続し、1973年地域鉄道再編法により他の鉄道会社6社と統合され、翌年コンレールとして事実上の国有化が行われた。

ペン・セントラル鉄道の救済計画は、1970年の段階で実現しなかったこともあり、実際に救済された上記事例と比較して注目されることは少ない。しかし、ペン・セントラル鉄道救済計画には、長年にわたる州際通商委員会(ICC)の規制と手厚い保護のもとで「TBTFの幻想」[Holzweiss 2003]が生まれていたとの指摘がある⁵⁾。また「“Too big to fail”

2) こうした懸念は証券取引委員会も共有していた。U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972], p. V.

3) 詳しくは、以下を参照されたい。西川 [2008] および坂出 [2010]。

4) 差し当たり、須藤 [2020] を参照。

5) ICCの鉄道規制は1920年代には独占規制から鉄道保護に転換している。詳しくは須藤 [2022] を参照。

ドクトリンの原点」[Schwartz 1992]、「システミック・リスク」対策の最初の事例[Brimmer 2007]との指摘さえある。

そこで本稿は、ペン・セントラル鉄道を中心とする「ペン・セントラル複合体」⁶⁾の資金調達や国防生産法に基づく融資保証に焦点を当て、ニクソン政権による救済計画をTBTF政策やLLRの側面から再検討する。以下、第2節では国防生産法に着目しつつ、ペン・セントラル鉄道の支援要請から連邦政府の救済計画の立案とその撤回に至るプロセスを検証する。とりわけ、救済計画が事実上破綻した後の、ニクソン政権による連邦準備銀行に対する直接的な働きかけと、連邦準備制度の姿勢に注目する。第3節では、ペン・セントラル鉄道破綻に起因するコマーシャル・ペーパー市場危機による金融不安の払拭に乗り出した連邦準備制度に焦点を当てる。最後に、本稿の考察をまとめた上で、ペン・セントラル鉄道のユーロダラー借入れとその債務不履行を国際金融市場との関係から展望する。

2 ニクソン政権のペン・セントラル鉄道救済計画

(1) ペン・セントラル鉄道の救済要請

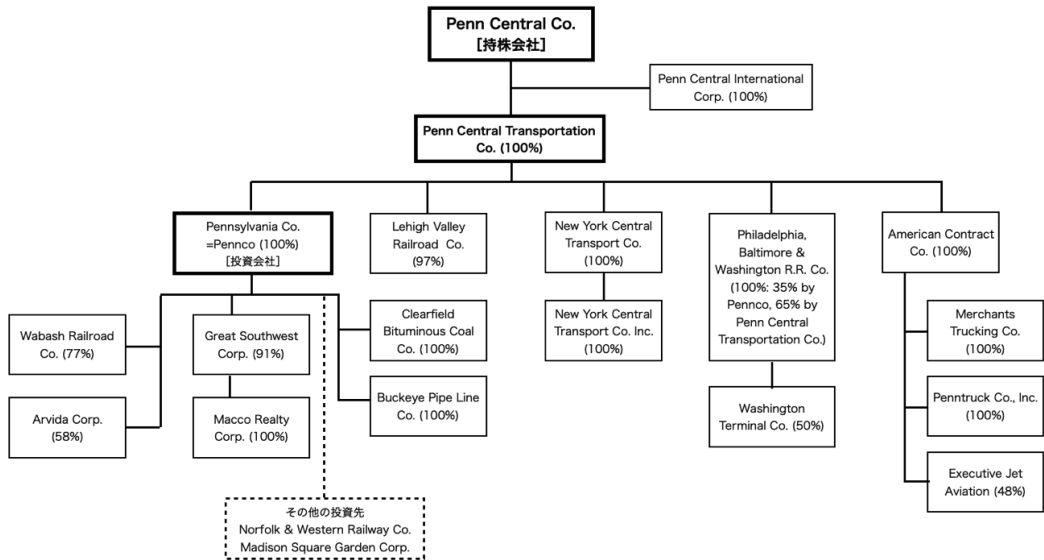
ペン・セントラル鉄道の母体、とりわけペンシルベニア鉄道はICCのガイダンスのもと水平的統合を繰り返し、1960年代前半からは多角化戦略を積極的に展開した。その結果、図1に示すように⁷⁾、持株会社(Penn Central Co.)の下にペン・セントラル鉄道を置き、投資会社(Pennsylvania Co.: 略称Pennco)、鉄道会社、各種の事業会社を重層的に配置した——石油パイプライン(Buckeye Pipe Line)、不動産開発(Great Southwest Corp.; Macco Realty Corp.; Arvida Corp.)、国際航空輸送(Executive Jet Aviation, Inc.)、トレーラー・バン(Strick Corp.)、アパレル(Kayser-Roth Corp.)。統合後も、レジャー施設(Madison Square Garden)や石油会社(Southwestern Oil & Refining Co.; Royal Petroleum Corp.)へと事業を拡大した⁸⁾。こうした事業の多角化は、鉄道と競合する関連事業の拡大を軸に進められたが、石油精製やアパレル、レジャー施設などへの事業拡大は公益事業の枠組みを逸脱する方向でもあった。

6) 『証券取引委員会スタッフ報告書』(U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972], p. 2)が用いた用語で、本稿は誤解のない範囲内で「ペン・セントラル」も同様の意味で用いる。

7) 以下には何層にもわたる詳細な組織図が示されている。U. S. Senate, Committee on Commerce [1973], p. 394.

8) U. S. Senate, Committee on Commerce [1973], p. 394.

図1 ペン・セントラル社の組織図（1970年）



(注) () 内の%は出資割合を示す。

(出所) U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972], p. 2 をもとに筆者作成。

鉄道事業における水平的統合は、ICCの運輸政策の規制のもとに行われた。ペン・セントラル鉄道も例外ではなかった。鉄道会社が旅客輸送サービスを経営悪化の要因とみなして廃止を申請しても、多様な利害関係者の影響を受けたICCは受理しない路線も多かった⁹⁾。経営統合の条件としてペン・セントラル鉄道は、旅客輸送収入の割合が高く、しかもトラック輸送と激しい競争にさらされて経営難にあったニューヨーク・ニューヘブン・ハートフォード鉄道の編入を、政治的な妥協で受け入れた¹⁰⁾。ICCは旅客輸送事業が抱える問題点を認識して、1969年には詳細な調査を実施した。その上でICCは、同年「7月17日、鉄道会社と政府の双方が全面的な改革を行わない限り、都市間鉄道旅客サービスは今後数年間も存続できないだろうと議会に警告した。ICCは、旅客列車を走らせ続けるためには、政府からの補助金、その他の形態の連邦政府の援助が必要かもしれないと示唆し

9) Hilton(1975, p. 14) は、ICCは政治的の圧力を受け、弱体化した鉄道の撤退を回避するため鉄道統合を選択したが、ペン・セントラルはその典型事例であったと指摘し、Peritt(1983, p. 278) は、「労働者の反対を防ぐため、鉄道会社は合併後の路線で働くすべての労働者を保護すべく、23の組合と協定を結んだ」と強調する。

10) 合併当時、このニューヘブン鉄道は年間200万ドルの赤字を出していた (Beshers [1989], p. 1.)。ペンシルベニア鉄道会長兼CEOのサンダース (Stuart T. Saunders) は、「1964年8月のロバート・ケネディ司法長官との会談で、ペン・セントラルの統合に対する反対を司法省が取り下げれば、ニューヘブンを受け入れることに同意するとした」 (Holzweiss [2003], pp. 15-16)。

た」¹¹⁾。これを受けて、連邦議会には旅客輸送事業の赤字を連邦政府が補填するなどの法案がいくつか提出された¹²⁾。

1967年に新設されたばかりの運輸省では¹³⁾、長官ヴォルペ（John A. Volpe）が“Railpax”構想を立ち上げ、1969年末までに東部地区の鉄道会社の旅客輸送を新設する半官半民法人の大都市間旅客鉄道会社に統合しようとしていた¹⁴⁾。しかし、利益を目的とする会社の設立構想であるとして、1971年3月初旬まで、ホワイトハウスの承認を得るに至らなかった。一方で、上院商務委員会ハートキー（R. Vance Hartke、民主党）小委員長が旅客輸送サービスに無期限の運営補助金を約束する法案を承認したことから、1970年4月末までにホワイトハウスは“Railpax”への反対を撤回し、商務委員会も妥協案を打ち出した¹⁵⁾。下院州際外国通商委員会が公聴会を開催するなかの6月21日、ペン・セントラル鉄道の破産申請は、結果的に鉄道旅客サービス法の成立（1970年10月30日）に決定的影響を与えることになった¹⁶⁾。

