



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	合衆国鉄道証券の発行とロンドン資本市場の再編成:「19世紀末大不況」期に焦点をあてて
Author(s)	宮下, 郁男
Citation	経済學研究, 44(1), 35-52
Issue Date	1994-06
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/31962
Type	departmental bulletin paper
File Information	44(1)_P35-52.pdf



合衆国鉄道証券の発行とロンドン資本市場の再編成

——「19世紀末大不況」期に焦点をあてて——

宮 下 郁 男

I はじめに

産業資本段階におけるイギリスの資本輸出は、イギリス資本主義の発展とともに成長してきた新中産階級の遊休貨幣資本がロンドンのシティに集中されることによって可能になった。しかし、その資本輸出の盛行も、イギリス産業資本が世界市場を支配下においていた限りでは、産業資本の蓄積を促進・加速するという機能を果し、産業的な蓄積と金融的な蓄積とを分離させることにはならなかった。とくに、その動向が典型的に現われた対合衆国資本輸出において、シティで発行された合衆国鉄道証券は、イギリス・マーチャント・バンカーが供与した鉄レール輸出に対する貿易信用を流動化する決済手段として流通することを通して、イギリス鉄輸出の拡大を支え、イギリスの産業的な蓄積を促進・加速したのである¹⁾。

しかし、イギリスからの資本輸出は後発の資本主義諸国における産業的な蓄積を直接的にか間接的に促進することによって、自国産業資本の競争者を育て上げ、「19世紀末大不況」期には、イギリス産業資本は次第にそれらとの競争に敗退していくことになった。「19世紀末大不況」期に合衆国において鉄道建設が盛況を迎えたとき、鉄レールは鉄関税に守られた合衆国鉄鋼業によって主として供給され、イギリス鉄鋼業は次第に限界供給者の地位に後退していった

ことは、周知の事実である。だが、このことは直ちにイギリス鉄鋼業が世界市場から駆逐されていくことを意味したのではなかった。その植民地および他の後進国における鉄道建設との関係においては、依然としてイギリスの資本輸出がその鉄鋼輸出を金融し、イギリス鉄鋼業の発展を支えることになった。それゆえ、イギリスにおける資本蓄積について金融的蓄積と産業的蓄積との分離を一般化するのは正しくない。だが、対合衆国資本輸出の動向に焦点を絞って、ロンドン資本市場の再編成を分析しようとする本稿は、直に対植民地ないし後進国の関係に触れることはできない。しかし、「19世紀末大不況」期のイギリスにおけるいわゆる産業的蓄積と金融的蓄積との分離を典型的に示す対合衆国資本輸出をとりあげるにしても、単にこのような分離の事実を解明するだけでは十分ではない。対合衆国資本輸出がロンドン資本市場の再編成とともに展開され、ロンドン資本市場にイギリスの大マーチャント・バンカー(巨大商会)が独占的な地位を築いてくる過程の分析が必要になる。これなしには、「19世紀末大不況」期のイギリスにおける巨額の対合衆国資本輸出を可能にしたメカニズムが解明されないだけでなく、「古典的」帝国主義段階におけるイギリス帝国主義の支配的で主体的な資本を確定することもできない。「19世紀末大不況」期におけるロンドン資本市場の再編成を合衆国鉄道証券の発行業務との関係を通して解明しようとする本稿は、もとよりこのような主体を確定することは直ちにはできない。とはいえ、イギリス帝国主

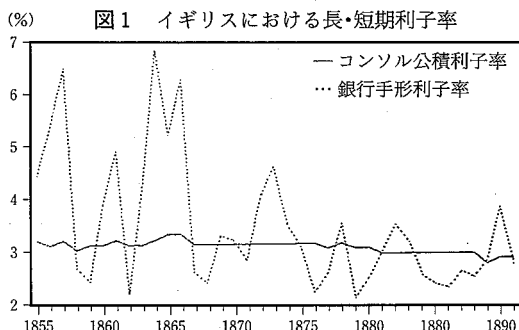
1) 拙稿、「19世紀中葉のイギリス資本輸出とアメリカ鉄道業」、『経済学研究』(北海道大学)、第40巻、第3号、1990年。

義の主体的な資本の萌芽的な形成過程は解明されなければならない。本稿は、そのために不可欠な作業を行おうとするものである。イギリス帝国主義の支配的で主体的な資本は、ドイツや合衆国におけるように生産と資本の集積から生れる産業独占とそれにもとづく金融資本ではなかったのである。「19世紀末大不況」期においてもイギリスでは資本と生産の集積・集中は停滞し、20世紀初頭においても産業独占の形成には至らなかったからである²⁾。

以上のような問題意識にしたがって、本稿はつぎのように構成される。まず(1)、ロンドン資本市場における合衆国鉄道証券の発行の動向を追跡し、その巨額の発行がイギリス巨大商會に集中されていたことが解明される。それをうけて、つぎに(2)、合衆国鉄道証券発行のイギリス巨大商會への集中がどのようなメカニズムを通して推し進められたのかということが追求されるとともに、このような集中を通してはじめて、多額の合衆国鉄道証券がロンドン市場で消化された事情が解明される。さらに(3)、イギリス巨大商會が合衆国鉄道証券の発行を通して、鉄道諸会社の経営に参加＝介入していったにもかかわらず、それが鉄道諸会社に対する金融的支配には発展せず、むしろイギリス巨大商會のパートナーの地位から投資銀行として発展してくるアメリカ・マーチャント・バンカーの鉄道支配を必然にした経緯が解明される。

II ロンドンにおける合衆国鉄道証券発行の動向

イギリスにおいて合衆国鉄道証券を大規模に起債しえた「19世紀末大不況」期のロンドン金融市場の動向の概略をみると次のようである。長期利子率の指標であるコンソル公債の実質利子率は3%前後という低い水準で推移し、これは産業資本段階の景気循環過程における不況期



British Historical Statistics, Cambridge, Cambridge Univ. Press, 1988, pp.678-682.

とほぼ同じ水準であっただけでなく、長期的に低下傾向を示している。他方、短期利子率を示す銀行手形利子率は、産業資本段階には景気循環の影響を強く受け、好況期には旺盛な資金需要とともに次第に上昇し、恐慌期には貨幣資本に対する渴望を反映してバンク・レートを超えて貸出禁止的な水準に高騰するが、「19世紀末大不況」期には常に4%以下の低い水準で推移している(図1)。こうしたイギリスにおける長・短期利子率の推移は、「19世紀末大不況」期のイギリスにおける産業的蓄積の停滞を反映しているといつてよい。すなわち、現実資本蓄積の停滞を反映して、遊休貨幣資本＝遊休資金が貸出先を探し求める「資本のプレトラ」が構造化していたことを示している。

ところで、南北戦争中著しい後退を示していた合衆国の鉄道建設は戦争の終熄とともに伸張しはじめ、1860年末から70年代初頭にかけての国際的好況を背景に新たなブームを形成し、その後も景気循環にほぼ照応しながら大規模な鉄道建設が展開される。すなわち、80-82年の好況期を含む80-83年には、70-73年の規模をはるかに越える鉄道が新設され、84-85年における建設活動の後退の後86-87年には最後のピークを形成する(図2)。以上のような鉄道建設の高まりに照応して、合衆国の鉄道証券がイギリスに流入し、ロンドンでの合衆国鉄道債の起債が行われる。

そこでまず、60年代末から70年代はじめまで

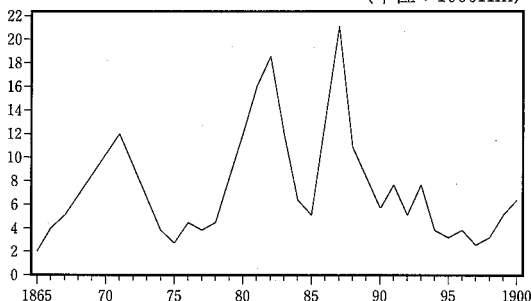
2) この点については、別稿にて明らかにしたい。

表1 ロンドンにおける合衆国鉄道証券発行の推移(1865-1880年)(単位:1000ポンド)

	1865-1869		1870-1874		1875-1879		1880		1865-1880	
J.S.Morgan	1,369		16,050	%	6,500	%	25,000		48,979	
Speyer Brothers			4,700				10,000		14,700	
Morton Rose			2,000		4,050		1,500		7,550	
Baring Brothers			6,913		309				7,222	
巨大商會 小計	1,369	10.8	29,663	26.5	13,919	59	36,500	95.5	81,451	43.8
Bishoffsheim and Goldschmidt			18,109						18,100	
McAlmont Brothers			13,000						17,600	
Jay Cooks, McCulloch			7,500		4,600				7,500	
Robert Bonson	1,980		3,000						4,980	
J. Henry Schroeder	600		450						1,050	
中小マーチャント・バンカー小計	2,580	20.4	42,059	37.6	4,600	19.5			49,239	26.4
ブローカー	3,971	31.5	200	0.2	2,600	11			6,771	3.6
銀行・銀行家	3,200	25.4	20,840	18.7	800	3.4			24,840	13.3
投資信託			1,500	1.3	200	0.8			1,700	0.9
その他・不明	1,500	11.9	17,480	15.6	1,465	6.2	1,721	4.5	22,166	11.9
合計	12,620		111,742		23,584		74,721		186,167	

D.R. Adler, *British Investment in American Railways 1834-1898*, Charlottesville, The Univ. Press of Virginia 1970, pp.204-210, appendix I.

