

経済と経営 20-2 (1989. 9)

〈論文〉

ウォール街 初期の証券

森 泉

はじめに

この小論は、私が近年取り組んでいるアメリカ鉄道経営史にかんする考察の、ひとつの副産物である。アメリカでは19世紀以来、他のいかなる国にもまして多様な証券種類が生み出され、それぞれが目一杯に利用されてきたことは、アメリカ研究者のほぼ共通の理解になっていると思われるが、それが初期のまだ未成熟な株式会社からどのように生まれ分化したのか、そこにどういうアメリカ的な特質がこめられているかなどについては、体系だって説いた書物がない。そのことがわからないために、個別の鉄道経営における財務・資本蓄積を調べながら、意義や特徴を知るのに難渋したことがしばしばであった。ふりかえって、的外れの理解に立った記述をしてしまったことにも思いあたる。またそうした不適當な記述は、他の研究者の諸労作にも散見されるのである。個別企業の財務の検討などをつうじて現時点までに到達した理解を整理して供するとともに、なお含まれているであろう誤解についての示教を仰ぎたい、というのが本稿執筆の動機である。

教科書の説くところでは、株式会社の証券は、株式と社債との二種類よりなる。株式は会社の所有権を代表し、利益からの配当が支払われる。株式には普通株と優先株との二種があって、通常前者のみに1株1票の議決権がつ

いている。後者には優先的配当が与えられる。(株式の種類は教科書だけでもさらに多様な分岐をもつが、割愛する。)一方、社債は長期の債務証券であってこれには会社から利子が支払われる。社債は担保付・無担保の区別をはじめ、少なくとも十数種類以上の区分けが可能である。

と、このような理解に立って、19世紀アメリカの代表的株式会社(とくに鉄道)の具体的な財務に入っていくと、随所でわからないことと意想外の出来事につきあたる。まず普通株がしばしばきわめて投機的目的で、現実資産と無関係に発行・利用され、むしろ現実資産の価値を社債が表現しているように感じられることが少なくない。普通株の1株1票の議決権というのも、厳格にこの原理によって会社の議事が決せられるのがいつころからなのか、必ずしもはっきりしない。議決権は普通株のみならず優先株にも付与された例が少なくない。その一方、優先株の配当優先権は、普通株配当のみならず社債利子にたいする優先権でもあると観念される余地をもっていた。これは別の面からいうと、所有権者と債権者の権限、配当と利子の区別などが、不明確なものを多く残していたことを反映している。社債の方の問題でいうと、まず19世紀の証券取引所で社債の取引高が株式をはるかに上回っていた事実をどう理解すればよいのか、的確な説明になかなか行き当たれない。また当初はその社債の多くが株式転換社債だったこと理由は、なおいっそう説明が乏しい。たとえば外国人(とくにイギリス人)投資家がアメリカ鉄道の株式よりも社債を選好したのは彼らが安全・確実な投資を志向したからだとして一般に説明されているが、ではなぜそれが株式転換社債だったのだろうか。これらの事実の納得いく説明は、当時の社債の特有の性格を知るためにも、取引所における支配のしくみを知るうえでも不可欠だと思われる。

このような、証券の種類と性格にかんする詮索が、社会経済史的ないかなる意味をもつのかについて、詳しくは本稿から読み取っていただくしかないが、とりあえずごく大きな論点だけを三つ、挙げておく。第1に、この証券種類・性格にみられるアメリカ的な特性は、公的な資金と鉄道株式会社との

かかわり（いいかえればインフラストラクチャ整備に対する政府の対応の仕方）、およびアメリカに流入するイギリス資本の性格と強い関連性をもっている。第2に、ニューヨーク（ウォール街）が、アメリカ史のなかでどのようないきさつで他の地域経済を押しつけて台頭し、国民経済的統合の要になるのかという問題と、それはかかわっている。第3に、リトル、ドゥルー、フィスク、グールド、ヴァンダビルトらから始まったウォール街の立役者の活躍の場と仕方がどう変わりながら最終的にモルガンら投資銀行が主導するアメリカ独特の資本市場に帰着するかを考察するという、その課題とも関連する。いいかえれば本稿は、そうした問題関心を背後に置きながら、直接にはウォール街初期の証券種類という、かなり特殊な論題に立ち入ってみた研究ノートなのである。

なお、以下の本文における文献の引用は、本稿末尾に一括した文献の番号によって行う。

I

イギリスの証券取引所の歴史研究では、ロンドン取引所と地方取引所との性格の違いや両者の関係をみるのがひとつの重要な論点になっている¹⁾。一方アメリカでは、ニューヨークにおける証券取引の歴史だけで即、アメリカ全体の話としてしまうことが多いようである。少なくとも19世紀中頃までは、ニューヨークとフィラデルフィアとボストンの証券取引所が、互いに競り合いながら、どれもまだ圧倒的な優位に立ってはいなかった。研究者はその事実は知っていながら、しかしおそらく、アメリカではロンドンと地方取引所との間にみられるほどの質的な差異がないという暗黙の理解によって、上の三つの取引所の比較に踏み込まないまま各時代の証券のことを論ずる

1) この論点をめぐる諸説については [51] の、特に第2節を参照。

か、やがて圧倒的な地位につくニューヨークによって最初からアメリカ全体を代表させて論じてきたと考えられる。

だが私見によれば、最初からニューヨーク一本道で説く証券取引の歴史は、かえってニューヨークにおける証券取引の特質をわかりにくくしてしまうところがある。ロンドン＝地方取引所の差異・関連とは違った意味で、アメリカ国民経済の形成途上におけるニューヨーク、フィラデルフィア、ボストンの3取引所の性格と役割の違いを、おさえる必要がある。鉄道経営史を調べながら最近そうした必要を実感したときに、思い出したのがもうかなり以前、1954年に発表されたA. D. Chandlerの一論稿²⁾のことである。当時まだ少壮気鋭だったChandlerらしく、そこでは鉄道金融史のかなり思い切った線引きがおこなわれている。すなわち1837年恐慌まではフィラデルフィアのブロード・ストリートが、1847年恐慌まではボストンのステート・ストリートが、それ以降をニューヨークのウォール・ストリートが、鉄道金融史の主役を担ったとして時代区分され、そうした主役の交代が鉄道金融の性格の変化と密接に関連しているように説かれているのである。

後にも言及するつもりであるが、恐慌を境とする主役の交代という、この線引きは、さすがにやや言い過ぎの感が強い。この区分を、証券全般でなく鉄道証券の歴史にそくしておこなっていることにも問題があるだろう。Chandler自身も、後年この構図を積極的に用いてはいないようである³⁾。

にもかかわらず、上述のような私の関心からいって、この論稿の時代区分は有用な示唆を含んでいるように思われる。19世紀の初頭から中頃までの時期の3取引所の競り合いは、どれが主役と決めかねるようなものであったことも、また3取引所がそれぞれに異なる面で最優位に立つものを持って競走

2) 文献 [8]。

3) 他の研究者による、このChandler論文の引用も、そう頻繁には見られない。最近では [7] の pp. 55-56 が、ボストン取引所とニューヨーク取引所の交替を、この論文によって説いている。

していたことも、むろん軽視できない (Chandler 論文も、それに言及しないわけではない)。だがそのことを十分念頭に置いたうえで、なおかつ Chandler の時期区分を本稿の最初の枠づけとして採用し、いささか違う内容をそこに盛り込んでみたい。証券の種類と性格がどのようにして生まれ変化したかを検討するさいに、恐慌を境とする性格変化や主役交代といった事情を積極的にとりこんでやや大胆なメリハリをつけることが、その意義をつかむのに有効だと考えるからである。

II

そこでまず、1837 年恐慌まで⁴⁾の証券取引を、一応フィラデルフィアを中心におきながら考察しよう。フィラデルフィアが当時、中心に立ったのは、なんとといっても北アメリカ銀行—第 1 合衆国銀行—第 2 合衆国銀行の本拠地として、合衆国全体の金融活動を統括する立場にあったことにもとづく。ウォール街の歴史にかんする今日までほとんど唯一のまとまった本の著者である Robert Sobel も、「1815 年以降に、ロンドンの証券会社はアメリカの証券を買うことに興味を覚えて買い込んだが、その場合、合衆国の金融中心地とみなしたのはフィラデルフィアであってニューヨークではなかった。フィラデルフィアの銀行は他を圧していた。……ニューヨークの銀行も急速に成長しつつあったが、フィラデルフィアの銀行には資産の面でも名声の面でも全然かなわなかった。」⁵⁾と書いている。

だが Sobel はこの記述にすぐ続けて、「しかしながら、両都市間の競争は熾烈をきわめた。連邦債、州債、民間債の発行にさいしては、両方とも入札し

4) 1837 年恐慌に続き、39 年にも金融パニックが生じた。Chandler は境目として 1839 年恐慌とも言っており、本稿で 37 年恐慌というときにはそれだけの幅を持たせてのことである。

5) [45] 邦訳 38 頁。

ようと張り合った。双方の取引所とも、合衆国全土に及ぶリーダーシップを握っているのは当方であると自称した。」とも書いている。この場合、フィラデルフィアの取引所は合衆国の銀行業務の中心地としての立場からニューヨークを凌駕したのだったが、だが当時でも（あるいはそれ以前から）すでに「投機家や相場師の本家はなんといってもニューヨークであった。」⁶⁾ 証券市場の派手な高騰・暴落は、伝統的にニューヨークを舞台として起こった。ニューヨークは常にアメリカ経済圏の西部へ向けての外延化の起点であり、野心家たちの本拠だったのである。このことはつぎの 2 面の意味において留意さるべきであろう。一つは、上述のようにフィラデルフィア優位といっても急成長するニューヨーク特有の性格がすでに合衆国の証券市場を強く特徴づけていたという意味。もう一つには逆に、そのような特徴をもつニューヨークだけから証券市場の形成史を説き起こすのでは、アメリカ資本市場の伝統を過度に投機的なものと解することになりかねないという意味において、である。

そうした留意をしながら、この時期については本稿の主題から三つの論点を立てたい。第 1 に、外国資金への決定的といえるほど高い依存である。1809 年に合衆国銀行の資本 (stock) 1,000 万ドル中の 4 分の 3 が外国人所有だった、1815 年に海外に 3,000 万ドルの連邦債務があった、などと推定されている⁷⁾。そしてこの 1815 年頃（あるいは 20 年代初頭）からあとが、イギリス国債の低利・長期公債化を背景としてイギリス国内に海外証券を求める大量の資金が堆積された時期だとされている⁸⁾。1817 年、ニューヨーク州債がロンドンの取引所に上場されたのを皮切りに、24 年までにペルシルヴェニア、ヴァージニア、ルイジアナの州債がロンドンのリストに載り、28 年までにオ

6) 同上 22 頁。および [36] p. 170.

7) [6] p. 139.

8) *ibid.*, p. 140 [45] 邦訳 38 頁 [35] 邦訳 345~349 頁。

ハイオ州債、30年メリーランド州債と続いて、アメリカの証券発行は州債主体の時代に入る⁹⁾。その州債のうちどの位が海外で所有されていたかについては、確度のほどは不明ながら、1835年末で4分の3、38年で約半分などという推定がある¹⁰⁾。州債発行の目的別分類では、1830-38年発行の35%が銀行創設のため、31%が運河建設、25%が鉄道建設、4%がターンパイク建設といった順であった¹¹⁾。

州債はしたがってアメリカ国外で販売することを最優先にして発行されたものが多く、そうした場合にはスターリング建ての証券発行であった¹²⁾。早くからフィラデルフィア、ボストン、ニューヨークの銀行やエージェントを通じて合衆国公債を引き受けてきたイギリスのマーチャント・バンカーBaringは、1820年代から州債の引受けに進出し¹³⁾、この分野で断然先頭に立った。Rothschildはこれより遅れて1833年からアメリカ証券に手を出し、やはりエージェントをフィラデルフィア、ニューヨークとボルチモアに配してBaringのあとを追うことになる¹⁴⁾。他の商会も続々アメリカに乗り込んできた。Baringをはじめこうした商会のルートを通じてアメリカ証券が引き受けられたときには、証券がロンドン取引所で公開されないまま売買されるのが普通だった。したがってロンドン取引所の記録では、1850年以前のイギリス人投資家の投資対象はほぼ一貫してイギリス公債だったのであって、アメリカ証券の比重はまだほんのわずかである¹⁵⁾。にもかかわらず、30年代のアメリカ州債が海外に向けて飛躍的な進出をはたしたこと、イギリス人投資家に

9) [28] p. 361 footnote 25. [22] p. 500 footnote 31.

