

< 研究ノート >

アメリカ資本主義とロンドン金融市場(下)

— Vincent P. Carosso, *The Morgans: Private International Bankers, 1854-1913*,
Cambridge, Mass. 1987, を読んでの一覚書 —

楠 井 敏 朗

Ⅲ マーチャント・バンカーから国際投資銀行 へ(2)

— アメリカ資本主義とロンドン金融市場 —

(4) 第4期 (1871-1890年)

この時期はシティーのマーチャント・バンカー、J・S・モルガン商会の大きな性格転換の時期となった。それは、1871年7月1日に設立された同商会のニューヨーク代理店、ドレクセル・モルガン商会の業務拡張と深くかかわっている。ドレクセル・モルガン商会はそれまでの同社の代理店、J・P・モルガン商会やダブニー・モルガン商会とは異なって、アングロ・アメリカン・マーチャント・バンキング英米貿易金融や商品取扱業務に特化するだけでなく、南北戦争後の公債借換業務や鉄道金融に積極的に参加し、アメリカ国内における金融業務を中心に据え、投資銀行業としての業務内容を強化していったからである。

この変化を規定してゆく上で見逃すことの出来なかったのは客観情勢の大きな変化であった。

第1は1873年恐慌後のイギリス経済の変化である。イギリスはこの時期(1873-96年の「大不況期」)に、往年の「世界の工場」の地位から徐々に滑り落ち、国際金融の面で世界経済の覇権を維持する「レントナー国家」へ構造転換を遂げつつあった。19世紀最後の四半世紀、未曾有の額に達したイギリス資本の海外流出状況を示す1資料によると、1871-1874年と1885-1889年の2つの資本流出ピーク時にイギリスから流出した年平均推定資本額は、6100万ポンドの巨額にのぼったといわれている¹⁾。

第2はアメリカ合衆国の経済構造の変化である。合衆国では南北戦争「再建」後工業化が急速に進展し、産業構造の面でも金融構造の面でも大きな変化が見られた²⁾。

最初の巨大企業である鉄道業はいうまでもない。石油精製、鉄鋼・石炭、機械、食肉加工、製粉、精糖、連続工程技術を採用した各種産業(タバコ、マッチ、石鹼、写真フィルム等)の分野で巨大企業が成立・発達しただけではない。これらの動きと密接に結びついて、例えば製造業の領域におけるトラスト方式による新しい企業財務の開発がなされたり、鉄道業の分野での「自足的運輸体系の構築」や統合・再組織に伴う集中的資金調達面で「革新」が進展したからである。

とくにここでの課題に即して製鋼業の発達に注目すれば、イギリスに全面的に依存していた鉄道レールの生産は1870年代初期に自給体制を確立していたし、自営農地法(1863年)の成立後農業も生産能力、延いては輸出能力を急速に高め、建国後宿命的であった合衆国の貿易収支赤字構造を大幅に改善し、黒字を生み出す条件を確立するに至っていた。

V・P・カロソスは前著(V.P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*)では、この時期のことをアメリカにおける投資銀行の発達史の観点から「鉄道証券から工業証券へ」の移行期と特徴づけた。

新著(V.P. Carosso, *The Morgans*)では、この歴史的転換のさまを「モルガン家」の銀行組織と銀行機能の変化を中心に3章(Pt. 1, Chaps. 5,6,7)にわたって克明に跡づけた³⁾。

ここでは先に簡単に記したこの時期のアメリカの産業構造と金融構造の諸変化を前提にし、前著でなされたこの時期の特徴づけ（鉄道証券から工業証券へ）を新著によって補足する形で紹介し、この時期におけるアメリカ資本主義とロンドン金融市場のかかわりを明らかにしてゆくことにしよう。

A. 銀行組織および銀行業務——各パートナーシップ相互の関係——

カロツは、まず、ドレクセル・モルガン商会の当時のアメリカ経済における地位を確定している。それは州法銀行 (state bank) でも国法銀行 (national bank) でもないという意味で政府の規制を受けない銀行 (unincorporated bank または private bank) であった⁴⁾。「政府の規制を受けなかった」ということは、第1に提供出来るサービスの種類を制約されなかったということ、第2に設立場所を制限されなかったということ、すなわち、すべての州および准州に設立を認められたということの意味した⁵⁾。

1870年当時、合衆国にはこの種のプライベート・バンクは1,900行ほど存在していたと推計されている。しかし、ドレクセル・モルガン商会に類するものはそのうち僅か20行にすぎず、そのすべてはニューヨーク、ボストン、フィラデルフィアに存在していたに過ぎなかった⁶⁾。

ところで、カロツは、この時期に大きく躍進することになったドレクセル・モルガン商会活動の秘密を、第1にロンドンのJ・S・モルガン商会との関係（ロンドン金融市場との深いかかわり）、第2に「モルガン家」および「ドレクセル家」の卓越した指導力に求めている⁷⁾。ピアポントもアンソニー・ドレクセルもともにフィラデルフィア、ニューヨーク、パリにあったドレクセル系3パートナーシップの有力なパートナーであった。銀行界および実業界の評価では両人は同格の資格をもったパートナーと評価されていたが、A・ドレクセルが主要出資者 (principal capital)、ピアポントが主席経営者 (chief manager) と見做され、一応の役割分担がなされていたことは否定できない⁸⁾。意思決定は両人の合意で決定された。ドレクセルのほうが保守的、ピアポントの方が幾分積極的であったといわれるが、両人の合意がないかぎり、いかなる企業行動もなされなかったといわれている⁹⁾。

ドレクセル・モルガン商会、ドレクセル商会、ドレ

クセル・ハーゼス商会は、いずれもシティーのJ・S・モルガン商会と同様、選別された優良な顧客に対してだけ一般的銀行業務を行なういわゆるホールセール・バンクであった。その業務は、①預金の取受¹⁰⁾、②短期の商業貸付¹¹⁾（ただし50万ドル以上の貸付は稀）、③外国貿易金融、④外国為替、金銀地金取引、各国通貨取引¹²⁾、⑤ニューヨーク、ロンドン、パリ市場に上場された証券の仲介業務¹³⁾、⑥新規に発行される政府証券および企業証券の発行保証引受¹⁴⁾である。

国法銀行のように発券業務を行なわなかったこと、州法銀行のように地域の利害に密着したリーテイル・バンクでなかったことに注目されたい。今日の商業銀行と投資銀行の2つの業務を兼ね備えた銀行、今日の用語でいえば、full service bank、または universal bank であったといえはわかりやすい。

外国貿易金融分野では、ドレクセル系3パートナーシップは、それぞれ自己勘定または共同勘定で取引したが、取引のすべてはロンドンのJ・S・モルガン商会の代理人 (agent) または代理店 (attorney) としての取引であった¹⁵⁾。

これに対してシティーのJ・S・モルガン商会は、ドレクセル系3パートナーシップ振出しの手形の最終支払人としての業務（手形引受業務：acceptance）を行なったばかりではない。格別利益の多くなかった旅行者向け信用状 (traveller's letter of credit) の発行も引受けた¹⁶⁾。ドレクセル系3パートナーシップに対するJ・S・モルガン商会の商業信用保証（手形引受）は共同勘定で行なわれたが、それから得られる手数料はきわめて大きいものであった。外国貿易金融、とくに英米貿易金融においては、シティーのJ・S・モルガン商会の揺ぎない力が前期と同様維持されていたことがわかるであろう。

ドレクセル系3パートナーシップのなかではニューヨークのドレクセル・モルガン商会の供与した商業信用が群を抜いており、屢々他の6倍から10倍にものぼった¹⁷⁾。このことは、1870年代から1880年代を通じてニューヨークのドレクセル・モルガン商会が伝統的なマーチャント・バンキングで質量ともに、フィラデルフィア及びパリのパートナーシップをはかるに凌駕していたことを物語っている。

ロンドンのJ・S・モルガン商会はドレクセル系パートナーシップとの共同勘定以外にも独立に貿易金

融を行なったが、J・S・モルガン商会の供与した商業信用の大半は、イギリス、ヨーロッパ大陸諸国、南米諸国との貿易に従事しているドレクセル・モルガン商会またはドレクセル商会の顧客を対象にしていたことは注目に値する¹⁸⁾。英米貿易金融の延長であったといえよう。

J・S・モルガン商会とドレクセル系3パートナーシップのあいだではビジネスに影響を及ぼすと思われるヨーロッパおよび世界各地の政治・経済情勢について絶えず緊密に情報交換が行なわれていた¹⁹⁾。それは、貿易金融における鉄則が相変わらず「慎重さと保全」(caution and conservation)におかれ、この時期、業界の動きを大きく左右した戦争と1873年恐慌後の経済的激変に備えるためであった。²⁰⁾

ところでJ・S・モルガン商会のマーチャント・バンキングについて特筆しておかねばならないことは商品取扱業務の減少である。とくに大切であったのはアメリカの鉄道に対するレール輸出業務の停止決定(1873年末日)である²¹⁾。この業務はジョージ・ピーボディ商会時代以来早くから手懸けて来たもので、本論文(上)でみたように、かつては大きな収入源となっていたものである²²⁾。

その最大の原因は、1870年代初めまでにアメリカの鉄道レール生産の圧延工場数が増加し、その製品が質と量の両面で向上したからである。もはやイギリス製レールはアメリカ製に比較して目立って秀れたものではなくなっていたのである。アメリカの製鋼技術の進展がかつては利益の大きかったこの鉄道レールの対米輸出を一挙に終らせた。同時にカロッソはこの決定がJ・S・モルガン商会の自己勘定に基づく商品取扱業務の終焉をも意味したことを示唆している²³⁾。

1873年12月末、「鉄勘定」を閉じる決定を行なったとき、ジュニアス、ピアポント父子とアンソニー・ドレクセルの3人は次のような結論に達していた。

「自分たちの将来のビジネスは大口の資金需要者、すなわち政府とか株式会社の資本の要求にサービスを提供することにある」²⁴⁾。

この決定は、J・S・モルガン商会およびドレクセル系3パートナーシップの業務の決定的な方向転換を示唆するものであったといえよう。アメリカ資本主義の構造転化とそれに対応するシティのマーチャント・バンキングの業務内容の変化を物語る1資料と評価できる。

だが、ここでわれわれはカロッソによりながら、そのことがシティのマーチャント・バンカーに固有な業務であった貿易金融業務からの急速な撤退を意味するものでなかったことに留意しておかねばならない。カロッソによれば貿易金融業務は、とくにロンドンのJ・S・モルガン商会とニューヨークのドレクセル・モルガン商会においては、この時期でも依然として重要な銀行業務として残ったし、このことはいくらか程度は落ちるが、他のドレクセル系2パートナーシップ(フィラデルフィアおよびパリ)でも同様であった²⁵⁾。

B. アメリカ投資銀行業務主導権のジェイ・クック商会からドレクセル・モルガン商会への移行の背景

さて、われわれは、ここでカロッソによりながら、「モルガン家」の企業活動の変質、すなわち、ドレクセル・モルガン商会のアメリカ証券取扱業務の増大に伴って生じたシティとニューヨーク間の分業関係の展開のプロセスを概観しておかねばならない。このことこそ終始一貫してシティの第1級のマーチャント・バンカーに留まり続けたロスチャイルド商会やベアリング商会を「モルガン家」と区別する決定的な相違であったからである。

この変化は「第4期」の「モルガン家」の組織変更(「ドレクセル家」との同盟にかかわるそれ)と、モルガン・ドレクセル系4パートナーシップ間、とくにロンドンとニューヨーク間の独自の分業関係の展開に負うものであった。すなわち、利用可能な資金の集配力は依然としてシティのJ・S・モルガン商会によって掌握され、したがって最終的意思決定権はシティの銀行家、父ジュニアスの手に握られていながら、これらの資金の生きた経済活動への積極的注入という「近代的銀行」に必要なさまざまな業務は、ニューヨークの銀行家である息子のピアポント、したがってドレクセル・モルガン商会によって遂行されるようになったという新しい関係の展開である。このことは、同商会の資金運用場面が英米貿易金融からアメリカ連邦政府の公債借換政策や鉄道金融という「土臭い」領域に重点を移してゆくにつれて益々目立つようになった。J・S・モルガン商会の単なるアメリカの代理店にすぎなかったドレクセル・モルガン商会の相対的自立性の強化という事実である。

この変化が、先にもみたように、19世紀最後の4半

世紀における英米両国の経済発展の構造的相違に起因するものであったことは、改めて述べるまでもない。そしてまたそれは、ロンドンのジュニアスではなく、まさにニューヨークのピアポントこそがこの時期から20世紀始めにかけて、アメリカの産業と金融の構造転換に絶えずかかわった主要人物になる最大の原因でもあった。

