

経済と経営 22-4 (1992. 3)

## 〈研究ノート〉

# モルガン商会の経営史（下）

森 杲

## 11. 鉄道再建（1）1880 年代

「1880 年代には、アメリカ史上他のいかなる 10 年間にみられたよりも多いマイル数の路線が敷設されたが、次の 1890 年代には、それ以前と以後のどの 10 年間よりも多数のマイル数が破産した。」<sup>119)</sup> これを反映して通常アメリカ鉄道史は、1880 年代がシステム建設の時代、1890 年代が大鉄道の破産と再建 (reorganization) の時代というふうに区別される。モルガン商会の大鉄道とのかかわり方もこの区別にほぼ対応しているといえる。したがって本節で述べる 1880 年代（後半）の鉄道再建へのかかわりは、90 年代の本格的なそれへのいわば前史をなすにすぎない。しかしこの前史における個々の具体的な経緯から生まれた再建方式が、次の時代のモルガン流の再建方式さらにまたモルガンの鉄道支配の特徴につながるという意味で、80 年代への一応の考察が必要と思われる。モルガンがそもそもどのような意図と経緯で鉄道再建にかかわり始めたのか、その代表的な事例<sup>120)</sup>を本節でみておこう。

---

119) A. D. Chandler, Jr., *The Visible Hand : The Managerial Revolution in American Business* (Harvard University Press 1977), 鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳『経営者の時代』東洋経済新報社 1979 年、上巻 262 頁。

120) V. P. Carosso, *The Morgans : Private International Bankers 1854-1913*

① フィラデルフィア・レディング鉄道 (Philadelphia & Reading Railroad)。モルガンによる 80 年代の再建金融のなかで最も重要なのがこの鉄道である。フィラデルフィア・レディング鉄道会社はペンシルヴェニア州東部の石炭を運ぶことを主目的にフィラデルフィア商人の主導で 1833 年に設立された。その役割の重要性に着目したイギリス人投資家は、アメリカ諸鉄道のなかでも最も早くから同鉄道を投資対象に選んできた。イギリス人の社債保有者委員会が早くから結成されて鉄道経営を監視する体制が作られた。だが一方、1869 年に社長になった F. B. Gowen の指揮下この鉄道は合同＝買収を主体にした積極的拡張策をとり、あげく 1880 年に最初の破産を体験する。Gowen はいったん退いたが W. H. ヴァンダビルトに接近して彼に大量のレディング株を買わせ (81 年 10 月)、そのヴァンダビルトの支持などで 82 年、再建会社の社長に復帰した。この間イギリス人投資家の多数派は Gowen を支持したが、イギリスの金融商会 McCalmont Brothers に結集した Gowen 反対派も頑強に抵抗し、再建の道は容易にひらけなかった。この 82 年時点、Gowen はロンドンのモルガン商会を訪れて助力を依頼し拒絶されている<sup>121)</sup>。

フィラデルフィア・レディングを東部の幹線鉄道のひとつに仕立てるべく一貫して外へ攻め出た Gowen の経営戦略は当然、同州を拠点とするペンシルヴェニア鉄道への挑戦を含意した。Gowen はヴァンダビルトを通じてニューヨーク・セントラル鉄道と結び South Pennsylvania Railroad の建設に着手した。じつは前節②に述べたニューヨーク・セントラル鉄道とペンシルヴェニア鉄道との South Pennsylvania Railroad をめぐる抗争には、この

---

(Harvard University Press, 1987) p. 259 では、「1886—1890 年にドレクセル・モルガンは 3 つの大鉄道再建を主宰し、さらに他の銀行がとりしきった再建の半ダースあまりに参加した。」とある。以下、本節で述べるのはこの 3 つの再建主宰の実態である。  
121) この助力依頼にたいしては Tony Drexel が強く反対し、J. S. モルガンはその助言を容れて拒絶の回答をしたという (ibid., p. 259)。

要素がからんでいたのである。ところが2大鉄道間の抗争は1885年、モルガンの介入＝調停によって収束され、South Pennsylvania はペンシルヴェニア鉄道に売却されることになった。そしてフィラデルフィア・レディングの立場が宙に浮いてしまったわけである。84年6月に再び倒産を宣言してGowen が退き2度目の再建策を模索していた同鉄道は、85年10月、改めて（今度はニューヨークのドレクセル・モルガン商会に赴いて）モルガンに助力を懇請した。モルガンにとってはいまや、精力をつくしてようやく実現した2大鉄道間との調停を維持するためにも、フィラデルフィア・レディングの経営に何らかの対策をこうじることが必要となったものと思われる。モルガンは熟慮のすえ、同鉄道への一定期間の支配を条件として、再建への協力に応じたのである<sup>122)</sup>。