10) [49] p. 374.

11) [1] pp. 10-11.

12) [8] p. 248.

13) [22] p. 70.

14) [45] 邦訳 48 頁。

15) [36] pp. 36-37.

とつても、——安定志向の強い金利生活者はともかく、コンソル公債の低い利回りにがまんできずに演外に目を向けるほどの投資家の間では——30年代の海外証券のうちでアメリカ証券が最も選好されたことは疑いえないのである。

そうしたイギリス人投資家がアメリカ証券を選好した理由については、つぎのような説明がみられる。一つには、30年代初頭までの合衆国国債の償還が他のどの国よりも急速・円滑だったために、それがその後のアメリカ証券にたいする金融緩和の効果を生んだ。もう一つに、州債の目的とされている運河、銀行、鉄道などはどれもイギリスが国内で一步早く手掛けて成果をあげたものばかりであって、投資家の目に有望なものと映った、というのである¹⁶⁾。この後者の理由のうちには、つぎのような意味あいも含まれているであろう。海外証券に投資するほどの投資家には、単なる安定・確実の志向ではない、投機の野心がみなぎっているのが当然であるが、彼らにとって投資対象についての「情報」が乏しいことがつねに最大の悩みであった。そういう環境だったからこそ、州政府の保証付きであること、事業として有望であること、有力商会在間に入っていることが極めて大きな拠り所になったのだったし、またやがてそれに土地・不動産の存在という条件が売り手の目玉として加わったのだった。のちに述べる鉄道証券も、そういう条件を身につけて市場化されていくのである。

第2は、株式会社証券の性格である。この時期の株式は、公債とも、あるいは社債とも未分化の性格を濃く残していた。また一方で、先行するイギリス株式会社の証券を模倣しながら、しかしそこにアメリカ的な特性を付与していく過程が始まるのである¹⁷⁾。

16) [6] p. 138, pp. 142-143. ほかに [64] を参照。

17) 1811年にニューヨーク州で株主の有限責任を認めた一般会社法が制定されたが、これが通常、アメリカにおける最初の一般会社法であるとともに、準則主義にもとづく株式会社法として世界最初のものである ([24], [56] 90~91頁)。この後、同様の

当時の株式会社を代表する合衆国銀行の株式は、当然、公債と同質のものと観念されて取引された。とりわけこの株式の市場化には、アメリカ「投資銀行」のパイオニアであり、第2合衆国銀行の総裁ともなった、フィラデルフィアの Nicholas Biddle の役割が大きい。ついで各州で銀行が設立され始めると、州政府の株式引受けが当然のこととなり、それも最初は州の経常収入をもって行われたのが、次第に州債を発行して銀行株を引き受ける方式に移っていく¹⁸⁾。つまり州債が銀行株に証券代位して市場化され、銀行の資本調達に役立ったわけである。運河については、1815-1860年に行われた運河建設費用の70%以上が州債と市債でまかなわれたという推定があるが¹⁹⁾、そうでない部分の運河証券も、後述のようなローカルな引受けを除けば、州債の延長上にあって初めて市場化され得たことは想像に難くない。揺籃期にあった鉄道の場合には、事業としての将来性がはるかに不確実であっただけに、地域によっても、個別の鉄道によっても違いは大きい。だが、私的な資金で作られた初期の3大鉄道ともいべき Camden and Amboy 鉄道, Philadelphia, Wilmington and Baltimore 鉄道, Philadelphia and Reading 鉄道については、スターリング債 (sterling mortgage bond) 発行への依存がきわめて大きかった。これに続いた小規模鉄道も、外部から資金調達する場合、フィラデルフィアに行き、とくに Biddle の銀行に証券発行の仲介を求めるこ

会社法が、1812年オハイオ州、17年コネチカット州、29年マサチューセッツ州というように続いた([16], [32], [48]など)。だがこのニューヨーク州法は、資本金(Capital Stock)が10万ドルを越えてはならないと規定しており、その後ずっと後まで、運河や鉄道のような巨大株式会社の設立とは無関係に運用されたのである。同法にもとづいて設立された製造工業その他の会社は、株式会社といっても partnership の性格が極めて濃厚だったように思われる。おいおい述べるように特許状で設立された鉄道株式会社さえ、株式所有と支配の面では、partnership の性格を残していた時代である。

18) [6] p. 113.

19) [20] p. 270. は70%と計算し、[9] p. 90 は73%と計算している。

とが多かったという²⁰⁾。(当時でも、地元資金による株式の引受けという点では、ボストンを中心とするニューイングランドが他を圧倒的にリードしていた。したがってそれは次節で述べる。)

社債がスターリング建てで発行されたというだけでなく、当時のアメリカ証券は総じてイギリス的な表現を踏襲していた。たとえば今日では株式のことをイギリスでは share といい、アメリカでは stock というと言われるが、1830 年代までの個別の株式会社にかんする記述を見ると、アメリカでも株式は share と表現するのが一般的だったようである。証券取引所を stock exchange と表現するさいの stock とは、会社の株式 (share) 債務 (debt) と政府証券とを総称する広い概念で、広義の「資本」に近い意味である²¹⁾。またイギリスでは stock という言葉を、政府の債務証書を指して用いる(“government stock”) 場合があるが、そういう用いかたは当時アメリカでも一般的だった。後にみるようにニューヨーク州政府などは、とくに大量の state stock を発行し鉄道に与えて、その建設を援助した。これは州債であって州株と訳しては意味がわからなくなる²²⁾。とすると、たとえば合衆国銀行のように、限りなく公企業に近い株式会社の証券である bank stock などが、投資家の観点からみて「銀行株」だったのか銀行の発行するいわば公債だったのかは、そうはっきり割り切ることができないのではないだろうか²³⁾。

20) [8] pp. 252–253.

21) [15] p. 62. [46] pp. 63–64 ほか。[57] 50–51 頁。[58] 28 頁。また Encyclopedia Britanica, 1966 vol. 21 pp. 415–416A

22) 私じしんも先学にならって「州株」という訳語をあてたことがあるが、これは誤訳というべきであろう。しかし、たとえばエリー運河がニューヨーク州事業として行われた、その“stock”も state stock なのであるが、この場合「エリー運河株」と訳出することはゆるされるかどうか、といった問題は残りそうである。

23) 株式には議決権があり、公債にはそれがないという基準は、この場合あまり役に立たない。たとえばハミルトンが作った合衆国銀行では、1株1票の議決権と1人1票の議決権が折衷されて、1人の持株が多数になるほど議決権数の増加が逓減する、そ

R. W. Hidyによると、アメリカで広義の stock 概念から bond が区別されて、stock : bond となってくるのはようやく 1830 年代だという。Hidy は次のような当時の記述を、典拠として引用している。bond は「他の流動債務証券と同様に手から手へと」渡っていくが、stock は「アメリカでは所有者 (proprietor) の名前で登録される。」そのために「stock の売り手は委任状 (? power of attorney) を作成し、州政府が最初に発行した stock 証券 (stock certificates) などと共に、買い手に渡さなければならない。」そして「買い手の名前が州の帳簿に (in the books of the state) 転記されるのが普通である。」²⁴⁾ stock が公債と未分化であるような時期あるいはそういう企業において、stock と区別される bond が、ではどんな性格をもって生みだされ市場化されていったのか、残念ながらそれが窺えるような記述に、私はまだ接したことがない。

たとえばそういう関心をもって、先に挙げた Camden and Amboy, Philadelphia and Reading という、当時の大規模鉄道をみるとしよう。Camden and Amboy は、ロンドンでの社債発行 2 件を含めて 1837 年時点で資本金 150 万ドルにたいし社債 2,888,000 ドルと、早くも社債が株式を大きく上回った。Philadelphia and Reading は早くから株式もロンドンで引き受けられた例外

して 1 人の議決権の上限を 30 とする定めになっていた。その上、外国人は取締役会に入ることができなかった ([57] の、特に第 1 章に詳しい。なお、[46] p. 76 のように「外国人には議決権が与えられなかった」と書いている著述もある)。その後も各州で、かなり後年まで、取締役会のメンバーはその州の居住者でなければならないという規定を特許状に記載しているもの (鉄道を含む) があつた ([1] p. 175)。投資家としての多数派である外国人や他州の人間にとって、株式、社債、公債の実質的な区別は、この面でも曖昧にならざるをえなかったのである。

24) [22] p. 516 footnote 48. イギリスでも、運河建設時代に、普通株をもって資金調達するが、運河完成までは「その普通株に定期的に利子 (interest) を支払わなければならない」といった扱いがされたようである ([2] p. 227)。つまりここでは、あくまで普通株が中心でありながら、だがそれと社債との区別ができていないとみられる。

的鉄道であるが、1844 年の資料で、発行株式 2,010,000 ドル、社債 6,641,000 ドルと、これも社債がはるかに大きい²⁵⁾。1840 年代を通じて、イギリスのエコノミスト誌の証券リストに掲載されたアメリカ鉄道は、この 2 社だけである²⁶⁾。ところでこの両社の社債について、Chandler はそれが（その社債のすべてが、という意味ではないが）、スターリング建てだったこと、mortgage で保証されていたこと、持主の選択で株式に転換できる転換社債 (convertible bond) だったこと、を書いている。そしてこの "long-term convertible mortgage bond" が、19 世紀を通じてアメリカ鉄道社債の標準タイプになっていく、というのである²⁷⁾。

しかしながら、この両社の社債の性格を、今日の意味（あるいは 1850 年代以降の意味）での抵当権付き転換社債と見なしてよいのかどうか、いささかの疑問がある。まずここでの mortgage であるが、アメリカの史家のなかでも A. S. Dewing などは、抵当受戻権喪失 (foreclosure) の権利を備えた今日の意味での mortgage bond は 1840 年代末まで発行されていない、それ以前に発行された類似のものは、たとえば州政府のような特別の貸手にたいする保証（返済できないときは州が鉄道を接収するといった）にすぎず、mortgage の観念は以前からあったとしても mortgage bond の発行にはなっていない、と主張している²⁸⁾。これは解釈の分かれるところであろうが、たしかに幾つかの個別鉄道史を読んだ私の印象でも、Dewing の主張は納得できるところがあるのである。つぎに convertible の方だが、これについても転換社債の嚆矢が 1838 年のメリランド州運河会社だといった主張があるようである²⁹⁾。とすれば、それ以前の convertible 条項なるものは、どういう意味と意義のもの

25) [8] p. 251 footnote 2. [1] p. 10 footnote 43. p. 11 footnote 44.

26) [1] p. 53 [27] p. 376.

27) [8] pp. 250–251.

28) [14] pp. 780–781 また p. 781 の footnote 10.