以下カロットの原著、第6章（「合衆国および諸他の国々のための銀行家、1870-1890年」）および第7章（鉄道および諸他の企業の資金調達）によりながら、まずアメリカ「再建期」の連邦債の借換政策とのかかわり、次いで1870-1890年のアメリカ鉄道金融とのかかわりを跡づけて、ピアポントがこの時期アメリカ経済の構造転換そのものに深いかかわりをもつようになったさまを考察してゆこう。

ここでの大切なポイントは、この2つの金融業務に対するフィラデルフィアのプライベート・バンク、ジェイ・クック商会との深いかかわりあいであり、1873年恐慌での同商会の倒産であり、その後のドレクセル・モルガン商会の台頭である²⁶⁾。

H・M・ラーソンの評価を借用すれば、ジェイ・クック商会こそアメリカで最初に出現した投資銀行であり、ドレクセル・モルガン商会こそ同商会倒産後にその継承者として台頭してくる投資銀行であった²⁷⁾。

ジェイ・クック商会の企業活動は、ラーソンが述べているように、ドラマティックであり、効率的であり、群を抜いていた。ジェイ・クック商会の活動がなければ合衆国は南北戦争期の巨額な戦費調達に成功できなかったであろうし、これと関連して進められた国法銀行制度の成立も恐らく成功をおさめ得なかったであろう。同様に、また、ジェイ・クック商会の企業活動がなければ、戦後のアメリカの財政と金融のあり方を規定する上で重要な意味をもった「再建期」の連邦債借換政策もあのような形で達成されなかったであろうし、1873年恐慌もあれほど激烈なものとはならなかったであろう²⁸⁾。

その意味でジェイ・クックの存在はまさしく劇的であり、ラーソンが評価したように、建国期のロバート・モリス (Robert Morris)、産業革命期のニコラス・ビドル (Nicholas Biddle) にも匹敵する重要な役割をアメリカ金融史に残した人物であった²⁹⁾。

ピアポントはクックの業績を成功した面も失敗した面も批判的に継承し、ジェイ・クック商会が途中で挫

折して果てた連邦債の借り換え政策を完成させ、「再建」の財政金融基盤の確立に貢献したばかりか、ジェイ・クック商会の失敗した鉄道金融成功に目処をつけ、19世紀末のアメリカ経済発展の1つの起動力となった鉄道建設をも定着させ、自らもアメリカにおいて最大の投資銀行家への道を歩むことになった。以下、カロットによりながら事実を即して、その間の事情を検討してゆこう。

C. 連邦債の借換業務の推進

「再建期」の合衆国政府最大の課題は、「南部」諸州の復帰方法をめぐる政治問題と戦時中に発行された28億強にもものぼる巨額な政府債（無利息の不換政府紙幣たる緑背紙幣4億3,000万強を含む。第1表参照）の長期低利借換えによる財政負担軽減と確実な金償還保証による対外信用の回復にあったといつてよい。1865年の戦争終結から1879年1月1日の正貨支払再開までに合衆国政府は財政再建にかかわるこの問題に積極的に取り組むことになった。再建路線の目処は、1869年3月18日制定の「公信用強化法」(An act to strengthen the public credit) とその実現のための方策であった1870年7月14日成立、1871年1月20日修正の「公債借換法」(An act to authorize the refunding the national debt; An act to amend an act entitled "An act to authorize the refunding the national debt") であった³⁰⁾。

マカロック財務長官による短期債の長期債への借換政策 (1866年「公債借換法」) については、本論文(上)で言及された。[[横浜経営研究] XI/3 (1990年), pp.33, 39 (注) 72), を参照] この政策によって1868年段階ですでに短期債のほとんど全ての借換えが完了していたことを受けて、1870年の「公債借換法」は財務長官に対して、戦時中に発行された2種の長期債——6%利付5-20債と5%利付10-40債の借換えを対象とした次の3種の借換債の発行を認可した。

- ① 2億ドルを上限とした5%利付、償還期限10年の登録債またはクーポン債の発行³¹⁾。
- ② 3億ドルを上限とした4½%利付、償還期限15年の政府債の発行。
- ③ 10億ドルを上限とした4%利付、償還期限30年の政府債の発行であった。

また1871年の同法に対する修正法は、5%利付債の発行限度を5億ドルまで引上げたうえ、利払期を、

第1表 連邦債残高の変遷, 1865-1889(単位100万ドル)

	1865年 8月31日	1870年 7月 1日	1875年 7月 1日	1880年 7月 1日
(長期債)				
3%利付債	14.0	14.0	14.0	14.0
4%利付債	0.6	—	0.7	739.3
4½%利付債	—	—	—	250.0
5%利付債	235.2	221.7	607.1	484.9
6%利付債	859.8	1,765.3	1,100.9	235.8
小 計	1,109.6	2,001.0	1,722.7	1,724.0
(短期債)				
7.3%利付債	830.0			
その他の短期債*	443.2	45.5		
満期到来の連邦債	1.5	3.7	11.4	7.6
小 計	1,274.7	49.2	11.4	7.6
(無利息政府債)				
(内訳) 合衆国紙幣	433.2	356.1	375.8	346.7
小額貨幣	26.3	39.9	42.1	7.2
その他	2.1	34.5	80.3	34.9
小 計	461.6	430.5	498.2	388.8
総 計	2,845.9	2,480.7	2,232.3	2,120.4

* この中にはつぎのものが含まれる。① 6%利付債務証券(certificates of indebtedness)\$85.1百万 ②一時的な政府借入(temporary loans, 4%もの, 5%もの, 6%もの)\$107.1百万 ③ 5%利付短期債 \$34.0百万 ④ 6%利付複利債 \$217.0

P. Studenski & H.E. Krooss, *Financial History of the United States*, p.174.

1870年法では年2回であったものを年4回に改めたものであった³²⁾。

発行総額18億ドルを限度とするこれら3種の借換債は、いずれも連邦政府に対しても州政府その他(自治都市または地方政府)に対しても免税の特典を与えたところに特徴をもった³³⁾。

これらの借換えは、カロットによれば、普仏戦争終結後の1871年3年に最初の発行が行なわれて以来、G・S・バウトウェル(George Boutwell), B・ブリストウ(Benjamin Bristow), L・M・モリル(Lot M. Morill), J・シャーマン(John Sherman)の4財務長官のもとで、1879年3月までに前後10回行なわれた(第2表を参照)。

この借換政策の歴史的意義は合衆国の財政再建と緑背紙幣の正貨兌換を達成し、その後の合衆国にとって経済発展の前提条件を整備するものであったことは改

めて述べるまでもない。

アメリカ連邦債借換業務に関連して注目しておくべきことは次の事柄である。

第1は、1873年恐慌前のジェイ・クック商会とシティーのマーチャント・バンカーの角逐であった。

第2は、恐慌によるジェイ・クック商会の倒産後におけるシティーのマーチャント・バンカー相互の主導権争いである。なかでもN・M・ロスチャイルド商会の役割はきわめて重要で、J・S・モルガン商会も、力をつけて来ていたとはいえ単独ではこれと対等に競争できなかった³⁴⁾。

連邦債の借換業務に関与したロンドンのマーチャント・バンカーのなかには、つぎのものがあつた。ベアリング商会(Baring Brothers & Co.), ジェイ・クック・マカロック商会(Jay Cooke, McCulloch & Co.), J・S・モルガン商会(J.S. Morgan & Co.)³⁵⁾,

モートン・ローズ商会 (Moton, Rose & Co.), N・M・ロスチャイルド商会 (N.M. Rothschild & Sons), セリグマン商会 (Seligman Brothers & Co.)³⁶⁾である。

これに対応してニューヨークにはそれぞれの代理店であるプライベート・バンクがあった。すなわちJ・S・モルガン商会にはドレクセル・モルガン商会、モートン・ローズ商会にはモートン・ブリス商会 (Morton, Bliss & Co.), N・M・ロスチャイルド商会にはオーガスト・ベルモント商会 (August Belmont & Co.), セリグマン商会にはJ・&・W・セリグマン商会 (J. & W. Seligman & Co.) がという工合である。

ジェイ・クック・マカロック商会は、逆に、ジェイ・クック商会のロンドン代理店である。

ベアリング商会がこの競争から早々に脱落したのは、ニューヨークの有力な代理店を欠いていたことと深くかかわっていたといつてよい³⁷⁾。

さらに注目すべき第3は、資金力の豊富なニューヨークの国法銀行、例えば、ファースト・ナショナル・バンクやナショナル・バンク・オブ・コマスが参加するようになった事実である。後者の参加で大きな役割を果たしたのは、同行の取締役を兼ねていたJ・P・モルガンであった³⁸⁾。

第4は、この連邦債借換えに関してカロツが評価しているように、「これほどの金融引受業務は、規模の点からみても重要さの点でみても、合衆国でもヨーロッパでも他に匹敵するものがまったくなかった」³⁹⁾ほど大規模なものであったという事実である。

合衆国は、この借換え業務を通じて財政再建を達成し、統一的国民経済の枠組みを構築し得た⁴⁰⁾し、これをアメリカにおいて担ったプライベート・バンクは、これまでのシティー従属の地位から相対的に自立して、この時期「西部」の開発と結びついて進められつつあった鉄道建設やその再組織のための大がかりな金融支援に積極的に乗り出しうる実力をもつに至った。このことは大変重要なことであったといわねばならない。

第1表はストウデンスキー＝クルースの研究に依拠して連邦債の借換えまたは償還の進行状況を示したものであった。第2表は、カロツの研究に依りながら「モルガン家」の関係したこの時期の連邦債の借換え業務を一覧表に示したものである。

以下第2表に基づいて若干補足を加え、この借換え

業務とロンドン金融市場との関係を見てゆくことにしよう。

グラント政権そのものが連邦債の金償還政策を擁護したニューヨークの銀行の一致した支持の上で成立した政権であったことから、同政権下の財務長官G・S・バウトウェルは、競争銀行のどれか1社と借換え交渉をし、連邦政府とジェイ・クック商会の戦争期以来の癒着を指摘する批判論議がこれ以上に大きくならないように努めた⁴¹⁾。そしてこの交渉原則を国内の銀行だけでなく、ヨーロッパの銀行にも適用しようとした⁴²⁾。

だが第2表にみられるように、結果的には第1回目の発行保証引受 (総額2億ドルの5%利付債の発行保証引受) は、ジェイ・クック商会に片寄ってしまった。

それには次の理由があった。第1は同借換債の価格が新規の買手にとっても、交換を望む旧債保有者にとっても魅力がなかったからであり、第2は、 $\frac{1}{4}$ %の引受手数料が低過ぎたことによる⁴³⁾。J・S・モルガン商会はこの借換債に僅か2万ドルの発行保証引受しかなかった。(第2表参照)

発行後2カ月経過しても売行きが悪かったので、バウトウェルは、未売却分約1億3,300万ドルをクック商会に割当てただけではない。金融界の支援をかちとるために、引受手数料を法定最高限度 $\frac{1}{2}$ %まで引上げ魅力的にした上、売却代金の90日間無利息留保を当該銀行に容認し、これをもって銀行の追加的貸出余力の増大をはかった。

しかし、この有利な条件をもってしてさえ銀行界の反応は鈍く、大西洋两岸の強力な銀行によって金での払込みを要求された5,000万ドルの借換債販売シンジケートへの参加拒否がみられたので、クック商会は第2表に見られるように、別の英米2つの販売シンジケートを結成し、これによって借換債の消化にあたったのであった⁴⁴⁾。

クック商会のこの販売政策は成功であった。しかしこの成功によってもジェイ・クック商会はかつてもっていた財務省に対する特権的地位を維持できなかった。かえって同商会に対する批判を一層掻き立てる結果に終わった。そしてジェイ・クック商会の行なったこの業務に対して連邦議会で調査が行なわれることになったのである⁴⁵⁾。

しかし、それは兎も角、最初の連邦債借換えにおけるジェイ・クック商会の成功、そして、1872年秋のグ

第2表 連邦債換え計画(1871年-1879年)