その後の再建過程全体の詳細をここで述べる必要はないであろう<sup>123)</sup>。モルガンがたてた再建計画の基本的な考えは、短期債務と現金の調達で急場を凌ぎつつ、株式を発行し長期債務を軽減し、全体として財務構造を単純化するという、従来から彼が諸鉄道に求めてきたのと同じものであった。これによってフィラデルフィア・レディングの固定支払義務は、1885-86年の1年で54%軽減されたという。この計画で新しかったのは次の点である。

---

122) モルガンのフィラデルフィア・レディング再建への介入が以上のようにニューヨーク・セントラル、ペンシルヴェニア鉄道間の抗争にたいする調停とつながりを持つことは、Robert L. Frey ed., *Railroads in the Nineteenth Century* (Encyclopedia of American Business History and Biography : Facts On File, NY. 1988) p. 150, 275, 322, D. R. Adler, *British Investment in American Railways 1834-1898* (University Press of Virginia, 1970) pp. 179-184, Stuart Daggett, *Railroad Reorganization* (1908, reprinted 1967 by Augustus M. Kelley, NY.) pp. 83-108, などの叙述からみて間違いのないと思われる。しかし Carosso のモルガン伝には、ここまでの経緯は何故か鉄道経営陣がただモルガンに助力を求めたということとしてしか書かれていない。

123) その過程については S. Daggett, op. cit., Chapter III に詳しい。Carosso には殆ど書かれていない。

通常の再建ではその鉄道会社の経営陣に各々責任が課されるのになんていって、レディング再建を常時、監視する役目は、再建シンジケート<sup>124)</sup>のメンバーから選ばれた3人(5人?)からなる委員会に付託された。さらに再建会社の操業を慎重に進めるためにという口実で株式の議決権が5人からなる別の委員会に信託された。J. P. モルガンと J. L. ウェルシュ(Welsh—フィラデルフィアの金融家で T. ドレクセルとも親しい)の2人は、この両方の委員会のメンバーとなり、モルガンが議決権受託委員会の長、ウェルシュがもうひとつの委員会の長の地位についた<sup>125)</sup>。そしてこの二人が事実上、再建と鉄道運営の方針を作成・指導した。またこの鉄道とペンシルヴェニア鉄道との間に運輸テリトリーと運賃にかんする協定を結ばせた。86年9月に再建の全計画ができあがったとき、モルガンは株主に向けてわれわれは議決権の受託者である以上、債権者のみならず株主の利益をも守ると言明した。モルガンはウェルシュを取締役会に迎えようとする動きに反対し、議決権受託者はあくまで経営者と別の高所(=全利害関係者の立場)から経営を監視し議決権を行使すべきであると主張した<sup>126)</sup>。

---

124) この「再建シンジケート」なるものについて、Daggett (p. 108) は次の引用をしている。1886年2月、同鉄道の再建受託者は J. P. Morgan と J. L. Welsh の連名による手紙を受け取った。そこには、「合衆国およびヨーロッパの指導的な銀行家が大規模輸送と石炭生産とに携わる会社およびその代表者たちとともに作ったシンジケートが、フィラデルフィア・レディング鉄道会社とその子会社の再建を援助する目的で総額1500万ドルの応募に応ずることに同意する…」とあった。

125) ふたつの委員会についての説明は Daggett と Carosso とで若干、異なる。Carosso は再建に携わる3人委員会が J. P. Morgan, J. L. Welsh, J. C. Bullitt (彼もモルガンと親しいフィラデルフィアン) で構成されたと書き、議決権受託の5人委員会の方については名を挙げていない(p. 261)。Daggett は、再建委員会の人数を5人と書き(うち3人はシンジケートから2人は受託者団から指名されたとする)、一方、議決権受託の委員会の5名を J. P. Morgan, J. L. Welsh のほか L. Lewis, G. F. Baer, R. H. Sayre としている (p. 109, 111)。どちらが正しいのかははっきりしない。

126) Carosso, op. cit., pp. 261—262.

80年代後半のフィラデルフィア・レディング再建に生まれた二つの委員会方式のうちの「議決権信託」(voting trust)こそ、モルガンの鉄道再建→支配の仕方として広く知られるようになるものである。経営陣から独立した株式議決権受託団によって運輸操業にまで踏み込んだ再建過程全般の監視＝指揮をおこなう構想を最初にたてたのはおそらくモルガン (J. P.?) であろうという<sup>127)</sup>。そしてこの方式を繰り返しながら実務面でリーダーシップを発揮するようになるのが、ドレクセル・モルガン商会のパートナーとなったばかりの C. H. コスター (Coster) であった<sup>128)</sup>。彼はやがて J. P. モルガンの右腕として、とりわけ鉄道再建の業師として盛名を馳せるようになる。

議決権信託は5ヵ年間の期限を設定していたが、実際には発足した1886年3月から22ヵ月間実効を維持し、公式の終了宣言のないまま88年1月に委員会の活動を停止したようである<sup>129)</sup>。しかしドレクセル・モルガン商会はこ