29) [57] 215 頁の注 22。

だったのか。この点、資料不足で立ち入った検討はできないが、50年代以降に転換社債が発行されるいきさつや性格（後述）と較べてみて、30年代のそれが同じ性質を持つものか、50年代以降への先駆としてつなげてよいものかどうか、即断しかねるのである。

この両鉄道は、当時を代表する鉄道株式会社だ（公債と明確に区別される会社証券発行によってなった大規模鉄道という意味で）とも、例外的な会社だ（公債の装いをとらぬ限り証券の海外発行など及びもつかなかった時代に、その発行を成し遂げた例外中の例外という意味で）とも、どちらにもとれる面があり、鉄道証券の発展段階からしてもこの時期の特性におさまりきれない、やっかいな存在であるように思う。両鉄道の社史に立ち入る機会が今後得られればもう少し解釈が可能かもしれないが、ここのところは不明瞭なままに残さざるをえない。

第3の論点は、Chandlerがこの時期の資金活動に結末をつけたとみる1837年（および1939年）の恐慌が、フィラデルフィア、ボストン、ニューヨークの3証券市場の力関係に、具体的にいかなる作用をなしたかということである。一言でいえば、フィラデルフィアの地位が顕著に後退し、ボストンないしニューヨークが代わって台頭したわけであるが、このフィラデルフィアの証券市場の後退には大きく二つの直接的な要因が考慮されるべきであろう。一つは、第2合衆国銀行にたいするジャクソン大統領の特許更新拒否によりこの銀行が1836年をもって営業を停止したこと、37年恐慌でフィラデルフィア最大の金融勢力たる Biddle の銀行が破産し、ついで全米で1,000をこえる銀行が破産したことによって、フィラデルフィアを頂点におく連邦的規模での金融構造が崩壊したという要因である。しかもそうした崩壊に先立ってすでに1820, 30年代にニューイングランド地方とニューヨーク州で別個の形での銀行業の再編成の動きが進展しつつあった³⁰⁾。もう一つは、この恐慌で

30) [61] の第2章6節。[45] 邦訳66, 71頁。[8] p. 248, p. 254.

証券取引が一般的に収縮したばかりでなく、41年からペンシルヴェニアを皮切りに9州の州債が default (利払いの不履行) や repudiation (元本の返済不能) に陥ったことが、州債を中心としてきた海外資本導入の道を一旦、完全に絶ってしまったという要因である³¹⁾。ヨーロッパにおけるアメリカ証券の評判は史上最低に落ち込み、数年にわたり修復不能の状態が続いた。

III

フィラデルフィアの後退は、即、ニューヨークへと金融・証券活動の重心が替わったことを意味するか。そう解した記述にも少なからず行き当たる。

「第2合衆国銀行の解体と連邦的規模での金融統制の崩壊は、建国以来進められてきた合衆国の資本主義発達にとって決定的に重大な影響を与えた。それはニューヨーク市の経済的利害の下に、金融上の覇権が移ったことを意味する³²⁾。」「このようにウォール街が支配力を集中することとなったが、その主要な原因としては2点があげられる。まず第1に、あの恐慌があつてからフィラデルフィアのブローカーが急速に衰えたことである。……」³³⁾

ところがその一方で、次のような要因を見過ごすわけにいかない。まず、37年恐慌からの証券市場の暴落と収縮で大打撃を被ったのは、ニューヨークのウォール街も同様だったことである。Rothschildのニューヨーク・エージェント J. L. & S. Josephsの破産を皮切りに、金融家・ブローカーの破産が相次いで、「ウォール街は1838年から42年にかけて衰退の一途をたどった。」³⁴⁾ また次の要因はどうか。たしかにフィラデルフィアの金融的な権威は崩壊しただろう。だがこの恐慌をへた1840年代の景気回復過程は、ペンシル

31) [1] pp. 14-15.

32) [61] 324頁。

33) [45] 邦訳71頁。

34) [45] 邦訳67頁。

ヴェニア州における鉄工業の初の本格的発展の過程でもあって、フィラデルフィアは一方でそうした合衆国の石炭・鉄工業地帯をひかえた中心都市としての性格を帯びてくるのである。(実際、40, 50年代以降のペンシルヴェニア州の鉄道建設ラッシュは、この要因に規定されるところが大きい。)

と、このような次第であったから、フィラデルフィアからニューヨークへと金融的主導権が移行する過程のその途中に、ボストンのステート・ストリート主役の1段階があったのだとする、本稿冒頭にみた Chandler のような解釈も生まれる余地があるわけである。綿工業を中心とするニューイングランド産業資本は恐慌をはさんで本格的な発展段階にあり、ニューイングランドの工業力は合衆国のなかで一頭地を抜いていた。そうした産業の発展を地盤にして1840年代にはこの地方で活発な鉄道建設が行われた。ボストンはニューヨークやフィラデルフィアと違って内陸に向けて河川や運河を利用する余地がない地形であるだけに、余計に早くから鉄道に魅かれたともいう³⁵⁾。こうした状況や事情にもとづいて、40年代にボストンは最有力の金融センターにのし上がった。ひと度金融センターの地位に立つと、ニューイングランドだけでなく他地域の鉄道が資金調達の手を求めてボストン取引所にやってくるような風潮が生まれたことも事実である。

しかしそれでもなお、金融・証券活動のセンターが、フィラデルフィア→ボストン→ニューヨークの順に移行したと段階づけするのは、フィラデルフィア→ニューヨークへの移行論に劣らない難点をはらんでいると思われる。実際の問題として、ボストンが他の二つを抑えてはっきり主役の地位についたというのは、言い過ぎであろう。40年代でもたとえば公債などは依然としてもっぱらフィラデルフィア、ニューヨークから発行されており、海外

35) [2]p. 212. ニューイングランドの鉄道という場合、馬が車両を曳く鉄道が市街の通勤交通のあととまでかなりの比重を占めていたようである。1860年代でもなお、蒸気機関車より業績の良かった馬曳き鉄道もあったという ([30] pp. 180-181)。

を含む遠隔地向けの発行は、やはりこの 2 都市がボストンを圧していた。ボストンはアメリカ経済全体の発展趨勢からみて多分に特殊ゾーンの趣を呈していた。フィラデルフィア→ニューヨーク移行の方を採る Sobel などは、ボストンを無視はしないが、次の程度のものとして描いている。「しばらくの間、ボストンのブローカーはこの初期の産業上の巨人と組んでニューヨーク取引所を脅かしたが、ニューヨークは合衆国の金融中心地としての地位を守り抜いた。」³⁶⁾ アメリカ国民経済の形成史上ニューイングランドをどう位置付けるかは本稿の範囲を超える大問題であるから、この程度に止めるとして、以上のような問題があることに留意しながら、なおかつこの節ではボストン取引所を中心において、アメリカ証券の性格に立ち入ってみたい。

ボストン証券取引所(正式の設立は 1827 年であるが、それ以前の取引を含む)の大きな特徴は、鉄道証券の盛況(40 年代後半から)に先立つ時代に、公債、銀行・運河証券に交じって製造工業株を含むかなり多様な証券の取引が行われていたこと、別ないいかたをすると、連邦や各州の証券とともにニューイングランドの地元証券が早くから相当量、取引されていたことである³⁷⁾。そういう環境のなかに、1830 年代から初期鉄道の証券が入って行く。

いうまでもなくこの環境は、合衆国内で突出したニューイングランド工業の発展を基礎として、ニューイングランドに蓄積された資金が投資の主体となって形成されたものである。そのことを反映して、株式会社の資金調達は、公債や社債に頼らず、株式にたいする事業家・一般投資家の応募によって達成される伝統が、早くから育っていた。ポストニアンはしばしば、鉄道業への投資は紡績業への投資と同様の態度で行うべきだとの観点から、他の地域における鉄道金融のありかたを非難した。真の事業の仕方をとるのならば、

36) [45] 邦訳 71 頁。

37) [3] 所収の年次記録 (The Boston Stock Market 1798 to 1871), および [32], [6] p. 149 など。

「かねを分配するより先に得る算段をすべきだし、会社は借金を返すよう、あるいはしなくて済むようにすべきである。」³⁸⁾。マサチューセッツの Western Railroad の株主数は 1838 年時点で 2,331 人を数えたというが³⁹⁾、これは他の地域の鉄道ではとても考えられない数である。ずっとあとの、1857 年恐慌時点にも「mortgage bond は、ニューイングランドと南部諸州の鉄道の資金計画には実質的に入っていなかった。」⁴⁰⁾ ニューヨークを拠点として資金調達する鉄道とは対照的な伝統を維持したわけである。

1840 年代、鉄道建設時代の到来とともに、ニューイングランドの株式会社設立と株式発行による鉄道建設という態様はすべての州にひろがって、運河時代のような州事業との未分化状態が意識的に克服されていく。同時に、ニューイングランド以外の地域の鉄道がボストンで資金調達しようという傾向も強まった⁴¹⁾。

38) [8] p. 256 (これは当時の鉄道経営者の言である)。

39) [45]邦訳 74 頁。しかしこの Western Railroad はまた、1838 年にすでにマサチューセッツ州債 (5%利付スターリング債) 210 万ドル発行による、当時としては破格の金額の州援助を受けた。Baring Brothers & Co. がこの州債を引き受けて販売し、その売上げで同鉄道はイギリスからのレール輸入代金をまかなったのである ([22] p. 261)。マサチューセッツ州政府の鉄道への資金援助は他の州と較べても遜色ないが、しかしまたたとえば [30] の pp. 100 以下, p. 117 などには、殆ど地元の株式引受けで建設された鉄道、開業後の営業成績が上々で高配当を支払った事例も書かれており、やはりその点でニューイングランド的な特性を示している。

40) [14] p. 781 footnote 10. イギリスでは、株式会社特許状のなかに、借入れは授權資本の 3 分の 1, 払込み資本の 2 分の 1 を越えてはならないといった規定が早くから採用され、これが 1836 年に英国議会の議事規則 (standing order) として公式に認定されて、かなり厳格に適用されたようである。アメリカの個別の鉄道特許状にもそうした規定を入れたものが散見されるが、とりわけマサチューセッツ州が借入れ上限を払込み資本額までと限定したのが、最も目立つ例である ([2] p. 215 及びその footnote 47 [44] p. 78)。

41) [6] p. 159 [10] p. 51 [8] pp. 257-259 [2] p. 211.

しかしそうなったときに、ニューイングランドの資本蓄積が夥しい数の、また大規模な鉄道建設、全国的な鉄道建設に資金を提供するほどのものでないことは、明らかである。加えて、1847年恐慌による世界的な資金の逼迫のもとで、ニューイングランドの鉄道も続々社債を発行して、事態をしのぐようにするようになる。また前述のように、州政府が鉄道社債を引き受ける条件として mortgage を社債に付けるといった実務も、頻繁に見られるようになる。だがそれらはむしろ次の段階（次節）の話になってくるので立ち入るのを控え、ここでは、株式の利用に加えられていった工夫、すなわち優先株の登場について見ておきたい。

株式の一部に配当の優先条項をつけることをイギリスでは 1826 年法がすでに認めていたが、それを（アメリカより早く）実施した例があったかどうかは不明という⁴²⁾。アメリカでも優先株がいつから出現したかについて、G. H. Evans, Jr. の研究がでるまでは 1849 年とも、1870 年代ともいわれていたようであるから⁴³⁾、ここでも性格は、そうはっきりしたものでない。Evans によれば、アメリカにおける嚆矢は、1830 年代のメリーランド州において、運河会社と鉄道会社の株式に州政府が応募するかどうかの論戦にあった。当初、応募を求める法案は何度も否決されたが、やがてその法案の中に、州が応募する株式についてだけ特別の優先的な配当を行う条項が盛り込まれた。それも 2 度、3 度ときわどく否決されたあとで 1836 年ようやく五つの運河・鉄道に認められた条件というのは（五つそれぞれ少しずつ違うが）、「会社が全株主に年 6% の配当を行えるようになるまでの期間、州が先に 6% の配当を受け取る（その後は一般株主と同じ条件で配当を受ける）」、「取締役の任命につ

[1] p. 18 footnote 94 によると、1846 初-48 年央のマサチューセッツ州の資本投下額 5,700 万ドルのうち、州外の鉄道建設に 1,200 万ドル、同じく州外の鉄道証券購入に 800 万ドル、州内の鉄道建設に 700 万ドルがあてられた、となっている。

42) [17] p. 49 footnote 20.