経営統合した1968年後半から年末にかけて、早くもペン・セントラルは財務問題に直面した。経営陣は財務危機を回避するための重要な手段として長期と短期の両面で資金調達を企てたが、いずれも困難に直面することになった。表1に示すように、1968年末のペン・セントラル輸送会社（鉄道）は、コマーシャル・ペーパー5000万ドルや回転信用（revolving credit）1億ドル、ユーロダラー5000万ドルなど多額の短期負債に依存した¹⁷⁾。表1では、これらは長期負債（1年超）であるかのように区分されているが、短期負債（1年以内）に区分すべき項目であった。

スタッガース（Harley O. Staggers、民主党）率いる下院州際外国通商委員会は、ユーロ

11) “Passenger Trains,” in *CQ Almanac 1969*, 25th ed., pp. 383-84, Washington, DC: *Congressional Quarterly*, 1970 (CQAL69-1248264).

12) 以下を参照。CQAL69-1248264; Davis [2020].

13) 運輸省設置法（1966年）は、運輸省の管轄を「最低コストで、迅速、安全、効率的かつ便利な輸送の提供に資する国家運輸政策およびプログラムを開発すること」に限定し、ICCの管轄は、運輸省に移管したハイジャックや環境汚染など「安全」に関する事項を除き、運輸に関する経済規制の権限を保持した。さしあたり、須藤 [2022] を参照。

14) この構想は、1965年高速地上輸送法（High Speed Ground Transportation Act）によるニューヨーク/ワシントン間を結ぶ高速旅客輸送列車（1969年末から「メトロライナー」として運行を開始）の開発にペンシルベニア鉄道、そしてペン・セントラル鉄道が組み込まれ、運輸省がこれを推進していた。Churella [2022], pp. 11-32.

15) “U.S. Rail Aid is Set for Intercity Lines,” *New York Times*, April 29, 1970, p. 1.

16) 最終的に“Railpax”に対する連邦政府支出4,000万ドルと融資保証7,500万ドル、その他鉄道に対する融資保証が2億ドルとなった（Public Law 91-518）。

17) 条件付売買契約（conditional sales agreement）は、買手（ペン・セントラル）が資産を所有するが、その所有権と抵当権は購入代金が全額支払われるまで売り手（銀行）に留保される融資の取り決めであり、ローンの担保としては利用できなかった。U.S. Senate, Committee on Commerce [1972], p. 356.

ダラーの安易な取り入れを問題にした。すなわち、「米国の大手企業へのユーロダラーの提供は、米国からの投資の流出を抑制する上で重要な役割を果たしている。また、ヨーロッパの個人投資家をアメリカの資本市場に紹介する役割も果たしている。ペン・セントラル社は、米国内の合理的な資金源をすべて使い果たした後、他の米国企業が築いた信用により、海外での借入れが可能となった。海外の投資家が、米国人投資家に保証された保護に頼ることができなければ、米国投資に対する信頼は維持されないだろう」と指摘した¹⁸⁾。実際、表2に示すように、1970年6月にはユーロダラー市場の規模はドル建が494億ドル（欧州通貨建127億ドル）に上り、アメリカの大手銀行はロンドン支店から122億ドル（24.6%）の預金を受け入れていた。

表1 ペン・セントラル鉄道の債務残高*（1,000ドル）

		1968年末	1969年末	増減
1 年 以 内	社債	6,486	6,470	-16
	施設信託証書	15,780	14,474	-1,306
	施設：条件付売買/繰延支払契約	49,318	51,355	2,037
	融資	2,400	30,400	28,000
	その他	2,732	3,359	627
	計	76,716	106,058	29,342
1 年 超	社債	684,819	682,576	-2,241
	施設信託証書	100,133	85,497	-14,636
	施設：条件付売買/繰延支払契約	386,197	408,365	22,168
	融資契約	30,400	0	-30,400
	ユーロダラー	50,000	50,000	0
	回転信用	100,000	250,000	150,000
	コマーシャル・ペーパー	50,000	100,000	50,000
	その他	6,061	9,145	3,084
計	1,407,610	1,585,585	177,975	

(注) * ペン・セントラル輸送会社単体の負債で、(1969年末)株主資本1,805,371(000)ドル、経常負債498,455(000)ドル、災害等控除192,603(000)ドル、その他の負債408,568(000)ドルを除く。

(出所) Penn Central Company, *Annual Report for 1969*, Supplement: Statistical and Financial Data Selected Companies, p. 3, in: U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970], p. 625.

18) U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972], p. V.

表2 ユーロダラーの市場規模と米国親銀行による取入高（100万ドル）

年月日	ユーロダラー市場の規模			米国親銀行 取入高 (D)	(D)/(A) (%)
	ドル通貨 (A)	欧州通貨* (B)	合計 (C)		
1966年12月	14,770	3,570	18,340	4,036	27.3%
1967年12月	18,120	4,150	22,270	4,241	23.4%
1968年12月	26,870	6,660	33,530	6,039	22.5%
1969年3月	29,880	7,420	37,300	9,621	32.2%
1969年6月	37,960	9,110	47,070	13,269	35.0%
1969年9月	41,540	9,940	51,480	14,349	34.5%
1969年12月	46,200	10,170	56,370	12,805	27.7%
1970年3月	46,050	11,030	57,080	11,885	25.8%
1970年6月	49,440	12,700	62,140	12,172	24.6%
1970年9月	50,230	14,620	64,850	9,663	19.2%
1970年12月	58,700	15,870	74,570	7,676	13.1%
1971年12月	70,820	16,590	87,410	909	1.3%

(注) * BIS 報告の欧州8か国（ベルギー/ルクセンブルク、フランス、西ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、スイス、イギリス）銀行の外貨建て債務をドル換算。

(出所) (A): BIS, *Annual Report*, 1969-74, passim; (C): FRB, *Federal Reserve Bulletin*, Jan. 1971, Table 21, p. A86, Jan. 1974, Table 22, p. A88 より筆者作成。

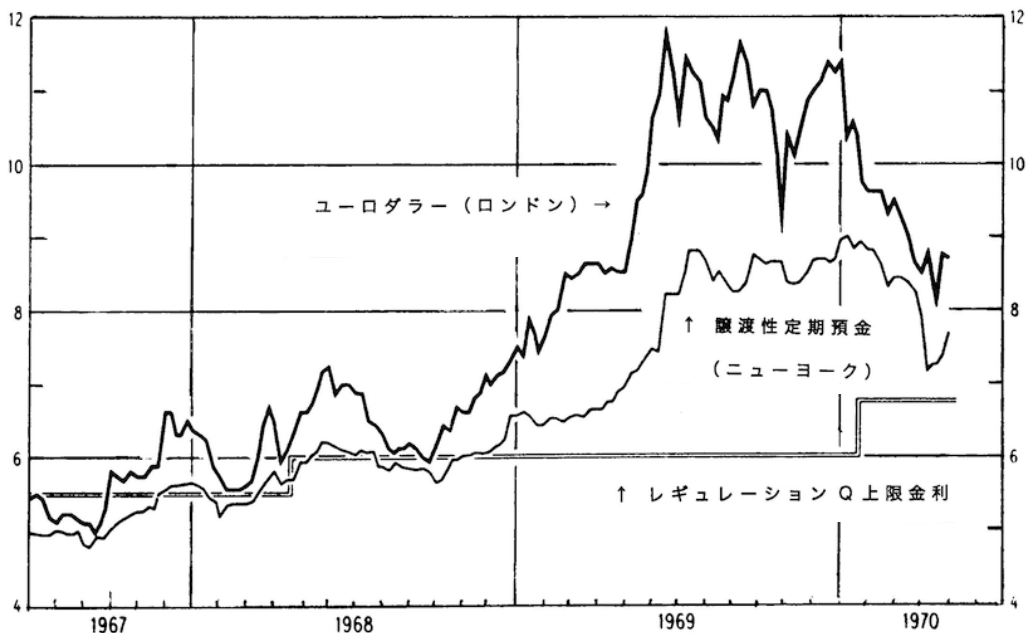
インフレ抑制を目的に金融引き締め政策が取られるなかで、大手銀行はロンドン支店に高金利の——1969年6月には3か月物金利が12%に達した(図2参照)——ドル建て預金(譲渡性預金 negotiable CD)を形成する一方で、ロンドン支店は預金金利規制(レギュレーションQ)や預金準備率規制を免れたドル(ユーロダラー)を積極的に買い集めて本国の本店に預け直した。管理不能のユーロダラー市場の拡大を嫌って、連邦準備制度理事会(FRB)は1969年10月にユーロダラー再預金の増加額に対して必要準備金(当初10%)を課し、1970年1月には国内預金(90~179日の定期預金)に対するレギュレーションQ上限規制を6%から7%に引き上げた。その結果、ユーロダラー取入高(米国銀行海外支店に対する親銀行の債務)は1969年末から急減した(表2)¹⁹⁾。さらに、ペン・セントラル鉄道が破