図2 合衆国における鉄道建設 (単位:1000Km)



出所: H.A. メンデルソン, 『恐慌の理論と歴史』 1. 飯田貫一・平館利雄・山本正美・平田清明訳, 青木書店, 1960年, 403-406頁。

の合衆国鉄道証券発行状況をみよう(表1)。65年から80年までのロンドンにおける合衆国鉄道証券の発行件数は125件で, 名目発行総額は90.9百万ポンドに達したが, その大半は70年から74年に集中している。発行総額をみると, 65-69年の12.6百万ポンドに対して, 70-74年にはその約9倍の112百万ポンドに達した。とくに, 72-74年にはシティにおける合衆国鉄道証券発行額は毎年10百万ポンドをこえ, ニューヨーク市場における発行を含む合衆国鉄道社債発行総額の40%を占める大きさに達した³⁾。しかもこの過程で, 鉄道社債の発行単位も1百万ポンドを越える大型発行が盛んになった。だがそれだ

けではなかった。69-71年にはロンドンにおける新規海外投資の20%が北米向け(カナダを含む)であったのに対して, 72-74年にはその比重は38%超に達した⁴⁾。しかも合衆国証券発行に占める鉄道証券の比重は, 長期的な数字ではあるが, 北米全体で65-94年に平均で61.8%に, 合衆国だけでは同じく62.2%にも達した⁵⁾。また, 時期は必ずしも対外証券発行ブーム期とは一致しないが, 75年のロンドンにおける新規対外証券発行総額14百万ポンドのうち8百万ポンド超が合衆国鉄道証券であり, また76年にも新規対外証券発行総額6.5百万ポンドのうち3.1百万ポンドが合衆国鉄道証券に対するものであったという⁶⁾。つまり, 72-74年の海外証券発行ブームの時期には新規対外証券発行総額に占める合衆

4) Sinon, M., The Pattern of new British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914, in Hall, A.R., *The Capital from Britain, 1870-1914*, London, Methuen & Co'ltd., 1968, pp.39-40. なお, この時期の対北米資本輸出のほぼ2/3が合衆国に向かい, 残りの1/3がカナダに向かったものと思われる(この点については, Feinstein, C.H., *Home and Foreign Investment: Some Aspects of Capital Formation in the U.K. 1870-1913*, Ph.D. thesis of Cambridge Univ., 1960, p.121.)

5) Segal, H.H., & Simon, M., British Foreign Capital issues, 1865-1894, *Journal of Economic History*, XXI, 1961.

6) Adler, D.R., *British Investment in American Railways 1834-98*, Charlottesville, The Univ. Press of Virginia, 1970, p.80.

3) J.G. Williamson, *American Growth and Balance of Payments 1820-1913*, Durham, the University of North Carolina Press, 1964, p.131.

国鉄道証券の比重が急激に高まったのである。

なお、イギリスにおける合衆国鉄道証券投資ブームのこの期間に73年恐慌が含まれていることに留意しなければならない。激烈な73年恐慌下にあった合衆国では、鉄道諸会社は収益性が急激に悪化し、債務不履行という事態に陥った。74年秋には、債務不履行に陥った鉄道会社は108社にものぼり、その負債総額は497百万ドル超に達した。そうだとすれば、問題は、合衆国鉄道諸会社の債務不履行が激増したこの時期に、ロンドンにおける合衆国鉄道証券発行がなぜ激増したかという点にある。この点について、アドラー女史は次の2点を指摘している。まず第一に、ジェイ・クック商会その他の証券分売業者が合衆国鉄道の先順位抵当権付き優良証券を大規模に放出した。そしてそれらは、ロンドンで大きなキャピタル・ゲインをもたらす価格で、巨大商会へ肩代わりされたという点である。第二に、モートン・ローズやモルガン商会といった巨大商会が、優良証券の発行を引受けたばかりではなく、合衆国鉄道会社が債務不履行に陥った場合には、これら巨大商会がその利子支払を肩代わりすることによって、レントナー投資家を惹きつけ、合衆国鉄道証券の市場を拡大したという点がそれである⁷⁾。だが、彼女の把握は、この時期のロンドンにおける合衆国鉄道証券発行の盛況を説明するには必ずしも十分ではない。そこで第1点についていえば、73年恐慌後にも合衆国鉄道証券の発行価格も名目利子率も低下しなかったのに対して⁸⁾、イギリスにおける市場割引率は73年恐慌以降の「資本のプレトラ」を反映して著しく低下した(図1)。こうして合衆国鉄道証券発行にともなう相対的に大きなキャピタル・ゲインが可能になったのであり、このことがロンドンにおける合衆国鉄道証券発行に巨大商会が乗出す契機を創り出したのである。同じく第2点についていえば、レント

ナー投資家もまた、国内的には「大不況」にともなう「資本のプレトラ」の中にあつて、発行価格も名目利子率も低下しなかった合衆国鉄道証券に投資することによって相対的に大きな利子所得を得ることになった⁹⁾。このため、巨大商会のさまざまな保証もあつて(この点は後に詳述する)、広範なレントナー投資家層が合衆国鉄道証券投資に惹きつけられたのであつた。こうして、アメリカ鉄道業のイギリス資本に対する旺盛な需要が存在しているという条件があれば、イギリスの対合衆国資本輸出は拡大しえたのである。

だが、合衆国における鉄道建設が73年恐慌以降70年代初頭の建設ブーム期の1/3から1/4にまで落込んだ結果¹⁰⁾、鉄道建設のための資金需要が停滞した。こうして、表1にみられるように76-79年には社債を中心とする合衆国鉄道証券の発行はきわめてわずかしき行われなかった。

78年から合衆国で景気が回復し始めた。景気好転をもたらす要因となったのは、小麦ベルト、コーン・ベルトのさらなる西漸と、それにとともなうミシシッピー川以西地域を中心とする鉄道建設ブームの開始であつた。合衆国鉄道業の発起・発行活動はそれとともに昂揚し、79年にはニューヨーク資本市場で鉄道証券ブームが始まった。それに呼応してシティでも、合衆国鉄道株ブームが始まった。81年まで続くこのブーム期に多数の合衆国鉄道株が上場されるようになった¹¹⁾。だが、ロンドンにおける合衆国鉄道証

9) *Ibid.*, pp.203-210, Appendix I.

10) H.A.メンデリソン、『恐慌の理論と歴史』1, 飯田貫一・平館利雄・山本正美・平田重明訳, 403-406頁, 青木書店, 1960年, 第17表より。

11) 80年には5種の、80年には8種の鉄道株が上場された。その多くは不配当の投機株であり(J.Price's comment on Skinner's Paper, Skinner, T., "British Investments in American Railway Securities", *The Institute of Bankers*, vol.IX, 1988.), キャピタル・ゲインを目的とする短期の保有にすぎなかったが、イギリス人投資家によって大量に購入された(Adler, *op.cit.*, pp.155, n.77.)。このとき、連邦公債のような低い利子しか獲得できない証券はより高い収益を獲得できる合衆国鉄道株に持ち替えられた。

7) *Ibid.*, pp. 196-197.

8) *Ibid.*, pp.203-210, appendix I.

券投資の中心は投機性の強い鉄道株にあったのではない。価格が比較的安定していた社債に対する投資は、確実に安定した利子収入が得られるかぎり、イギリスの資本輸出を特徴づけていたレントナー的投資として、84年に合衆国で鉄道建設ブームが終るまで、すなわち、合衆国鉄道業の資金需要が停滞するまで続いた。この期の合衆国鉄道証券発行ブームは69-70年代はじめの発行ブームの規模をはるかに越えていた。その全貌を明らかにする資料は与えられていないが、表1によれば、産業資本段階の頂点をなす70-74年のイギリスにおける合衆国鉄道証券発行総量が112百万ポンドだったのに対して、80年だけで実に75百万ポンドに達したのである。この結果、81年末には160百万ポンドであったと推定される対合衆国鉄道証券投資残高は、85年末には合衆国鉄道株のキャピタル・ロスを含めても200百万ポンドを越えたといわれている¹²⁾。これはイギリス資本の対合衆国輸出が70年代の盛況を遥かに越える規模に達したことを裏付ける数字である。

だが、80年代初頭の証券ブームも82年恐慌の影響で84年には後退したが、86年には合衆国における鉄道建設の飛躍的増進とともに、ロンドンで合衆国鉄道証券発行ブームが再び始まった。レントナー的投資の対象であった社債投資は、90年のベアリング恐慌まで継続した。その結果、ケアंकロスの推定では、86-90年の間に100百万ポンド増加し、ベアリング恐慌時の合衆国鉄道投資残高は300百万ポンドに増大し