127) Frey ed., op. cit., p. 71. この方式の合法性にかんしてモルガンは長年の法律アドバイザー F. L. Stetson の助言を得たであろうともいう。なお, V. P. Carosso, *Investment Banking in America* (Harvard University Press, 1970) 邦訳『アメリカの投資銀行』(上) (『証券研究』第55巻1978年)56-57頁には、キッター・ピーボディ商会が1889年末に同商会としてはじめて議決権信託方式を導入しようとした、その経緯が書かれている。

128) Charles Henry Coster (1852-1900) はニューヨーク商人＝金融家の家に生まれ、若くして業界に名を知られた。1884年、32歳でドレクセル・モルガン商会のパートナーとなった。彼が手掛けた最初の大仕事はニューヨーク・セントラルとペンシルヴェニア鉄道との協定に関連して West Shore 鉄道の処遇＝新証券発行を担当したことだった。やがて鉄道再建にかんする同商会の事業に最大の役割をはたすようになっていく (ibid., pp. 70-71)。

129) Carosso, *The Morgans*, p. 261. しかし、議決権を株主に戻すとは明言されなかった。89年6月、受託者が現在(5名でなく)4人しかいないのは信託協定違反であるから、協定の失効を認めよとする訴訟がフィラデルフィア法廷にかけられた。ロンドン株主団がそれに同調するにおよんで会社側は彼らの代表2名を取締役会に加えるという妥協によって事態を乗り切った (Daggett, op. cit., p. 119)。

れを機にフィラデルフィア・レディング鉄道の財務にかんするリード・バンカーとしての地位を不動のものとした。

② ボルティモア・オハイオ鉄道 (Baltimore & Ohio Railroad)。1887 年夏から 88 年暮にかけてこの鉄道でおこなわれた「再建」にかんして、私の手元には比較的詳しい 3 冊の研究書があるが<sup>130)</sup>、一方に書かれ他方に書かれていない事柄や、それぞれの記述におけるニュアンスの相違が目立つ。そもそもこの時期に再建があったのかということ自体、書物によってはっきりしない。したがって当然、モルガンがそこで果たした役割の説明も一様でない。事態の推進力や経営改革の効果がそれくらい不明確だったということであろう。3 種の説明を突き合わせながら、ほぼ確かと思われる過程の輪郭を描いてみると次のごとくである。

1880 年代の幹線鉄道間の熾烈な競争のなかで、他鉄道の本拠たるニューヨークとフィラデルフィアへの乗入れ努力や多角経営（電信会社や通運会社の買収、寝台車・食堂車などへの投資）のために出費がかさんだボルティモア・オハイオ鉄道は、流動負債の増加と固定負債の負担に耐えられなくなって 1887 年、ついに破綻を露呈した。同鉄道の経営は 70 年代からモルガン家と親交のあった J. W. Garrett（前節参照）が退いて息子の Robert Garrett に代わっていたが、この Robert は同夏、ニューヨークとロンドンのモルガン商会に援助を求めた<sup>131)</sup>。モルガンは熟考のすえ援助の条件として、同鉄道の財務記録のシンジケート（後述）による徹底的な検査、経営陣の交替、他幹

---

130) Daggett, op. cit., pp. 10–17. Carosso, op. cit., pp. 263–265. John F. Stover, *History of the Baltimore and Ohio Railroad* (Puedue University Press, 1987) pp. 167–170.

131) 1870 年代以来のモルガンと J. W. Garrett との親交、事業面の付き合いから息子 Robert がモルガンに援助を求めて出向いたと、発端を説明しているのは Carosso だけである。

線鉄道との協調の回復を求めた。この条件を容れたためかどうかは明確でないが<sup>132)</sup>、87年10月に Robert は病身を理由に社長を辞任し、F. Burns のワシントン・ポイント・リリースのあと、副社長スペンサー (Samuel Spencer) が同年12月、社長に昇任した。

ドレクセル・モルガン商会は、固定負債の借換えのために500万ドルの社債発行、流動負債返済などのために500万ドルの優先株発行を企画し、同商会の主宰でヨーロッパとアメリカの大商会 (J. S. Morgan, Baring Bros., Brown Shipley など) を糾合したシンジケートをつくった。この時からモルガンがボルティモア・オハイオ鉄道の支配を手に入れたという噂がひろまった。モルガンは以前からスペンサーの経営再建への姿勢と力量を高く評価しており、彼の副社長時代にも社長を差し置いて再建の手だてを彼と話し合う傾向があったようである。そのスペンサーが社長に就任したことで、モルガン＝スペンサー・グループ対、最大株主 Robert Garrett が率いる株主団という図式が顕在化したのである。株主団はシンジケートによる優先株発行の提案を再三にわたって否決した。この対立の図式をなんとか打ち消そうとして、当時スペンサーは、ボルティモア・オハイオ鉄道がモルガン支配下にあるとする噂はナンセンスで自分は完全に独立した立場で行動していると抗弁したステートメントを雑誌に載せたりもしている。おなじ頃 (87年秋～88年夏) 同鉄道は、上に述べた電信会社、寝台車・食堂車等を売却して資金を回収するなど大英断で財務のかなりの改善を達成したが、こうした資産売却にかんしても、それをモルガンの再建構想の一環とする見方と、これによってスペンサー＝鉄道経営陣の主体性が強まったとする見方とがあって、その双方の