19) アメリカやヨーロッパの銀行によるユーロ・カレンシーの供給に加えて、この時期から開発途上国の金融当局にとって、外貨準備の有利な運用利回りが期待できるユーロ・カレンシーは恒常的な関心事となっ

産申請した翌日（1970年6月22日）には10万ドル以上の預金の上限金利規制が停止され、金利規制の終焉（1986年）に向けた一步を踏み出すことになった²⁰。

ペン・セントラル鉄道の経営陣は資金調達に奔走する一方、他方で1970年2月末から3月初旬には連邦政府による財政支援の道を探り始めていた。親会社のペン・セントラル社（持株会社）の取締役会で、取締役の一人（E. Clayton Gengras, Security Insurance Corp. 会長兼社長）がヴォルペ運輸長官を訪ねて、政府の支援を要請するよう進言した。この提案は3月12日にヴォルペ長官の執務室での第1回会合として実現し、ペン・セントラル側は運輸省に対して、(1)旅客サービス、(2)廃線、(3)州税、(4)他輸送手段への多角化、(5)運賃値上げについて支援を求めた。4月30日の第2回会合では、1970年の見通しと借入能力が限界に達していることを説明し、サンダース会長は設備に対する融資援助に関する法案を要望した。しかし、運輸省は懸案の旅客支援法案（Railpax 法案）に悪影響を与えかねないとして難色を示すとともに、現金不足に関する情報提供を求めた²¹。

図2 ロンドンおよびニューヨークにおけるドル預金金利（年利%）



（出所）BIS, *4th Annual Report*, Basle, 1970, p. 161.

た。BIS, *41st Annual Report*, Basle, 1971, p. 166.

20) Slivinski [2009], p. 8.

21) 連邦政府への支援要請の経過については、以下を参照。U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972], pp. 170-172. ペン・セントラル鉄道とその持株会社（ペン・セントラル社）の取締役は基本的に同じ人物で構成された。

その後、5月8日、財務担当幹部オヘロンがヴォルペ長官を訪ね、最高財務責任者ベヴァン（David C. Bevan）とサンダースによる「真の危機を説明する覚書」を手に経営危機の深刻さを訴えた。ヴォルペ長官の仲介で、5月19日と25日、サンダース、ベヴァン、オヘロンらは緊急融資についてケネディ財務長官に訴える機会を持った。銀行家や政府との広範な交渉も続いた。主要融資銀行のファースト・ナショナル・シティ銀行（First National City Bank of New York: FNCB）とケミカル銀行が、ペン・セントラル鉄道による連邦政府への融資保証の要請を知らされたのは、最後の回転信用5000万ドルを引き出すと告げられた5月25日のことであった。ペン・セントラルの定例取締役会で連邦政府の融資保証の交渉についての了承を得たのち、6月8日、「銀行と政府からの圧力を受け、取締役会はサンダースとベヴァンを解任した」²²⁾。

1970年5月25日、ペン・セントラル経営陣とケネディ財務長官、ニクソン大統領の補佐官フラニガン（Peter Flanigan）、FRB議長バーンズ（Arthur F. Burns）らとの会談を経て、5月28日に全債権者銀行会議がFNCBで開催された。この会議でベヴァンは、1億ドルの社債募集の停止と政府保証付き融資への参加を要請し、FNCBが幹事行として政府高官との交渉にあたることになった。6月5日、新聞は「ペン・セントラル社の役員は、先週スコット上院議員に、鉄道が1億ドルの25年無担保社債を公売できないことへの懸念を伝え、何らかの連邦政府援助を得るための協力を要請したはずである」²³⁾、と伝えた。また別の新聞によれば、「ニクソン政権がペン・セントラル社の救済に乗り出したのは、このような大企業の破綻が経済全体に有害な衝撃を与えかねないという懸念があった」こと、さらに「景気後退が半ば公然と認められ、一般に企業の流動性…が極端に低下しているこの時期に、政府が何もしなければ「ドミノ」現象が起こるのではないかという懸念が内々にささやかれて」いたからであった²⁴⁾。

(2)国防生産法による救済案

ペン・セントラル鉄道の中心母体となったペンシルベニア鉄道の国防生産法によせる期待は当初からあった。同鉄道の運行担当副頭取サイムズ（James M. Symes）は1951年11月、銀行関係団体の年次大会で国防生産法をテーマに講演している²⁵⁾。その中でサイムズは、

22) U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972], p. 103.

23) “Federal Backing for Penn Central on Loans Pledged,” *New York Times*, June 10, 1970, p.1.

24) “Nixon Plans \$200 Million Penn Central Loan Guarantee,” *Wall Street Journal*, June 10, 1970, p. 3.

25) James M. Symes, “Defense and the Railroad Problem,” An Address before the Fifth Annual Conference of Bank Correspondents at St. Louis, Mo., November 6, 1951, pp.14-18. サイムズは、1930年代後半にペンシルベニア鉄道勤務を中断してアメリカ鉄道協会副会長に就き、戦後はペンシルベニア鉄道取締役会長としてニュー

ICCが国防輸送の拡大に不可欠な鉄道事業収益を抑制していると批判し、同時に鉄道産業の「政府所有」や「社会主義的官僚主義（socialistic bureaucracy）」に向かうことへの脅威を表明していた。大手の幹線鉄道会社の主な収益源は貨物輸送で、ペン・セントラル鉄道も例外ではなかった。同鉄道は、東海岸から中西部一帯に広大な路線網を展開し、表3に示されるように、鉄鋼や自動車、石油や化学などアメリカを代表する大企業を主な顧客としていた。

表3 ペン・セントラル鉄道の主要顧客と収益*（1969年）

企 業	業 種	収益（ドル）	割合（%）
General Motors Co.	自動車	84,574,000	17.7%
Bethlehem Steel Corp.	鉄 鋼	77,607,000	16.3%
U. S. Steel Corp.	鉄 鋼	67,581,000	14.2%
Ford Motor Co.	自動車	46,671,000	9.8%
National Steel Corp.	鉄 鋼	32,506,000	6.8%
Chrysler Corp.	自動車	31,267,000	6.5%
Jones and Laughlin Steel Co.	鉄 鋼	23,575,000	4.9%
Continental Oil Co.	石 油	22,000,000	4.6%
Armco Inc.	鉄 鋼	14,582,000	3.1%
Allied Chemical Corp.	化 学	14,376,000	3.0%
Union Carbide Corp.	化 学	14,206,000	3.0%
Republic Steel Corp.	鉄 鋼	13,080,000	2.7%
Peabody Coal Co.	石 炭	12,989,000	2.7%
Wheeling-Pittsburgh Steel Corp.	鉄 鋼	12,745,000	2.7%
Pennsylvania Power & Light Co.	電 力	9,808,000	2.1%
合 計		477,567,000	100%

(注) * 上位15社（アメリカ政府を除く）を示す。

(出所) U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970], p. 756より筆者作成。

朝鮮戦争の勃発を契機に成立した1950年国防生産法（Public Law 81-774）は、特定の物資および施設を民生用から軍事用および関連目的に転用すること、民間の需要を満たすために必要なレベルを超えて生産設備を拡張することを目的に（第2条）、陸軍省、海軍省、空軍省、商務省などの機関を「保証機関」と定め、連邦準備銀行を含む公的または民間の金融機関による融資の元本や利息を保証することができると規定した（第301条a項）。さ

ヨーク・セントラル鉄道との統合を取りまとめ、その後、同鉄道会長職をサンダースに譲った。“James M. Symes, 79, Dies; Chairman of the Pennsy,” *New York Times*, Aug. 5, 1976, p. 34, by Robert Mcg. Thomas Jr.