た¹³⁾。

だが、三つのブームを含んで次第に拡大していったイギリスの対合衆国鉄道証券投資は、単なる量的な増大にとどまったのではない。それはロンドン資本市場の再編成を含んで、巨大商会すなわち「巨大国際商人銀行商会(the great international merchant banking firm)」による合衆国鉄道証券発行の集積・集中を挺子にして推進されたことが把握されなければならない。すなわち(表1)、巨大商会は、60年代後半の5年間合計で1.37百万ポンドと対合衆国鉄道証券発行全体の10.8%を集中し、70年代前半5年間の合計では73年恐慌直前の海外投資ブーム期もあって、29.66百万ポンドへとその発行額を飛躍的に増大させ、全体に占める割合も26.5%と激増している。70年代後半の5年間では長期的不況を反映して対合衆国鉄道証券発行総額としては23.58百万ポンドと急減したにもかかわらず、巨大商会が総額の実に59.0%を集中することになった。さらに(表2)、79-88年にはその集中度は72.5%と圧倒的比重を占め、対合衆国鉄道証券発行において独占的な地位を占めるようになってきているといつてよい。「19世紀末大不況」が克服される90年代以前にすでに、合衆国鉄道証券発行に占める巨大商会の独占的地位が確立していたのである。だが、このような独占は、当然のことながら、巨大商会によるロンドン資本市場の再編成とそれらの特有な営業活動とを通して、はじめて可能にされたのであって、次にこれらの点を順次みていこう。

III ロンドン資本市場の再編成

イギリスの対合衆国鉄道投資が巨大商会の手に集中してくるのは前節でみたとおりであるが、本節では巨大商会がいかにしてそれを集中

しかし、合衆国では81年中ごろから鉄道会社間の競争が激化し、収益が低下し始めた。それとともに鉄道株式価格も下落し始めた。このため、ロンドンにおいてはキャピタル・ゲインを目的として売買されていた合衆国鉄道株の流入は一時的に停止した。そして翌年から、シティの投機家の手にあった大量の合衆国鉄道株が、ニューヨークへ還流した。

12) Adler, *op. cit.*, p.167. Nashは1881年が1億ポンドに達した年だとしているが(Nash, R.L., *A Short Inquiry into the Profitable Nature of Our Investments*, 3ed., London, Effingham Wilson, p.129, これは余りにも過小評価しすぎであろう。

13) Cairncross, A.K., *Home and Foreign Investment, 1870-1913*, Cambridge, Cambridge Univ. Press, 1953, pp.182-183.

表2 ロンドンにおける合衆国鉄道証券発行の推移
1879-1888年

巨大商會		%
Baring Brothers	24,552,400	
J.S. Morgan and Co.	9,610,000	
Speyer Brithers	6,192,000	
Morton, Rose and Co.	5,159,997	
Brown, Shipley and Co.	2,600,000	
Seligman and Co.	1,400,000	
N.M. Rothschild and Sons	800,000	
小計	50,314,397	72.5
上記以外のマーチャント・バンカー		
L. Cohen and Sons	2,305,600	
J. K. Gilliat and Co.	1,138,200	
Robert Benson and Co.	1,090,000	
Blake Brothers and Co.	1,020,000	
John Collinson and Co.	1,000,000	
J. and A. Scrimgeour	952,800	
Schroeder and Co.	8,000	
Cooper, Hall and Co.	556,000	
I. Hambro and Sons	500,000	
Raphael and Sons	500,000	
Sheppards, Pelly and Allcard	464,600	
Haggard, Hale and Pixley	450,000	
Blake, Boissevain and Co.	383,200	
Fuller, Herbert and Co.	300,000	
Boyle, Campbell and Co.	115,800	
小計	11,576,200	16.7
ブローカー		
Satterthwaite and Co.	2,686,000	
Borthwick, Wark and Co.	1,622,000	
Vivian Gray and Co.	500,000	
Foster, Braithwaite	326,800	
Hestline, Powell and Co.	240,000	
小計	5,374,800	7.7
投資信託		
Railway Share Trust Co.	1,400,000	2
銀行		
London and San Francisco Bank	449,000	
Clydesdale Bank	323,000	
小計	772,000	1.1
合計	69,737,397	

The Statist, vol. XXII, P.685.

していったのか、そのプロセスをみていく。

合衆国鉄道証券への投資は、19世紀をとおして、きわめて投機的な性格をもっていた。それは、基本的には合衆国鉄道諸会社の財務構造の脆弱さに基づく経営の不安定から発生した。

合衆国鉄道諸会社は資本金がその設立当初の特許状によって規定されており、特許状を変更しない限り株式の発行による資本の増加はおこなえなかった。どの鉄道会社も特許状では株式発行による資本調達で路線の完成を目指していた。この目的が達成される限り社債を発行する必要はなかった。しかし、鉄道の急速な技術革新の時代にあつて、株式の発行によって調達された資本は、建設費の一部にしか充当できず、時には路線の調査費などで使い果たされることさえあった。また、株式払込みの遅れも手伝って設立当初の見積りは大きく変更されることと

なった。そこで路線建設費を調達する手段として社債を発行する必要が強まった。固定利付の社債は、形式的には路線建設を維持する緊急・臨時の資金調達手段とみなされていたが、実質的には建設資金の不可欠な調達手段になっていたのである。こうして、しばしば特定の建設区間に対応する特定の社債が発行されることになった。モーゲージ条項がついているいかにかわらず、その背後に実質資産を有していることが共通の認識になっていたのは、このためである¹⁴⁾。しかしながら、ひとたび社債を発行すれば、鉄道会社は路線建設中で営業収益が得られないにもかかわらず、つまり固定資本投資が懐妊期間にあるにもかかわらず、利子を支払わなければならない、社債によって調達された資金によって利子が支払われることになった。こうして合衆国鉄道諸会社は脆弱な財務構造を持つようになった。これに加えて、鉄道建設は主に相対的に高い利潤率が予想される好況期に着工されるが、路線建設が完了し、営業が開始されるのは不況期にずれ込むことになり、不況を脱するまでは鉄道会社が当初期待したような営業収益を上げることはできなかった。しかも、73年恐慌とともに始まる「19世紀末大不況」は、好況をきわめて短期的にし、それに照応して不況を長期化した。こうして、合衆国における鉄道運輸収益は構造的な低落を続け、短期の好況もその低落の一時的に停止させたに過ぎなかった。そのうえ、「大不況」にともなう建設資材の構造的な価格低下は、固定資本の道徳的な摩損を惹起し、償却資金の獲得さえをも困難にした。このことによって、合衆国鉄道諸会社の脆弱な財務構造はさらに脆弱にされ、これが証券の投機性を根底において規定していた第一の要因であった¹⁵⁾。

14) 合衆国鉄道証券の種類と性格については、森杲、「ウォール街 初期の証券」、『経済と経営』、第20巻、第2号、1989年が詳しい。

15) 佐合紘一氏の議論にみられるような、一般的把握は次のようである。イギリスの合衆国向け投資の主体

第二の要因は次のようである。すなわち、以上のように社債発行に依存して行われた合衆国の鉄道建設は、次節でいくらか詳細にみるように、鉄道諸会社が競争に勝利する手段としても展開され、この場合には、鉄道運賃の破滅的な低下をよびおこした。鉄道運賃収入は、トン・マイル当たりで81-90年に1.236セントから0.927セントへ25%も低下し、同じく90-95年にもほぼ11%の低下をみた¹⁶⁾。しかも合衆国鉄道の以上のような競争的な構造は「19世紀末大不況」期をととして維持され、そのが克服されるには「19世紀末大不況」が克服された後の20世紀初頭をまたなければならなかった。事実、97年においても、後の独占的な六大鉄道グループが支配する営業マイル数は全営業マイル数の33.6%を占めていたに過ぎない¹⁷⁾。以上のような合衆国鉄道の競争的構造が、鉄道諸会社の脆弱な財務構造をさらに悪化させたことはいうまでもない。上述した二つの要因が相互促進的に作用して、

をなした社債投資は、東部の先発地域における既存の鉄道会社の社債に集中していた。仲介業者はイギリスのマーチャント・バンカーを中心とした有力な発行商会であった。また、社債は担保によって保証されており、減債基金がもうけられているものもあった。社債のなかでも、こうした安全性が保証されたものに対して投資が集中したのであり、社債投資は安全性がきわめて重視された保守的な性格のものであった(佐合紘一、『企業財務と証券市場』同文館、1986年、第1章)。またJenksも同様のことを述べている(Jenks, L.H., "Britain and American Railway Development", *Journal of Economic History*, vol. XI. 1951. p.378.)。

16) *Historical Statistics of the United State Colonial Times to 1957*, part 2, pp.727,733. なお、これは全国平均の数値であって、破滅的な競争が行われた地域における低下の実情はこの数では尽くせない。ちなみに、76年4月にニューヨーク・セントラル鉄道とペンシルヴェニア鉄道の価格競争が頂点に達したとき、ボストン・シカゴ間の平均運賃が6週間で44%超圧下され、シカゴ・ニューヨーク間の農産物運賃単価は同じく64%も押し下げられた(森果、『ペンシルヴェニア鉄道会社における資本蓄積の展開』『経済学研究』(北海道大学)、第17巻、第4号、1967年。)

17) Moody, J., *The Truth about the Trusts: A Description and Analysis of the American Trust Movement*, 1968, New York, Greenwood Press, pp. 441-440.