借換え計画年	計画策定時の財務長官	借換え計画	借換債の発行引受シンジケート		借換債の販売シンジケートおよび販売状況	
			ロンドン	アメリカ	ロンドン	アメリカ
1871年7月	G・S・バウトウェル	5%利付債2億ドル	①Cooke, McCulloch & Co. ②Seligman Brothers & Co. ③J.S. Morgan & Co. 各社が個別に引受	①Jay Cooke & Co. ②J. & W. Seligman & Co. ③Drexel, Morgan & Co. 各社が個別に引受	Jay Cooke & Co. 主幹事の販売シンジケートに参加した銀行 ①R. Raphael & Sons ②Lewis Cohen & Sons ③Seligman Brothers など	①南北戦争期の連邦債売却に参加した銀行群 ②J. & W. Seligman & Co.
1873年1月	G・S・バウトウェル	5%利付債3億ドル(最初の契約で1,000万ドルの引受。ただし同年12月末まで残額引受オプション付)	①Cooke, McCulloch & Co. ②Baring Brothers ③J.S. Morgan & Co. ④Morton, Rose & Co. ⑤N.M. Rothschild & Sons 以上5社が共同幹事	①Jay Cooke & Co. ②Morton, Bliss & Co. ③Drexel, Morgan & Co. 以上3社が代表権をもって財務省と契約	売却は順調でない。1873年2月始め募集締切り時に、総売却額(または旧債との交換額)は、5,000万ドル以下。 (内訳) ヨーロッパでの分売2,850万ドル アメリカでの分売2,100万ドル 1873年9月18日 Jay Cooke & Co. の倒産。	
1874年7月	B・H・プリストウ	5%利付債4,500万ドル(但し6カ月内に1億2,300万ドル引受のオプション付)	①N.M. Rothschild & Co. ②Seligman Brothers 以上2社が共同幹事		売却不振 1億2,300万ドルの引受オプションの行使なし。	
1875年1月	B・H・プリストウ	5%利付債2,500万ドル(未売却債[9,800万ドル]の引受オプション付)	①N.M. Rothschild & Co. ②Seligman Brothers & Co. ③J.S. Morgan & Co. 以上3社の共同幹事。 引受配分比。 ①:②+③=55:45		売却は順調。順次オプションは行使。1875年6月初めには、未売却額は、7,700万ドルまで減少。 1876年1月初めには、5%利付債発行予定額 5億ドルの売却がすべて完了。 アメリカ市場では、 ①Drexel, Morgan & Co. が J.S. Morgan & Co. の引受額の1/2を消化。 ②First National Bank (N.Y.) が、シティー3商会引受額総額の5%を消化。	
1876年8月	L・M・モリル	4 1/2%利付債4,000万ドル追加1億6,000万ドル。総計2億ドル。	①N.M. Rothschild & Co. ②Seligman Brothers & Co. ③J.S. Morgan & Co. 以上7社が共同幹事。 引受配分比 ①+②:③+④:⑤ 41.25%:16.85%:25%;	①A. Belmont & Co. ②J. & W. Seligman & Co. ③Drexel, Morgan & Co. ④Morton, Bliss & Co.	売却は予想以上に順調。この借換債引受交渉で、Drexel, Morgan & Co., Seligman & Co. は、Rothschild & Co. を平等者の第1位順位署名者であることを認めたが、その代り、その後の取引で対等の資格で行動する地位を得た。 又、Morton, Bliss & Co. の引受額の1部は、シティーのMorton, Rose & Co. とニューヨークの5つの国法銀行のコンソーシアム及びクーン・ローブ商会に分売された。	
1877年6月	ジョン・シャーマン	①4%利付債および4 1/2%利付債計2億3,500万ドル。 これは現金または6%利付5-20債で払込可。 ②4,000万ドル財務省の金準備増強のため金で	①N.M. Rothschild & Co. ②Seligman Brothers & Co. ③J.S. Morgan & Co. ④Morton, Rose & Co. 以上9社の共同幹事。	①A. Belmont & Co. ②J. & W. Seligman & Co. ③Drexel, Morgan & Co. ④Morton, Bliss & Co. ⑤First National Bank of N.Y.	売却はきわめて順調。 アメリカ合衆国内でも個人投資家や機関投資家の購入があった。注文殺到。 機関投資家のなかには全国の商業銀行が含まれる。	

第2表 連邦債換え計画(1871年-1879年) (続)

借換え計画年	計画策定時の財務長官	借換え計画	借換債の発行引受シンジケート		借換債の販売シンジケートおよび販売状況	
			ロンドン	アメリカ	ロンドン	アメリカ
		払込	引受配分比 ①+① 41.25% ②+② ③+③ ④+④ それぞれ16.85% ⑤ 10%			
1878年4月	ジョン・シャーマン	4%利付債1,000万ドル。残額4,000万ドルについては1カ月に500万ドルを超えない割合で応募できる排他的権利を受取る。	①N.M. Rothschild & Co. ②Seligman Brothers ③J.S. Morgan & Co. ④Morton, Rose & Co. 以上9社の共同引受。 引受配分比 ①+① 41.25% ②+② 16.25% ③+③ 16.25% ④+④ 16.25% ⑤ 10%	①Belmont & Co. ②J. & W. Seligman & Co. ③Drexel, Morgan & Co. ④Morton, Bliss & Co. ⑤First National Bank of N.Y.		売れ行はきわめて旺盛。
1879年	ジョン・シャーマン	4%利付債1,000万ドル。さらに1カ月当たり2,000万ドルの追加応募を認可。支払方法は金または6%利付債(5-20債)。	①N.M. Rothschild & Co. ②Seligman Brothers ③J.S. Morgan & Co. ④Morton, Rose & Co. 以上4社の共同引受引受配分比それぞれが25%。			ロンドンでの販売額約820万ドルは順調。買手には、貯蓄銀行、保険会社、公認受託者(trustee)、指定遺産執行者が含まれる。
1879年	ジョン・シャーマン	4%利付債[既発行6%利付債(5-20債)償却のため]の競争入札。	①上記ロンドン・グループ、4社の100万ドル入札。	②National Bank of Commerceの4,000万ドル入札。 ③First National Bank(N.Y.)の1,000万ドル入札。	National Bank of Commerceの入札した4,000万ドルの販売シンジケート。 ④ J.S. Morgan & Co. ⑤ Seligman Brothers ⑥ Morton, Rose & Co. ⑦ J. & W. Seligman ⑧ Morton, Bliss & Co. ⑨ Drexel, Morgan & Co. ⑩ その他ウォール街のプライベート・バンク ⑪ A. Belmont & Co. N.M. Rothschild & Co. は、ジョン・シャーマンのやり方(入札発行方式)に不満。参加しない。	
1879年	ジョン・シャーマン	4%利付1億5,000万ドル。これは最後の大型借換債で、既発5%利付債(10-40債)の償却のために発行されたもの。競争入札。		①First National Bank of N.Y.の1億1,100万ドルの入札。 ②ニューヨーク市の他の数行による3,900万ドルの入札。	First National Bank of N.Y.の入札した借換債の販売シンジケート(モルガン関係の分) (第1期)①J.S. Morgan & Co.の引受額、200万ドル。 ②Drexel, Morgan & Co.の引受額、200万ドル。 ③Drexel & Co.による引受額、200万ドル。	

第2表 連邦債換え計画(1871年-1879年) (続)

借換え計画年	計画策定時の財務長官	借換え計画	借換債の発行引受シンジケート		借換債の販売シンジケートおよび販売状況	
			ロンドン	アメリカ	ロンドン	アメリカ
					(第2期)①J.S. Morgan & Co. の引受額, 500万ドル. ②Morton, Rose & Co. の引受額, 300万ドル. ③Seligman Brothers & Co. の引受額, 200万ドル. ④Drexel, Morgan & Co. の引受額, 250万ドル. ⑤Drexel & Co. の引受額, 250万ドル. (第3期)①J.S. Morgan & Co. の引受額, 500万ドル. ②Morton, Rose & Co. の引受額, 100万ドル. ③Seligman Brothers の引受額, 100万ドル. ④Drexel, Morgan & Co. の引受額, 250万ドル. ⑤Drexel & Co. の引受額, 250万ドル.	

V.P. Carosso, *The Morgans*, pp. 175-200, より作成.

ラント大統領の再選は、連邦債借換政策を軌道に乗せることになった。しかし、借換債の発行保証引受をめぐる競争は先鋭化した。そして、1873年初め、残された総額3億ドルの5%利付借換債の発行が任期満了直前のバウトウェル財務長官によって決定されるや否や指導権争いが激化したのであった⁴⁶⁾。

3つのグループがあった。第1はジェイ・クック商会を中心とするグループである。第2はセーリグマン商会とロスチャイルド商会を中心とするロンドンのマーチャント・バンカーのグループである。第3はL・P・モートンとJ・P・モルガンを中心としたアメリカのグループである。だが、この第3グループに属するそれぞれの商会は、シティーのマーチャント・バンカー、ベアリング商会とJ・S・モルガン商会の利益を代表するものであった⁴⁷⁾ことに注意されたい。

ここでカロッソは、モルガン・モートン連合グループがA・ドレクセルの判断を容れて、「ロスチャイルド商会の参加がない場合にはジェイ・クック商会とのいかなる同盟も望ましくない」という立場を堅持した事実を書き忘れていない⁴⁸⁾。ここには1873年恐慌直前のジェイ・クック商会追い落しの構図が読みとれる。

1873年1月、上記第2グループと第3グループの協力約定が成立した⁴⁹⁾。そしてこの約定を前提にして、

総額3億ドルの5%利付債の発行保証引受をめぐる契約が、ジェイ・クック商会、モートン・プリス商会、ドレクセル・モルガン商会3社と連邦政府とのあいだで調印された⁵⁰⁾。

かくてこの借換債は、第2表に示されているように、5社からなるロンドン・グループを発行保証引受の共同幹事とし、これと関連をもった3社からなるアメリカ・グループをそれぞれ販売シンジケートに加え欧米市場で売却されることになった。しかし、売却はかんばしいものではなかった。その背後に1873年恐慌直前の英米両国における株式投機熱があったことを見逃してはならない。余裕資金はそれほど妙味のないアメリカ政府借換債の購入に向かうよりは容易にキャピタル・ゲインを取得できる株式市場に向かって流れたからであった⁵¹⁾。

1873年9月18日のジェイ・クック商会の支払停止と倒産はかかる投機熱を終息させ、「再建期」の財政再建政策における一大転期を劃するものとなった。そして、その後約5年間も続いた深刻な不況期に借換政策を次のように特徴づけることになった。

第1はジェイ・クック商会に代ってシティーのマーチャント・バンカー、とくにロスチャイルド商会とJ・S・モルガン商会の影響力が強まったことである。

第2は、不況期にもかかわらず、いやむしろ不況期であったからこそ、投資（または投機）に向かっていた遊休資金は行き場を失い、英米両国で蓄積され、安定した投資口として連邦借換債の購入に向かい始めたことである。かくて借換政策は急ピッチで進行した。

その後の借換政策の実施過程は第2表を参照されたい。ここではとくに注意さるべき2～3の事柄のみを整理しておくに留めよう。

第1は、最初に予定された発行総額5億ドルの5%利付10年債の売却が紆余曲折を経ながらも1876年1月までに完了したことである。そしてこれを受けて発行された2種の借換債、すなわち、4½%債（発行総額3億ドル）、4%（発行総額10億ドル）も、1879年までにすべて売却（または交換）を完了した。

第2は、この過程でジェイ・クック商会倒産後主導権争いを繰り返していたシティーのマーチャント・バンカーのあいだに大西洋を跨にかけた5つの主要なシンジケートが組織されたことである。ロスチャイルド、セリングマン、J・S・モルガン、モートン・ローズ、そしてファースト・ナショナル・バンク・オブ・ニューヨークをそれぞれ主幹事とするシンジケートである。そしてこれら相互の主導権争いは以前にもまして益々激烈さを加えていった⁵²⁾。

第3は、第2表に明らかなように、この借換政策に対するファースト・ナショナル・バンク・オブ・ニューヨークの積極的参加である。とくにこれは、緑背紙幣の金兌換が軌道に乗って以後のジョン・シャーマン財務長官による借換政策の変更（シンジケートによる発行引受方式から競争入札方式への変更）と深くかかわっている。

その役割を担ったのは42歳の副頭取ハリス・C・ファーンストック（Harris・C・Fahnestock）であった。債券取引業務に熟達し、外国為替のディーラーでもあり、同行に移る前はジェイ・クック商会ニューヨーク支店長をつとめていたこの人物は、その後まもなくピアポントとのあいだに緊密な同盟関係を形成したことでよく知られている⁵³⁾。かれのこの業務への参加は、第2表にみられるように、パニック後の1875年にはじまるが、これはロスチャイルド商会とそのアメリカの代理店であるベルモント商会の支援に負うものであったという⁵⁴⁾。