らに同法第302条で、民間企業に対して、能力の拡大、技術プロセスの開発、または戦略物資および重要金属の探査・開発・採掘を含む必須物質の生産に向けた融資を可能とした²⁶⁾。

連邦政府の支援がICCでも運輸省でもなく²⁷⁾、国防総省が担うことになった理由は、ヴォルペ運輸長官から国防副長官に宛てた書簡に、次のように記載されている。「議会指導部に対して、当該企業の財務状況は、そうした新しい法律の制定前に追加融資が必要であることを指摘した。かかる資金調達には、政府の保証なしでは不可能であること、そして現在国防生産法301条に含まれているV-ローンの権限は、司法省の書面による意見に基づき、国防総省がローンの暫定保証をするために利用可能である…。当面の間、国防総省がこのような保証を行うのに十分な資産を持つ唯一の機関であることは明らかであり、議会指導者らは、国防総省が想定される短期間の間、かかる融資の保証人となることを受け入れる意向を示していることに留意すべきである」。「ペン・セントラルはわが国の鉄道網に不可欠であり、主要な軍事施設や防衛産業に貢献していることは事実だが、ペン・セントラル鉄道の存続に対する政府の関心は、国防総省にとどまらないという私の認識を、指導者は共有してくれた。わが省は、国防に影響を及ぼすものを含め、輸送に関する問題で指導力を発揮することを法的に命じられている」²⁸⁾。ヴォルペ長官は、このように述べて、協力を依頼した。

6月10日に公表された連邦政府のペン・セントラル救済計画は、1950年国防生産法に基づき、ペン・セントラル鉄道に対する9銀行の5000万ドルの（繋ぎの）短期銀行融資を国防総省（海軍省）が保証し、その後さらに暫定融資2億ドルの即時保証を実施し、最終的に7億5000万ドルの（ペン・セントラル鉄道に限定されない）融資保証を行う法案を準備するというものであった。5000万ドルの繋ぎ融資保証は、FNCBを代理人とし、海軍省が銀行コンソーシアムによる上限2億ドルの繋ぎ融資を最大100%保証する「V-ローン」契約とされた（償還期限は1970年10月末）²⁹⁾。また、この2億ドルつなぎ融資契約（V-ロー

26) なお1951年7月、国防生産法を延長する改正案が成立し(Public Law 96-131)、中小企業の国防生産への貢献を促すため、復興金融公社(RFC)の中小企業向け融資制度を継承する中小国防工場庁(SDPA)が設置された[浅野2021]。

27) ICCの役割が限定的であった点については、須藤[2022]を参照されたい。

28) John A. Volpe to David Packard, Deputy Secretary of DoD, June 9, 1970, in U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970], pp. 767-768.

29) “Memorandum for the Secretary of the Navy,” dated June 17, 1970, from the Deputy Secretary of Defense, in U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970], p. 648. 1951年5月10日の下院銀行通貨委員会におけるFRB議長マーチンの証言によれば、これは第2次世界大戦中に戦時生産資金の調達に使われた、いわゆるV-ローン・プログラムの復活であった。「V-ローン保証は、防衛契約に必要な資金を調達できないような小規模の請負業者にとって特に有用であった。しかし、当時のマーチン議長の懸念は、むしろ「国

ン契約）書案には、このユーロダラー融資の返済も盛り込まれていた³⁰⁾。

ニューヨーク連邦準備銀行で開催された参加銀行会議（6月10日）には、ペン・セントラルからはサンダースの後任会長ゴーマン（Paul Gorman）が出席した。V-ローン銀行コンソーシアムは、FNCBなど10銀行が運営委員会（steering committee）を構成し、32銀行が参加することになっていた。会議では2億2500万ドルの融資を各行が比例配分すること（FNCBが20%、その他8銀行がそれぞれ10%）³¹⁾、現行の債務のモラトリアムについても大筋で合意に達した。会議の最後に財務次官ポール・ボルカーが登壇し、国防生産法を利用し、1971年10月31日までの償還期限で融資を保証するという政権の意向を説明した³²⁾。2億ドルに変更されたV-ローン銀行コンソーシアムの参加銀行は拡大され、74銀行になっていた³³⁾。

しかし、V-ローンによる暫定融資保証案は国防生産法の更新（改正）を前提とし、同法はパットマン（Wright Patman、民主党）委員長率いる下院銀行通貨委員会の管轄であった。パットマンは国防生産法に基づく融資保証に強く反発した。下院銀行通貨委員会スタッフ報告書には、その理由が端的に示されている。第1に、国防生産法は防衛契約にわずかに関与しているだけの大企業の倒産を防ぐためのものではなく、むしろ中小の請負業者が生産能力を拡大することで、重要な防衛生産ニーズに応えることを立法趣旨としていること。第2に、融資保証の是非を判断する上で重要だったのは、債務不履行の際に政府は他の一般担保付債権者と同等の担保権を持つだけであること。第3に、ペン・セントラル鉄道が破産しても「更生期間中も鉄道は運行を続け、従業員には給料が支払われること」。

防以外の公的・私的支出が制限されない限り、…物価のさらなる上昇」が予想されることで、それゆえ「現在実施されているインフレ防止プログラムを継続し、強化すること」にあった。Martin [1951], pp. 490, 494.

30) 銀行コンソーシアムの参加銀行は12行とされるが、確認は以下の10銀行だけである。First National City Bank of New York, First National Bank of Chicago, Irving Trust Co., Chemical Bank, Continental Illinois National Bank and Trust Co. of Chicago, Manufacturers Hanover Trust Co., First Wisconsin National Bank of Milwaukee, National Bank of Detroit, United California Bank, Bank of America. U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970], pp. 11, 673, 826, 840. 以下も参照。Congressional Record, 91st Cong. 2nd Sess., Vol. 116, Part 19, July 22, 1970, p. 25371.

31) 8銀行は下記であった。Manufacturers Hanover Trust Co., Chase Manhattan Bank, Chemical Bank of New York Trust Co., Chemical Bank of New York Trust Co., Irving Trust Co., First National Bank of Chicago, Morgan Guaranty Trust Co., Mellon Bank, Continental Illinois National Bank & Trust Co. U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970], p. 648.

32) 6月10の会議では、コンソーシアムの融資額は2億ドルではなく、2億2500万ドルであった。U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972], p. 227. なお、6月17日付のV-ローン繋ぎ融資5000万ドル契約書案および2億ドルの融資契約書案からはBankers Trust Co.が抜けて9銀行となった。U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970], Appendix B, p. 677.

33) U.S. House, Committee on Banking and Currency [1972], pp.13-14.