合衆国鉄道証券をきわめて投機性の高い投資対象にしていたのである。

こうした強い投機性をもつ合衆国鉄道証券に、安全性を重んじる・保守的なイギリス人投資家が投資するには、証券に安全性が付与される必要があった¹⁸⁾。投機性の強い合衆国鉄道証券への安全性の付与は70年代におこなわれるようになったとアドラーは述べているが¹⁹⁾、前節でもみたように、73年の恐慌時にはすでに安全性が付与されていたはずである。73年恐慌以降の合衆国諸鉄道証券の債務不履行が激増した時期においてすら、ロンドン資本市場において合衆国鉄道債の活発な起債がおこなわれていたからであり、これは同鉄道証券投資への保証が確立していなければ不可能な事態であった。

この保証は、なによりもまず、イギリス巨大商会による合衆国鉄道債の裏書保証(endorsement)発行である。これは合衆国鉄道諸会社が債務不履行に陥った場合に、鉄道会社に利札(coupon)の支払資金を前貸して、社債保有者に債券利子を支払うという保証を用いた発行方法である²⁰⁾。そして巨大商会によるこのようなつなぎ融資は、社債発行に依存しながら拡大を続ける合衆国鉄道諸会社ばかりでなく、証券発行をととして巨額の利得を入手していた巨大商会にとってもまた、必要不可欠であった。これなしには、合衆国鉄道証券の投機性を軽減して、イギリス人投資家の資金を動員できなかったはずだからである。

ところで、裏書保証を与えるには与える側の

18) 社債投資を「安全性」という面からよりも「情報」の豊富さという面に重点をおいて理解する議論もある。Callender, G.S., "The Early Transportation and Bankig Enterprise of the States in Reration of the Growth of Cooperations" *Quarterly Journal of Economics*, vol. XVII, 1917, p.152, Baskin, J.B., "The Development of Cooperate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914", *Business History Review*, vol.62, 1988, p.216である。

19) Adler, *op.cit.*, p.90.

20) *Ibid.*, p.91.

資本力と信用が問題とならざるを得ない。70年代にはすでに、起債の単位額が100万ポンドを上回る大規模発行が頻繁に行われていたのであるから²¹⁾、その債務の肩代わりを行うにはきわめて大きな資本力が必要とされ、この要求は巨大商会によってのみ満たされえた。合衆国鉄道諸会社の経営もまた不安定を免れなかった70年代以降の「大不況」期に、合衆国鉄道証券発行の圧倒的部分が巨大商会に集中されていく背景には、この裏書保証発行の普及があったのである。たしかにアドラーも言うように、巨大商会でさえ、なかでも裏書保証発行の方法を率先して用いたモートン・ローズ商会やモルガン商会でさえ、取扱うすべての証券に裏書保証発行を行ったわけではない²²⁾。だが、それら商会をも含めて巨大商会は、裏書保証のリスクを軽減するために、既発展地域(東部・中西部・南部)の主として有名鉄道諸会社の先順位抵当証券を選択した²³⁾。そのためにイギリスの対合衆国鉄道証券投資の地域別構成は上記地域が中心となることになったのである(表3)。このことは、ロンドン市場における合衆国鉄道証券の発行がマーチャント・バンカーの裏書保証にいかに強く依存していたかを示している。この短期の貸付(保証利子の支払)と証券発行をおこなうことによって、イギリス・マーチャント・バンカーは、合衆国鉄道諸会社の経営的破綻によって発生するイギリスの一般投資家に対する債務不履行を防ぎながら、それら証券の投機性を軽減して、

投資家の資金を動員し続けたのである。

しかし、マーチャント・バンカーは一方向的に裏書保証のリスクを背負っていたわけではなかった。かれらは合衆国鉄道諸会社が債務不履行に陥らないように、すなわち裏書保証を実行するリスクを軽減するために、合衆国鉄道諸会社の経営に参加するようになっていく。この合衆国鉄道諸会社への経営参加の方法は2通りあった。第1の場合は、イギリス・マーチャント・バンカーがその金融活動をとおして合衆国鉄道経営者との緊密で継続的な提携関係を結び、経営に介入するという方法である。この方法では、多数株支配にもとづく経営への介入は例外的であった。第2の方法は、多数株所有にもとづく直接支配を目的とする投資家保護委員会にマーチャント・バンカーが参加することによって、合衆国鉄道諸会社の経営に介入する方法である。

第2の方法についていくらか詳細にみると次のようである。投資家保護委員会は、広範に存在する株式所有者の株式を集中して用いることによる直接支配の形態であるが、それは、50年代のイリノイ・セントラル鉄道の保護委員会を嚆矢として、イギリス国内に普及していった。

上記の直接支配は、最初のうちは、対処すべき緊急問題が解決するやいなや解散するという短命なものであり、個別鉄道の枠内にとどまっていた。だが、合衆国鉄道証券のロンドンにおける発行が新たな高まりをみせはじめた68年には、個別鉄道の枠をこえて全外国証券保有者を糾合するAssociation of Foreign Bondholdersが結成されることになった。それにもかかわらず、この協会も直ちに所期の目的を達することにはならなかったようである²⁴⁾。当然のことながら、それも73年恐慌による合衆国鉄道諸会社の収益性危機を克服することはできなかったからである。こうして、73年恐慌後における合衆

表3 公募された合衆国鉄道社債の地域別構成

	既発展地域	発展しつつある地域	低開発地域
(1)すべてアメリカで発行	32	24	42
(2)イギリスと大陸ヨーロッパで発行	58	21	21
(3)イギリスのみで発行	69	22	9
(4)イギリスで発行 (2)の一部+(3)	64	23	13

J. G. Williamson, *American Growth and the Balance of Payments 1820-1913*, Durham, The Univ. of North Carolina Press, 1964, p.133.

21) *Ibid.*, 203-210, Appendix I.

22) *Ibid.*, p.91.

23) Williamson, *op.cit.*, pp.132-134, Adler, *op.cit.*, p.91.

24) Hyde, S.E., "British Capital and American Enterprise in the North-West", *Economic History Review*, vol.VI, 1935-1936, p.21.

国鉄道諸会社の債務不履行の激増とともに、イギリス・マーチャント・バンカーは、投資家保護委員会を通すかどうかにかかわりなく、合衆国鉄道諸会社への経営参加による裏書保証にともなうリスクの軽減を追求しなければならなかった。マーチャント・バンカーとくに巨大商会はこうした保護委員会の設立を積極的に推進しただけではなかった。保護委員会の性質が79年頃を境として変化してくる。ロンドンにある保護委員会が永続的・準永続的性格を強めて、合衆国鉄道諸会社の経営に常時影響を与えるものへと性格を変えていった²⁵⁾。マーチャント・バンカーは、裏書発行を行うリスクを軽減するために、合衆国鉄道諸会社の経営に介入する必要があったのであり、これを保護委員会に参加することをおして実現したのである。間接的な経営参加であれ、直接的な経営参加であれ、いずれの方法をとるにせよ、マーチャント・バンカーは、73年恐慌後における合衆国鉄道諸会社の債務不履行が激増するなかで、裏書保証のリスクを軽減する目的をもって合衆国鉄道諸会社の経営に介入していったのである。

こうして巨大商会は、この裏書保証発行および合衆国鉄道諸会社の経営への介入を通じて、安全性の高い証券を扱う商会であるという「暖簾」(＝信用)を獲得することになった。巨大商会は、それをひとたび獲得すると、その「暖簾」を他の発行の時に、すなわち保証を行うには余りにもリスクが高い証券発行の場合に用いることになった。この場合には、巨大商会の手にはいる創業者利得がより大きくなったからである。しかも彼らは、「暖簾」を用いることにより、発行される証券の市場性を高め、一般投資家の遊休貨幣資本＝遊休資金を広範に動員することが可能になったことはいうまでもない。

だが、「暖簾」の使用がより有効に働いたのは、リスクの高い証券発行においてではなかった。その威力は、70年以降とくに「大不況」期にお

いて、巨大商会が中心となって結成されたシンジケート活動において発揮された。70年代に連邦債の発行において結成されたシンジケートが多数の巨大商会の共同作業をもたらすとともに²⁶⁾、大量の証券を一度に取扱うことを可能にした。70年代のシンジケートは、いまだ多くが非公式ではあったが、以前とは異なって継続的な性質をもつようになり、巨大商会相互の同種的な結合関係を中核として形成されるようになった。そして80年代にはいり、シンジケート活動は合衆国鉄道からの資金需要のさらなる増大とともに、より普及していった。その実数は必ずしも明白にされていないが、シンジケートによる発行が「極めて多数」に及び、この方法による貨幣資本供給高も「極めて大量」にのぼるようになったといわれる²⁷⁾。同じ巨大商会が多数のシンジケートの中核を担っていたことはいうまでもない。こうしたシンジケートでは、高い「暖簾」価値をもつ複数の巨大商会が同じ鉄道証券を発行するので、証券の市場性がより高められるとともに、巨大商会にとって裏書保証のリスクを分散させることになった。シンジケート結成の目的は、複数の「暖簾」の使用による証券の市場性の増進および裏書保証にともなうリスクの分散にもあったのである。

しかも、シンジケートの結成は、ロンドン資本市場の編成にとって、上記の事実をこえる質的に重要な意義をもっていた。巨大商会は、シンジケート団の総元締である元引受業者として、直接に合衆国鉄道諸会社と証券発行契約を結び、その発行額の一部を下引受業者に分配するという関係を通して、シンジケートに他の投資諸機関を組み入れた。その結果、他の投資諸機関は発行における自らへの配分を獲得するた

26) 1870年代における連邦債引受シンジケート団における合衆国側エージェントの役割については、Redlich, F., *The Molding of American Banking: Men and Ideas*, vol. II, Michigan Hafner Publishing Company Inc., 1951, pp. 365-369を参照されたい。

27) *The Statist*, vol. IX, (Jan. 7. 1882), p. 9.