43) [17] p. 43 footnote 1.

いても州政府が一定の優先権を持つ」といったものであった⁴⁴⁾。このように優先株は州政府への資金返済の優先性という観念から生じたが、それが40年代の鉄道業で一般株主向けに広がっていく。未完成のまま資金不足に陥った鉄道が増資による資金調達をはかったとき、これまで十分な配当を受けていない旧株主は新規の購入をしぶった。そこで多くの鉄道会社が、一定期間に限って新株に利子 interest を支払うこと、あるいは一定の区間の建設に対応する株式発行に利子を支払うことを約束したのである。したがってそれは一般的、緊急の措置と受け取られるのが普通だった⁴⁵⁾。また殆ど同一の株主が旧株と新優先株の両方を所有しているのだから優先株の高配当も差別的な収益還元にはならない、という理屈が通ったこともあった⁴⁶⁾。こうした優先株は旧株とならんで議決権を持ったのが普通と解せられるが⁴⁷⁾、その一方で優先株は抵当証書 mortgage の1形態とも観念されており、そのことが優先株配当の累積性の根拠となったのだった⁴⁸⁾。mortgage の1形態だとすれば、その配当 (= 利子) は、普通株にたいする優先性ばかりでなく、社債の利払いにたいしても同等ないし優先的な権利をもつという解釈がでてきても不思議でない。そういう解釈がずっと後年まで残っていたことは、次の事実が示す。1861年にエリー鉄道は非保証社債を優先株に「借り換え」たが、その優先株配当を61年以降に発行された社債の利子に先立って支払うべきかどうか、のちに裁判ざたになった。優先株主はかつての社債保有者であっただけに、それ

44) [17] pp. 45-47.

45) [17] p. 51 p. 56 [18] p. 56 イギリスでも類似の実務があったことを本稿の注24でみた。Baskin はここにイギリスにおける優先株の生成を見ている。

46) [17] p. 55 株式をもって鉄道を建設しようという鉄道会社ほど、旧株主に割当て増資させようという意向が強かったようである。後にもふれるが、公衆相手というよりパートナー間の分担という発想が残っているのである ([2] p. 224)。

47) [17] p. 56 [18] p. 61. しかしそのことを明記した会社は多くなかったようである。

48) [17] p. 56.

を当然の権利として要求したのである。この訴訟で、優先株にいう優先とは普通株にたいする優先であって社債にたいするものではない、という合衆国最高裁判決がでるのは、ようやく 1875 年のことなのである⁴⁹⁾。そういう次第であるから、合衆国における今日的な意味での優先株発行がいつ頃からかについて、見解が別れる余地があるのだろう。

IV

1850 年以前の金融市場・資本市場の主導権がどこにあったかについては、議論の分かれる余地があるにしても、50 年代以降、ニューヨークのウォール街が頂点を占めていることに誰も異論はないであろう。ウォール街の勢力が急伸しただけでなく、ボストンとフィラデルフィアが後退した、その理由を Chandler は次のように説明している。ボストンは産業の中心地であっただけに、1847 年恐慌の打撃が深刻で、多数のボストン事業家が倒産し、そして他の地域が不況から脱したあともボストンだけは利子率が異常に高いままで推移した⁵⁰⁾。フィラデルフィアは、40 年代のイギリスの鉄道ブームが去ったあと、イギリスの鉄価格が暴落し、その安い鉄がアメリカに流入して興りつつあったペンシルヴェニア州の鉄工業者に大打撃を与えた、その影響をもろに受けることになったというのである⁵¹⁾。

一方ニューヨークは、すでに触れたように、早くからアメリカの西漸運動の起点たる性格を示し、1825 年に完成したエリー運河の輝かしい成功でその

49) [34] pp. 6-8.

50) [8] p. 260.

51) [8] p. 262. 1840 年代末からのイギリス鉄レールの対米輸出の急増、それとアメリカ国内生産を比較した数値は、[1] p. 26. [62] (3) の 96-99 頁。なお、1848 年以降、イギリスからアメリカへの投資条件の回復がどういう性格のものだったか（それがニューヨークを利したわけであるが）について、[23] p. 153 における要約を参照。

性格と位置を不動のものとした。証券市場も「エリー運河株（ここで株と訳出されている stock は、前にも述べたように州債のことである——森）発行の成功で、ウォール街はフィラデルフィアを抜いて先頭に立つ第1歩を踏み出した。」⁵²⁾ 西部への接続をのぞんでの運河・鉄道の建設で、ニューヨークは政府ぐるみ最も熱心な州であった⁵³⁾（ペンシルヴェニアがそれに次いだといえよう）。とりわけエリー運河をニューヨーク州政府が自ら建設したという実績が、その後の建設における州政府介入の伝統につながった。州保証債の海外への提供でもニューヨークは——ニューイングランド諸州がその方式を拒否していた時代に——先鞭をつけ、また鉄道によってしばしばその州有論が台頭したほどである⁵⁴⁾。

1847年恐慌から後の世界的な景気回復の過程で、アメリカ経済が西部・南部の農業的発展と、その成果を世界市場に編み込むための運輸手段（とりわけ東西を結ぶ長距離幹線鉄道）の形成とにきわだった特性を示したとき、その成果は他のどこよりもニューヨークが享受することになった。かくしてウォール街は、完全に鉄道中心の資本市場として、全国の頂点に聳え立つ存在となったのである。

ニューヨークの証券取引所に集まる資金源泉を、50年代以前のフィラデルフィアやボストンと較べていうと、フィラデルフィアに較べて豊富な国内資金を糾合する構造になっており、一方ボストンに較べて海外資金をはるかに大量に引き寄せる構造になっていることが、明瞭に窺える。国内資金の面では、Astor 家、August Belmont, James G. King, Jacob Little, Van Rensselaer, C. Vanderbilt, Daniel Drew 等々と⁵⁵⁾、フィラデルフィア時代よりは

52) [45] 邦訳 47 頁。

53) [6] pp. 133-134.

54) [40], [19], [20] などに詳しい。また [6] p. 155 p. 159.

55) 1845年に新聞 "Sun" が、ニューヨークで10万ドル以上の資産を持つ個人86人の名簿を作り、その職業・素性を披露した。本稿にひろった他にも、鉄道史におなじみ

るかに多数で層の厚い富裕家族を、ニューヨークは擁し、また生み出していった。そうした固有名詞を列挙する以上に重要なのは、フィラデルフィア中心の金融構造が崩壊したあとに、ニューヨーク中心に形成されてくるコール・ローン市場であろう。全国の諸銀行がニューヨークに預金残高を蓄積し、それがコール・ローンとして証券市場に投下されるという構造、これはフィラデルフィアやボストンではごく部分的にしか発展しなかった、その意味ですぐれてニューヨークに特徴的な資金集中の構造だったのである。ニューヨークになぜ他行預金が集中するようになったのか、それがなぜ証券に投下される性向を持ったのかという問題の検討は、わが国でもすでに相当、立ち入った叙述があるので⁵⁶⁾、そちらに委ねることにしたい。

海外からの資金調達、というよりこの場合、海外へのアメリカ証券の販売で新しく躍進した一つの経路は、1840年代末から急増したイギリス鉄の購入への代金を証券によって支払う仕方であったろう。1853年のある推定は、イギリスからアメリカの州債・鉄道証券に投下されている7,000万ドルのうち約半分がイギリス製レールの代金として受け取ったものだとしている⁵⁷⁾。このレール購入→証券発行というルートが、圧倒的にニューヨークを經由して行われたことは、疑う余地がない。支払いに用いられる証券としては、まだそうした取引が例外的だった40年代までは株式による支払いもあった

の名前が少なからず見られる ([46] pp. 106-108)。

56) [52]88~99頁。[65]34頁。石崎昭彦氏は結論的に、「…コール・ローン市場はニューヨークにおける他行預金の形成→コール利率の低下→コール・ローンの増大→株価騰貴、および他行預金の引出→コール・ローンの回収→利子率高騰→株価暴落という変動を通して展開し、これに伴い鉄道証券市場が急激に膨張した収縮したのである。そしてこの過程において、一方では創業利得および投機利得が投資銀行家や鉄道資本家によって獲得され、他方では鉄道証券が一般投資家層に販売されていった。([52] pp. 98-99)」といい、この市場の発展による鉄道証券の性格規定に言及している。

57) [1] p. 25 イギリス鉄レールとアメリカ証券との結び付きについては [1] の Chapter II に詳しい。また [23] pp. 159-160。

が⁵⁸⁾、50年代からは殆ど社債になったようである。一般的にはむしろ、代金を現金でなく社債で受け取るのを鉄工業者は歓迎しなかったが、現金払いに較べて高い価格が設定されたり鉄の輸出商や金融商會が介入してその証券を販売する道が徐々に開かれることによって、この方式がこれほどの広がりを見せたのだと思われる。とはいっても50年代初頭の時点では、まだ鉄レールの購入代金を直接または（輸出商を通じて）間接的に鉄工業者に渡すケースが殆どで、レール購入とロンドンでの証券発行とを結びつけ得た鉄道はごく少数にすぎなかった⁵⁹⁾。

一方、鉄レール購入と結びついていない純然たる海外証券販売は、1847年恐慌で一旦途絶したあと徐々に再開されたとき、それは当初イギリスよりもむしろヨーロッパ大陸向けであった⁶⁰⁾。1852年3月3日、ロンドンの新聞Timesに載ったPhiladelphia and Reading 鉄道の広告がロンドンにおけるアメリカ鉄道社債広告の最初だというのが⁶¹⁾、同年6月Illinois Central 鉄道証券がロンドンで公募され、これから後イギリスにおけるアメリカ鉄道証券の「ブーム」が展開されることになる⁶²⁾。

当時は、ロンドンで日常的に取引されるようになるアメリカ鉄道証券は、ドル建てで発行され、私的なルートでヨーロッパに渡ったものが主体である。50年代のウォール街がロンドン取引所を上回る力強い成長を見せたのに対応して、イギリス人が金融商會を通じて直接ニューヨークで買い付けたものも少なくない。ロンドンのアメリカ証券ブローカーDaniel Bell and Sonが、1852年から一連のアメリカ鉄道証券の価格週報を発行し始めた⁶³⁾。アメリカ

58) [1] p. 12 p. 19 [68] 27~29頁。

59) [1] p. 46.

60) [1] p. 52.

61) [1] p. 20. この広告はしかしまだ、証券の販売を直接に広告したものでなく、この鉄道の優良性を宣伝したものだということ。

62) [1] p. 52.

63) [1] p. 54.