この借換政策の成功は連邦政府の背負った金利負担の著しい軽減をもたらした。くわえて連邦債そのもの

が政府余剰金（関税収入の増加によってもたらされた）から不断に償還されていったことで、連邦政府の財政再建を大きく進展させることになった。また関連して、戦後廃棄される運命にあった緑背紙幣が金兌換を条件に、発行額を限定されながらも存続することになったことにも言及しておかねばならない。このことは国法銀行券がすぐれて南北戦争「再建」期に発行された連邦債のみを保証準備（担保）として発行される性格のものであったことから、その発行高が国民経済の実情に応じて伸縮自在に変動できなかった欠陥を補充する上で重要な意味をもっていたからである。

以上の事柄は合衆国民衆に課せられた財政負担の軽減と、限定つきながら成長通貨の発行を意味し、1880年代以降の民衆の可処分所得の増大、「消費」と「投資」の増進、「内需」の増進につながったことは改めて述べるまでもない。このことは金融市場で余剰資金の蓄積が進み、市場金利が3%以下にまで低落した事実⁵⁵⁾と相俟って特筆しておかねばならないことであろう。

D. 鉄道金融支援から鉄道経営介入へ

巨額の連邦債の低利借換政策により^{ポストベラム}「戦後期」の財政金融事情が安定し、経済発展の条件が整備されつつあった頃、これと同時併行的に「戦後期」のアメリカ経済の発展を大きく促進する上できわめて重要な鉄道建設の大きなうねりがみられた⁵⁶⁾。カロソは「モルガン家」の企業活動、とくにマーチャント・バンカーから国際投資銀行への推転の過程を克明に追いながら、連邦債の借換政策への参加にもまして決定的な意味をもった「モルガン家」の鉄道金融へのかかわりを詳細に跡づけた。

カロソはまず次の数字を挙げる。――

1870-1890年のこの時期、アメリカの鉄道の操業距離は約53,000マイルから約166,700マイル以上と約3倍以上にも増大した。年々の新規の鉄道建設は年によって大きく変化した――1872年の最高7,439マイル、1875年の最低1,600マイル――それでも10年単位でその増加率をみると、1870年代には63.6%、1880年代には72.9%ときわめて高い増加率を記録していたし、新しい路線の建設、既存路線の改修、あるいは地方の短距離鉄道の全国的な一貫鉄道システムへの統合等のために、株式または債券の形で調達された資金額も、1870年の25億ドルから、1890年には100億へと急増し

た⁵⁷⁾。この20年間の鉄道建設投資がいかに大きく、しかも巨額な資金調達を必要としたかが容易に想像できるであろう。

ところでこの巨額な資金のうち、本論文の課題と直接かかわるイギリスからの資本投資額は国内での調達額と比べてどの程度であったかが何としても気に懸る。それは種々の研究成果に基づき、今日、約30%弱と推計されている⁵⁸⁾。ここでのわれわれの考察にとってはこれだけの確認で十分であろう。

カロッソはこのような準備作業を終えた上で、この時期のアメリカ鉄道金融におけるシティーのJ・S・モルガン商会およびそのアメリカにおけるパートナーシップ、とくにドレクセル・モルガン商会の卓抜した役割を描き出す。それはロスチャイルド商会やベアリング商会等のそれを遙かに凌駕するものであった。その原因として父ジュニアスの鉄道金融家としての特別の資質がまず挙げられねばならない。次いでピーボディ商会以来の長年の経験の蓄積を指摘することができるであろう。そして最後に、息子ピアポントの能力に注目されねばならない⁵⁹⁾。

この20年間、アメリカの鉄道会社は、一般的に、好況期には鉄道の延長と改修に資金を必要とし、不況期には資金繰りに困って、はじめはシティーのマーチャント・バンカー、のちにニューヨークのプライベート・バンクに依存した。いずれにもせよ、アメリカの鉄道会社は、一般的に、シティーのマーチャント・バンカーに対して、①長期資金の調達、②短期の運転資金、③預金の積上げ、④財務上の代理店、あるいは財務顧問、⑤鉄道証券の保管ないし名義書換え代理人等の業務で依存した⁶⁰⁾。そしてニューヨークのプライベート・バンクは、一般的に、これらの代理店として最初は交渉の窓口、あるいは代理契約の担当者として一定の役割を果しながら、やがて最後には自己のイニシアティブで行なう鉄道再組織の推進者へ推転していった。

カロッソは、アメリカの鉄道会社とロンドン金融市場との関係を以上のように概括した上で、1870～1890年のアメリカ鉄道業のロンドン金融市場への依存を大きく2つの時期（1870年代と1880年代）に分け、それぞれの時期におけるJ・S・モルガン商会とドレクセル・モルガン商会の役割を明らかにしている。

第1はアメリカ経済に内因性をもつ事柄であったが、1873年と1883年にアメリカで起こった2つの恐慌と関

係している。すなわち、これら2つの恐慌はそれぞれその前後にアメリカでなされた鉄道投資の性格を大きく変化させたため、これらの質的相違に考慮を払わずこの時期のアメリカの鉄道投資を同一概念で捉えると、アメリカの鉄道とロンドンの金融市場とのあいだにみられた関係の質的变化が完全に見失われてしまうと恐れられたことにある。

1870年代は「西部」や「南部」における鉄道の建設期でこのための資金調達が必要とされた時代であったのに対し、1880年代はアメリカ鉄道発達史上、A・D・チャンドラー、Jr.によっていわゆる「システム・ビルディング」の時代と特徴づけられた時代⁶¹⁾であって、生産地と消費地を直結する自足的運輸体系構築のために資金調達が必要とされた時代であった。

第2は「モルガン家」の個別事情にかかわることである。すなわち、父ジュニアスの老境入りと病弱さのため、1870年代と1880年代でJ・S・モルガン商会とドレクセル・モルガン商会のあいだに目立った形で指導権の移行がみられたことである。

そのすべてを詳細に紹介するのがここでの主題ではない。ここではアメリカ鉄道業のロンドン金融市場への依存関係が、シティーのJ・S・モルガン商会、あるいはそのニューヨークの代理店であるドレクセル・モルガン商会を通じてどのような形で形成され、かつ変化していったかという問題に絞って、問題点を浮彫りしてゆく作業だけに留めることにしよう。

J・S・モルガン商会のアメリカ鉄道金融に対する基本路線の第1は、そしてこれはアメリカの2つのプライベート・バンク（ドレクセル・モルガン商会およびドレクセル商会）にも継承されたものであったが、既存の経営状態の良好な諸鉄道に対してだけ金融支援を行なうというものであった⁶²⁾。質の高い鉄道証券の発行を支援することは利益が多く危険度の少ない仕事であったばかりでなく、同時に発行銀行の名声をも高めるのに役立つ仕事だと認識されたからであった。

第2は自らが資金調達においてかかわったことのある鉄道会社に対しては、それが経営不振に陥ったときには、その経営に積極的に介入するというものである。1つには自社の名声をまもるため、2つには自社の顧客である投資家層の利益を保護するためであった。

積極的介入は当該鉄道の倒産阻止に責任をもつということだけではない。不運にして実際に倒産が起こった時には、その再建（再組織）にも責任を負うという

ものである⁶³⁾。ここで倒産阻止だけでなく再建にも責任を負おうとしたことは、鉄道会社の経営首脳陣の全面的交替あるいはその一角に自らの関係者、つまり同商会のパートナーの誰れかを参画させることを意味した。

第3は、とくに1880年代にピアポントの経営戦略として果敢に推進されたことであったが、鉄道会社の利益の安定化と社債または株式価格の適切な値上りを期待して、当時のアメリカで進展していた鉄道間の過当競争（競合路線の設置、運賃引下げ競争、差別運賃の設定、過剰投資、鉄道経営の行き詰り）を回避しようと全力を揮ったこと⁶⁴⁾等である。例えば後述するペンシルヴェニア鉄道とニューヨーク・セントラル鉄道の和解あるいは州際通商鉄道協会結成の動きがこれである。

以下カロッシンによりながら事実を紹介してゆこう。

1870年代を通じてモルガン=ドレクセル系3商会（ロンドン、ニューヨーク、フィラデルフィア）は、1ダース以上の鉄道会社の証券発行を支援した⁶⁵⁾。そのなかでカロッシンがとくに重視している2鉄道——ボルティモア&オハイオ鉄道と、ニューヨーク・セントラル鉄道とのかかわりは、1870年代のアメリカの鉄道とロンドン金融市場の関係を知る上に興味ぶかいことであるだけでなく、ピアポントのその後のアメリカ鉄道界とのかかわりを確認する上にも避けて通れない事柄のように思われる。

ボルティモア&オハイオ鉄道と父ジュニアスとの関係は、遠くボルティモアの金融会社ロバート・ギャレット商会（Robert Garrett & Sons）のシニア・パートナー、ジョン・W・ギャレットが同鉄道の社長に就任した1858年にまで遡る。2人は親しい関係にあったが、アメリカ鉄道の金融界からの経営上の独立という理想を持っていたギャレットは、長年J・S・モルガン商会1社だけに金融的支援を仰ぐことを避けた。1870年代に入ってから前後3回ほどベアリング商会とも関係をもったし、ベアリング商会自体同鉄道のロンドンの主たる取引銀行であり続けた⁶⁶⁾。アメリカ最初の鉄道（1828年創設）であり、1880年代当時企業業績の安定していたボルティモア&オハイオ鉄道が、主たる取引銀行ベアリング商会よりもJ・S・モルガン商会との取引関係を深めたのは、1874年1月末に同商会が主幹事となって発行した発行総額200万ポンドの6%利付スターリング建社債の予想外の売れ行きにかかわ

っていたとカロッシンは述べている⁶⁷⁾。

この良好な売れ行きの背後には1つの「操作」が介在していた。すなわち、J・ギャレットは、親しきジュニアスに対して、発行総額200万ポンド（額面価格200ポンド×1万口）の社債のうち半に相当する分2,500口（50万ポンド）を、将来値上りした時に売却し、売却利益を取得出来るように、発行会社であるボルティモア&オハイオ鉄道のために別置（発行会社が、事実上、同社発行債の販売シンジケートに加わること）してくれるよう依頼し、発行時の債券発行高を半だけ少なくさせた。

かかる「操作」は当時決して特異なものではなかったとカロッシンは注釈をつけているが、この「操作」は発行された債券の価格を額面価格より3~4ポイントだけ高く引上げる効果をもたらし、ボルティモア&オハイオ鉄道に思惑通り巨額な利益をもたらすことになった。J・ギャレットはこれに気をよくし、その後資金需要が生じるたびに繰返しシティーのJ・S・モルガン商会とかかわりをもつようになったという⁶⁸⁾。

1875-1877年はアメリカ鉄道業にとって深刻な不況期であった。が、ボルティモア&オハイオ鉄道は、むしろこの不況期を巧みに利用し、上記の金融操作や原料・製品価格急落期の投資の有利さを利用して、同鉄道関係路線の拡張または改善を推進していったのであった⁶⁹⁾。

ニューヨーク・セントラル鉄道とJ・S・モルガン商会の関係についてはあまりにも有名なので、ここで改めて言及する必要もないかも知れない。

ニューヨーク州の弱小鉄道の統合に成功し、ニューヨーク-シカゴ間4,500マイルの幹線鉄道を創設した鉄道事業家コーネリウス・ヴァンダビルト（Cornelius Vanderbilt）の死後、その遺産を継承した息子のウィリアムが、1つは同社株式を独占しているという世間から非難を回避するため、いま1つには、すぐれない健康状態から経営責任を軽減したいと考えて、同鉄道の株式の40%相当の持株の大半を売却しようと決意し、1879年11月末、モルガン父子とのあいだに協定を結んで、総計25万株を放出した事件とかかわっている⁷⁰⁾。

この大量の株式放出は一度に売却されようものなら値崩れを来し、有利に売却しようと目論でいたヴァンダビルトにとっても不都合であったから、かれはその合理的かつ適切な売却方法を求めて息子ピアポントに相談に及んだのである。当時ニューヨーク滞在中

の父ジュニアも交渉に参画しつつのような協定が成立した⁷¹⁾。

第1. モルガン系2商会（ロンドンとニューヨーク）は、ニューヨーク・セントラル鉄道株式15万株を1株当たり120万ドルで購入する。また残り10万株についても、両商会は、1880年1月10日まで同じ価格で購入するオプションをもつ。

第2. さらに10万株の追加売却については、ヴァンダビルトは自らとの共同勘定での売却（自らも販売シンジケートの一員に参加すること）を条件に認める。

第3. モルガン系2商会のリスクを軽減し、同時にこの業務と深いかわりをもった投機家ジェイ・グールドの利益をも満足させるために、ヴァンダビルト個人もその家族も、1880年12月末以前、あるいはピアポントの組織した25万株の販売シンジケートがウィリアム・ヴァンダビルトから売却予定の全株購入を終えるまで、かれらの所持する残りの持株のいずれも売却することはしない⁷²⁾。