詰まるところ、救済案は「ペン・セントラル社の経営陣とその金融関係者を救済しようとするものであり、過去何年にもわたってペン・セントラル社で行われてきた不始末と事態の悪化を隠蔽する」ものであると痛烈に批判したのであった³⁴⁾。

議会民主党関係者の批判³⁵⁾ や行政府内での不安³⁶⁾ があるなかで、6月17日付でニューヨーク連邦準備銀行によるペン・セントラル鉄道に対するV-ローン保証申請に関する報告書が示された³⁷⁾。V-ローン保証の内容と条件は、融資額：2億ドルの回転信用、満期：1970年10月31日（1972年6月末まで延長の可能性あり）、保証割合：100%、金利：代理銀行のプライムレート（現在8%）、保証料：ペン・セントラル鉄道支払い（現在3%）、約定手数料：0.5%、担保：①借手の資産のうち重要な担保価値があると判断されるもの、②借手の売掛金、③ペンシルベニア社（子会社の「ペンコ」）の資本株式に対する第二抵当権、親会社ペン・セントラル社の保証：5,920万スイス・フラン・ローンの返済後の担保、以上であった³⁸⁾。ニューヨーク連邦準備銀行の詳細な報告書の結論は、「…このような法律が議会で制定され、政府による会社への資金援助が5億ドルという提案された金額で長期間利用できるようになれば、経営陣は当社の状況を大幅に改善するのに十分な時間と資金を確保できるように思われる」³⁹⁾ というものであった。表4は、ニューヨーク連銀がフィラデルフィア連銀と共同で調査した報告書において、主要金融機関等がペン・セントラル

34) U.S. House, Committee on Banking and Currency [1972], pp. 12-14. 1970年8月15日成立の国防生産法改正法 (Public Law 91-379)は、1回の融資保証を2,000万ドルに制限し、「主に企業の財務的破綻や倒産を防ぐため」に使用することを禁止する（ただし、そのような企業の破綻が国防生産に直接かつ実質的に不利な影響を与えることを大統領が証明し、その証明を10日前に議会に通知する場合を除く）ものとなった (p. III)。

35) 下院州際外国通商委員会スタッガース委員長 (Harley O. Staggers、民主党)も、6月10日の段階で同「委員会が特に迅速に動くことはないだろう」と述べていた (“Nixon Plans \$200 Million Penn Central Loan Guarantee,” *Wall Street Journal*, June 10, 1970, p. 3.)。また新聞記事によれば、ペンシルベニア州の民主党の間には「ペン・セントラルは共和党の鉄道だ」との批判が起こり、長年にわたる州政治に巻き込まれてしまった (Fred L. Zimmerman and Richard F. Janssen, “Penn Central Rescue Plan is Arousing Ire in House,” *Wall Street Journal*, June 12, 1970, p. 2)。

36) 「国防次官のパッカード (David M. Packard) は、パットマンの反対を抑えようと努力していたが、このような約束をすると、他の企業、特に経営不振に陥っている巨大企業ロッキード社が政府の援助を求めてくるのではないかと心配していた。」“A Penn Central Director’s View,” *Washington Post*, June 26, 1970, by Frank C. Porter, in U.S. Senate, Committee on Commerce [1970], p. 616.

37) 以下は、U.S. House, Committee on Banking and Currency [1972], pp. 16-22.

38) U.S. House, Committee on Banking and Currency [1972], p. 20. ペン・セントラル鉄道によって、同鉄道の持株会社（親会社）ペン・セントラル社の子会社 Penn Central International, N.V.が、1970年にスイス・フラン建5900万ドル、金利10.1%で振り出した約束手形が債務不履行状態に陥り、ペン・セントラル社はその元本2800万ドルを保証していた。この約束手形のうち700万ドルを保有していたアメリカの金融機関2社 (American Express International Banking Corp. と Union Bank of Los Angeles) が、翌年、詐欺罪で R. W. Pressprich & Co., UFITEC, Algemene Bank N.V.などを告訴した。“Pennsy Sees Debt Pact,” *New York Times*, Feb. 25, 1971, p. 53.

39) U.S. House, Committee on Banking and Currency [1972], p. 21.

に持つ債権をリストアップしたものである。

表4 主要金融機関等のペン・セントラルに対する債権*

(1970年6月17日、100万ドル)

融資銀行等		債権の種類	融資日	満期日	債務金額
ペン・セントラル鉄道	FNCB 他 51 銀行	回転信用・タームローン	1969.4.1	1971.1.1	300.0
	FNCB 他 11 銀行	ユーロダラー無担保回転信用	1968.11.14	1973.10.31	50.0
	FNCB その他銀行	無担融資残高	1965.5.6	1971.1.31	30.0
	Manufacturers Hanover & Cleveland Trust	無担融資残高			12.5
	個別 26 銀行	コマーシャル・ペーパーのバックアップ信用			46.5
	多数の債権者	コマーシャル・ペーパー	*1970.6.2	1970.12.16	108.3
	計				547.3
ペンコ社	Chemical Bank 他 9 銀行	1億ドル社債発行用の回転信用	1970.5.28	1972.6.11	50.0
	Chemical Bank & Morgan Guaranty Trust	タームローン		1971.2.1	2.5
PCI	欧州・米国銀行など	スイス・フラン建約束手形			59.2
合計					659.0

(注) * ニューヨーク連邦準備銀行報告書の調査による。ペンコ社（ペンシルベニア社）はペン・セントラル鉄道の完全保有子会社、PCI(Penn Central International, N.V.)はペン・セントラル社の海外子会社（図1参照）。

(出所) Federal Reserve Bank of New York, “Summary Report on Application for V-Loan Guarantee on Connection with Loan to Penn Central Transportation Company,” June 17, 1970, in U.S. House, Committee on Banking and Currency [1972], pp. 17-18.

3 コマーシャル・ペーパー市場の危機と連邦準備制度

FRBは6月18日、結局、ペン・セントラル鉄道に対する直接融資の返済は不可能と判断して拒絶した。ニューヨーク連銀の報告書は、ニクソン政権がFRBにペン・セントラル鉄道への直接融資を要請したことへの回答であった⁴⁰。その翌日、ニクソン政権はペン・セントラル鉄道救済のための融資保証と繋ぎ融資保証の計画を撤回し、21日に同鉄道は

40) Mishkin & White [2016], pp. 243-244.

破産を申請した。鉄道会社は破産管財人のもとで営業運転を継続し、ICCが推進してきた地域鉄道システムへの統合（国有化）の道を歩むこととなった⁴¹⁾。一方、親会社のペン・セントラル社（持株会社）は保険業を核とする小規模コングロマリットとして存続した。

ところで、1970年7月23日開催の上下両院合同経済委員会公聴会のために用意した陳述書でFRB議長バーンズは、連邦準備銀行の直接融資に含みを持たせていた。すなわち「連邦準備制度は、異常かつ緊急の状況下において、連邦準備法が付与した限定的な権限を活用し、借り手は信用に足るが他からの信用を確保できない場合に限り、政府債務証券またはその他の適格書類を担保として事業会社に直接融資を行うことができる」と述べている。さらに質疑の中で、現在破産状態にあるペン・セントラルや、現在政府に多額の融資を求めているロッキード社に直接融資をするつもりかと問われ、バーンズは、「私がこのステートメントを書いた目的は、このような権限が存在することに注意を喚起するため」であると返答している⁴²⁾。

その後バーンズは、11月14日の上院商務委員会公聴会で、ペン・セントラル鉄道に対する直接融資を拒否した理由について、次のように発言した。「連邦準備銀行がペン・セントラルに融資を行う可能性のある現行法の唯一の条項は、連邦準備法第13条(3)項である。この条項は、理事会が『異常かつ緊急の状況』において、少なくとも5人の理事会メンバーの賛成票によって、連邦準備銀行が個人、パートナーシップ、企業に対してある種の直接融資を行う権限を与えるものである」。しかし、バーンズは「…法律上の制限や法律の意図に関する背景を考慮し、ペン・セントラルの現在の財務状況、ニーズ、見通しに関する入手可能な情報を慎重に検討した結果、理事会は、連邦準備法第13条(3)項を行使して連邦準備銀行がペン・セントラル鉄道への信用供与を許可することは適切ではないと結論した」⁴³⁾。バーンズは続けて、それは「経営不振を救済するため、あるいは債権者や株主の利益を守るために提供されるべきではない」。しかし、連邦準備銀行による直接融資ではなく、他の連邦政府の支援で「民間ローンを連邦政府が保証する」ことは支持するし、「ペン・セントラルのケースでは国益が最優先される」と述べている⁴⁴⁾。