証券をヨーロッパに移送する夥しい数の商会 (commercial house) が族生したが、またこの動きのなかで、ニューヨークの有力な金融商会とロンドンのマーチャント・バンカーとの連携——J. G. Kings and Sons と Baring Brothers, August Belmont と Rothschilds, Duncan, Sherman and Co. と George Peobody and Co. などなど——が、従来よりはるかに広範でしっかりしたものになってくる⁶⁴⁾。ロンドン市場でのこうしたアメリカ鉄道証券のブーム到来に、イギリスの新聞は当初かなり強い警告を発したが、次第にその声も薄れた⁶⁵⁾。

1853 年 4 月、合衆国上院は、連邦政府財務長官にたいして、同年 6 月 30 日時点に外国で所有されているアメリカ証券の種類別の金額をできるだけ正確に調査し提出せよと求める決議をおこなった。このような決議が行われたことにも、当時のアメリカ証券の海外流出 (= 資本輸入) の急増という新しい事態にたいするアメリカ側の関心が窺える。これをうけて財務長官が提出した報告からの証券種類別金額の一覧表は、今日まで多くの論説で紹介されてきているものなので、ここに再掲することはひかえたい⁶⁶⁾。調査された 244 鉄道会社の株式約 3 億ドルのうち 803 万ドル (2.7%)、社債 1.7 億ドルのうち 4,390 万ドル (25.8%) が外国人による保有となっている、という数値だけを、記しておく。そこに付言すると、調査された鉄道のうち 3 分の 1 の鉄道が海外に証券を出しており、さらにそのうちの半分ほどが 10 万ドル以上海外に出していた。100 万ドル以上の証券を外国人がもっている鉄道会社というのは、まだ 10 社に過ぎなかった⁶⁷⁾。これがいわば、以後 19 世紀末まで展開されるア

64) アメリカ証券は公債しか扱わなかったロンドンの格式たかい 2 大商会 Rothschild と Baring が鉄道証券の引受けを始めたのが、ともに 1852 年である ([23] p. 151 p. 154 p. 168)。

65) [10] p. 60.

66) この報告全体にかんする最も詳細な紹介と検討は [54] である。

67) [1] p. 66.

アメリカ鉄道証券の海外活動の、出発点の状況だったわけである。

V

建設される鉄道の規模が格段に巨大なものになったことと、内外の資金がウォール街に集まる構造ができあがってきたことが、証券の種類と性格をどのように規定したか。一言でいって、その出発点は鉄道によってまことに多様だったようにみえる。

まず株式についてであるが、1840年代、50年代と進むにつれて、運河時代とは違って州債と鉄道証券との未分化状態が克服され、その限りで自前の株式発行で建設資金を調達するというたてまえが、鉄道会社設立の前提となる。ニューイングランドに典型的にみられるように、そうしたたてまえがほぼ実行された鉄道ほど、その株式の有限責任制、1株1票制による議決・支配の実質はあいまいで、地元の名士・金持ちが選ばれて資金計画を主導する性格が強かったようにみえる⁶⁸⁾。ニューイングランドばかりでなく、例えばニューヨークでもエリー運河沿いのかなり開けた一帯に建設された小鉄道——50年代にそれが統合されてニューヨーク・セントラルとなる——などにも、その性格が濃厚である。その一つ Utica & Schenectady Railroad のごときは、設立時（1833年）に地元で発行株に7倍の応募があったという⁶⁹⁾。40、50年代、レールと設備の高度化で鉄道の設備投資規模が格段に増大するにつれて、

68) [15] pp. 222–223 [57] var. pages 「…彼らは、タウン・ミーティングで自治体の役人を選ぶと殆どまったく同じ態度で、取締役を選んだ。ニューイングランドでは、特にそうであった。」 ([10] p. 50) といった記述もある。注 23 で述べたように、取締役会のメンバーをその州の居住者に限るという特許状の規定があったこと、注 46 に見たように、増資に際してはまずもって旧株主に割り当てることを考えたこと、これらも当時の株式が完全にひらかれたものでなかった傍証となろう。

69) [67], [40] p. 4 [2] p. 224.

そうした自己資金中心の鉄道も相次ぐ増資と社債発行を余儀なくされるが、その場合でも、株式はまず地元引受けが追及された。株式の今日的な権利・責任が未確立で地元引受けが主体、そして一方、社債は経営に立ち入らない遠隔地の投資家へ、ということになると、その実質はしばしば合資会社を想像させるようなものでさえあったわけである。

このような過程を通して生まれてくる株式の性格が、当時の鉄道株の一面をなしている。当然予想されるように、そういう性格の強い株式は、ウォール街で選好され活発に取引される種類の株式とはなりにくい。それでも操業時に地元引受けされた株式は徐々にニューヨークに流れ、主として場外市場で取引されるようになっていった。50年代初頭はまだ、ウォール街の鉄道証券は取引会所より場外での取引が圧倒的に多かった頃である⁷⁰⁾。

鉄道完成までの必要資金を予測しそれを株式資本として会社設立したところまでは、どの鉄道にも共通するが、大部分の鉄道で株式の募集は、そう速やかに達成されたわけでない。ようやく全株式に応募があっても、当初払込みは100ドルの額面にたいして5ドル、10ドルという分割払込みのケースが、殆どであった。上にみた Utica & Schenectady のように地元で熱狂的に歓迎された場合でさえ、実は応募者は当初5ドルを払い込んだに過ぎず、その後、取締役会の19回におよぶ払込み要請でようやく全額出資に達したのであった⁷¹⁾。個別鉄道史を読むとそうした事態がむしろ一般的である。その一方、すでに述べたように鉄道の急速な技術革新時代にあって、建設費が当初予想をはるかに上回って増大していった。結果的に、株式に払い込まれた金額の総計は、鉄道建設費のごく一部を充たすにすぎないか、ときには調査費、経常費などで使い果たす事態さえも生ずることになった。いきおいそうした鉄道の株価は額面を大幅に割り込んだ不安定な動きを示す。

70) [45] 邦訳 74 頁。

71) [67] 72~73 頁。

しかも 50 年代は鉄道建設ラッシュで、有望性のレツテルを所構わず張り付けた新株が常に市場に溢れていた。鉄道証券に関心をもつたぐいの人々は殆どむしろ新株を買ったのであって、既発行株の購入は多くなかった⁷²⁾。つまり、市場で取引される証券は操業後に優良な営業成績をあげ着実な配当を実施したような鉄道(ニューイングランド地方をはじめ、そうした鉄道が無かったわけではないが)ではなく、荒々しく拡大を求め不断に証券を発行する鉄道のそれであった。この過程で鉄道株式の投機性は、一挙に加速されたように見える。そして、そういう株式と組み合わされ両者一体で資金調達役割を担うものとして、社債の役割が作られてくるのである。

すでに関説したように、当時から急速に増大してくる鉄道社債は、持主の選択で株式に転換できる転換社債 (convertible bond) を標準タイプとしていた。そうなったいきさつは、次のように理解すべきだろうと思われる⁷³⁾。たてまえか実質上のことかはともかく、どの鉄道も設立時は株式発行による資金調達で路線建設を完成することをうたった。しかしその後の建設費の急騰、株式払込みの遅れなど、いわば当初見積もりの「誤算」の故をもって社債を発行することになる。したがって固定利付きの社債は、建設完了までの緊急・臨時のものとされ、建設が終わり営業が始まれば社債を償還して利潤をすべて株主に還元するのが当然と考えられた⁷⁴⁾。そういう性格とされる限り、イギリスやマサチューセッツの会社法のような、社債の発行量の上限を株式(自己資本)のどこまでとするといった発想(本稿注 40 参照)では扱われなかったのである。と同時に、償還する前に社債保有者が株式への転換を望むなら

72) [45] 邦訳 77 頁 [27] p. 376.

73) [1] pp. 18-19 の footnote 95 pp. 52-53 [10] p. 51 [68] 35 頁 [69]

74) 優先株も同様に緊急・臨時の手段として始まり、経営が軌道に乗れば普通株に戻ることが予定されたことは、第 3 節で見たとおりである。優先株も社債と並んで 1850 年代からそれ自身で永続的な存在になっていくが、鉄道再建期 (re-organization) に社債から優先株への借換えがよく行われたことが特徴的である。[18] p. 59 [10] p. 44.

ば、会社側はいうまでもなく、行政の立場からもこれを拒否すべしという理由はなかった。株式の発行総額は、会社設立時に州議会の特許状で定められるが、次の二つの場合に限り、新たな特許状を得ることなしに発行総額を増やすことができるという慣行が育ち、やがて法制化された。一つは社債からの転換であり、もう一つは他の鉄道を吸収合併してその鉄道の株式と交換する場合である⁷⁵⁾。このいずれも、鉄道の実質資産の増加に対応する株式増加だから、というのがその根拠であった。

社債はこのように、建設完了までの緊急手段であり、換言すると、会社資本といった総合的な表現と区別され具体的に鉄道の固定資産と結び付いていった資金調達手段だった。それを明示するために、これこれの区間のレール敷設のための社債発行というように特定し、そういう区間ごとに別々の社債を発行する例もめずらしくなかった。またイギリスからのレール輸入代金を仲介商社が社債で受け取る方法も、50年代にかなり広まったようである。したがって鉄道社債は mortgage 条項がついている、いないにかかわらず、その背後に実質資産を有していることが共通の認識となった。明瞭に mortgage 条項がついた社債がいつから発行されたかは、上述のように意見が分かれるようだが、いずれにせよそういう先例が規範となって、50年代の鉄道社債は mortgage 条項を持ったものが圧倒的に多くなっていった。これと並行して、すでに見たように株式の多くが大幅額面割れして実質資産と無関係に乱高下する状況が展開されたのだから、株式：社債のそういう面での対照性が目立ってくるのも当然だったわけである。

こうした convertible mortgage bond は、投資家の側からいうと、次のような意味で選好対象になったといえよう。社債を多分に緊急手段として発行

75) ニューヨークでは 1850 年州法が、転換社債発行の結果としての株式増加を合法と認めたようである ([4] p. 154)。また鉄道合同にかんする最初の一般法は 1853 年のインディアナ州法だとの記述があるが (Yale Law Journal vol. 45 1935 p. 109)、新株発行権との関係などはわからない。

している鉄道は、株式のほうに定期の配当などできるはずがなく、建設完了（路線延長計画が次々出された時期だから、実はいつ「完了」するのかわからないのであるが）までは無配といった事態が続き、営業の収益を社債利子のほうに殆ど取られてしまう。株式は額面割れしているばかりでなく、授權資本額にまで達しないでいる会社はしばしば株式を資産購入や社債発行のさいのボーナスのように利用することさえ始めた⁷⁶⁾から、その価値のほどは、遠隔地の投資家には見当のつけようがなかった。その意味で社債は株式に較べて「安定的」な投資対象であり、「確実な収益」を期待できるものだったとってよいであろうが、それはあくまで上のような株式にたいしてということであり、ただちにこれを安定志向第1の、保守的、レントナー的な投資家の対象物のようにイメージするとすれば、まったくの誤りであろう。市場全体の構成からいえば、上の次第からいって、外人投資家に人気があったのは総じて標準より投機的な証券のほうだったという言い方さえできるのである⁷⁷⁾。たとえばイギリスに較べてアメリカの鉄道建設費（マイル当たり）は格段に安かった。そのアメリカの鉄道が操業し営業が軌道に乗ったら資本に対する収益性はイギリスよりずっと良くなるだろう、社債にはそうしたいわば含み資産が込められている、というのが、宣伝文句でもあり、投資家の受取りかたでもあった⁷⁸⁾。この性格は以後、転換条項を持たない社債一般にまで広がり、貫いたように思われる。

したがって、社債選好を「安定的」という面からより「情報」という面に重点をおいて表現する論述にも⁷⁹⁾、聞くべきところがある。つまり、遠隔地の投資家にとって株式の価値にかんする情報があまりに心もとないものだったために、証券の背後にある実質資産を明示できる社債が開発されてきたとい

76) [10] pp. 53-54 [13] p. 203 [2] p. 225.

77) [45] 邦訳 78 頁。

78) [13] p. 202 両国の鉄道建設費の比較は、[68]、[70] を参照。

79) [2] p. 216 [6] p.152.