---

132) Stover は Robert が病気のため医者 of 助言をいれて退いたと一旦は説明し (p. 167), 後のページで「健康問題以上に、モルガン＝スペンサー協定との摩擦が Garrett 辞任の主要因だったということは有り得ることである」(p. 168) と書いている。Daggett にはこの点にかんする明確な記述がない。Carosso は疑問の余地なくモルガン＝シンジケートの意志によって経営陣が交替したと書いている (pp. 263-264)。

見解が今日まで残っているのである<sup>133)</sup>。ともあれこの財務改善という新たな事態のもとでシンジケートは優先株の発行を最終的に断念し、かわりに同鉄道が発行権をもつ 250 万ドルの社債を追加発行した。そしてシンジケートと鉄道経営陣とは、協力しながら経営を立て直していった。

だがスペンサーが社長の地位にいたのは、経営改革に最も重要だった時期の、ちょうど 1 年間に過ぎない。1888 年 11 月の株主総会で彼は R. Garrett 派の信任を得られず辞任し、F. Mayer がその後に座った。といってそのためにモルガンと経営者との間に亀裂や摩擦が生じたという記録もないようである。シンジケートと経営陣の協力関係は表面上、変わらなかった。なお退陣したスペンサーは 90 年、パートナーとしてモルガン商会に入った。そしてやがてモルガン系の諸鉄道で敏腕をふるう存在となる。

以上がこの時期のボルティモア・オハイオ「再建」の経緯である。事態の真の主導権が誰の手にあったのか、またこれが 90 年代に社会問題となる鉄道再建 reorganization と同じ意味で再建と称しうるものかといったことが、不明確な所以である。3 つの研究書はいずれも 1887-88 年ボルティモア・オハイオ鉄道に重大な経営改革があったことは認めるけれども、この事態の性格にかんして次のような評価の違いをみせている。ひとつの評価は、スペンサーの改革が 1 年で頓挫し Garrett 派重役連が復帰したため経営はいわば旧に復し、「…その後の 7 年間、(1896 年清算までの意——森) ボルティモア・オハイオの状況の改善はごくわずかにとどまった」とする<sup>134)</sup>。もうひとつの評価は、スペンサーの矢継ぎ早のドラスティックな改革に一貫して取締役会は及

---

133) Daggett (pp. 14-15) はこれによって鉄道側のシンジケートにたいする独立性が増し、しかもシンジケートがこの措置を歓迎したために、両者の友好関係はきわめて強化されたというふうに書き、一方 Carosso (p. 264) はこの資産売却が当初からモルガンによる援助条件として提示され鉄道側がのんだように書いている。根拠とされた資料からして、この点では Carosso の解釈に分がありそうに思われる。

134) Daggett, op. cit., p. 16.

び腰で、それが次第にモルガン支配への恐れと重なり最後にスペンサーを切り捨てた、といった文脈で全体の経緯を説明するものである<sup>135)</sup>。ふたつのうち前者はこの改革に一応「再建」という言葉を宛てており後者は宛てていないという違いはあるが、共に、モルガンの主導権や鉄道再建としての典型性をそう重くはみていない。それにたいして第3の、Carossoの評価は対照的といえるほどである。彼はこの間の一連の改革をすべてモルガンの主導によるように描いたうえで、「88年末までに、ボルティモア・オハイオ鉄道の事態にたいするドレクセル・モルガンの強力な介入のおかげで、鉄道の財務は安定し、カネ食い子会社は無くなり、経営はいちじるしく強化された」<sup>136)</sup>と、その画期性を強調するのである。

③ チェサピーク・オハイオ鉄道 (Chesapeake & Ohio Railway) ヴァージニア州南東部からウェスト・ヴァージニア州北西部にかけて路線を有するこの鉄道は、ほぼ一貫して石炭輸送鉄道として名をなしてきた。この会社を支配する C. P. Huntington は、西部、南部の多数の鉄道に地位と所有権とをもつ屈指の鉄道屋である。この Huntington が G. Bliss (モートン・ブリス商会の金融家)、M. Ingalls (鉄道経営者) と組んで Cincinnati, Indianapolis, St. Louis & Chicago Railroad (“Big Four” と呼ばれた) を拠点に多数の買収や建設で大鉄道網の形成を追求したのが 1880 年代である。チェサピーク・オハイオもその一環として、東部海岸へのルートとシンシナティまで西漸して Big Four と接続する任務が課されたが、そのための負債増加に耐えられず、1885 年以降、債務と利子の支払不能におちいった。87 年、ついに社長の Huntington は同鉄道の破産を宣して清算人を指名しようとした。しかしおなじ頃、Big Four 社債の販売でドレクセル・モルガン商会の援助を得た<sup>137)</sup> Bliss

135) Stover, op. cit., pp. 169–170.