25) Adler, *op. cit.*, p. 173.

めに、巨大商会のまわりに群集し、そのシンジケート団リストに常にその名を記載されておこうとする。ここに、本来は媒介的性格の証券発行業務にともなうシンジケートの結成が、巨大商会を頂点とする支配＝従属関係の形成を導くことになった。この巨大商会を頂点とする支配＝従属のピラミッド体制に従属する下引受業者として、中小マーチャント・バンカー、ストック・ブローカー²⁸⁾、保険会社と投資信託などが組み込まれ、それら投資諸機関が巨大商会の子会社ではなかったとしても、事実上それらの資力は巨大商会の支配下におかれた。つまり、シンジケート結成のより質的に重要な側面は、上述のように、ロンドン資本市場における以上のような支配＝従属関係を形成していった点にあるのである。表1,2にみられるような、合衆国鉄道証券発行の巨大商会への急速な集中はロンドン資本市場におけるこのような支配＝従属関係の発展とともに生じたものとみななければならない。

中小マーチャント・バンカー、ストック・ブローカー、保険会社や投資信託がシンジケート団に参加したことにより、巨大商会の資本力を

28) ここでアドラーにしたがって「19世紀末大不況」期のロンドンにおける合衆国鉄道証券の発行者の構成を示しておく。表4にみられる7大マーチャント・バンカーその中心であり、それらはJ.S.モルガン、ブラウン・シップレ、モートン・ローズ、ベアリング、N.M.ロスチャイルド、セリグマン、スペイヤーであり、それらと行動をともにしていた金融諸機関は、中小マーチャント・バンカーではブレイク・ブラザーズ(Blake Bros.)、リー・ヒギンソン(Lee, Higginson and Co.)があり、ストック・ブローカーにはボースウィック・ウォーク(Borthwick, Wark)、フォスター・アンド・ブレイスウエイト(Foster and Brathwaite), E.F.サタースウエイト(E.F. Satterthwaite and Co.)があった。このグループとは独立して行動するグループには、中小のマーチャント・バンカーにJ.K.ギリアト(J.K. Gilliat and Co.)、ロバート・ベンソン(Robert Benson and Co.)、ポソニア、(Pothonier and Co.)、ラスボーン・ブラザーズ(Rathbone Bros.)があり、ブローカーにはヘーゼルティン・アンド・パウエル(Heseltine and Powell)、ヴィヴィアン・グレイ(Vivian, Gray and Co.)が、そして個人としてロバート・フレミング(Robert Fleming)がいた(Adler, *op. cit.*, pp.143-147.)。

補助的に強化したことはいうまでもない。だが、投資信託は小額の遊休資金を集中するのにきわだった役割を果たした。68年に海外・植民地政府信託(The Foreign and Colonial Government Trust)は一般投資家の小額の遊休資金を動員して60年代末から開始されたロンドンにおける証券発行ブームに参加しようとするものであり、70年代にはいと合衆国鉄道証券投資に特化した投資信託会社が多く設立された。すなわち、73年には上記の海外・植民地政府信託の5人の役員がアメリカ鉄道証券投資に特化した最初の投資信託、アメリカ投資信託(The American Investment Trust)を設立した。そしてその設立後2週間のうちに、さらに他の2社が発起され、4月にはこれらのうちでもっとも有名な会社であるアメリカ投資スコットランド信託(The Scottish American Investment Trust)が創始された。これらの投資信託諸会社は、自社宛ての100ポンド証券(額面100ポンドの自社株式)を売り出して、一般投資家の小額の遊休資金をロンドン資本市場に動員しただけではない。合衆国鉄道諸会社によって配当される創業者株(founders' share)に含まれる創業者利得の一部を自社宛て証券(自社株式)への配当にあてることによって一般投資家の小額の遊休資金を集中した。ちなみに、コンソル公債の実質利子率が3%内外だったときに、アメリカ投資スコットランド信託は上記自社株に対して10%にも達する配当を行っていたといわれる。こうして「アメリカ投資信託の場合を除けば、これらすべての投資信託会社はきわめて成功的であった[し、とりわけ——引用者]アメリカ投資スコットランド信託の事例はきわだっていた」²⁹⁾。こうして集中された小投資家の広範な遊休貨幣資本＝遊休資金はロンドン資本市場の巨大商会を頂点とするピラミッドに注ぎ込まれたのである。

29) *Ibid.*, pp.92-93, 93,n.116.

IV ロンドン資本市場の対合衆国鉄道関係

前節でみたように、イギリス巨大商会は、彼ら自身にとってのリスクはもとより、一般投資家層にとってのリスクをも緩和するために、合衆国鉄道諸会社の経営に介入して、鉄道証券の投機性を軽減させようとしたが、アドラーもいうように、イギリス巨大商会は、70年代以降、「多くのアメリカ鉄道諸会社と密接な結びつきを維持していた。これら七大商会をきわ立たせていたのは、多くのアメリカ鉄道会社との……大西洋横断的提携(transatlantic partnership)および密接で永続的な関連であった³⁰⁾。」だが、彼女のいう「大西洋横断的提携および密接で永続的な関連」は、決して七大商会と合衆国鉄道との直接的で無媒介な結合関係ではなかった。合衆国鉄道会社経営への介入はイギリス巨大商会が直接におこなうのではなく、表4のように、イギリスの七大商会と「大西洋横断的」に提携していた合衆国側エージェントをとおしておこなわれた。例えば、J.S.モルガン商会(J.S.Morgan)はドレクセル・モルガン・オブ・ニューヨーク(Drexel, Morgan of New York——J.P.モルガン商会の前身)を、ブラウン・シブレー商会(Brown Shipley)はブラウン・ブラザーズ・オブ・ニューヨーク(Brown Brothers of New York)を、モートン・ローズ商会(Morton Rose)はモートン・ブリス・オブ・ニューヨーク(Morton Bliss of New York)を

表4 イギリス巨大商会と合衆国側エージェント(1880-90年代)

イギリス巨大商会	合衆国側エージェント
J. S. Morgan	Drexel, Morgan of New York
Brown Shipley	Brown Brothers of New York
Morton Rose	Morton Boiss of New York
N. M. Rothchild	August Belmont and Co. of New York
Seligman Brothers	J. and W. Seligman and Co. of New York
Speyer Brothers	Philip Speyer and Co. of New York
Baring Brothers	Kidder Peabody of Boston Baring Magoun of New York

Adier. *op.cit.*, pp.143-144.

ととして、鉄道経営に介入していった。ロンドン資本市場の対合衆国鉄道関係の把握にとってこの点が決定的に重要な論点をなしているのである。そこでこの点を詳細にみていこう。

これら巨大商会の合衆国鉄道諸会社経営への介入は、1880年代に開始され、1893-96年の倒産=再建のプロセスを媒介して、1897-1903年における合衆国鉄道の合同=独占体形成に決定的な役割を果たすのであるが³¹⁾、以上のような経営介入において重要な役割を果たしたのはモルガン商会である。合衆国鉄道の合同=独占体の確立をみた1903年に、六大鉄道グループが支配していた営業マイル数は全体の80.3%に達した。中でも、英米モルガン商会が直接支配していた鉄道諸会社と、それが金融代理店としてグループの形成に当たった二つの鉄道グループすなわちヴァンダビルト(Vanderbilt)・グループ(このグループの中核はNew York Central Railroad)とペンシルヴェニア鉄道グループを加えた三つのグループが六大独占体の営業マイル数の53.7%を集中し、全体の同じく43.3%を支配していた。つまり、英米モルガン商会が直接・間接に「大西洋横断的提携」を維持していたこれら三大グループだけで、1903年には合衆国における全鉄道営業マイル数の4割強を集中=支配していたことになる。さらに、破産=再建期を経て合同=独占体形成期を迎える1897年に、上記の六大グループが支配する営業マイル数が全体の33.6%だったときに、上記の三大グループだけですでに22.2%を支配していた³²⁾。これらの事実は、もともとJ.S.モルガン商会の合衆国側エージェントとして成長してきたドレクセル・モルガン商会が、とりわけ「19世紀末大不況」

31) この点の詳細は別稿において解明する。

32) 6大グループの支配率は実質的にはこれより大きかった。というのは、独立諸線4万マイルのうち2万6千マイルは利益の少ない地方的な小鉄道であったから、これを除外すれば合衆国の重要な鉄道は17万8千マイルであり、したがってその93%近くが6大グループに属することになった(Moody, *op.cit.*, pp. 431-440, 476.)。

30) *Ibid.*, p.145.