第4. ヴァンダビルトに対して支払うべきシンジケートの最初の応募額25万株（1,500万ドル）の支払期日に関しては、最初の20%は現金で即刻支払い、残額は続く3カ月間に均等分割払いとする。

第5. ニューヨーク・セントラル鉄道は取締役会を改組し、3人の新任取締役のうち、1人をピアポント・モルガンをもって充当し、他の2人を「モルガン家」ともジェイ・グールド関係者とも親交のある著名な実業家ソロン・ハムフリズ（Solon Humphreys）とサイラス・W・フィールド（Cyrus W. Field）をもって充当する。――

ここで特に注目しておかねばならないことは、この金融取引においてニューヨークの銀行家ピアポントが、アメリカの有力鉄道会社、ニューヨーク・セントラル鉄道の取締役に就任したことである。かれは当時やっと40歳になったばかりであったが、この金融取引の成功でウォール街での指導的な鉄道金融業者の地位を確立し、その後15年間、アメリカの鉄道会社に対する金融支援や不採算鉄道の再組織に全力を傾倒することになった⁷³⁾。

このピアポントの地位確立は、これまでJ・S・モルガン商会のたんなるアメリカ代理店に過ぎなかったドレクセル・モルガン商会の投資銀行への雄飛を劃期づける重大な機会となったばかりか、アメリカの鉄道会社のロンドン金融市場との関係を大きく転換させて

ゆく劃期ともなった。

そこで考察対象時期を1880年代に移し、ピアポントが精力的にかかわった「システム・ビルディング」について言及し、その意義と金融操作の意味を確定しておかねばならない。

この時期の鉄道投資の役割は、アメリカ経済史上、いま議論を進めている鉄道建設あるいは再組織に必要な資金調達のみだけでなく、民間投資全般に対しても決定的に重要な意味をもっていた。鉄道建設投資がどれほど大きく関連産業（鉄鋼、石炭、木材、車輛、機械等の諸産業）の発達に貢献したかは論を俟たないが、鉄道によって創出された拡大された国内市場はアメリカの市場構造の変化にも測り知れないほどの重大な意義をもっていたことは、いまさらヨーゼフ・A・シュムペーター（Joseph A. Schumpeter）の「革新の理論」を持ち出すまでもないだろう。

それはこの時期のアメリカ経済発展のいわば決定的ともいってよい起動力を形づくただけではない。景気循環の激変をも導き出す主動因でもあった。1880年代のアメリカ鉄道業における「システム・ビルディング」について語るばあい、われわれはこの事実をしっかりと意識しておかねばならない。第1は、それが、共倒れも辞さない烈しい企業間競争の結果であったという事実である。したがって、第2に、それが、必要なくらいの過剰投資と密接にかかわっていたという事実である。さらに、第3に、それが必ずしも健全とはいえない資金調達方式——「水割り財務」（株式の分割払込制、限界資金の社債による調達や優先株の発行や社債発行を魅力的にするために採用された無償株〔ボーナス株〕の発行、社債の割引発行による現実の払込金を著しく凌駕した額面価格での証券発行）——と結びついていたという事実である⁷⁴⁾。

1880年代のアメリカで進展した鉄道業におけるいわゆる「システム・ビルディング」とは、不毛とも思われる競争戦に勝ちぬくために採用された次のような鉄道戦略、すなわち、軌条幅を統一し、異なった資本家によって建設された種々雑多な弱小鉄道を買収するリリースを受けるかして統合し、生産地と消費地を直結した自立的運輸体系を構築しようとした経営戦略のことをいう。

それは他でもない。現実には南北戦争までに整備されていた「東部」の主要幹線鉄道による、1870年代に新設された「西部」や「南部」のローカルな鉄道網の

吸合の動きとして現実化されたものであった。

カロッシは時代のかかる大きな推移をアメリカ鉄道に対するドレクセル・モルガン商会の企業活動を通じて追いながら、アメリカ鉄道業のロンドン金融市場との関係の変化を明らかにしていった。

同社は、1870年代の連邦債の借換政策への参加においては完全に受動的姿勢を見せたにすぎなかったのに、1880年代の鉄道会社への金融支援においては全く異なった姿勢を示し始めていた。ここで、ピアポントは、金融支援をなす鉄道会社そのものに対しては1870年代以前と同様、金融業者としていまでもなお第3者として対応する立場を堅持し続けたものの、自社の顧客である鉄道債の保有者に向かっては親権者的立場から、かかわりをもった同じ鉄道会社に対して能動的に働きかける姿勢を見せたのであった。

カロッシは、まず、アメリカの鉄道金融業者のなかで、この時期、モルガン=ドレクセル系パートナーシップに匹敵するものが他になかった事実を確認している⁷⁵⁾。ついで、シティーのJ・S・モルガン商会の強力な支援がなければと注釈をつけながらも、この時期アメリカの鉄道金融におけるドレクセル・モルガン商会の主導権の確立を確認し、J・S・モルガン商会が逆に前者の結成したシンジケートのたんなる参加者に過ぎなくなり始めたという、1870年代にはとてもみることの出来なかった主客逆転の様相を認めている⁷⁶⁾。

当時老齢期に入って健康にも恵まれていなかったジュニアスは、女婿のウォルター・H・バーンズ(Walter H. Burns; ピアポントの義兄)をパートナー(1879-1897年)に招き、シティーにおける同商会の業務を一任するようになっていた⁷⁷⁾。そのこともたしかにこの逆転の1つの重要な原因であったろう。しかし、決してそれだけではない。ピアポントとアメリカ経済とのかかわりの決定的な変化が、その主たる原因であったことを否定できる人は誰もいないであろう。

1880年代ピアポントによって手懸けられていた「システム・ビルディング」にかかわる代表的事例は、1つはノーザン・パシフィック鉄道に対するピアポント主導の大々的金融支援の事例であり⁷⁸⁾、いま1つは、大規模な「システム・ビルディング」に伴って生じた係争関係——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あいだでたたかわされたウェスト・ショア&バッファロー鉄道とサウス・ペンシルヴ

ニア鉄道をめぐる有名な係争関係に対するピアポント主導の和解の事例であり⁷⁹⁾、3つ目は、「システム・ビルディング」の結果生じたより激しい競争の除去と、経営の安定化を展開して設立された州際通商鉄道協会(Interstate Commerce Railway Association)である⁸⁰⁾。

われわれは、カロッシの指摘するかかる事例から、南北戦争前後の時期にはアメリカ鉄道側のイニシアティブで提起されていたシティーからの資金調達、1873年恐慌後、とくに1880年代の「システム・ビルディング」の時代に大きく質的变化を示し始めていた事実を知ることが出来る。それは、不足する建設資金をシティーを通じて調達しようとした鉄道会社と、その要求を満足させながら自らも個別的利益を得ようとしたシティーのマーチャント・バンカーとのあいだのそれまでの直接的な顧客関係の揚棄、つまり、かつては、シティーのマーチャント・バンカーの代理店に過ぎなかったニューヨークのプライベート・バンクによるアメリカの鉄道に対する意欲的な経営参加と、かかるプライベート・バンクによる自らの意思に基づくシティーからの資金調達という性格のものへの大きな性格転化といいかえてもよい。このことは、第1に、ニューヨークの代理店そのものの性格変化であり、第2に、そのシティーのマーチャント・バンカーとの関係の性格変化を意味していたことに重大な意義がある。

さて以上の諸事実を踏まえた上で、最後に、ピアポントの携わった1880年代後半の代表的な鉄道再組織の特徴をカロッシによりながら整理しておくことにしよう。ここには1893年恐慌後に一般化した鉄道再組織の原型が示されているばかりか、19世紀から20世紀始めにかけて進展した製造企業統合のさいのモルガンの企業支配の原型が形成されているように思われるからである。

1886年から1890年にかけてドレクセル・モルガン商会は、3つの主要鉄道(フィラデルフィア&レディング鉄道、ボルティモア&オハイオ鉄道、チェサピーク&オハイオ鉄道)の再組織において主幹事銀行の役割を演じただけではない。諸他の投資銀行が主幹事をつとめた半ダース以上の鉄道再組織(クーン・ローブ商会との共同幹事でテキサス&パシフィック鉄道[1886年];スパイヤー商会とハルガーテン商会を主幹事とするヒーストン&テキサス・セントラル鉄道[1887年]など)にも参加した⁸¹⁾。

詳細な叙述はここでは必要ではない。われわれはカロッソによりながら次の諸事実を確認しておけばよい。

第1は、1880年代末のアメリカ鉄道会社再組織のための金融支援で主導権を行使したのがロンドンのJ・S・モルガン商会ではなく、ニューヨークのドレクセル・モルガン商会であったという事実である。

第2はドレクセル・モルガン商会の手懸けたいくつかの鉄道会社再組織の共通目的が、再建（再組織）されるべき鉄道の強力かつ効率的な会社組織への転換にあったという事実である。このことはその運輸サービスに大きく依存していた公衆にとって有益であったばかりではない。同商会の顧客であった投資家（鉄道債券保有者）の資産価値を安全に保つ上にも必要であったからである⁸²⁾。

このことは財務面では、株主の利益よりも債券保有者の利益を保護する政策を採用したことを意味し、業務面では破滅的な過当競争を終らせる政策の採用を意味した。すなわち、不必要な鉄道建設に伴う経費の増加や多くの鉄道に破滅をもたらした、鉄道証券一般に対する投資家の信認をも傷つけるような金融操作に終止符を打つ政策の採用を意味した⁸³⁾。

第3は、再組織にあたってJ・P・モルガンは、幾人かの有力なパートナー、とくに1884年以来ドレクセル・モルガン商会に参加した有能な、チャールズ・コスター（Charles Coster）やジョージ・バウドウィン（George Boudwin）の援助を受け合理的な鉄道再建計画を策定したという事実である。ここでわれわれは、鉄道再建（再組織）がもはや臨時的なものだと理解されず、ドレクセル・モルガン商会において専門的な組織立った業務になり始めた事実を同時に確認しておくべきである。

両人はピアポントと協力し、法律家や会計士や外部の鉄道専門家の助力を仰いで、再建計画策定に抜群の才能を発揮した。そしてこのとき取得したノウハウを、1890年代に、もっと大がかりな鉄道の再組織や製造企業統合の際に応用していった⁸⁴⁾。

第4は、鉄道再建の目処^{のど}がつくまで、倒産再発を防止し、再建計画を正常な軌道に乗せるため、暫定的に、鉄道の議決権を信頼できる人々に受託する一つの機関、すなわち、議決権トラスト（voting trust）を設置したことである。そしてピアポント自身か同商会のパートナーがその構成員になった⁸⁵⁾。

鉄道会社だけでなく製造企業に対するモルガンの支

配が確立する条件がこうして着々と形成されていった事実注目されたい。

ここで、われわれは、ピアポントにとってアメリカ鉄道業は、たんに金融支援の対象、したがって、また、そこから得られる巨額な利益取得の対象以上のものになった事実をはっきりと知るに至った。ピアポントにとっては、それは、いまやまさに合理的に自らによって経営されるべき対象そのものとして意識されるに至ったのである。ドレクセル・モルガン商会の投資銀行としての確立、そして20世紀初めのアメリカ経済界における君臨の条件は、こうしてその確固たる地盤を確立しつつあったといえる。

IV 展望—むすびにかえて

さてわれわれは、本論文で、V・P・カロッソの近著（V.P. Carosso, *The Morgans*, Cambridge, Mass. 1987）を紹介しながら、その前半、すなわち、ジュニアス・スペンサー・モルガンがロンドンのマーチャント・バンカー、ジョージ・ピーボディ商会のジュニア・パートナーとしてシティーの銀行家の仲間入りした19世紀半ばから、1880年代にその息子のジョン・ピアポント・モルガンがアメリカの鉄道金融に成功し、1890年代以降の国際投資銀行へ雄飛する地固めをするまでの時期のモルガン父子の企業活動を跡づけて来た。

この場合、われわれは近年のアメリカ経営史研究の1つの頂点と目される同書を、著者の意図に反しないように配慮しつつ、「アメリカ資本主義とロンドン金融市場」の関係史として紹介して来た。

以下残された紙幅のなかで、1890年代以降の「モルガン家」の企業活動をカロッソの研究によりながら、本論文のテーマと関係づけて展望しつつ「むすび」にかえたいと思う。

何よりも大切なことは、父であり恩師にも相当したジュニアスの死（1890年）であり、同様にまた20数年来のよきパートナー、アンソニー・ドレクセルの死（1893年）である。