136) Carosso, op. cit., p. 264.

137) モートン・ブリス商会の前身 L. P. モートン商会のパートナーの一人 W. H. Burns

と Ingalls は、チェサピーク・オハイオにも同商会の助力を懇請し、モルガンはそれを容れて再建金融のためのシンジケートを結成した。

J. P. モルガンがチェサピーク・オハイオ鉄道の再建を引き受けるにいたったいきさつは、管見のかぎり Carosso をはじめどのモルガン伝にも書かれていない。そこで 2, 3 の別の文献<sup>138)</sup>によって私なりにまとめたのが、上の文章および注 19 に書いた事情である。Carosso はむしろこの鉄道再建への介入のいきさつを問題にせず、次のように書き出している。80 年代に入って J. P. モルガンで鉄道業にあまりに矢継ぎ早、広範に活動し始めたことを父親の J. S. は（事業と健康の両面で）気遣った。J. S. はロンドンから長文の手紙を書き「おまえがこれまで手掛けた性格の再建でないかぎり、もうこれ以上、新しい再建には首をつっこまないほうがよい。子魚には近寄らず、ほかの医者にかかせるべきだ。」と助言した（87 年 12 月）。Carosso によると、「父親のこの長い手紙にたいする J. P. の返書は残っていない。だが彼が今後の再建引

---

が J. S. モルガンの女婿だったこともあって、この商会とモルガンとは 1860 年代からある程度の協力関係をもっていたようである。1870 年代をつうじてモートン・ブリス商会は主としてアメリカ財務省の借換え公債の分売業者として重要な役割を果たした。80 年代前半は Huntington の鉄道グループの主力金融商会として積極的な鉄道利権拡張に協力したが、あげくこのグループを持ちこたえることができなくなった。1886 年 5 月に Bliss と Ingalls はドレクセル・モルガン商会に、売れないで難渋している Big Four 社債の販売に協力を求めたが断わられた。しかしその後 9 ヶ月におよぶ懇請を続け、ようやく 87 年春、ドレクセル・モルガン商会は 5 ヶ年の期限付で Big Four のエージェントとなることに応じた。以上の事情は主として Dolores Greenberg, *Financiers and Railroads, 1869-1889 ; A Study of Morton, Bliss & Company* (University of Delaware Press, 1980) の、とくに第 9 章による。

138) John F. Stover, *The Railroads of the South, 1865-1900* (University of North Carolina Press, 1955) 第 9 章に比較的まとまった叙述がある。ほかに R. L. Frey ed. の前掲書から、Chesapeake & Ohio, Huntington, Ingalls, などの項目を参照した。だがそれらの叙述が根拠としている情報も、モルガン商会介入のいきさつについては殆どふれるところがない。

受けについてどんな答えを書いたかはともかく、記録が示すところでは、J. P. とニューヨーク商会の活動ペースはその後もういっこうに落ちなかった。じつは J. S. が息子にもっとゆっくりやれと書いたまさにその時、J. P. と彼の商会はもうひとつの大規模再建にまた深くかかわり始めていたのである。それが借金ダルマになったチェサピーク・オハイオ鉄道であった。」<sup>139)</sup>

ドレクセル・モルガン商会がたてた再建計画（88年2月公表。これもコスターによって作成された）は、3710万ドルの社債を借り換えて債務支払いを乗り切り、さらに新株を発行して同鉄道の東海岸およびシカゴへの接続を達成することを構想した。その実行に責任をもつ機関として、フィラデルフィア・レディング鉄道の再建とおなじく、ふたつの委員会が作られた。ひとつはコスターを長とする再建実施の委員会、もうひとつは J. P. モルガンと二人の銀行家（G. Bliss と J. C. Brown）からなる株式議決権の5ヵ年受託委員会である。借換社債の発行のためにドレクセル・モルガン商会が主宰するシンジケートが結成されたが、そのうちでロンドン発行分を統括したのは Huntington との付き合いが深い Speyers & Co. であった。一方、Huntington はチェサピーク・オハイオ鉄道の社長から退き、その地位を Big Four の社長である Ingalls が兼務することになった<sup>140)</sup>。

Carosso の記述はその後すぐ、モルガン（実質的にはコスターの指導）による再建が済んで1888年10月に議決権信託は解消されたが、モルガン商会は以後もチェサピーク・オハイオのチーフ・バンクとしていくつかの合同＝買収を手掛け、同鉄道をしっかりした幹線に仕立てあげた、またコスターはその取締役会にとどまった、と述べて節を結んでいる。しかしこの点はまた、著者によって見解が分かれるようである。まず Carosso が完全に無視していることであるが、80年代にヴァンダビルト一族が中西部の鉄道に利権を拡張

---

139) Carosso, op. cit., pp. 264–265.