期に合衆国鉄道諸会社への金融や再建をとおして築きあげてきたそれら鉄道諸会社との経営的連関の重要性を示している。したがって、イギリス資本市場の対合衆国鉄道関係の詳細を解明するためにモルガン商会对合衆国鉄道の関連をとりあげるということは、その資料が相対的に豊富に与えられているという研究上の便宜にもよるが、それ以上に資料の豊富さ自体がモルガン商会と合衆国鉄道との関連の重要性を示しているものと思われる。

そこでまず(1)、J.S.モルガン商会の発行活動を東部4大幹線鉄道の1つであり、後にはペンシルヴェニア・グループの中核を形成する、ペンシルヴェニア鉄道(Pennsylvania Railroad)との関係からみていこう。ペンシルヴェニア鉄道そのものへの金融は1874年5月、200万ポンドの社債発行引受を嚆矢とするが、同鉄道の関連諸会社の社債引受はそれ以前から始まっている。1871年のPiladelphia & Erie社債100万ポンドの発行、1872年のAllegheny Valley Railroad社債600万ドル、74年の同鉄道の社債300万ドルの発行、1872年Mansfield, Coldwater & Lake Michiganの社債発行で100万ドル分の引受、これらはみなペンシルヴェニア鉄道のリース会社か傘下会社の資金調達である³³⁾。

つぎに(2)、ボルティモア・オハイオ鉄道(Baltimore and Ohio)社債の発行をあげることができる。合衆国最古の鉄道会社の一つであり、東部4大幹線鉄道の1つに数えられるこの会社との関係は、74年の6%利付き債200万ポンドの発行をJ.S.モルガンが主宰したことから始まる。なおボルティモア・オハイオ鉄道は77年にも160万ポンドの社債をJ.S.モルガン商会をとおして発行した³⁴⁾。このほかにも、同商会は、のちに同鉄道にリースされるPittsburg & Connellsvilleの6%社債を75年に130万ポンド発行

している。東部の既発展地域のその他の様々な鉄道会社の証券発行にもJ.S.モルガン商会は関与し、1870-74年には全体として1,605万ポンドの社債を、鉄道建設の停滞期である75-78年には650万ポンドの社債を、さらに80年には2,500万ポンドの株式を発行している³⁵⁾。

以上のようなモルガン商会の合衆国鉄道証券の発行は、基本的に脆弱な財務構造をもつ合衆国鉄道諸会社の拡張を促進・加速した限りでは、客観的には、それらの間の競争を激化することにもつながり、脆弱な財務構造をもって拡張を続ける合衆国鉄道諸会社の経営を破滅的狀態に陥れることにもなった。70年代の長期にわたる不況期に、こうして激化した競争による運賃の破滅的な低下に加えて、貨物輸送の停滞、ストライキ、グレンジャーの反鉄道運動などのために、鉄道諸会社の収益性が低下した。

このような収益性低下の一環としてボルティモア・オハイオ鉄道の経営状態もまた77年に極度に悪化した。そこで、同鉄道はしきりにモルガン商会に援助を求めた。しかし、鉄道業における収益性の危機がその証券価格を低下させていたから、J.S.モルガンは、新たな社債発行がその時期ではないと鉄道側の要請をさしあたりは抑えたとともに、流動負債に金融しようという合意がなされるまでは、支払がすでに絶対に必要になっている負債(the absolute obligations already assumed)以外の支出を停止するように要求した。そのうえで、同鉄道の詳細な財務分析をおこない、ようやく160万ポンドの新社債の発行を同年に認めるとともに、同鉄道会社に短期融資をおこなって、緊急の資金需要に応じた。J.S.モルガンは、自ら50万ポンドを受け持ち、残りの110万ポンドをドレクセル・モルガン商会を含む約10社の金融機関や個人に割り当て、160万ポンドの新社債を発行し、その後10年近くの年月をかけて、この160万ポンドを市場化していった。こうして、同会社の経営的破綻が

33) Carroso, V.P., *The Morgans: Private International Bankers 1854-1913*, Cambridge, Mass., Harvard Univ. Press, 1987, pp.223, 708-709, n.14.

34) *Ibid.*, pp.225-231.

35) Adler, *op.cit.*, pp.203-210, appendix I.

一応は救済された³⁶⁾。以上の事実はずぎのことを明白にしている。すなわち、J.S.モルガンは、経営的破綻に陥った同社にさしあたりつなぎ融資を提供して経営に参加し、そのつなぎ融資を証券発行を通じて回収するという手段を用いて、この鉄道会社の経営的破綻を救済していったのである。

だがこのような経営介入は例外ではなかったし、J.S.モルガンと合衆国鉄道諸会社に関連に限定されていた訳でもなかった。イギリス巨大商会の合衆国側エージェントから合衆国鉄道会社に取締役が派遣される場合が多数あった。たとえば、イリノイ・セントラル鉄道の重役として派遣されたJ.P.モルガン(J.S.モルガンの合衆国側エージェント)の例がそれであり、モートン・ローズ商会の合衆国側エージェントであるモートン・プリス商会のジョージ・プリスもまたイリノイ・セントラルに重役として派遣された。73年でさえイギリス巨大商会と合衆国鉄道会社との間にこうした関係が少なくとも43例は存在したことが知られており、その中にはセリグマン商会、ロスチャイルド商会、ペンソン商会等の例が含まれていた³⁷⁾。つまり、ロンドン巨大商会による合衆国鉄道諸会社の社債発行は、単なる発行業務を越えて、同じ諸商会と主な合衆国鉄道諸会社の経営陣との間の「経営的および人的提携」を強固にしていたのである³⁸⁾。

ところで、すでにみたように、イギリス巨大商会による合衆国鉄道諸会社へのいわば間接的な経営介入は、その目的どおり脆弱な財務構造をもつ合衆国鉄道諸会社の経営破綻を救済し、ロンドン資本市場における合衆国鉄道証券の発行を容易にしたかぎりでは、合衆国における70

年代の鉄道建設さらには80年代の大鉄道網建設(great system building)を促進することになった。しかし路線の拡張は、客観的にみれば、イギリス巨大商会の意に反して、合衆国鉄道諸会社の経営を破綻させるような激しい競争を惹き起こすことにもなった。事実、70年代から80年代前半にかけて展開された東部4大鉄道間の運賃引下げ競争こそは、鉄道間競争の主戦場と化していたから、イギリス人投資家の遊休資金を合衆国鉄道の建設だけでなく、その経営的破綻を救済するためにも動員してきたイギリス巨大商会にとって、いわばこの競争戦の調停は最重要な課題であった。J.S.モルガン商会が合衆国側エージェントをとおして85年にニューヨーク・セントラルとペンシルヴェニアの競争戦を調停したのは、その際立った実例である。

これらの鉄道会社はもともとJ.S.モルガン商会の取引先であったが、83年から再燃した両鉄道の争いは単なる価格＝運賃競争を越えたものであった。ニューヨーク・セントラル鉄道は、フィラデルフィアの西のレディングからペンシルヴェニア南部を迂回してピッツバーグに至る新路線つまりペンシルヴェニア鉄道と並行に走る南ペンシルヴェニア鉄道(South Pennsylvania Railroad)を敷設してペンシルヴェニア鉄道の輸送に挑戦した³⁹⁾。他方、ペンシルヴェニア鉄道は、ニューヨークとバッファローを結ぶセントラル幹線と並行に走る西岸鉄道(West Shore Railroad)の建設を後押しした。そしてこれら二つの鉄道の建設＝操業を互いに妨害する意図のもとに、激しい運賃切り下げ競争を展開した。この結果、西岸鉄道は破産に迫られた。そこでJ.P.モルガンは、J.S.モルガン商会の合衆国側エージェントとして、85年7月には両鉄道の経営者を彼が作成した和解案に合意させ、それをただちに行動に移させた。上述の西岸鉄道はモルガンが主導した清算・再編の措置を経て

36) Carosso, *op.cit.*, pp.225-231.

37) Chapman, S.D., *The Rise of Merchant Banking*, London, George Allen & Unwin Ltd., 1984, p.96. 布目真生・荻原登訳、『マーチャント・バンキングの興隆』有斐閣, 1987年, 186頁。

38) Burk, K., *Morgan Grenfell 1838-1988: The biography of a Merchant Bank*, Oxford, Oxford Univ. Press, 1989, p.49.

39) 以下の叙述は、Carosso, *op.cit.*, pp.254-257, Adler, *op.cit.*, pp.179-181による

セントラル鉄道に無期限リースされるとともに、南ペンシルヴェニア鉄道はペンシルヴェニア鉄道に売却された。これら2大鉄道間の破滅的な競争はこうして収束されたのであった。つまり、巨大商会の一つであるモルガン商会の仲介は、ニューヨーク・セントラルとペンシルヴェニアという2大鉄道にカルテル協定を結ばせ、過度の・破滅的な自由競争を排除することによって、鉄道経営のより以上の破綻の回避に寄与したのである。これら大鉄道会社間の競争戦の一時的和解は、景気の回復とも結びついて、運賃を一時的ではあったが一般的に回復させた。これによって鉄道諸会社の収益性が改善されたことはまた鉄道証券の価格を一斉に回復させることにつながった⁴⁰⁾。

イギリス巨大商会による鉄道経営への介入による合衆国鉄道証券価格の安定および利子支払の保証が、イギリス人投資家層の遊休資金の動員のために不可欠だったとすれば、競争戦に敗退した鉄道会社の再建もまた、かの遊休資金の動員のために不可避な業務でなければならなかった。事実、J.P.モルガンはJ.S.モルガンの合衆国側エージェントとしてフィラデルフィア・レディング(Philadelphia and Reading)、ボルティモア・オハイオ、チェサピーク・オハイオ(Chesapeake and Ohio)をはじめとして多くの再建を手掛けたが、ここではフィラデルフィア・レディングの85年における第2回目の再建をとりあげてみよう。