41) 差し当たり、須藤 [2022] を参照されたい。

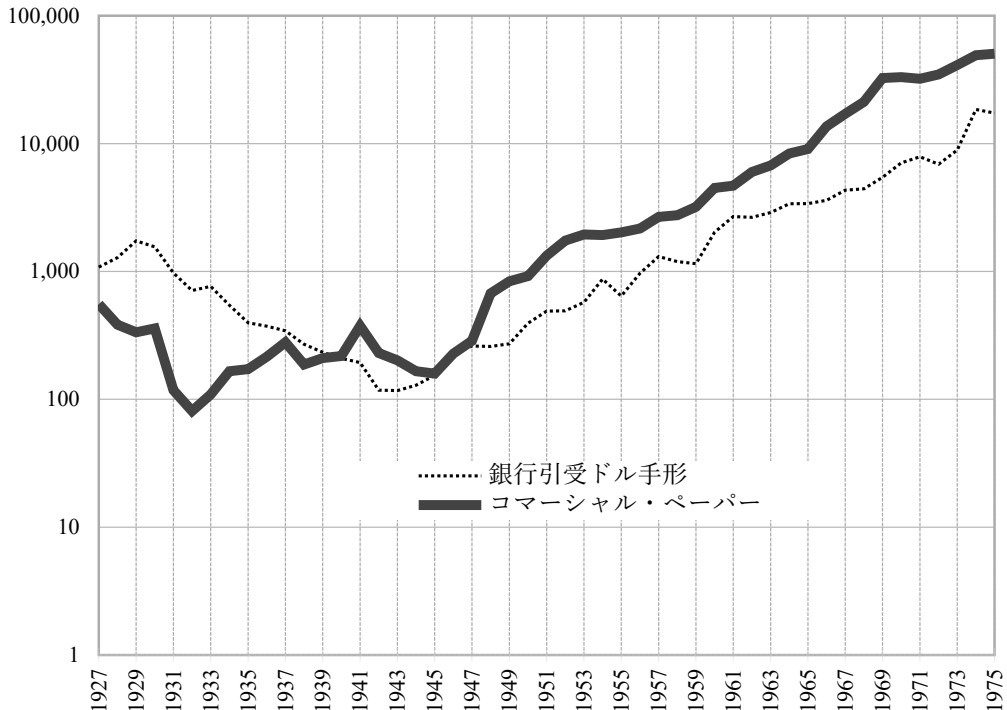
42) Arthur F. Burns, Statement to Congress, July 23, 1970, in U.S. Joint Economic Committee [1970], p. 586. この点は財務次官ヴォルカーも認め、次のように回顧している。「ロッキードについては、連邦準備制度は何もしなかった。すべて議論されていたが、連邦準備制度の資金を使うという現実的な問題はなかったと記憶している。検討はされたはずだが、却下されたと思う。ペン・セントラルの場合、アメリカ政府は1950年国防生産法を論拠に、ペン・セントラルが軍需物資を輸送しているという理由で、最後まで融資するつもりだった。国防総省はこの理屈をあまり喜ばなかった」。Volcker [2008], p. 158.

43) U.S. Senate, Committee on Commerce [1970], p. 773.

44) U.S. Senate, Committee on Commerce [1970], p. 773. 連邦政府による2億5000万ドルの融資保証を受けたロッキード社の場合、安全保障を担う「公共の利益」が名目とされた（西川2008, 197頁）。

ペン・セントラル鉄道救済案の撤回は、連邦準備制度自らが金融システムの動揺に対処せざるを得ない事態を引き起こした。コマーシャル・ペーパー市場の危機である。図3は、大恐慌前の1927年からフロート制移行後の1975年までのコマーシャル・ペーパーと銀行引受手形の発行残高の推移を示している。連邦準備制度の創設にあたって、高リスクの無担保単名約束手形ではなく、イギリス型の商業手形の割引市場を軸とする信用システムを構築するべく、連邦準備銀行は銀行引受手形の割引・購入を促進した。しかし1930年代半ば、特に第2次世界大戦以降、アメリカ固有のコマーシャル・ペーパー市場が銀行引受手形を大きく上回る規模に成長し、1970年末の発行残高は331億ドルに達した。その背景には、GEやフォードなど巨大企業の金融子会社などが銀行融資より安価な資金調達手段として活用したこと（表5）、また金融機関を含む巨大企業が有休資金の運用先としたこ

図3 コマーシャル・ペーパーおよび銀行引受ドル手形の発行残高
(単位：100万ドル)



(注) 1975年は10月末、その他は12月末のデータ。

(出所) U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin*, passim より筆者作成。

とにあった⁴⁵⁾。

表5 コマーシャル・ペーパーを発行する主要金融子会社（1961年9月）

単位：1,000ドル

金融子会社（親会社の業種）	資本金*	順位**
Allis Chalmers Credit Corporation（産業機械）	122,844	24
Appliance Buyers Credit Corporation（家電製造販売）	31,265	63
B-W Acceptance Corporation（自動車部品）	104,889	30
Caterpillar Credit Corporation（建設・鉱山機械）	-	-
Clark Equipment Credit Company（産業・建設機械）	73,458	40
John Deere Credit Company（農業・建設機械）	102,358	32
Ford Motor Credit Company（自動車）	1,051,200	2
General Electric Credit Corporation（電力・電気機器）	465,480	10
General Motors Acceptance Corporation（自動車）	1,763,003	1
International Harvester Credit Corporation（農業機械）	239,216	13
Montgomery Ward Credit Corporation（総合小売）	216,624	15
Motorola Finance Corporation（通信機器）	-	-
Philco Finance Corporation（総合家電）	-	-
RCA Credit Corporation（電気機器）	-	-
Redisco, Incorporated（?）	-	-
Sears Roebuck Acceptance Corporation（総合小売）	494,673	8
Westinghouse Credit Corporation（電力）	163,477	19
Yellow Manufacturing Acceptance Corp.（自動車）***	-	-

（注）* 1972年末のデータ。 ** 1972年末の金融会社の資本金額による順位。 *** 親会社のYellow Truck & Coach Manufacturing Co.は1926年にGMトラック・コーチ部門に吸収。

（出所）金融子会社は、Selden ed. [1963], Table 11, p. 37；資本金とその順位は、U.S. House, Banking and Currency Committee [1973], Table 32, pp. 126-127より筆者作成。

ペン・セントラル鉄道もまた、規制監督機関(ICC)の承認を得て、ゴールドマン・サックスをディーラーにして、巨額のコマーシャル・ペーパーを発行した。そして破産直前には、1億830万ドルのコマーシャル・ペーパー負債を抱えていた（前掲表4参照）。その結果、破産申請した6月21日以降に満期を迎える同鉄道発行のコマーシャル・ペーパーは、7月1日まで数日間隔で7回分、合計9,795,000ドルに達した⁴⁶⁾。6月23日開催の連邦公開市場委

45) 1969年末のコマーシャル・ペーパー発行者は、金融会社65.2%、非金融企業21.5%、銀行関連会社13.3%、コマーシャル・ペーパー保有者は、非金融企業73.4%、商業銀行15.5%、生命保険・投資会社11.1%であった。Schadrack & Breimyer [1970], Table I & II, pp. 282-283. また本稿注46も参照されたい。

46) U.S. Senate, Committee on Commerce [1970], p. 96.