この偉大なる2人の盟友をほとんど同時に失ってジョージ・ピアポント・モルガンが最初になさねばならなかったことは、企業組織の改編であった。この「改編」は19世紀末の世界経済の激変のなかで早晩着手されるべき事柄であったから、2人の盟友の死は、ピアポントの事業計画にとっては、決断の時を促すきっかけ

になった事柄であったかも知れない。

1890年11月、ロスチャイルド商会に比肩する地位をもち続けたシティーの有力マーチャント・バンカー、ベアリング商会が倒産した。1880年代に同商会の進めたアルゼンチン向け投資が、1890年に入って同国を失業多発と物価騰貴に起因する政情不安、政権(Miguel Juárez Celmán 政権)崩壊によって完全に支払不能となってしまったからであった。

このベアリング恐慌が一大転期となり、「大不況期」から徐々に進行していた銀行合同運動がイギリスの金融界を本格的に捉えることとなったことはよく知られている。ロイズ(Lloyds Bank)、ミッドランド(Midland Bank)などの地方の株式銀行がロンドンのプライベート・バンクを併合し、ロンドン手形交換所(London Clearing House)に加盟するに至ったばかりではない。保守的なロンドン株式銀行、例えば、ナショナル・プロヴィンシャル(National Provincial Bank)、パークレイズ(Parclays Bank)、ウェストミンスター(Westminster Bank)などの巨大な預金銀行が、19世紀末から地方に進出し、地方の株式銀行、プライベート・バンクを合併し始めたからである。

ベアリング恐慌の影響はイギリスだけではなく、それはアメリカの企業、とくに鉄道会社向けに投資されていたヨーロッパ資本の引揚げという形でアメリカ経済を捉えた。そして、それは1880年代後半から進行していたアメリカの好景気に冷水を浴びせ、やがて直ぐ襲いかかる恐慌(それは1893年に起こった)の到来を告示するほどの不安感を経済界に与えるものであった。

シティーを支配して来たマーチャント・バンカーの一角が揺ぎ始めただけではない。長年育て上げて来た大切な顧客がアメリカ企業向け投資に不安をもち始めたことは、ピアポントにとって自らの営業基盤の動揺以外の何ものでもなかった。

さらにドイツ金融界の不気味な動向も決して看過すべきことではなかった。

ドイツでは17世紀以降フランクフルト(アム・マイン)あるいはハンブルクなどの中世以来の^{メッセ}大市を中心に貨幣取扱業務、外国為替業務、公債発行保証引受業務を通じて活躍して来たプライベートバンキアー(Privatbankier)〔例えば「ロートシルト家」(Das Haus Rothschild)に代表されるそれ〕が、3月革命以後、ドイツ産業革命の提起した新しい要求を積極的

に担おうとして登場した新しい型の銀行(「発行業務」と「正規の銀行業務」を結合したそれ)、例えば、ベルリンを拠点とするドイツ銀行、ディスコント・ゲゼルシャフト、ダルムシュタット銀行、ドレスデン銀行、シャーフハウゼン銀行、ベルリン商業銀行によって圧倒され始めていたばかりではない。普仏戦争後これら新しい型の大銀行がドイツの重工業化を促進する推進者として主役を演じ、「正規の銀行業務」の拡大に力点をおいて資本力を強化したばかりか、旧来の「発行業務」よりもより一層産業企業に対する監督機能を持ち得た当座貸越(交互計算業務による貸付)を採用し、これを通して産業企業の設備投資資金を供給するようになっていた。

ここで一層注目すべきことは、1890年がビスマルク失脚の年であったこと、そしてドイツ帝国は新皇帝ヴィルヘルム2世の親政のもとで政策転換(der neue Kurs)に踏み出す年でもあったということである。すでに1880年代から進められていた上記巨大銀行による海外投資活動の積極化は、火を見るよりも明らかであった。

カロツはこれらの事柄を意識に留めて、新著の後半部分の叙述を展開するのである。その全面的紹介は続篇「アメリカ資本主義と投資銀行」(上)、(下)に譲ることとして、ここでは、2人の盟友亡き後企てられた「企業組織の改編」にだけ言及して、本論文を締めくくっておくことにしよう。

「改編」は、これまでモルガン父子、アンソニー・ドレクセル3者協力パートナーシップとして構成・運営されていた4商会(ロンドンのJ・S・モルガン商会、ニューヨークのドレクセル・モルガン商会、フィラデルフィアのドレクセル商会、パリのドレクセル・ハーゲス商会)の経営において、ピアポントの指導力が貫徹することになったことに最大の特色がある。このことをたんなる遺産相続と理解することがいかに皮相な観方であるかは改めて述べるまでもない。

ロンドンのJ・S・モルガン商会の再組織(ピアポント自身のシニア・パートナーとしての就任)は、ベアリング恐慌後のシティーを中心としたイギリス金融界の激変を思考の射程内に捉えた当然の措置であった。

ニューヨークのドレクセル・モルガン商会のJ・P・モルガン商会としての再組織(ピアポント自身のシニア・パートナーとしての全権力掌握)は、ベアリング恐慌、そしてそれに続いて起こった1893年恐慌後

のアメリカ経済界の動揺を見据えての当然の措置であった。

また、パリのドレクセル・ハーゼス商会の再組織(ピアポント自身のシニア・パートナーとしての就任、モルガン・ハーゼス商会の設立)は、ドイツの台頭によって激変し始めたヨーロッパ大陸での投資活動に対するピアポント自身の積極的な関与を示すものに他ならなかった。

ベアリング恐慌(1890年)から第1次世界大戦開始(1914年)までの世界経済は、よく知られているように、「自由貿易政策」と「金本位制」によって基礎づけられて来た世界経済秩序が地殻変動に見舞われる激変の時代であった。ジョン・ピアポント・モルガンは、この四半世紀の間、この激変に対応し、独自の経営戦略を展開し、自ら未曾有の国際投資銀行家としての地位を確立していった。しかし、かれは結局、世界経済の大きな流れ(イギリス中心の世界からアメリカ中心の世界への転換)がどのような経済的・社会的利害の主導によって展開するかを見通すことが出来なかった。そして、アメリカの「革新主義」運動とその一環として進展する連邦準備制度の設立を展望する新しい利害状況の渦中に呑み込まれて、苦悶の末、1913年、その劇的な一生を終えた。

その生涯は産業革命期のニコラス・ビドルのごとく雄大かつ華麗で貴族的雰囲気さえ漂わせたものであったが、まさにそれゆえに、民主主義を根幹に据えるアメリカの風土とは異質で相容れぬものとなり、結局は、民衆と、新たに起こったアメリカ巨大企業の経済的要求の前に拒否され葬り去られる運命のなかにおかれたのである。

注

- 1) Herbert Feis, *Europe: The World's Banker, 1870-1914*, rep. ed., New York 1961, pp. 5-11.
- 2) 差し当り 楠井敏朗『アメリカ資本主義と民主主義』(多賀出版, 1886年); 鈴木圭介編『アメリカ経済史』Ⅱ(東京大学出版会, 1988年); A・D・チャンドラー〔鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳〕, 『経営者の時代』上, 下(東洋経済新報社, 1979年), 参照.
- 3) それは次の構成をもつ。第5章「国の内外のプライベート・バンキング: 諸機能と組織」(Domestic and Foreign Private Banking: Functions and Organization), 第6章「合衆国政府および諸他の政府の銀行」(Bankers for the United States and other Nations), 第7章「鉄道金融お

よびその他の企業金融」(Railroad and other Corporate Financings, 1870-1890).

- 4) Carosso, *op. cit.*, p. 140.
- 5) *Ibid.*, p. 140.
- 6) *Ibid.* p. 140. または Richard E. Sylla. *The American Capital Market, 1840-1914: A Study of the Effect of Public Policy on Economic Development*, New York 1975, pp. 275-277.
- 7) 業務担当パートナー(active seniors)のアンソニー・ドレクセルは、「ドレクセル家」の3人兄弟のなかで際立った事業能力を有していた。その才能は、当時台頭しつつあった産業企業家、例えばアンドゥルー・カーネギーなどによって高く評価されていた。かれは当時合衆国最大の資金力を有していた銀行家の1人で、保守的でかつ慎重な銀行家であった。他方、ジュニアスは、当時(1871年)、58歳。さきにみた普仏戦争期フランス政府債の取扱業務などを通じ、「シティーにおける成功者」で「実力者」と評価されるようになっていた。またピアポントは父の威光を継いだけでなく自力でもウォール街でその実績を評価される地位にまで達していた。Carosso, *op. cit.*, pp. 141-142.
- 8) Carosso, *ibid.*, pp. 158-159.
- 9) *Ibid.*, p. 144.
- 10) J・S・モルガン商会は、欧米の諸銀行、保険会社、その他の企業から預金を受け入れ、ロンドンの銀行家としてのサービスを行なった。例えば、North American Life Insurance Company; Winslow, Lanier & Company; Bank of Paris; London & San Francisco Bank などである。 *Ibid.*, p. 153.
- 11) J・S・モルガン商会の行なった短期の商業貸付は、通常、60-90日のものであったが、繰り返し更新が出来、2年以上に亘るものが普通であった。これは主としてアメリカの貿易商人、鉄道会社、産業企業、銀行その他、海外で業務を行なっていて、スターリング建の融資を必要としているものに対して行なわれた。融資に際して必要とされる担保は、政府債、鉄道債等の証券、満期までの期間60日の外国為替、倉庫証書などであった。Carosso, *op. cit.*, p.153. ドレクセル・モルガン商会およびドレクセル商会で行なわれた短期商業貸付は、国内の証券購入者のためになされた巨額な貸付、または、資金繰りに困った株式取扱業者に対する融資であった。 *Ibid.*, pp. 153-154.
- 12) *Ibid.*, pp. 155-158. J・S・モルガン商会とドレクセル系3パートナーシップは、そのネットワークを用いて外国為替取引の裁定取引を行なった。
- 13) *Ibid.*, pp. 158-159.
- 14) *Ibid.*, p. 146.
- 15) *Ibid.*
- 16) *Ibid.*
- 17) *Ibid.*, p. 148. カロツンによれば、1870年代を通