同鉄道は80年に最初の倒産を経験し、82年に再建されたのち、その2年後の84年に再度倒産して翌85年に再び再建される。そこでまず、ここで必要なかぎり、同鉄道の歴史の概略をみることから始めよう。それは、ペンシルヴェニ

ア州東部の石炭を輸送することを主目的にフィラデルフィアの商人の主導で33年に設立された。イギリス人投資家は、合衆国鉄道諸会社の中でも非常に早い時期から同鉄道を投資対象に選んできたし、社債保有者委員会を早期に結成し鉄道経営を監視する体制をつくってきた。だが、69年に社長になったF.B.Gowenの指揮下で、同鉄道会社はロンドンでの社債発行による資金調達に依存して合同＝買収を推し進め、それを挺子に東部の幹線鉄道の一つに成長しようとする積極的拡張政策をとった。そして、このような拡張政策の結果、80年には最初の破産を経験する。社債発行による鉄道建設＝拡張が鉄道会社の財務構造を不安定にしたメカニズムについては、先にも述べたごとくである(本稿Ⅲ)。同鉄道はニューヨーク・セントラル鉄道社長ヴァンダビルトの支持で82年に再建されるとともに、Gowenは社長に復帰した⁴¹⁾。彼はヴァンダビルトを通じてニューヨーク・セントラル鉄道と結びつき、ペンシルヴェニア鉄道と並行に走る南ペンシルヴェニア鉄道の建設に着手した。フィラデルフィア・レディング鉄道を東部の幹線鉄道の一つに成長させようとするGowenの経営戦略は、こうして、もともと同州を拠点とするペンシルヴェニア鉄道への挑戦を含意しており、したがって、上述したニューヨーク・セントラル鉄道とペンシルヴェニア鉄道との抗争には、Gowenによるペンシルヴェニア鉄道への挑戦も含まれていたのである。

ニューヨーク・セントラル鉄道とペンシルヴェニア鉄道間の抗争が、85年にモルガンの介入＝調停によって収束されたことはすでにみたが、フィラデルフィア・レディング鉄道はその調停に加わることはできなかった。この調停以前の84年6月に既に倒産を宣言していた同鉄道は、そのために85年10月に再建のための助力をニューヨークのドレクセル・モルガン商会に依頼するほかなかった。モルガンにとっても、か

40) この調停は、J.S.モルガン商会の合衆国側エージェントであるJ.P.モルガンがロンドンからの直接的な指揮を受けないで成し遂げた最初の大事業だったといわれ、合衆国側エージェントが特殊アメリカ的な金融資本である投資銀行に成長していく第一歩が踏み出されたのである。

41) Carosso, *op.cit.*, p.259.

の2大鉄道間の調停を維持し、イギリス投資家の利害と自己の「暖簾」を守るためには、フィラデルフィア・レディング鉄道の経営に介入する必要があった。こうして、同鉄道への一定期間の支配を条件として、ドレクセル・モルガン商会は再建への協力に応じるようになった⁴²⁾。

もともとイギリス巨大商会J.S.モルガンの合衆国側エージェントに過ぎないドレクセル・モルガン商会がこの再建に際して実行した計画は、短期債務による資金調達によって急場をしのぎながら、株式発行によって長期債務を流動化して財務構造を強化するというものであった。これによって、同鉄道会社の支払義務は85-86年の1年間で54%も軽減されたという⁴³⁾。ドレクセル・モルガン商会は、80年代の中葉には既に合衆国鉄道会社の再建に際して、イギリス巨大商会によるロンドンでの社債発行に依存するのではなく、ニューヨーク金融市場における株式発行による資金調達という手段を用いていた。株式発行による資金調達が可能な限り、確定利付証券の発行による資金調達は避けられることになったばかりか、株式発行による資金調達によって確定利付債務の償還が行われたのである。このかぎりではイギリス巨大商会の合衆国側エージェントの自立化過程が開始されたものとみてよい⁴⁴⁾。ところで、株式発行に依

存して再建が進められるためには、被再建会社の証券所有者のすべての利害が守られねばならなかった。このため、再建を常時監視する役割は、再建シンジケートのメンバーのなかから選任された委員会に委嘱され、さらに再建会社の操業を慎重に進めるという理由で議決権が別の委員会すなわち議決権信託委員会(voting trust)に信託された。こうして、ドレクセル・モルガンの社長であるJ.P.モルガンが議決権信託委員会の委員長に、J.P.モルガンのシニア・パートナーであるドレクセルと緊密な関係を保持し

のであるが、ともあれ時期区分の目安にはなるであろう。(L.Corey, *The House of Morgan: A Social Biography of the Master of Money*, New York, G. Howard Watt, p.139.)

Hoytは、合衆国側エージェントの独自性の主張に関して、この1879年の1884年という二つの面期を次のように位置づけている。「…神話作家たちは、ピアポントの独立した生涯の始まりを1879年11月からと見ているが、これは鉄道株取引が始まった年である。しかし、事実はウォール街の伝説に描き出されたものとはまったく違っている。」「1884年、ピアポントの鉄道に対する関心はまだ浅かったし、関心は銀行業だけにあった。」つまりHoytの場合には、1879年からJ.P.は鉄道株に本格的に進出するけれども、それは依然としてロンドンJ.S.モルガン商会の合衆国側エージェントとしての活動にすぎず、本当に「独立した生涯」は84年恐慌以後だということになる。(E.P.Hoyt, *The House of Morgan*, New York, Dodd, Mead & Co., 永井秀男訳『モルガン——巨大企業の陰の支配者』〔世界の企業家1〕河出書房新社, pp.107,116.)

Carrosoの場合には、概ねHoytに近いといえるが、ある意味ではHoytよりもっと後まで、「ピアポントの独立した生涯の始まり」の時期を引延ばしている。たとえば彼は、1890年に父親J.S.モルガンが死んで息子J.P.がモルガン家の当主になったことを書いている第8章を「最初の分岐点(The First Watershed)」と題しているのである。しかしその彼も、鉄道事業だけに限定していうと「(80年代のモルガン・ドレクセル連合の鉄道金融への参加において——引用者)かつてのロンドン商会の位置にかわってついたのはニューヨークの商会だった。…もちろんJ.S.モルガン商会はどの大規模事業の成否にも決定的な重要性を保持していた。…が、70年代の鉄道経営者がまずロンドンの商会に目を向けたのに対して80年代の彼らはまずニューヨークに目を向けるようになった。」と、80年代を転機としている (Carroso, *op.cit.*, p.246.)。

42) Adler, *op.cit.*, pp.179-184.

43) Carosso, *op.cit.*, p.261.

44) ニューヨークのモルガン商会は次第にロンドン・J.S.モルガン商会の合衆国側エージェントの地位から独自性を主張するようになる。その変化を示すのにいつの時代を取ってどう時期区分するかについては必ずしも共通の認識は得られていない。

たとえばCoreyは、「Albany & Susquehanna鉄道の支配をめぐる闘争(1869年)を別とすると、1879年までのモルガンは株式や社債の販売をするだけの古いタイプの投資銀行家をほとんどでていなかった。1879年にモルガン商会ははじめて、…鉄道権力として現れたのである。」と述べている。しかしCoreyは別の章で、1884年恐慌以降の鉄道再建金融を通じて、モルガンがそこではじめて鉄道帝国を築き始めたことをも力説している。これらはJ.P.モルガンの鉄道支配へのステップをいっているものであって、ロンドン商会との関係ということはCoreyの意識にはない

ていたJ.& W.ウェルシュ商会のJ.L.ウェルシュが再建監視委員会の委員長に就任することになった⁴⁵⁾。J.S.モルガンの合衆国側エージェントの同鉄道への経営介入によって、はじめてニューヨーク金融市場での株式発行による再建が可能にされたのである。

だが、以上のような再建をとおして、たんにニューヨーク金融市場における証券投資家の利害が守られただけではない。それをとおして、同じ鉄道会社の社債に投資していたイギリス人投資家層の利害も守られ、これをとおしてさらにイギリス巨大商会の「暖簾」もまた守られたのである。合衆国側エージェントの以上のような再建活動は、次稿で詳細にみるように、合衆国鉄道会社の破産＝再建期とされる90年代に鉄道諸会社に対する支配を強め、それに続く90年代末から20世紀初頭にかけての合同＝独占体形成期を準備していったのである。先にみたように、この独占形成において、六大鉄道グループのうち三つの独占的な大鉄道グループがJ.P.モルガンの関与によって形成されたのは、けっして偶然ではなかったのである⁴⁶⁾。

合衆国側エージェントの鉄道経営への以上のような介入こそが、ロンドン資本市場での合衆国鉄道証券の発行を支え、したがって、イギリス巨大商会によるロンドン資本市場の再編成を裏から支えていたのである。

V むすび

イギリス帝国主義の支配的な・主体的な資本を把握するための予備作業をなす本稿は、その揺籃期である1870年代初頭の好況過程と「19世紀末大不況」過程における対合衆国資本輸出をとりあげて、そのメカニズムを分析した。もとより対合衆国資本輸出がイギリス資本輸出のす