うわけである。したがって情報が行き渡った鉄道（ペンシルヴェニア鉄道、イリノイ・セントラル鉄道など）では、株式も社債とならんで海外で取引されるようになったのだった。

この「情報」という言葉が占める位置と内容は、イギリス人投資家の場合、ある種の固有性をもっていただようにも思われる。当時の記事によると、フランス人、ドイツ人などはアメリカの西部に展開される鉄道建設を専門家を自ら派遣して調査させたうえで投資する傾向があるが、対照的にイギリス人投資家は、「鉄道システムの合理性を検討したり、インチキ・プロジェクトか価値あるプロジェクトかの判定をするための情報を収集するために自ら乗り込んでくるということが一切なく、……ロンドン市場で……ロンドンの商会から購入するのである。」⁸⁰⁾

このロンドンの商会が、当初、西部の鉄道に消極的でヨーロッパ大陸の投資家に遅れをとったこと、自らの責任で市場にだす証券に、mortgage 条項を備えることを早くから要求した⁸¹⁾ ことなどが、イギリス人投資家を他より保守的に見せる一因になっているといえよう。ロンドン商会のそうしたビヘイビアは、多分に伝統的なものであって、アメリカ証券との関わりの歴史にそくしていえば、各種政府証券の扱いでその原型ができあがったことや⁸²⁾、鉄レールの輸入仲介の延長上に鉄道証券の扱いが開けたことなどを考慮に入れなければならないであろう。その限りでなおかつイギリス人投資家の保守性

80) American Railroad Journal 1852 年 7 月 3 日, 1853 年 6 月 11 日の論説を [1] p. 47 footnote 5, 6 より。

81) [15] p. 200.

82) M. C. Waterman : Investment Banking Functions. 1958. 志村嘉一訳『アメリカの資本市場』（東洋経済新報社 1965 年）では、このイギリス商会の「消極性」の理由を、「おそらくそれまでの合衆国の金融のほとんどが、各種政府——州政府、地方政府、連邦政府等——あるいは免許銀行にかんするものであったという事実によっていると思われる」（邦訳、24 頁）と説明している。

をいうことに敢えて異を称えようとは思わないが、ともあれ当時のアメリカ鉄道債が安定志向の高い投資家の投資対象ではなかったこともまた、ヨーロッパ大陸、イギリス、あるいはアメリカ国内の遠隔地のいずれでもほぼ共通している。連邦政府による鉄道会社への土地贈与（1852年の Illinois Central を嚆矢とする）が mortgage の内容に加わってくると、その社債は投資家の想像力をさらに新しくかきたてることになった。

一方、鉄道会社の側からみると、convertible mortgage bond は、むしろこれまで民間会社が経験したことのない大規模な設備投資の資金調達手段として機能したわけであるが、同時にそうした意味を越えて、特有の利用がされるようになっていった。中でも最大の特徴は、それが特許状の規定の外で株式を自在に発行し活用する手段となったことである。後にも述べるように1850年代以降、ウォール街の歴史に残る大投機戦は、この転換社債の活用ということがなければ起こりえなかったものばかりである。つまり他国に比類ないものとされるアメリカの株式の投機的性格、投機への活用は、株式だけで行われたのではない。転換社債と一体となって初めて生じたのだった。

A. S. Dewing は、E. H. Harriman が Union Pacific 鉄道の建設にあたって抱いた構想を次のように説明している⁸³⁾。転換社債を発行してこれを株式の時価より高く販売し、それで路線を建設する。→それによって鉄道の収益構造が改善されるから株価は上昇する。→そこで投資家は社債から株式に転換し、会社は債務の負担を免れる、というのである。転換社債の多くの発行主体がどれほど自覚的にこうした構想をもっていたか、この構想が実行されたかはともかくとして、転換社債は株式との間でこのようなメカニズムを期待されていたということもできるであろう。これは、アメリカの伝統ともされる水増し株の発行を、事後的に社債発行で実質資産を作って水埋めするメカニズムにほかならなかった。

83) [15] p. 243 footnote の "e".

VI

普通株と転換社債との、以上のような独特の関連を軸にして、1860、70年代と、普通株、優先株、各種社債⁸⁴⁾が出揃い、それぞれに機能し始めたように思われる。各証券の発行高および取引高にかんする合衆国全体の統計は、ごく大まかなものでさえ70年代までは得られないので数値を示すわけにいかないが、一つの見当としていえば、鉄道株と鉄道社債の発行総額はほぼ拮抗し、しかしニューヨーク証券取引所の上場および取引の額では社債が株式を圧倒するという状態が、19世紀を通じて続いたようにみえる⁸⁵⁾。したがって、証券を遠隔地に広く分散している大鉄道ほど総じて社債への依存は株式を上回って大きかったし、とりわけロンドンとニューヨークを結ぶ金融商会の証券業務は、社債が一貫して主力をなした。そうした証券業務から生まれるアメリカの投資銀行が社債より株式にウェイトを移すのは、ようやく1920年代後半になってのことなのである⁸⁶⁾。

社債への投資は、人数・投資額ともにアメリカ国内各地からのものが最大で、それに続いてイギリスから、そのあとにヨーロッパ大陸からの資金ということになる⁸⁷⁾。そのことは疑いえないが、発行社債のうちどれだけが海外投

84) [38]は、鉄道が生み出した社債の種類として、"first," "second"..."consolidated," "general," "unifying," "first and refunding," "adjustment" "income" がそれぞれ前につく mortgage bonds, さらに "collateral trust," "improvement," "prior lien," "debenture," "equipment trust" がつく bonds, そして bond という表現はとらないが、"car trust," "leased line," certificates を挙げ、その生成の道筋を説明している。

85) さまざまの時点の推定値について、[65] 42 頁 [36] p. 195 [43] p. 350 [45] 邦訳 79 頁など。

86) [2] p. 222.

87) [59] 201, 202, 210 頁。

資家によって購入されたかについての総体の数量は、ほとんど見当のつけようがない。たとえばロンドンでアメリカ鉄道社債がどれだけ発行されたかの推定はあり、それだけだと多くの年で10%未満といった数字になってしまうが⁸⁸⁾、これはロンドンでの直接発行分だけであろうから、これがイギリス投資家の投資額だと見るのは著しい過小評価である。すでに述べたように、ニューヨークで発行されまたニューヨーク証券取引所で取引されているものが、バンキング・ハウスやマーチャント・バンカーをつうじて海外に移送されるケースが、1840、50年代にはむしろ普通だったからである。一例として私が見た1875年時点のエリー鉄道株主名簿は、ニューヨークにある国内元帳とロンドンにある海外元帳に分かれているが、前者の中にもきわめて多数の外国居住者名が含まれている⁸⁹⁾。しかもこの名簿は、度重なるエリーの証券操作への非難を受け初めて真の所有者を割り出して作ったもので、エリー鉄道の場合それまで国内元帳の外国株主分は、ニューヨークの金融商会名義になっていた。そうしたことと、当時ウォール街でロンドン—ニューヨークを結ぶ金融商会の活動が及ぼした影響の大きさ、この金融商会のもとに結集した投資家の発言力がアメリカ国内の「遠隔地」に住む投資家の利害まで時に代弁してふるまったことなどを考えに入れると、やはり鉄道証券の性格を論ずるのにイギリス人投資家の存在という要因は、ニューヨークを本拠とするアメリカ人大投資家とならべて中心に置くべきものと思われる。以下にイギリス人投資家として論を進めるとき、それはしばしばウォール街からの「遠隔地」に住む投資家一般と読み替えうる広い意味でもあることに留意されたい。

すでにみたように、1852、3年頃はウォール街が大鉄道の証券を中心として世界大の活動をする、ひとつの画期をなした。しかし R. Sobel は、1857年恐慌が、「アメリカの金融界が衝動的で無作法でそのうえ不謹慎な時代に移っ

88) [59] 202頁 [64] 95頁。

89) [34], [69]

ていく、いわば分岐点であった⁹⁰⁾と、画期をもう少し後においている。また一方、南北戦争終了時（1865 年）からあと、19 世紀末までを「金ぴか時代」と呼んで、あくどい利潤追求と富の誇示、土地・株式への投機や詐欺、金権政治などをもって特徴づけるのが、アメリカ史研究者の通説である。このように、ウォール街が他の追随をゆるさない投機とスキャンダルをはらみながら世界の金融中心地として位置づくのがいつであるかは、必ずしも狭い時点で特定できないし、またその必要もないであろう。

いずれにしても、ヴァンダビルト、ドゥルー、フィスク、グールドら、ウォール街投機戦の立役者を続々輩出するのが、この期間である。たとえばヴァンダビルトは 1854 年にハーレム鉄道の社債を購入したことから鉄道証券に進出し、57 年ハーレムの取締役となり（この時、社債に加えて株式も購入）、そこからさらに多数の鉄道証券に買い向かった。彼は株式を買い占めては価格が上がったところで売りにでるということを繰り返しながら富を増やしたが、しかしそうした投機戦だけに終わることなく、次第に鉄道ネットワークの形成と実質的支配にも野心をもやし、1867 年までにニューヨーク・セントラル鉄道の支配を手に入れる。この過程をみると、株式を購入して大株主としてふるまった例、社債購入によって債権者として強い影響力を発揮した例、社債を株式に転換して持株を増やした例の、どれもがある。実際、個別鉄道史を読むと、取締役会の最大の任務が資金調達にあった当時のことであるから、株式の保有数より資金提供の多寡が大きな発言力となっている例など、いくらかもある。また会社が財務危機に陥ったときには、株主総会をひらくかわりに株主・社債保有者の総会をひらいた例も少なくなかったようである。

ヴァンダビルトが株の買占めで株価を吊り上げ、しかるのち売却して投機利益を得た代表格だとすれば、その対極の代表がドゥルーであろう。ドゥルーの取引所での戦術の核心は、ほぼ一貫して空売りであった。つまり特定の株

90) [45] 邦訳 87 頁。

式を大量に空売りして値の下がったところで買い戻し、利益を得た。したがってこのドゥルーの空売りがヴァンダビルトの買占めによる株価吊上げと同一鉄道でまみえたときには、両者の抗争は食うか食われるかの激烈なものとなり、ウォール街を震撼させた。その最初の例が、1863、4年のハーレム株をめぐる抗争である。このときはドゥルーが敗れて200万ドル以上の損失を蒙り、ハーレムの取締役会からも放逐された。そのドゥルーの勢力の拠点はエリー鉄道であるが、彼はエリー株の空売りでは、買いに回るブローカーの力が強い場合、エリーに貸した資金のかたにとっていた転換社債を株式に代えて、それを市場に提供する戦術をとった。これは1857年恐慌で破産した大ブローカー、Jacob Littleが40年代から利用していた方法だといふ⁹¹⁾。

ウォール街事件史のなかでも最も有名なひとつ、「エリー戦争」の道具だてがやはりこれである。1868年、ニューヨーク・セントラル支配からさらにエリー鉄道支配までもくろんだヴァンダビルトがエリー株に買い向かってきたとき、グールドを長とするエリー執行部は、次から次へと新たな転換社債を発行し、それを直ちに株式に転換して対抗したのである。これによってエリー鉄道の発行株は1867年の2,500万ドルからじつに69年の7,850万ドルまで増加した。この場合の「増資」は資金調達目的よりはるかに支配に必要な株式を手に入れることにあったから、ここでは議決権を有する株式と債権に過ぎない社債との区別が決定的な意味をもつ。にもかかわらずグールドは、その区別が未だ徹底していない法制上の欠陥について、社債発行によって事実上、議決権を手に入れたのであった。ヴァンダビルトは結局敗れて撤退し、転換社債発行の権限をほしいままに活用したグールド陣営の勝利が確定した。

じつは社債のこのような利用にたいしては、ニューヨーク州議会が1861年法で、転換社債発行はあくまで建設目的でなければならず、株式転換そのも

91) [46] p. 102.