してフィラデルフィアのドレクセル商会がニューヨークのドレクセル・モルガン商会の信用供与額を凌駕したのは僅か1度、1873年の最後の9カ月だけであったという。

- 18) *Ibid.*, pp. 147-148. カロッソによれば、1872年12月末から1877年12月までの6カ月にドレクセル・モルガン商会およびドレクセル商会によって振出されたJ・S・モルガン商会宛スターリング建商業手形のうち、総額の年平均26.9%が対英貿易を行なっている商人、ついで24.6%が南米貿易を行なっている商人、15.2%がヨーロッパ大陸向け商人の順となっていた。その他は極東(中国、日本)、オーストラリア、ニュージーランド、インド、セイロン向け貿易商人であった。これらはJ.S. Margan & Co., "Synopsis of Credit", 1871-1877, J.S. Morgan & Co., "List of Principal Constituents & Commissions Record", 1872-1877; *Junius S. Morgan Papers*, Morgan, Grenfell & Co., London, を分析して得られたカロッソの成果である。
- 19) Carosso, *op. cit.*, p. 149.
- 20) *Ibid.*, pp. 149-152.
- 21) *Ibid.*, pp. 159-162. この決定はジュニアスによって提起され、アンソニー・ドレクセルおよびピアポント兩人によって同意されたものである。
- 22) 楠井「アメリカ資本主義とロンドン金融市場」上, 『横浜経営研究』XI/3 (1990年), pp. 28-29, 31, 37注36)を参照。
- 23) Carosso, *op. cit.*, p. 162.
- 24) *Ibid.*
- 25) *Ibid.*, p. 161. カロッソは大略つぎのようなコメントを付記している。「伝統的なマーチャント・バンキング(政府債または企業債の取扱業務を除く)は、とくにロンドンのJ・S・モルガン商会にとって重要な所得源であった。1870年代を通じてたった1度だけ、すなわち、1879年12月末に同商会の手形引受手数料収益(£44,236)が証券勘定に記入された利潤(£71,496)を下回ったに過ぎない。J・S・モルガン商会の手形引受手数料収益は最高額であった£159,527(1871年)から上記の1879年の最低額まで大きく変動したが、同商会はこの事業部門ではたった1度も赤字の年を記録したことはない。これに対して証券勘定はつぎの3年(1871年, 1875年, 1876年)に赤字を記録した。そのうち、1875年には£49,453もの赤字となった」。 *Ibid.*
- フィラデルフィアのドレクセル商会は、貿易金融の手数料収入よりも短期の商業貸付により多くを依存した。パリのドレクセル・ハーゼス商会は、1893年にモルガン・ハーゼス商会に組織替えされるまでは、パリに定住するアメリカ人に対して商業貸付や旅行者向信用状発行の業務を行ない、かつジェネラル・バンキング・サービスを提供した。 *Ibid.*, p. 162.
- 26) カロッソは、本書において自らのテーマに凝集する必要から、ジェイ・クック商会のこの時代の企業活動を詳細に論じることなく、ヘンリエッタ・M・ラーソンのすぐれた研究(Henrietta M. Larson, *Jay Cooke, Private Banker*, Cambridge, Mass. 1936, rep. ed., New York 1968)に委ねている。J・クック商会の研究には、他にEllis Paxson Oberholtzer, *Jay Cooke: Financier of the Civil War*, 2 vols., New York 1907, rep. ed., 1970, がある。ここでは、本論文の文脈を明らかにする必要から、随時、この2つの著作によりながら若干の補足を加えておきたい。
- 27) Larson, *Jay Cooke*, p. 427. また証券の発行保証引受(underwriting)の有無をもってマーチャント・バンカーと近代的投資銀行とを区別しているカロッソによっても、ジェイ・クック商会は、アメリカ最初の投資銀行と評価されている。Carosso, *Investment Banking*, p. 52. [邦訳, 上, p. 83]を参照。
- 28) ジェイ・クック商会は、ニューヨーク、ボストン等の銀行家がチェイス財務長官の戦費調達要請に逡巡しているなか、1億5,000万ドルの緑背紙幣の発行を認めた第1回法貨法(1862年2月25日制定)で、同時に発行を認可された6%利付長期債(通常5-20債と呼ばれた5年据置、償還期限20年の長期債)の売却を全面的に支援し、連邦政府の最も信頼に足る財政家となった。この長期債の売却で、ジェイ・クック商会は、よく知られているように、民衆の愛国心に訴えて今日の戸別訪問販売の先駆ともいべき公債の分売方式を史上はじめて採用し成功をおさめた。用心ぶかい保守的な海港都市の銀行家が尻込みするなかで、数千人もの小規模な銀行家、保険員、あるいは市井の市民などを対象に販売機構を確立した。
- ジェイ・クックは、またその5-20債の売却を通じて国法銀行の設立にも大きく貢献した。国法銀行制度(National Banking System)は、1863年制定の「全国通貨法」(National Currency Act)で成立したが、国法銀行の成立のために払込み資本金のうち $\frac{1}{3}$ がこの5-20債をはじめ表面金利5%以上の利付債で払込むことが出来たこと、国法銀行券の発行がかかる利付債の合衆国財務官(U.S. Treasurer)への預託と引換えに行なわれたこと、さらに国法銀行が連邦政府の財政資金の預託機関になりうるメリットをもっていたことから、5-20債の所有者に対して国法銀行設立への参加を促進したからである。
- ジェイ・クック商会自体、フィラデルフィアではファースト・ナショナル・バンク、ワシントン・D.C.ではファースト・ナショナル・バンク、ニューヨークではフォース・ナショナル・バンクの設立を積極的に推進した。
- 5-20債の売却とならんでジェイ・クック商会は、7-30債(3年償還7.3%の利付債)の販売にも

大きく貢献した。

戦後はインフレの収束を緑背紙幣の回収と短期債の長期債への借換え政策によって進めようとしたマカロック財務長官の政策に協力し、「公債借換法」(1866年制定)による7-30債の5%利付5-20債への借換えに努力したし、戦時中に発行された6%利付5-20債の5%利付5-20債への低利債借換えを推進した。

かくてジェイ・クック商会は、一貫して時の財務長官を支持し、南北戦争期には、連邦政府の戦費調達、「再建期」は倒産するまで連邦債借換えに尽力し、連邦政府の財政家としての地位を築き上げていた。

ジェイ・クック商会の失敗は鉄道金融への深入りにあった。とくに連邦政府=議会から設立認可を受け、公有地払下げの支援を受けた大陸横断鉄道ノーザン・パシフィック鉄道(Northern Pacific R.R.)設立にプロモーターかつアンダーライターの資格で介入したことは、同商会を窮地に追い込む決定的原因となった。シティーのマーチャント・バンカー、ロスチャイルド商会が同鉄道建設のために発行された鉄道債の引受けを拒否したことからジェイ・クック商会は、国内市場で戦時中に成功した民衆に対する分売方式に依存しなければならなくなって失敗。最終的には預金によって調達した短期資金を、長期の建設資金に投入するという危険な道を突走り、支払不能に陥って倒産した。

同商会が戦中・戦後にかけてアメリカの政治経済に重要な影響力をもっていた限り、その影響力は極めて大きく、これがきっかけになって、アメリカ経済は1873年恐慌に陥り、その後長い間不況に追い込まれることになった。

29) Larson, *op. cit.*, p. 428.

30) これらの法律については、A.T. Huntington & R.J. Mawhinney, compl., *Laws of the United States Concerning Money, Banking, and Loans, 1778-1909*, Washington 1910, pp. 201-202, 203-206, を参照されたい。

南北戦争で功労のあったグラント将軍が大統領に就任して最初に署名した法律、「公信用強化法」は、「合衆国の負った全ての債務を鑄貨またはその等価物をもって支払うことを厳かに誓約」したものであった。

この合衆国の負うべき債務のなかには、利付政府債のすべてはもちろん、無利息の政府債たる合衆国紙幣(緑背紙幣)も含まれた。但し、利付政府債であっても、その発行を認可した法律において「合法貨幣(lawful money)または金銀以外の通貨で支払われてもよい」とはっきりと規定された場合は、鑄貨での支払義務は免れた。

「公信用強化法」は、さらにつぎの重要な規定を設けた。すなわち、①合衆国紙幣が保有者の選択で鑄貨への転換を求められることがない場合、

あるいは②償還さるべき当該債券よりも低い金利の利付政府債が鑄貨で額面価格通りに売却されるのでないかぎり、満期に達していない利付政府債の償還も支払いもなさるべきでない、という規定がこれである。——わかり易くいえば、戦時中に発行された利付債の償還には、合衆国紙幣の正貨兌換と政府長期債の低利借換えが前提におかれたとってよからう。

31) これは額面価格50ドルまたはその倍数の政府債で、償還期限10年後に、当該時の標準価格で鑄貨と償還出来、半年毎に鑄貨で利子の支払を受ける政府債であった。

32) Huntington & Mawhinney, compl., *op. cit.*, p. 206.

33) Huntington & Mawhinney, compl., *ibid.*, p. 203.

なお関連して次の事実を指摘しておかねばならない。第1は、連邦債借換えの行なわれた時期と重なって、1866年から1885年までに、国庫には毎年約13億ドル近くの剰余金が積増しされ、連邦債の償還が進んだことである。第2は、この同じ時期に、①国民所得が増大したこと、②公債償還が急速に進展したこと、③海外から巨額の資本導入がなされたことで、市場金利が6%以下にまで低落したことである。このことは連邦債の低利借換えに大きく貢献した。Paul Studenski & Herman E. Krooss, *Financial History of the United States*, New York 1963, pp. 171, 173, を参照。

34) カロッシはこのことについて次のようなエピソードを挙げている。

ピアポント・モルガンはロスチャイルド商会のアメリカ代理店オーガスト・ベルモントとニューヨーク市場で覇権を競っていた。そこでピアポントは、ブリストウ財務長官に4 $\frac{1}{2}$ %の借換政府債発行直前の1876年2月始めに書簡を送り、全力を尽して借換えに協力したい旨申し出るとともに、父ジュニアス宛には、アメリカ市場での借換政府債の取扱いでドレクセル・モルガン商会を対等に取扱うようにベルモント商会に説得して欲しい旨、ロスチャイルドに頼んでみてはくれないかと依頼する手紙を出した。ジュニアスは、これに対して、アメリカ政府債の借換えに際し、ドレクセル・モルガン商会をベルモント商会と同格扱いにして欲しいというピアポントの願望を評価し、支持しながらも、ベルモントを排除することがその目的を達成する最善の策だとするピアポントの考えには疑問を抱いた。過去に実績のあったベルモント商会をロスチャイルド商会が代理店から排除する見込みは殆んどないというのがその最大の原因であった。ジュニアスは、いまの時点ロスチャイルド商会と協力するのがもっとも大切なことだと考えていた。Carosso, *op. cit.*, p. 185. ジュニアスによるロスチャイルド商会重視の別のエピソードは、1878年の4%借換債の発行保証引受時にもみられ

- た. *Ibid.*, p. 195, を参照.
- 35) モートン・ローズ商会については, カロソンの前著 (*Investment Banking in America*, p. 22 [邦訳, 上, pp. 29-30]) を参照.
同商会はもともとウォール街のプライベート・バンク, L・P・モートン商会のパートナーで, J・P・モルガンの義兄弟(ジュニアスの女婿)ウォルター・バーンズがロンドンで設立したマーチャント・バンカー, L・P・モートン・バーンズ商会(L.P. Morton, Burns & Co.)の業務を, L・P・モートンのイギリスのパートナー, ジョン・ローズ(John Rose)が継承して設立したマーチャント・バンカーである. 業務を引継ぐに際し, L・P・モートン・バーンズ商会は, モートン・ローズ商会に改組された. また, ほとんど同時に, ウォール街のL・P・モートン商会も, マサチューセッツ州出身のジョージ・ブリス(George Bliss)をパートナーに加えて補強され, 1869年以来, モートン・ブリス商会(Morton, Bliss & Co.)に改組された. モートン・ローズ商会とモートン・ブリス商会の関係は, さながらJ・S・モルガン商会とドレクセル・モルガン商会の関係に似ていた.
- 36) J・&・W・セリグマン商会(J. & W. Seligman & Co.)については, Carosso, *Investment Banking*, p. 18 [邦訳, 上, pp. 24-25] を参照. 同商会は, 1837年に17歳でアメリカに移住したドイツ系ユダヤ人ジョージフ, セリグマンを中心に7人の兄弟の協力で1862年ロスチャイルド商会を模範してニューヨークで設立されたプライベート・バンクである. フランクフルト(1862年), ロンドン(1864年), パリ, アムステルダム, ベルリン等に次々に支店を開設し, 国際投資銀行へ発展していった.
- 37) ベアリング商会のアメリカの代理店はボストンのキダ・ピーボディ商会(Kidder, Peabody & Co.)であった. Carosso, *Investment Banking*, p. 26 [邦訳, 上, p. 35] を参照.
- 38) Carosso, *The Morgans*, pp. 194-196.
- 39) *Ibid.*, p. 175.
- 40) ストゥデンスキー=クルースによれば, 連邦債は1865年に人口1人当り\$78.25の負担であったが, 1880年には\$37.75と半減した. また人口1人当りの連邦債に対する利子負担は, 1865年には\$4.25であったが, 1880年には\$1.56と低減した. このことは合衆国民衆に課せられた財政負担の著しい軽減を意味した. このことは市場金利がやがて3%以下にまで低落した事実と相俟って特筆しておかねばならない. Studenski & Krooss, *op. cit.*, p. 175.
- 41) カロソンは連邦長期債の借換政策に参加を望んだ銀行には, それぞれ特別の参加理由のあったことを指摘している. ジェイ・クック商会には, 南北戦争期に連邦財政に貢献した主要銀行として, また1860年代末の連邦短期債の長期債への借換えを主導した銀行としての実績があった. J・&・W・セリグマン商会の創設者, ジョージフ・セリグマンには, かれ自身がグラント大統領の友人であり, かつ財政顧問であった上, 大統領の要請でバウトウェル財務長官の借換計画を援けたという実績があった. またL・P・モートンには, ジュニアス・モルガンとともにバウトウェルの1850年代以来の友人であったという事に加え, イギリスのパートナー, ジョン・ローズがカナダ自治領の前財務長官で, 1871年5月に調印されたAlabama Claims Settlementの最終案を交渉したイギリス政府の代表者であったという関係で, グラント政権との結びつきが強かった.
- 42) 対象としてロンドンの7行, パリの2行, アムステルダムの2行, ドイツ, スイスの若干の銀行が選ばれた. うちロンドンの銀行のなかには, アメリカ政府の公式の財政代理機関(agent)であったベアリング商会とN・M・ロスチャイルド商会が含まれたが, これら2商会は利益の少なさ, 成功の見通しの小ささのために参加を拒否した. Carosso, *The Morgans*, pp. 176-177.
- 43) *Ibid.*, p. 177.
- 44) *Ibid.*, pp. 177-178.
- 45) *Ibid.*, p. 178.
- 46) *Ibid.*, p. 179.
- 47) *Ibid.*, p. 179.
- 48) *Ibid.*, p. 179.
- 49) *Ibid.*, p. 179.
- 50) *Ibid.*, p. 179. ここでジェイ・クック商会は, 自行の編成したアメリカの引受グループを代表し, モートン・ブリス商会とドレクセル・モルガン商会は, ロンドンのマーチャント・バンカー(ベアリング商会, J・S・モルガン商会, モートン・ローズ商会, N・M・ロスチャイルド商会)を代表し, 交渉に当たった.
- 51) *Ibid.*, p. 180.
- 52) この借換債の発行保証引受において, ショージフ・セリグマンは自社がN・M・ロスチャイルド商会と対等の取扱いを受けることを要求し, J・P・モルガンはベルモント商会と対等の取扱いを受けるよう要求した. *Ibid.*, pp. 184-185.
- 53) *Ibid.*, pp. 188, 195-196, 198-199.
- 54) *Ibid.*, p. 188.
- 55) Studenski & Krooss, *op. cit.*, p. 175.
- 56) この時代のアメリカの鉄道建設については, 差し当り, 鈴木圭介編『アメリカ経済史』Ⅱ(東京大学出版会, 1988年), pp. 60-70, を参照.
- 57) Carosso, *The Morgans*, p. 219.
- 58) 佐合絃一『企業財務と証券市場——アメリカ株式会社金融の成立』(同文館, 1986年) pp. 4-8.
佐合は, そのなかで J.H. Dunning, *Studies in International Investment*, London 1970; Harvey H. Segal & Matthew Simon, "British Foreign