140) *ibid.*, pp. 265–266.

し、その一環として Big Four の最大持分を取得したのだった。じつはそれ以来 Ingalls は、ヴァンダビルトの腹心の経営者として Big Four を、さらにはチェサピーク・オハイオを切り盛りしたと解釈する研究者がいる。その上、再建途上で Huntington らから持株を買い取って最大株主になったのもヴァンダビルトだった。こうした点を重視する者は Carosso と違って「チェサピーク・オハイオ鉄道は 1888 年、ヴァンダビルト利権によって再建され、ヴァンダビルトの忠実な副官 Ingalls が Huntington にかわって社長の地位についた。」<sup>141)</sup> というふうな評価を与えるのである。そこではモルガンは、Ingalls にたいしてただ金融的な支援をしたにすぎないことになっている。これとはまた少し違う見解として、次のようなものもある。モルガンはたしかに再建金融をとりしきったけれども、全体の進行と帰結はモルガン抜きにでも説明できる。「モルガンはあくまで Ingalls が経営の最高責任を引き受けるという前提でのみ、金融援助に応じた。…モルガンは再建に気乗り薄で、大合同の構想にもしぶしぶ応じたにすぎない。…同様に、再建後の新会社でモルガンの支配が続いたとみる証拠も殆どない。むしろ新会社はふたつの政策形成グループを持ったといえる。一方はヴァンダビルト一派——ニューヨーク・セントラル鉄道利権——でそのなかにモルガンをも含む。…他方は Bliss と Ingalls で、彼らは昔から持っていて新会社に引き継いだ財産に立脚して、独自のグループを維持したのである。」<sup>142)</sup>

さて、以上に 80 年代後半、モルガンが主宰したとされる 3 つの大きな鉄道再建をできるだけ実態に沿って描出してみたが、90 年代への前史としてこれからどのような点を確認することができるだろうか。

第 1 に、この 3 つの事例はそれぞれ別の鉄道の話でありながら、モルガン

---

141) Frey ed. op. cit., p. 42 (Stover の執筆)。また同じく p. 197 (Frey の執筆) をも参照。

142) Greenberg, op. cit., p. 179, 192.

の立場からはひとつの土俵上で展開されたといえる面があるだろう。さらには前節②で述べたニューヨーク・セントラルとペンシルヴェニア鉄道間の調停さえ、この土俵上のできごとだったといってもよいであろう。つまり東部幹線鉄道間の熾烈な競争の帰結としての調停や再建に、モルガンはある時はしぶしぶ引っ張りだされ、そこでできた人間関係からまた別の事態に関与せざるをえなくなるといった具合に、次第に深みに入っていった。そこに入り込む契機はなんといっても、モルガンにとって最も重要な顧客であるイギリス人投資家の保護にあったと思われる。逆にいうと、そうした意図がはっきりしている調停や再建ほど、モルガンの介入の姿勢ははっきりしており、そうでないものには(前節③の西部州際鉄道への働きかけなども含めて)モルガンが主体的にどの程度コミットしたのか曖昧な性格が強いのではなかろうか。つまりそうでないものほど、上にみたように研究者による評価が分かれる余地が大きいのではないか。

第2に、したがって70~80年代当時のモルガンにとって東部大鉄道の証券発行業務も、その大鉄道間の競争の調停も、あるいはその再建も、ほんらいは同じ事業であったけれども、しかしその回を重ねるごとに、実質的な主導権がロンドンではなくニューヨークのモルガン商会のほうにはっきりと移ってきたこと、さらにコスターのようにJ. P. モルガンの右腕となって、もっぱら鉄道の合同と再建に抜群の力量を発揮するエキスパートが登場したことを、見逃してはならない。つまり国際金融家にとどまらない後年の投資銀行J. P. モルガン商会の性格を、このあたりから徐々に見て取ることができる。マーチャント・バンカーから投資銀行家への「変転」をこの時期のこうした内容から説きだすのは、経済史の通説と異なるとは思わないが、いずれにしても従来そう明確に説かれていたわけではなかった。

第3に、モルガン流の再建策を特徴づける「議決権信託」の性格と意義にかんして。これがJ. P. モルガンの鉄道支配への欲求からでたと解するのは、明らかに単純にすぎる。またほかの解釈として、東部幹線鉄道の競争にいつ