員会(FOMC)では、ペン・セントラル鉄道が6月22日に満期のコマーシャル・ペーパー170万ドルを償還できなかったことに関連して、次のような報告がなされた。「満期を更新することも難しくなる発行体が増えることは明らかである。当然のことながら、銀行システムに対する与信需要も増加し、財務状況が芳しくない企業の中には、信用需要を満たすことが不可能になるところも出てくる」として、「流動性問題への懸念は依然として広がって」いる⁴⁷⁾。こうした認識から、6月24日付で「満期が30日から89日の10万ドル以上の譲渡性預金…について、加盟銀行が支払う金利の上限規制を一時停止」することを発表した。そして翌7月21日のFOMCでは、この危機を乗り切ったことが報告された。すなわち、「ペン・セントラルの破産に伴うコマーシャル・ペーパー市場からの大規模な信用シフトは、水面下では多くの必死の交渉が必要とされ、深刻な問題がまだ残っているものの」、連邦準備制度は次の3つの方法でこれに対処した。第1は、短期の譲渡性CDに対するレギュレーションQの上限規制を迅速に撤廃したこと、第2に、必要な場合には割引窓口が利用できるという安心感を加盟銀行に与えたこと、そして最後に、公開市場操作により快適な金融市場の状態を維持したことである⁴⁸⁾。

マニュファクチャラーズ・ハノーヴァー・トラストの上級副頭取ハンナ (Paul J. Hanna) によれば、以上の連邦準備制度の政策方針に基づき、「銀行は迅速に対応し、20億ドル以上の新たな信用供与を約束する救済プログラムを立ち上げた」。これらの資金は、以下の方法で利用された。①追加の銀行融資枠（一部はカナダとヨーロッパの銀行からのもので、銀行が借り入れた資金の現在のコストに基づいた変動金利）、②顧客の未払い割賦契約の売却、③保険会社がコマーシャル・ペーパーを購入し、特定の企業の市場をサポートする特別な取り組みであった⁴⁹⁾。FRB理事ブリーマーは、「これが、システムック・リスクを食い止めるという理事会の方針の最初の適用であった。銀行のためにリスクを引き受けるのではなく、市場のためにリスクを相殺し、市場を安定させた」と回顧している⁵⁰⁾。この緊急融資を特に必要とした企業は、クライスラー社の金融子会社 (Chrysler Financial Corp.) とコマーシャル・クレジット・カンパニーの2社であった⁵¹⁾。

47) Federal Open Market Committee, Memorandum of Discussion, June 23, 1970, p. 50 and Attachment A.

48) Federal Open Market Committee, Memorandum of Discussion, July 21, 1970, pp. 17-18.

49) Charles N. Stabler, "Banks Mounted \$2 Billion Rescue Mission Aid Firms in Penn Central Crisis," *Wall Street Journal*, October 14, 1970, p. 29; "City Bank to Cut Eurodollar Debt," *New York Times*, Oct. 14, 1970, p. 65, by H. Erich Heinemann.

50) Brimmer [2007], p. 200. 「バーンズ議長は、割引窓口を、流動性危機を防止する鍵と考えており、必要であれば『バススルー』融資を明示的に直接行うというFRBのコミットメントを、適切なフェイルセーフ措置と見なした」(Calomiris [1993], p. 19)。

51) ウォルト・ディズニー・プロダクションは、ペン・セントラル鉄道発行のコマーシャル・ペーパー145万ドルを保有しているが、これを償却して税引後で約75万ドルの損失となる可能性があると伝えられた。

連邦準備制度の救済プログラムを受けて、商業銀行側で主導的役割を果たしたのはモルガン・ギャランティ・トラスト銀行であった。当時FRB理事であったマイセル(Sherman J. Maisel)は次のように回顧している。「商業信用の主な貸し手であるモルガンは、貸し手会議を招集したが、そこには40人か50人、あるいはそれ以上の貸し手がいた。当時、コマースシャル・ペーパーを発行するには、通常、銀行のバックアップが必要であった」。この会議で、「何人かの小銀行家が立ち上がり、それは株主に対して不公平だ。リスクが大きすぎる。バックアップ契約から資金を引き出すことは認められない」と言った。その時モルガンの頭取が立ち上がって、「わかった、それでいい。君たちの分け前は除くが、二度とモルガンには近づくな。それがビジネスのやり方なら、二度と取引しない」と言った。すると、2人の小銀行家は、「ああ、いや、いや。融資しますよ。コミットメントは撤回しない」と言った⁵²⁾。

バーンズは、連邦準備銀行が事業会社に対する直接融資を覚悟していたにしても、ペン・セントラル鉄道への直接融資を拒否した。その影響でコマースシャル・ペーパーの更新に困難を来した企業に、連邦準備銀行は取引銀行を誘導して市場金利以下で融資をすることにより、間接的に救済した。連邦準備銀行が監視することのない非金融企業に対する融資のリスクを取引銀行に転嫁することで、「過度なリスクテイクに繋がりがねない潜在的なモラルハザードを回避する」ことができたのであった⁵³⁾。

4 おわりに—TBTF or LLR?—

国防生産法に依拠した連邦政府のペン・セントラル鉄道救済計画は失敗した。ペン・セントラル鉄道の事例は、ロッキード社やクライスラー社の救済事例と果たして比較できるのか、あるいはコンチネンタル・イリノイ銀行のような金融機関の救済とどこが異なるのであろうか。最後に、ペン・セントラル鉄道救済計画とその破綻を、そしてその後のコマースシャル・ペーパー市場危機に対する連邦準備政策を、「大きすぎて潰せない(TBTF)」政策および「最後の貸手(LLR)」機能の側面からまとめてみたい。

アメリカ最大の鉄道会社で、全米第11位の企業規模を有するペン・セントラル鉄道の破綻は、利害関係者の多くに衝撃を与えた。ほぼ同時期に経営難を抱えたロッキード社に対する連邦政府の支援も予想され、ペン・セントラル鉄道の救済計画は不況が深化する懸

“Walt Disney Confirms It May Write Off \$1,450,000 Penn Central Commercial Paper,” *Wall Street Journal*, July 28, 1970, p. 32.

52) Maisel [2009], pp. 30-31.

53) Mishkin & White [2016]は、こうした中央銀行による最後の貸手機能を「非バジレット流動性ファシリティ」としている (pp. 244-245)。

念のなかで、軍事物資を輸送する「国益」から進められた。しかし、自動車や航空機などの輸送手段との競争で衰退の一途を辿っていた鉄道会社を広域鉄道への統合構想を進めていた規制機関(ICC)にとって、ペン・セントラル鉄道の破産申請はそれを推し進める機会を提供した。また、「ペン・セントラルが倒産しても、列車は走り続けるだろう」との新聞記事のように⁵⁴⁾、なお重要な産業基盤であり続ける鉄道への手厚い保護と規制により営業運行を半ば強制されていたことも、救済計画を断念させる要因となった。とはいえ、ペン・セントラル鉄道のケースは、その後の巨大製造企業や巨大銀行の救済問題を議論する端緒となった。

議会会計監査院(GAO)は、1970年代に連邦政府が巨大企業の救済プログラムを実施したにもかかわらず確固たるガイドラインがないとして、「これらのプログラムに関わった100名以上の人々の回顧と経験から、この種のプログラムの構成、実施、管理、監督に関するガイドラインを作成した」。GAOは民間企業の救済において、連邦政府が介入する国益上の関心事項として9項目を設定した。表6は、各企業の救済がどの項目に該当するかを示している。詳細は省くが、GAOは、ペン・セントラル鉄道は「破産が許された」唯一の事例であり、ロッキード社への資金援助プログラムはその後の企業救済のための根本的な障害を取り除くことで、重要な前例となったと見る⁵⁵⁾。GAOのガイドラインは、コンチネンタル・イリノイ銀行の救済が世論を賑わす直前に公表されたことでも注目に値する。

連邦準備制度は連邦政府の国防生産法に依拠したペン・セントラル鉄道への直接融資を拒否する一方、他方で、巨額のコマーシャル・ペーパー発行残高を有する同鉄道の破産に起因する流動性危機に直面して、迅速かつ積極的な金融政策に着手した。連邦準備銀行は伝統的な「最後の貸手」として割引窓口を用意することに加え、コマーシャル・ペーパーの更新危機に直面した企業には、商業銀行を經由して間接的に融資する手法でモラル・ハザードも回避した。これまで実施されなかったことで軽視されてきた、連邦準備銀行による事業会社に対する直接融資もまた、フェイルセーフとして準備されていたのであった⁵⁶⁾。

54) Frank C. Porter, “A Penn Central Director’s View,” *Washington Post*, June 26, 1970, in U.S. Senate, Committee on Commerce [1970], p. 616.

55) U.S. General Accounting Office [1984], pp. 10, 17, 28.