べてをなすわけではない。したがって、この分析は、対合衆国資本輸出とは多かれ少なかれ異なったメカニズムに従っておこなわれた植民地向けの資本輸出および他の後進国向けの資本輸出を分析することによって補足されなければならない。だが、70年代初頭の好況過程と「19世紀末大不況」過程におけるイギリス資本の対合衆国輸出について次のように結論することはできる。

とりわけ「19世紀末大不況」期におけるイギリスの対合衆国資本輸出は、ロンドン資本市場の再編成をともなつて展開された。モルガン、ロスチャイルド、ベアリング、モートン・ローズ等の七大マーチャント・バンカー(巨大商会)が対合衆国資本輸出を挺子にして、ロンドン資本市場で独占的な地位を占めてくる事実が明白にされるとともに、そのメカニズムが分析された。以上をやや詳細に総括すれば次のようになる。

イギリスの合衆国鉄道投資は、70年代初頭と「19世紀末大不況」期には変動をともなつて次第に拡大する三つのブームを形成した。最初のブーム期である70-74年には12.6百万ポンドの合衆国鉄道証券が発行され、第2のブーム期である79-84年には40百万ポンドが、第3のブーム期である86-90年には実に100百万ポンドが対合衆国鉄道証券投資に向けられた。この投資量の増大は、しかし、単なる量的な拡大にとどまったのではない。それは合衆国鉄道証券発行が巨大商会の手に集中・集積されていく過程であった。事実、イギリス巨大商会は、70年代前半には未だ、合衆国鉄道証券発行の1/4をその手に集中していたに過ぎなかったが、80年代には既にその3/4を集中していた。こうして、巨大商会は、「19世紀末大不況」が克服される以前の90年には既に、ロンドン資本市場における合衆国鉄道証券発行に独占的地位を築いていたのである。

ところで、合衆国鉄道諸会社は、その鉄道建設資金のすべてをニューヨーク資本市場における株式発行によって調達することができず、ロ

45) *Ibid.*, pp.261-262.

この点の詳細な分析は本稿の問題設定の外にあり、別稿において解明したい。

ンドン資本市場における社債発行に依存することになった。こうして、建設過程において既に利子支払を必然にされ、その財務構造が脆弱にされた。このために合衆国鉄道証券の発行に一般投資家の遊休資金を動員するためには、裏書保証を付与して証券の投機性を軽減することが必要にされた。しかも、鉄道建設の大規模化につれて発行量そのものが巨大化している「19世紀末大不況」期に、裏書保証発行をおこなうには発行者の巨額の資金力が必要とされた。巨大商会だけがこのような条件を満たすことができた。こうして、巨大商会は、まず、裏書保証発行をとおして合衆国鉄道証券に一般投資家層の遊休資金を動員したのであるが、彼らはまた裏書保証発行によって得た「暖簾」を用いて裏書保証のない証券をも発行できるようになった。だが、彼らの「暖簾」の使用は、大規模発行の時に結成されたシンジケートにおいて決定的な効果を発揮した。シンジケートによる発行は、複数の「暖簾」を使用して証券を発行することであったから、その証券の市場性を高め、合衆国鉄道証券投資に広範な一般投資家の資金を容易に動員できたのである。しかもシンジケートは、巨大商会を総元締としての元引受け業者とし、他の投資諸機関すなわち中小マーチャント・バンカー(商会)やストック・ブローカーなどを下引受け業者として結成されたから、それは、ロンドン資本市場を巨大商会を頂点とし、中小商会やストック・ブローカーを底辺とする支配=従属のピラミッド体制に再編成することになった。

だが、ひとたび裏書保証がおこなわれ、あるいは、それらの「暖簾」が使用されると、裏書保証のリスクを軽減するために、あるいはその「暖簾」を守るために、巨大商会は脆弱な財務構造をもつ合衆国鉄道諸会社の経営に関与せざるえなくなる。こうして、イギリス巨大商会は、その合衆国側エージェントを用いて合衆国鉄道諸会社の経営に介入することになる。この経営参加をとおして合衆国鉄道諸会社の経営の破綻

を回避したり、救済したりしながら、裏書保証のリスクを回避するとともに、その「暖簾」を守りながら、ロンドン資本市場における証券発行を拡大し、合衆国鉄道建設を促進・加速した。しかし、こうして行われる合衆国における鉄道建設の拡大は、客観的には鉄道諸会社間の競争を激化し、巨大商会の意に反して鉄道諸会社の収益性を低下させて、ただでさえ脆弱な財務構造をもつ合衆国鉄道諸会社の経営を破滅的状况に陥れることにもなった。そこで、イギリス巨大商会は合衆国側エージェントを用いて、運賃切下げ競争を調停したり、倒産した路線の再編成にも乗り出さざるえなかった。投資先である合衆国鉄道諸会社の経営的破綻を回避したり、救済したりすることなしには、ロンドン市場における合衆国鉄道証券の発行を拡大できなかったからである。

しかしながら、合衆国証券発行の拡大は、上記のように、鉄道間競争のよりいっそうの激化に導いたから、巨大商会の発行活動はひとつの悪循環に陥ることになった。ロンドン資本市場における合衆国鉄道証券発行の盛況→合衆国鉄道建設の高まり→鉄道間競争の激化→合衆国鉄道諸会社の収益性の低下→イギリス巨大商会による金融的支援→証券発行による支援の流動化と建設資金の供給増加→鉄道建設の盛況→鉄道間競争の激化、という悪循環がそれである。

以上のような悪循環は、イギリス巨大商会が合衆国側エージェントを用いておこなった合衆国鉄道諸会社への経営介入を永続化した。こうして、イギリス巨大商会と合衆国鉄道諸会社との「大西洋横断的な提携」は、前者の合衆国側エージェントから後者の取締役会へ役員を派遣するという人的な結合関係にまで発展した。人的な結合関係にまで発展した鉄道経営への介入をとおして、イギリス巨大商会は、合衆国鉄道諸会社の破滅的な競争を調停させたり、破産会社の再建をおこなわせたりして、既発行証券の安全性を維持したばかりでなく、新規発行をも可能にした。イギリス巨大商会は、このような

メカニズムでおこなわれた証券発行を挺子にして、ロンドン資本市場を再編成していった。それは、自らを頂点にしたピラミッド型の支配体制に中小の商会やストック・ブローカーを組入れる過程であった。つまり、70年代初頭の好況過程と「19世紀末大不況」過程において変動をともしながら増大していった合衆国鉄道証券の発行は、単なる発行証券量の増大にとどまったのではなく、証券発行の量的な変動の背後に質的な変化が、つまりロンドン資本市場の再編成が推し進められていたのである。

だが、以上の過程を合衆国側からみれば、それは、イギリス巨大商会の合衆国側エージェントとして鉄道諸会社の経営に介入していったアメリカ・マーチャント・バンカーの相対的な自立化過程であった。この自立化過程は、とりわけ破産鉄道諸会社の再建を彼らが手掛けたときに加速された。合衆国側エージェントは、倒産鉄道諸会社に当座の短期資金を提供してその再建を計っただけではなかった。彼らは、ニューヨーク資本市場で再建される鉄道会社の株式を発行して、鉄道会社の長期債務を流動化しつつ、当該鉄道会社の経営権を再建監視委員会や議決権信託委員会に集中し、これらの委員会をその支配下においた。こうして、破産＝再建期とされる90年代には、合衆国側エージェントこそがその再建活動をとおして合衆国鉄道諸会社に対する支配を強め、それに続く90年代末から20世紀初頭にかけての合同＝独占体形成期を準備していったのである。

合衆国側エージェントの以上のような活動こそは、次第に合衆国国民経済の利害を担いながら合衆国鉄道の再編成を推進するとともに、そ

れをとおして、ひきつづきロンドン資本市場での合衆国鉄道証券の発行を、したがって、イギリス巨大商会によるロンドン資本市場の再編成を裏から支えていたのである。本稿において主として扱ったロンドンのJ.S.モルガンとその合衆国側エージェントであるJ.P.モルガンとの対合衆国鉄道諸会社の関連についていえば、つぎのようになろう。それら商会は、「そのすべての提携をとおして80年代における合衆国鉄道建設に参加したが、この参加においてニューヨークのドレクセル・モルガン商会(the New York firm)がもっとも重要な役割を果たした。当商会は、これらすべての提携の先導者となり、[合衆国鉄道諸会社への——引用者]すべての大規模な金融を成功させるうえで決定的に重要であり続けたロンドンのJ.S.モルガン商会のかつての地位を占めるようになった。」このため、「70年代には[合衆国——引用者]鉄道諸会社の重役達はまずロンドンに目を向けたが、80年代になると彼らの目はまずニューヨークに向けられることになった」、といわれている。それにもかかわらず、「ニューヨークのドレクセル・モルガン商会も、それが保持していた強いロンドン・コネクションなしには、そのような事業を展開できなかった」ことは、いうまでもない⁴⁷⁾。つまり、次第に自立性を強めながら合衆国鉄道諸会社への資金＝貨幣資本を供給する合衆国側エージェントも、「強いロンドン・コネクション」なしにはその営業活動を展開できず、ロンドン商会はまたロンドン資本市場を再編成することなしには合衆国鉄道諸会社の資金需要に答えることはできなかったのである。

47) *Ibid.*, p.246.