も顔を出したグールドなど投機師の手出しの余地を封じたという意図が挙げられており<sup>143)</sup>、たしかにこれは無視できないであろうが、ここではもうひとつ別の視角からの意義づけをしておきたい。別稿で検討したことがあるが<sup>144)</sup>、1860-70 年代の鉄道の清算=再建は建設資金の実質的な提供者である社債保有者の権利を最優先にしておこなわれるのが、大きな特徴であった。清算→再建とは株主の犠牲において社債権者を保護し次の経営に引き継ぐことでさえあった。しかし 80 年代(とくに後半)からの清算は、あまりにも巨額になった社債を削減して再出発することが再建への大きな課題となり、その際、社債保有者にも一定の犠牲が課せられるのが常態化してくる。それと並行して、株式の資金調達機能の活用に重い比重がかかってくる。鉄道の合同や再建の財務に株式が主役をなすようになること、これはまた、ロンドンから独立したアメリカ資本市場の本格的な生成やロンドン商会にたいするニューヨーク商会の独自性の発揮とも重なるわけであるが、議決権信託方式はそうした流れの中に登場したのではなかったろうか。合同=再建の過程で社債を株式に転換し、株式の信頼性を高めるために率先して株式を受け取りたり議決権を受託してその安定性を顕示したことが、実際に株主の投資選好に大きな役割を果たしたと思われる<sup>145)</sup>。モルガンはやがて合同プロモーターとしての働きの報酬をボーナス株で受け取ることを始めるが、これでさえ当初は株主促進対策という意味を多く含んでいたのではなかったか。むろんそれらは次第に支配と投機の目的に変質していくわけであろうが、少なくとも発端は保守的で安全性を第 1 義とする金融家からこそ、こうした方式が生まれたことの意義を説くべきではないだろうか。

---

143) たとえば、E. P. Hoyt, *The House of Morgan*, (NY. 1966) 永井秀男訳『モルガン』(河出書房新社, 1969) 128 頁。

144) 拙稿「ウォール街 初期の証券」(札幌大学「経済と経営」第 20 卷 2 号 1989 年 9 月), とくにその 206-207 頁を参照。

145) しかし合同=再建の際の株式発行をのぞいて、モルガンはその後 1890 年代に入ってもなお、親しい顧客に株式の購入を薦めることがめったになかったという。彼は通

## 12. J. P. モルガン商会の時代へ

1890年4月3日の午後、馬車で走行中だった J. S. モルガンは、汽車に驚いた馬がさわいたために路上にほうり出されて頭を強打し、それがもとで5日後に死亡した。77歳の誕生日をほぼ1週間後にひかえての事故であった。遺体は故郷 Hartford に運ばれて盛大な葬儀が行われた。

J. S. が残した財産額を当時の新聞各紙は 3000 万ドルから 7000 万ドルと報道したが、Carosso はいずれも大幅な誇張だという<sup>146)</sup>。彼の調査によると、遺産額は 1240 万ドル、うち約 1000 万ドル (20 万 8500 ポンド) が商会における彼の資産を示し、230 万ドル (45 万 1416 ポンド) が彼個人の名義による投資——うち 34 万 1411 ポンドがアメリカ証券<sup>147)</sup>、10 万 9905 ポンドがイギリス不動産——であった。人によって異なるこれらの推定のどれを採ったところで、モルガン家の金融界における威信がすでに、そのような金額をはるかに超えていたことは疑い得ない。これはのちの J. P. モルガンの全盛時代にも

---

常の投資対象としては安全性の観点から社債や公債を薦めるのが常であった (Carosso, op. cit., pp. 287–288)。

146) Lewis Corey, *The House of Morgan*, (G. Howard Watt, 1930) p. 163 は当時のアメリカ産業界 100 人の富豪の資産額を推定した Forum 誌 1889 年 11 月号の記事から、次のような数値を引用している。John Jacob Astor (1 億 5000 万ドル), John D. Rockefeller (1 億ドル), W. K. Vanderbilt (1 億ドル), Jay Gould (1 億ドル), J. P. Morgan (2500 万ドル), J. S. Morgan (2500 万ドル), A. J. Drexel (2500 万ドル)。当然 Carosso はモルガン親子にかんするこの推定額も誇張されたものだろう。

147) J. S. 名義のアメリカ証券を規模の大きな順に挙げると, Northern Pacific (40,800 ポンド), New York Central (30,523 ポンド), Illinois & St. Louis Bridge (22,850 ポンド), Baltimore & Ohio (14,118 ポンド) となる。これらはすべて彼の商会が発行にかかわったことのある鉄道の証券である (Carosso, op. cit., p. 735 の注 11)。

いえることだが、個人または家族の資産額で示される富豪番付でのモルガンの序列は、それほどきわだって高いものではなかったのである。

ロンドンの J. S. モルガン商会は 1899 年 10 月にパートナーシップ協定を更新したばかりだった。パートナーは 3 人、出資では J. S. モルガンの分が全 239 万ポンド中の 87.5% (209 万ポンド) を占め、残る 2 人 (Burns, Gordon) の出資は 8.9%, 3.7% にすぎない<sup>148)</sup>。そしてじつは、この更新協定において、J. S. の死亡または引退のさいに彼の出資分から 150 万ポンドを下回らない額を息子 J. P. の意志次第で商会内にとどめることが承認されていたのだった。それが実行され、1890 年 12 月に、151 万ポンドが J. P. 名義に書き換えられた。商会名を旧のままにして、ロンドンの事業にたいする J. P. モルガンの直接のリーダーシップが保証されたのである。