- Capital Issues, 1865-1895”, *Journal of Economic History*, XXI/4, Dec. 1961; Melville J. Ulmer, *Capital Transformation, Communications, and Public Utilities: Its Formation and Financing*, Princeton, N.J.: Princeton U.P. Press, 1960, によりながら、次の事実を指摘している。①アメリカ国内での純投資額に対するイギリスからの新規投資額の割合は、1861-71年：15.7%，1872-76年：7.8%，1877-81年：-4.4%，1882-86年：6.8%，1887-91年：12.7%，1892-96年：1.6%であった。②1865年から1894年に至る30年間のイギリスの対米証券投資の62.2%は鉄道証券投資であった。③この平均値(62.2%)を、1870-1893年のイギリスの対米投資の純増加額17億8,300万ドルに適用すると、鉄道への推計投資額は11億546万ドル。この推計額を、この期間のアメリカ鉄道業における純資本形成額40億400万ドルと比較すると27.6%に相当する。つまり23年間(1870-1893年)のアメリカ鉄道業への投資額のうち、約27.6%がイギリスからの資本輸入に依存した勘定になる。
- 59) Carosso, *The Morgans*, pp. 220-221.
- 60) *Ibid.*, pp. 219-220; ditto, *Investment Banking*, p. 32. [邦訳, 上, p. 50].
- 61) 詳細は、前出, A・D・チャンドラー, Jr. (鳥羽・小林訳)『経営者の時代』上(東洋経済新報社, 1971年)pp. 258-336, を参照。
- 62) Carosso, *The Morgans*, pp. 221-222.
1870年代を通じて、J・S・モルガン商会は小規模な未完成の鉄道から資金調達支援の要請を幾度も受けたが、その殆んど全てを断ったと、カロソは伝えている。
- 63) *Ibid.*, p. 238.
- 64) *Ibid.*, pp. 257-259. 例えば、後に本文でみるペンシルヴェニア鉄道とニューヨーク・セントラルとの和解、あるいは州際通商鉄道協会設立の動きなどである。
- 65) カロソが挙げている鉄道はつぎの通りである。
① United New Jersey Canal & Railway Company (1871年), ② Baltimore & Ohio, ③ New York Central, ④ Union Pacific, ⑤ Lehigh Valley, ⑥ Chicago & Alton, ⑦ Pullman's Palace Car Company, ⑧ Cairo & Vincennes, ⑨ Illinois & St. Louis Bridge Company である。
なお()内数字は金融支援の年を示している。また⑧, ⑨は再組織金融にかかわったもの。
- 66) 1870年に総額80万ポンドの6%利付スターリング建債、1872年には、同条件のスターリング建債100万ポンド、1873年にも同額同条件のスターリング建債がベアリング商会を通じて発行された。
Carosso, *The Morgans*, pp. 225-226.
- 67) *Ibid.*, p. 226.
- 68) *Ibid.*
- 69) *Ibid.*
- 70) *Ibid.*, pp. 230-231.
- 71) *Ibid.*, p. 231. また Carosso, *Investment Banking*, p. 30. [邦訳, 上, pp. 57-58] を参照。
- 72) ここで「ジェイ・グールドの利益を満足させるため」というのは、ジェイ・グールドが、当時、ニューヨーク・セントラル鉄道に対して貨物輸送を提供していたワバッシュ鉄道の支配権を掌握していたこととかわる。ジェイ・グールドはヴァンダビルトとモルガンとの協定に不満をもち、ヴァンダビルト放出株の販売シンジケートに自らも参加したいと要求し、その目的を達成した。グールドは、ヴァンダビルトがこの要求を容れなければ、ワバッシュ鉄道の東回り貨物輸送をニューヨーク・セントラル鉄道からボルティモア&オハイオ鉄道に切り換えるだけでなく、トレド-デトロイト間のニューヨーク・セントラル鉄道と競合する鉄道を建設すると威嚇した。グールドはピアポイントとともに同鉄道の取締役になって、ハンフリーおよびフィールドと同様、ヴァンダビルト放出株の販売シンジケートの構成員となった。
放出されたニューヨーク・セントラル株の販売シンジケートは、ドレクセル・モルガン商会とJ・S・モルガン商会を主幹事とするもので、シティーのC・J・ハンプロ商会、セリグマン商会の他、合衆国の半ダースのプライベート・バンク等から構成された。そして1880年1月半ばにニューヨークとロンドンで売却され始めた時、シンジケートによって120ドルで買い取られた同鉄道株式は131ドルの値をつけた。その後一時株価低迷した時、シンジケートのなかには脱落組も現われたが、モルガン父子はシンジケート解散の要求を拒否し、むしろ脱落組から未売却株式(107,000株)を買い取るシンジケート(グールドを含む最初の株式応募者のなかから富裕な個人および銀行で構成)を新規に結成し、1880年半ばに最終的に売却を完了した。Carosso, *op. cit.*, pp. 231-232.
- 74) これらの事実については、前掲佐合絃一『企業財務と証券市場』第1部を参照。
- 75) Carosso, *op. cit.*, p. 246.
- 76) *Ibid.*
- 77) *Ibid.*, pp. 246-247.
- 78) *Ibid.*, pp. 249-254.
ノーザン・パシフィック鉄道は、前述したように(注28)), かつてジェイ・クック商会が手懸け、深入りしたことで自ら倒産を招いたことのある鉄道である。ここでドレクセル・モルガン商会による同鉄道に対する金融とは、1873年恐慌後6カ年に再建され、純利益をも計上するに至った同鉄道のあいだに1880年11月末日に調印された契約をさす。これは同商会を主幹事、ウィンズロー・ラニア商会(Winslow, Lanier & Co.)とオーガスト・ベルモント商会を副幹事として結成されたシンジケートによる、発行総額4,000万ドル表面金利6%の鉄道債の発行と販売にかかわる金融業務である。

これがとくに重要な意味をもったのは、ニューヨークで発行された著名な経済誌『コマーシャル・アンド・ファイナンシャル・クロニクル』が指摘したように、それが「合衆国史上最大の鉄道債の取引」であったからである。

それだけではない。われわれにとって興味深いのはこの金融取引が、発行額が1,000万ドル以下ならばシティーのJ・S・モルガン商会の助力がなくとも合衆国内で消化出来る金額だと見積られていたという事実である。最終的にシティーの助力を要請したのは、発行金額が4,000万ドルにまで4倍も増加したからであった。1880年代には、鉄道建設金融のかなりの部分が国内で行なわれるようになっていたというカロソのこの指摘は注目すべきである。

カロソによれば、ノーザン・パシフィック鉄道とドレクセル・モルガン商会との金融的にかかわりはこれに留まるものでなかった。第1は、ノーザン・パシフィック鉄道が完成(1883年10月始め)に向けて急ピッチで建設工事を進めつつあった1882年5月、その建設資金250万ドルの調達のために発行された同額の鉄道債の発行を、上記3商会にドレクセル商会(フィラデルフィア)を加えたシンジケートで達成したこと。第2は、1883年10月、上記3商会を幹事とするシンジケートを通じて、同鉄道の表面利率6%、発行総額1,800万ドルの抵当権つき債権の発行・販売に携ったことである。

後者の目的は、①同鉄道の流動債務の完済、②トンネル、鉄橋の改修費の支払、③追加施設・設備の購入を達成するためであった。

- 79) ニューヨーク・セントラル鉄道もペンシルヴェニア鉄道も、ともにJ・S・モルガン商会およびドレクセル・モルガン商会と密接な利害関係をもっていた。両鉄道ともその資金調達(証券発行によるそれ)を両商会によって支援されていたし、ニューヨーク・セントラル鉄道のばあいは、これに加えてピアポントが同鉄道の取締役であったことによる。他方、モルガン父子にとっては、両鉄道の良識ある健全な経営への関心が自らの顧客、債券保有者に対する責任上不可欠なものと意識された。

ここでの問題は、1885年半ばにおこった両鉄道の鎬を削るシステム・ビルディング競争——破産状態に陥っているが、ニューヨーク・セントラル鉄道と併行して走るウェスト・ショア&バッファロー鉄道に対するペンシルヴェニア鉄道支援と、建設工事中であるがペンシルヴェニア鉄道と併行して走るサウス・ペンシルヴェニア鉄道に対するニューヨーク・セントラル鉄道の支援——が、両鉄道の競争を一層激化させ、それぞれの経営の安全性を脅かし兼ねないという危惧と結びついたものであった。

モルガン父子はこのリスクなシステム・ビル

ディングを両鉄道の平和共存のために回避しようとした。そして最終的解決策として両鉄道に対して、次の提案を受け入れるよう要望した。すなわち、ニューヨーク・セントラル鉄道によるウェスト・ショア&バッファロー鉄道の永久リース、ペンシルヴェニア鉄道によるサウス・ペンシルヴェニア鉄道の買収の提案である。両鉄道ともこの提案を受け入れた。ドレクセル・モルガン商会は、このリースまたは買収にともなって必要とされる資金調達の支援をなした。Carosso, *The Morgans*, pp.254-257.

- 80) 1880年代後半のピアポントの主要な関心は、カロソによれば次ぎの2つの領域に向けられていた。第1は、異なった鉄道間を結ぶ通し鉄道運賃制の確立と維持による幹線鉄道間の協力の推進であり、第2は、倒産した鉄道の再建(再組織)である。ここで州際商業鉄道協会設置の試み(1889年)とは、前者の事柄にかかわる。これは、当時共倒れを招くほどまで激化していた鉄道間競争(運賃引下げ、差別運賃、リベートなどによるそれ)を「協定」によって回避し、これによって鉄道会社の収益を安定させようとする試みである。これと1870年代の鉄道プール形成との根本的な相違は、それが鉄道の経営者から提起されたものでなく、鉄道金融業者たるピアポント・モルガンによって推進されたものであったことである。ピアポントは、2年前に制定された州際通商法を意識し、鉄道の側から、この法的措置に対応しようとした。

1887年に制定された州際通商法(Interstate Commerce Act)は、当時激化しつつあった鉄道会社と民衆との対立を連邦政府の立場から調整しようという目的で制定されたものであった。係争点の最大なものは、鉄道間の競争の結果発生した運賃引下げ、差別運賃、リベートをめぐる民衆からの不満である。特定の大企業には有利な運賃を課す代りに、民衆(農民)に対しては不利な運賃を課す運賃体系の不正に対する不満である。ニューヨーク州議会(1879年)ヘボン委員会(Hepburn Committee of the New York State Legislature)公聴会において明らかにされたスタンダード・オイル社の事例は、両者の対立を公然化さすきっかけをつくった。州際通商法の制定は、各州レベルで起っていた鉄道に対する規制を全国的規模で徹底させようとしたもので、以上見た不正な運賃体系に対する規制の他、鉄道プールに対する規制をも含んでいた。

ここでアメリカにおける鉄道プールの形成とは、ルイビル&ナッシュビル鉄道の上級経営幹部であったアルバート・フィンク(Albert Fink)の提唱(1877年)(東部幹線鉄道協会〔Eastern Trunkline Association〕の設置)以来、鉄道関係者によって何度か試みられ、そのたび失敗を重ねて来た鉄道会社間の協力協定形成をいうが、その目的は、自殺的な運賃切下げ競争の停止と鉄道経営の安定化