56) アメリカ金融史の第一人者メルツァー [Meltzer 2008] は次のように理解している。「Fedはその95年の歴史の中で、破綻に対する対処方針を明確に打ち出したことはない。FRBは銀行や投資銀行を存続させるために支援を提供することもあれば、金融機関を閉鎖することもあった。問題を抱えた金融機関は、救済されるのか、それとも首を絞められるのか、事前を知る術はない」。

表6 民間企業の救済で連邦議会が考慮すべき国益上の理由

国益とする理由	ペン・セントラル*	ロッキード (1971年)	クライスラー (1980年**)
サービス/製品の継続性の維持	○		○
雇用の維持	○	○	○
防衛関連企業の維持		○	○
技術力の維持		○	○
外国企業の市場参入阻止			○
産業集中の拡大阻止		○	○
同盟国との良好な関係の維持		○	
金融市場/金融機関への悪影響の軽減	○		○
地域/社会/経済的コストの低減	○	○	○

* コンレール（1974-81年）を救済とみなす。 ** Chrysler Corporation Loan Guarantee Act of 1979の成立が1980年1月7日であるため。

出所：U.S. General Accounting Office [1984], p. 28より筆者作成。

経営危機に直面したペン・セントラル鉄道とその関連会社は、最後の頼みの綱として高金利のユーロダラー（ユーロカレンシー）の取り入れに向かった。ペン・セントラル鉄道の破綻は、連邦預金保険の適用外であるユーロダラーの預金者（貸手）に、したがってまた、500億ドル規模に成長したユーロダラー市場に衝撃を与えた。ペン・セントラル鉄道が経営破綻に向かう過程で、FRBは譲渡性CDの上限金利を引き上げ、ユーロダラー預金に対する必要準備規制を導入して、ユーロダラー金利の急落、米銀行のユーロダラー取入れの急減をもたらした。他方で、金融引き締め政策をとる西ドイツへの過度のユーロダラー流入は、ドイツ連邦銀行のドル買打ち切りに帰結する。国内規制から逃れた自由な金融市場と見なされるユーロダラー市場もまた、国内金融規制の影響から逃れることはできなかった⁵⁷⁾。そして、ペン・セントラル鉄道破綻の14か月先にはニクソン・ショック（金・ドル交換停止）が待ち受けていたのであった。

57) 矢後 [2006] は、ユーロカレンシー市場の位置づけをめぐり、無規制の自由な「ジャングル」かあるいは規制に囲まれた「牢獄」か、という新自由主義者の問題提起を、1960年代後半のBISに焦点を当て多面的に考察している。

文献リスト

- 浅野敬一 [2021] 「1960年代アメリカの中小企業金融—ジョン・スパークスマンの『中小企業資本銀行』構想を中心に」、『大阪経済大論集』第72巻3号。
- 坂出健 (2010) 『イギリス航空機産業と「帝国の終焉」—軍事産業基盤と英米生産提携』有斐閣。
- 須藤功 [2024] 「ペン・セントラル鉄道の経営危機と短期資金調達（1969-1970年）—コマースナル・ペーパー / ユーロダラー市場に着目して」『明治大学社会科学研究所紀要』第63巻、掲載予定。
- 須藤功 [2022] 「州際通商委員会の鉄道規制とその変遷（1887-1970年）—ペン・セントラル鉄道救済計画の破綻によせて」、『アメリカ経済史研究』第21号。
- 須藤功 [2020] 「大きすぎて潰せない(TBTF)—コンチネンタル・イリノイ銀行の救済を事例にして」、大橋陽・中本悟編『ウォール・ストリート支配の政治経済学』文眞堂、第3章所収。
- 西川純子 [2008] 『アメリカ航空宇宙産業—歴史と現在』日本経済評論社。
- 矢後和彦 [2006] 「ユーロ・カレンシー市場と国際決済銀行—1950-60年代の新自由主義と国際金融市場」、権上康男編著『新自由主義と戦後資本主義—欧米における歴史的経験』日本経済評論社、第10章所収。
- Beshers, Eric W. [1989] “Conrail: Government Creation & Privatization of an American Railroad,” *World Bank Report*, INU 38.
- Brimmer, Andrew F. [2007] “Interview with Andrew F. Brimmer,” Federal Reserve Board Oral History Interviews, Board of Governors of the Federal Reserve System website.
- Churella, Albert J. [2022] “Private Agendas and the Public Good: The Contested Development of High-speed Passenger Rail Transport in the United States,” *Journal of Transport History*, Vol. 43, No. 1.
- Calomiris, Charles W. [1993] “Is the Discount Window Necessary? A Penn-Central Perspective,” National Bureau of Economic Research Working Paper No. 45.
- Davis, Jeff [2020] “Amtrak at 50: The Rail Passenger Service Act of 1970,” *Eno Transportation Weekly*. <https://www.enotrans.org/article/>
- Hilton, George [1975] *The Northeast Railroad Problem*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Domestic Affairs Studies.
- Holzweiss, Robert F. [2003] “Too Big to Fail?,” *Railroad History*, Spring-Summer, No. 188.
- Maisel, Sherman J. [2009] “Interview with Andrew F. Brimmer,” Federal Reserve Board Oral History Interviews, Board of Governors of the Federal Reserve System website.
- Martin, W. McChesney, Jr., [1951] “Federal Reserve Responsibilities under Defense Production Act,” *Federal Reserve Bulletin*, May.
- Meltzer, Allan H. [2008] “Keep the Fed Away from Investment Banks,” *Wall Street Journal*, July 16, p. A17.
- Mishkin, Frederic S. and Eugene N. White [2016] “Unprecedented Actions: The Federal Reserve’s Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective,” in M. D. Bordo and M. A. Wynne eds., *The Federal Reserve’s Role in the Global Economy*, Cambridge University Press.
- Perritt, Henry H. Jr. [1983] “Ask and Ye Shall Receive: The Legislative Response to the Northeast Rail Crisis,” *Villanova Law Review*, Vol. 28, No.2.
- Schadrack, Frederick C. and Frederick S. Breimyer [1970] “Recent Developments in the Commercial Paper Market,” Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, December.

- Schwartz, Anna J. [1992] “The Misuse of the Fed’s Discount Window,” Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, Vol. 74, No. 5.
- Selden, Richard T. ed. [1963] *Trends and Cycles in the Commercial Paper Market*, UMI.
- Slivinski, Stephen [2009] “Federal Reserve: Last Stop Lending: How a Railroad Bankruptcy Helped form Modern Fed Policy,” Federal Reserve Bank of Richmond, *Research Gate*.
- U.S. General Accounting Office [1984] “Guidelines for Rescuing Large Failing Firms and Municipalities,” Washington, D.C., GAO/GGD-84-34.
- U.S. House, Committee on Banking and Currency [1972] *The Penn Central Failure and the Role of Financial Institutions: Staff Report of the Committee on Banking and Currency*, 92nd Congress, 1st Session, Washington: GPO.
- U.S. House, Committee on Interstate and Foreign Commerce [1970] *Emergency Rail Services Legislation: Hearings Before the Committee on Interstate and Foreign Commerce and the Subcommittee on Transportation and Aeronautics*, 91st Congress, 2nd Session, Washington: GPO.
- U.S. House, Securities and Exchange Commission [1972] *The Financial Collapse of the Penn Central Company: Staff Report of the Securities and Exchange Commission to the Special Subcommittee on Investigations*, Washington: GPO.
- U.S. Joint Economic Committee [1970] *The 1970 Midyear Review of the State of the Economy, Hearings*, 91st Congress., 2nd Session., Washington: GPO.
- U.S. Senate, Committee on Commerce [1970] *Failing Railroads: Hearings, On S. 4011, S. 4014, and S. 4016*, 91st Congress, 2nd Session, Washington: GPO.
- U.S. Senate, Committee on Commerce [1973] *The Penn Central and Other Railroads: A Report to the Senate Committee on Commerce*, 92nd Congress, 2nd Session, Washington: GPO.
- Volcker, Paul A. [2008] “Interview with Paul A. Volcker,” Federal Reserve Board Oral History Interviews, Board of Governors of the Federal Reserve System website.

[付記] 本稿は、JSPS 科学研究費 20K01798（基盤研究C）及び21H00736（基盤研究B、研究代表者・矢後和彦）による成果の一部である。貴重なコメントをいただいた匿名査読者に感謝申し上げます。