のを目的とするような発行は違法と定めていたが、エリー戦争はこの法の無力を実証したのである。また上のような無限の新株の提供にたいして証券取引所は 1868 年、取引所で取引される株式は正式に登録されたものにかぎるといふ決議をおこない、これを守らぬエリー鉄道株の上場を一時拒否した。エリーの例はその意味で突出したものであったが、それがウォール街中枢において突出したものであり、全体の証券取引の性格を濃く反映していることは疑いえないのである。

ところで上の説明では、大量に増発された転換社債がそのままグールドらの手元で株式に転換されたケースばかりのように解釈されかねないが、実際はそうでない。社債の多くはグールド傘下の金融商会やブローカーによってまず一括引き受けられ、国内外で販売された。だがその場合、転換された株式の所有名義を引受商会名のままにしておいた。エリー鉄道の定款によると株主総会の 30 日前まで現実の所有者は名義書き換えを会社に申し出ることができるが、とくに外国人株主はその点での行動力を欠いていた。その意味で外国人株主はグールドの上のような証券操作にとって不可欠な存在だったのである。このしくみがうまく機能するかぎりグールドは自己資金を殆ど使わないで支配権を行使できるわけであり、また実際、それが当時のグールドのやり方だったのである⁹²⁾。

グールドにとっての外国人投資家の効用は、また別のところにもあった。これはエリー鉄道ではない、Cleveland & Pittsburgh, Fort Wayne といった鉄道支配を彼がもくろんだときのこと (1868 年) であるが、彼はこれら鉄道の株式を買いあさるのではなく、株主から委任状を買いあさった。グール

92) これがグールドに限らぬ一般的な投機手段だったことは、[1] pp. 177-178 [13] p. 213. [44] p. 101 [60] 12~13 頁。また [1] の序文 (xi) は、「ロンドン市場はまた、アメリカ証券が登録の書き換え (re-registration) なしに自由に売買されうる方法を案出した。」とあり、それがイギリス人投資家相手の場合だけの特徴のような書き方になっているが、そこまで言い切れるのかどうか、私には確言できない。

ドの伝記を書いた J. Grodinsky によれば、「委任状市場 (proxy market) のことについては立ち入った研究がなされておらず、今日でも十分、知られてはいない。だが 1868 年に委任状の販売は普通のことであり、とくにイギリスでそうであった。グールドは、会社財務の防壁の弱点を探っているうちに、この委任状市場に行きあたったのである⁹³⁾。」という。「委任状市場」などという言葉がどの程度妥当なものか、またイギリスでのそうした慣行がアメリカにとってもイギリス人投資家の行動を特徴づけるものになったかどうか、これだけの叙述では確言できないが、上のケースで売買が行われたのは事実であるし、当時のさまざまな証券操作からいってとりたてて違和感のある記述でもない。一つの示唆として聞いておきたい。

VII

外国人（とりわけイギリス人）投資家は、上の意味でウォール街の投機と支配をめぐる活動にとって不可欠の、多分に独自の存在だったわけであるが、そうした特徴は、投資家側からの、自衛また投資家保護をめざす動きの方にも、固有の性格を持たせることになった。その大きなひとつは金融商会の役割にそのような期待を注入したことであり、もうひとつは証券保有者の組織作りである。

イギリス人投資家が外国人一般のなかで傑出した組織活動をおこなったのは、彼らが上述のようにウォール街相場師の好餌となったこと、彼らが早くからイギリス金融商会を介してまとめやすい投資行動をとっていたこと、などの理由があるであろう。F. E. Hyde はまた、イギリスが 1862 年会社法によって、それまで徐々に育ってきた有限責任制の観念を法制化し、法による権利・責任の規模を整備したことから、次のステップとしてイギリス人の国

93) [21] p. 61.

外企業への投資保護に関心が集まったように描いている⁹⁴⁾。

イギリス人の社債保有者が集まって "bondholders association" などと称する組織を作ることは、イギリスではかなり早く、1827 年の "Spanish Bondholders Committee" あたりから、あったという⁹⁵⁾。アメリカ鉄道については、1850 年代にイリノイ・セントラル鉄道の "London Committee of the Shareholders" (この場合は当時としては例外的に社債でなく株式の所有者である) が嚆矢 (のひとつ) だと、D. R. Adler は書いている。この委員会は、代表者をイリノイ州に派遣して路線と経営を調査させ、その報告にもとづいて投資の続行を決めた。他の鉄道でも、こんなふうに特定の目的をもって委員会を結成したものがあつたが、その目的 (調査報告) を果たすと解散という具合で、すべて短命の組織だった。こうした組織はドイツ人投資家なども作つたが⁹⁶⁾、なんといつてもイギリスで盛況を呈した。アメリカ鉄道へのイギリス人投資の増大と並行して、表現はさまざまだが、証券所有者の会議、保護委員会の結成、取締役会への送り込み、調査団の編成、財務政策への介入の試み、Receivership の要請、更生会社の買い取り、等々が生起し広がっていったのは、けだし必然の流れであつた⁹⁷⁾。1868 年には、「商務省 (Board of Trade) が、取引や利潤の目的でなく公共の目的のために設立される協会 (association) を公式に認可する」という立法化がなされ、ここに個別鉄道の枠を越えて全外国証券保有者を糾合する "Association of Foreign Bondholders" が結成されている⁹⁸⁾。この機関は 1873 年に法人化されて自ら Corporation となり、これまで個別的・当座的組織や金融商会の仲介でおよばなかつた投資家保護をうたつたのであるが、同組織のその後長期の活動を詳述した W. H.

94) [26] p. 201.

95) [28] p. 121. これは南アメリカ諸国への貸付けにかんするものようである。

96) [26] p. 202.

97) [27] p. 379.

98) [26] p. 201.

Wynne, E. M. Borchard の論稿を読んだ限りでは、実際の効果はそれほどのものでなかったようである⁹⁹⁾。ともあれ、公的、私的にこのような証券保有者組織が、特に 1875 年から 95 年にかけてを最盛期にして、イギリスで生まれ活動した。79 年あたりを境に、それらはおしなべて永続的性格を強めたという¹⁰⁰⁾。

こうした組織化がアメリカの鉄道経営におよぼした影響は、むろん鉄道によって一様でないが、D. R. Adler はそれを 3 点に集約している。第 1 に、イギリス人はアメリカ鉄道の拡張・買収に資金面からイエス・ノーの意思表示をし決定力を行使できるようになった。第 2 に、イギリスの支配力が最もよく及んだ部類として、カナダの鉄道と接続するアメリカ鉄道が挙げられる。第 3 に、アメリカ鉄道への圧力は、競合路線の建設をコントロールするとか運賃戦争を止めさせるとかいう場合、モルガンのような銀行商会を通じてよく発揮された¹⁰¹⁾。この第 3 点目の意義については、あとで再度とりあげたい。

Adler の説く 1～3 点は、個別鉄道の次元でおこった変化の集約である。しかし証券保有者組織がいわばブームのように各鉄道につくられ、またイギリス政府公認の全国組織もつくられた、この風潮が、アメリカ鉄道業界全体におよぼした影響というものがさらにあるだろう。それを端的に反映した問題として、私は若干の仮説を含めて、さらに 3 点を加えたい。

その 1 は、一般投資家の配当・利子取得者としての利害が初めて明確な力となったことによって、鉄道業の財務政策に配当・利子政策が強く意識され（それは時に経営や内部留保を犠牲にする配当優遇策だとの批判を、今度は別の面から受ける原因ともなった）¹⁰²⁾、それが新たに多数のレントナー的な投資家を鉄道証券に誘引したことである。その対極にまた、こうした組織化

99) [50]

100) [1] p. 173 [27] p. 380.

101) [1] p. 200.

102) [69] 124, 127 頁。[2] p. 233.

を背景にして、アメリカ鉄道への直接支配を求めるイギリス資本も生み出された¹⁰³⁾。つまりアメリカ鉄道へのイギリス資本のかかわりに、いわば両極分解の趨勢が生ずるわけであるが、それでも後者（直接支配）はあくまで少数あるいは一時の現象で、支配的なものとはなりえなかった。

その2は、鉄道における管財人管理 (receivership) の意味内容の変化とのかかわりである。以下は主として、A. S. Dewing の論稿に依拠した私の理解である。

Dewing は、破産 (bankrupt) した鉄道の再建 (reorganization) の仕方、考え方が歴史的に幾つかの段階をもって変化してきたという。第1の時期は1857年恐慌以前であって、ここでは鉄道破産は他の産業の破産と区別されるような特別のものでない。プロモーターが資金不足で破産するのだから、そのあとはプロモーターが新しい資金手当ができぬ限り事業の継続はない。また当時はまだ社債の抵当 (mortgage) が十分に普及しておらず、その面でも鉄道固有の扱いにはなっていない¹⁰⁴⁾。第2の時期、57年恐慌以後に、鉄道破産はすでに出来あがり操業している企業の破産を主とするようになり、それとともに清算が「再建」を条件とするものになってしまう。裁判所は鉄道の管財人 (receiver) を私的な契約義務を和解・清算させるための受託者としてでなく、鉄道財産の（再建までの）管理者とみなすようになる。ここで生ま

103) [1] pp. 199-200 に、イギリス人の直接支配下に入った鉄道名が列挙されている。そこには名がでていないエリー鉄道が、グールドの支配から1時期、イギリス人の直接支配に入る詳細は、[69]を参照されたい。その過程は、イギリス人がアメリカ鉄道の直接支配に入る具体例として（金融商会の役割や性格も含めて）示唆に富む。

104) [14] pp. 780-781. アメリカにおける産業一般の破産法 (General Bankruptcy Act) は、1800年、1841年、1867年、1898年と4度の改正を通して整備されていった (Richard Hunter, *The Law and Practice in Bankruptcy*. *The Journal of Accountancy* vol. 2 No. 5 Sep. 1906)。鉄道の Receivership, Reorganization にかんする実務と法制は、これとわかれて別の展開を示すのである。

れたのが、支払い不能に陥った債務を優先株や下級社債に転換・借換えする手法であり、そういうかたちで旧債権者は債権カットという強制手術を受けることなしに再建される鉄道に引き継がれていった¹⁰⁵⁾。一般的にこれは社債保有者の存在がいかに大きいものだったか、彼らの利害を最優先しないでは再建がおぼつかなかったかという事情を反映しているであろうが、Dewingはさらに、社債保有者に外国人の比重が相当に高かったこと（彼らが組織力を持っていたこと）、しばしば鉄道社債は州政府が保証し、支払い不能の場合、州が鉄道の売却・買取りに乗り出さねばならなかったという事情を、紹介している¹⁰⁶⁾。第3の時期は、1884年恐慌以後であり、ここでは従来にまして多様な証券種類を動員しての借換え措置がなされたが、同時に、あまりに巨額の社債（固定負債）を削減して再出発するという課題に手をつけざるをえず、したがって再建にあたり社債保有者に一定の犠牲が課されることになった¹⁰⁷⁾。第4の時期は1893年恐慌以後。この時期の鉄道破産は、高度に組織された大鉄道の破産であり、その理由も含めて、もはやイギリス人社債保有者が彼らの利益に固執するのを容認するような再建の方策は不可能となった。モルガン商会ら、アメリカの地に根をおろした金融利権が、いまや再建の方向と方策を主導するようになる。「この、イギリス人社債保有者のマイルドかつ表面だけの再建計画から最後にアメリカ金融家に手になる再建へという変化は、真の意味において、アメリカの再建政策史上の決定的な革新であった。」¹⁰⁸⁾

その3はしたがって、アメリカ自前の金融商会、すなわち投資銀行の生成史への影響ということである。英米資本関係のなかでのベアリング商会のよ

105) [14] pp. 781-784.

106) [14] pp. 790-791. これは Crowell (Yale Review, vol. 7, 1898) からの Dewing の引用である。

107) [14] pp. 784-788.

108) [14] p. 789.

うな存在・活動からモルガン商会のようなそれへの発展，ウォール街におけるドゥルー，グールドのような相場師の活動からやはりモルガンら主導の資本市場への展開は，それ自体大きな研究テーマであって本稿の課題の外にあるが，しかしここで次のことだけはおさえておきたい。モルガン商会のような機関の台頭は，以上のような証券と証券所有者の組織の変化が誘引したものであり，反面また，モルガンのような機関の努力がレントナー的な投資家の掘り起こしと増大にきわめて重要な意味を持ったのだった。鉄道業の建設・運営は元来，「所有」（＝金策）と「経営」（＝鉄道事業の運営）とが分離したものであって，その意味では大株主，大債権者といえども鉄道事業のその日その日の営業に介入するような風潮は最初からなかった。それはイギリス人投資家だけに限ったことではない。また，本稿の各所で述べてきたように，アメリカ鉄道証券というものは株式と社債とを問わず，投資家の立場からは相当に投機的な証券だったのであって，最初から保守的・安定志向第1の資本家の対象となるようなものでなかった。しかしそれが徐々に変わって行くのである。その変化の究極に，投資銀行を頂点とする支配機構，冒険的な投機家から保守的投資家までの幾重にも厚い出資者の層，それに対応する多様な証券種類という，ウォール街の特質が築かれるのである。

む す び

鉄道業は，アメリカ資本主義成立史上における最重要産業である。それは国民経済形成の前提，かなめであり，産業構造の基幹であり，支配資本家輩出の源泉であり，英米資本関係の規模と質を決める中枢の産業であった。19世紀の鉄道業はどの国でも重要な大産業なのであるが，これほどの意義は殆どアメリカ資本主義に独自のものだといってよい。しかもこの産業を，あくまで私的な企業の形態で作りに，育て，なおかつキイ産業として如上の役割を担わせようというのが，アメリカの基本姿勢だった。ヨーロッパにとって所

詮まだ可能性を提示しているにすぎない巨大な田舎アメリカの、ヨーロッパに遠く及ばぬ蓄積水準のもとで、ヨーロッパ諸国の総計を上回るほどの大鉄道建設を、私企業の手で達成しようというこの姿勢は、客観的にみれば無謀としかいいようのないものである。しかもそれは、ついに最後まで追求され、実行された。だが実際には、公的な資金がさまざまな形式をとって鉄道企業に入り込んだこと、外国とりわけイギリスからの資本輸入に頼ったことの二つが、鉄道企業の存立に決定的な意味を持ったのである。アメリカは鉄道業によって、世界でも早くから株式会社が普及したが、その株式会社の成立、存立の条件がそのようなものであった。したがって株式会社とともに生成した各種の会社証券も、またそれを取引する仕方も、出発点からこの条件によってアメリカ独特の性格を示すこととなった。その独特の性格が、ウォール街の特質を決め、やがてアメリカ金融資本の特質の源流となる。本稿はそういう見通しを背後において書かれた。

(1989年9月27日 攔筆)

引用・参考文献

- [1] Adler, D. R. : British Investment in American Railways 1834-1898
(University Press of Virginia 1970)
- [2] Baskin, J. B. : The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914
(Business History Review vol. 62 1988)
- [3] The Boston Stock Exchange (Arno Press reprint 1975)
- [4] Browder, C : The Money Game in Old New York
(University Press of Kentucky 1986)
- [5] Burgess, G. H. and Kennedy M. C : Centennial History of the Pennsylvania Railroad
(Philadelphia Penn. Railroad 1949)
- [6] Callender, G. S. : The Early Transportation and Banking Enterprises of the States in Relation to the Growth of Corporations
(Quarterly Journal of Economics vol. XVII 1961)

- [7] Carosso, V. P. : The Morgans, Private International Bankers 1854–1913
(Harvard University Press 1987)
- [8] Chandler, Jr. A. D. : Patterns of American Railroad Finance, 1830–50
(Business History Review vol. 28 1954)
- [9] Chandler, Jr. A. D. : The Visible Hand, The Managerial Revolution in
American Business (Harvard University Press 1977)
鳥羽・小林訳『経営者の時代』東洋経済新報社 1979 年
- [10] Chandler, Jr. A. D. (ed.) : The Railroads, the Nation's First Big Business
(Harcourt, Brace & World, 1965)
- [11] Clews, H. : Twenty-Eight Years in Wall Street
(Irving Publishing Co. 1888)
- [12] Cootner, P. H. : The Role of the Railroads in the United States Economic
Growth (Journal of Economic History vol. 23 1963)
- [13] Currie, A. W. : British Attitudes Toward Investment in North American
Railroads (Business History Review Summer 1960)
- [14] Dewing, A. S. : The Theory of Railroad Reorganization
(American Economic Review vol. VIII 1918)
- [15] Dewing, A. S. : Financial Policy of Corporations
(Fourth Edition 1941, The Ronald Press Company, NY)
- [16] Eilert, J. W. : Illinois Business Incorporations, 1816–1869
(Business History Review vol. XXXVII 1963)
- [17] Evans, Jr G. H. : The Early History of Preferred Stock in the United States
(The American Economic Review vol. XIX 1929)
- [18] Evans, Jr G. H. : Preferred Stock in the United States, 1850–1878
(The American Economic Review vol. XXI 1931)
- [19] Federal Coordinator of Transportation : Public Aids to Transportation, vol. II
Aids to Railroads and Related Subjects
(U. S. Government Printing Office 1938)
- [20] Goodrich, C. : Government Promotion of American Canals and Railroads,
1800–1890 (Columbia University Press 1960)
- [21] Grodinsky, J. : Jay Gould, His Business Career, 1867–1892
(University of Pennsylvania 1957)

- [22] Hidy, R. W. : The House of Baring in American Trade and Finance 1763–1861 (Russell & Russell NY 1949 reissued, 1970)
- [23] Hidy, R. W. & Hidy M. E : Anglo-American Merchant Bankers and the Railroads of the Old Northwest 1840–1860 (Business History Review vol. 34 1960)
- [24] Howard, S. E. : Stockholders' Liability under the New York Act of March 22, 1811 (The Journal of Political Economy vol. XLVI 1938)
- [25] Hull, W. H. (ed.) : Bonds as Investment Securities (Philadelphia 1907 未入手)
- [26] Hyde, F. E. : British Capital and American Enterprise in the North-West (The Economic History Review vol. VI 1935–1936)
- [27] Jenks, L. H. : Britain and American Railway Development (Journal of Economic History Fall 1951)
- [28] Jenks, L. H. : The Migration of British Capital to 1875 (Alfred A. Knoph 1927)
- [29] Johnson, A. M. and B. E. Supple : Boston Capitalist and Western Railroads (Alfred A. Knoph 1927)
- [30] Kennedy, C. J. : The Eastern Rail-road Company to 1855 (Business History Review vol. 31 1957)
- [31] Kennedy, C. J. : The Eastern Rail-road Company, 1855–1884 (Business History Review vol. 31 1957)
- [32] Kessler, W. C. : Incorporation in New England ; A Statistical Study, 1800–1875 (The Journal of Economic History vol. VIII 1948)
- [33] Lane, W. J. : Commodore Vanderbilt, an Epic of the Steam Age (Alfred A Knoph 1942)
- [34] Livingston, J. : The Erie Railway ; Its History and Management (Report for Stockholders 1875)
- [35] Mathias, P. : The First Industrial Nation (Second Edition 1983)
小松芳喬監訳『最初の工業国家』(日本評論社 1988年)
- [36] Michie, R. C. : The London and New York Stock Exchanges 1850–1914 (Allen & Unwin, London 1987)

- [37] Miller, W. : A Note on the History of Business Corporations in Pennsylvania, 1800—1860
(The Quarterly Journal of Economics vol. LV 1941)
- [38] Mitchell, T. W. : Types of Railway Mortgages
(The Journal of Accountancy vol.1, No. 5 1906)
- [39] Mitchell, T. W. : The Collateral Trust Mortgage Railway Finance
(Quarterly Journal of Economics May, 1906)
- [40] Pierce, H. H. : Railroads of New York, A Study of Government Aid 1826—1875
(Harvard University Press 1953)
- [41] Pratt, S. S. : The Work of Wall Street
(D. Appleton and Co., NY 1928)
- [42] Redlich, F. : The Molding of American Banking, Men and Ideas
(Hafner Publishing Co. 1951)
- [43] Ringwalt, J. L. : Development of Transportation system in the U. S.
(1888 Johnson reprint Office, 1966)
- [44] Skinner, T. : British Investments in American Railway Securities
(Journal of the Institute of Bankers, vol. IX Feb. 1888)
- [45] Sobel, R. : The Big Board, A History of the NY Stock Market
(Free Press NY 1965) 安川七郎訳『ウォール街二百年』東洋経済新報社 1970 年
- [46] Stedman, E. C. (ed.) : The New York Stock Exchange
(1905 Greenwood Press NY reprint 1969)
- [47] Stickney, A. : The Erie Railway and the English stock
(American Law Review 6, Jan. 1872)
- [48] Stoke, H. W. : Economic Influences upon the Corporation Laws of New Jersey
(The Journal of Political Economy vol. XXXVIII 1930)
- [49] Taylor, G. : The Transportation Revolution 1815—1890
(The Journal of Political Economy vol. XXXVIII 1930)
- [50] Wynne, W. H. & E. M. Borchard : Foreign Bondholders Protective Organizations
(Yale Law Journal vol. XLIII 1933—1934)
- [51] 飯田 隆 「イギリスにおける産業証券流通の展開, 1890—1910 年」

- (「社会科学研究」39巻3号 1987年10月)
- [52] 石崎昭彦『アメリカ金融資本の成立』 (東大出版会 1962年)
- [53] 入江節次郎「第2合衆国銀行創立に際してのヨーロッパからの資本導入」
(同志社大学「経済学論集」36巻3・4号 1985年11月)
- [54] 入江節次郎「アメリカ合衆国の証券類に投下されていた外国資本—1853年6月30日現在—」(同志社大学「経済学論集」37巻1・2号 1986年3月)
- [55] 入江節次郎「アメリカ合衆国における州債と発行とヨーロッパの金融市場への依存」
(同志社大学「経済学論集」38巻3号 1987年3月)
- [56] 大隅健一郎『株式会社法変遷論』 (有斐閣 1953年)
- [57] 小山賢一『アメリカ株式会社法形成史』 (商事法務研究会 1981年)
- [58] 小山賢一「初期米国の株主の議決権(2)」
(大阪経大論集 第97号 1974年)
- [59] 喜多川善久「イギリスの対アメリカ鉄道投資 1830年代~1880年代」
(同志社大学「経済学論叢」32巻1・2号 1975年3月)
- [60] 佐合紘一『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)
- [61] 鈴木圭介編『アメリカ経済史』(楠井敏朗稿の部分) (東大出版会 1972年)
- [62] 鈴木圭介・中西弘次「アメリカ資本主義の発展と鉄道業(1~3)」
(「社会科学研究」22巻4号~23巻2号 1971年)
- [63] 玉村和彦「鉄道会社の資金調達」 (同志社商学 21巻1号 1969年)
- [64] 角山 栄「19世紀イギリスの資本輸出と各国における鉄道建設」
(和歌山大学「経済理論」第127~31号 1972年11月)
- [65] 松井和夫「米国証券市場の発展史」 (証券経済84号 1966年8月)
- [66] 森 泉「ペンシルヴェニア鉄道会社における資本蓄積の展開」
(北大「経済学研究」17巻4号 1967年12月)
- [67] 森 泉「ニューヨーク・セントラル鉄道会社の成立」
(北大「経済学研究」29巻3号 1979年8月)
- [68] 森 泉「ニューヨーク・エリー鉄道の建設」
(北大「経済学研究」38巻4号 1989年3月)
- [69] 森 泉「エリー鉄道とウォール街」
(札幌大学「経済と経営」20巻1号 1989年6月)
- [70] 湯沢 威『イギリス鉄道経営史』 (日本経済評論社 1988年)