しかし Carosso は、アメリカにいる J. P. に支配権が移ったところでロンドン商会の性格にはなんら変りがなかったことを強調し、たとえば次のようにいっている。「J. S. の死でロンドン商会の権力センターが大西洋を渡りウォールナット板を張ったヴィクトリア風の父のオフィス (22 Old Broad Street) から息子の折り畳み机のあるオフィス (23 Wall Street) のほうへ移ったとはいっても、モルガン商会の規範と伝統は前とおなじように保たれた。この商会はあくまで、商会名に掲げられた父モルガンの事業にたいする保守的姿勢を範とし、19 世紀シティの個人マーチャント・バンカーの伝統的＝貴族的なコンセプトであるゼネラル・バンキングという事業を引き継いだのである。商会の事業内容も変更なしに続けられた。1890 年代の仕事はモルガンがピーボディの事業を初めて受け継いだ 40 年前のものと殆ど同じであった。」<sup>149)</sup>

---

148) *ibid.*, p. 279 および p. 736 の注 23。しかし K. Burk, *Morgan Grenfell 1838–1988* (Oxford University Press 1989) Appendix II によると、純利益からのモルガンの取り分は約 57% と、出資に占める割合よりはるかに小さかったようである。

149) Carosso, *op. cit.*, p. 284。一方、Burk (*op. cit.*, p. 52) は、J. P. がロンドン商会の

各種のモルガン伝から探しても、J. P. が名実ともに総帥となった 1890 年時点のモルガン家の事業全体の構成を立ち入って述べた箇所が見当たらないので、若干の資料と断片的な記述を利用しながらここに一応の概括を試みたい。まず次頁の表を見よう<sup>150)</sup>。19 世紀のモルガン家の事業活動で表示できる資料といえば、殆どこの 2 つの表につきるようである。

J. P. モルガン商会の事業内容を本稿 9 節でみた 1870 年代のそれにつなげて検討すると、次のようなことがいえそうである。70 年代には「貿易と貿易金融の手数料収入が…全業務の根幹をなしており、次いで、貸付利子収入が少ないながら安定的な収入源である。対照的に証券取引の損益は変動がきわめて大きいばかりでなく、良い年でも手数料収入額を越えたのが 1879 年の 1 年だけ」（本稿上 196 頁）であった。それと較べるならば、80, 90 年代の同商会の事業内容で証券取引の比重がはるかに高まり、事業の「根幹」が代わったことは疑いえない。上に引用した Carosso の記述もこうした変化の趨勢を含んでのことと読みとるべきであろう。だが同時に、証券取引の収支は相変わらず変動が激しく、しかもこの表には掲げなかったがその不安定性は 1900 年代になってさらに増幅されるのである（1900-1909 のうちの 4 年間は大幅な赤字を出す）。その面からいえば、手数料収入の高水準での安定が同商会の健全性にいかに大きく寄与したかということを軽視すべきではない<sup>151)</sup>。

収入の内訳という視点からはこの程度のことしかわからないが、Carosso

---

シニア・パートナーになったことは、以前からすでに究極の権限がニューヨーク商会に移っていたのを天下に知らせた意義をもつにすぎないというふうに評している。

150) J. S. Morgan & Co. にかんする表は Burk, op. cit., の Appendix II からとったが、同じ数値が Carosso のモルガン伝の各所でも表示されている。Drexel, Morgan & Co. のほうの表は Carosso, op. cit., p. 281, 303, 432 の表をつないで作った。

151) 手数料、証券取引、貸付利子という主要 3 業務のほか「その他」の数値が年によって非常に大きい、外国政府や鉄道への特別の大規模金融がしばしば 3 業務から区別して計上されたためである。Burk の表にはその代表的なものも記入されている（なおその Appendix II への Notes をも参照）。

## J. S. Morgan &amp; Company の総収益 (gross earnings) とその内訳

	手数料	証券取引	貸付利子	その他とも計	(単位ポンド) パートナーへの 分配利益
1880	59,332	79,842	16,908	279,566	180,863
1881	109,204	160,670	24,547	324,330	185,533
1882	64,816	23,449	28,421	159,064	127,771
1883	59,019	61,437	8,875	175,782	120,975
1884	65,584	(-41,978)	(-166)	118,002	-
1885	38,279	91,364	(-10,979)	143,417	112,670
1886	52,272	123,943	(-3,482)	194,360	162,034
1887	86,564	47,703	17,326	204,834	159,724
1888	36,222	104,425	5,770	161,949	132,716
1889	39,160	107,802	10,339	173,974	146,413
1890	26,842	(-5,559)	6,724	43,641	32,384
1891	52,261	22,580	10,274	125,267	97,045
1892	67,711	99,102	8,315	211,046	180,720
1893	57,607	(-57,443)	4,927	97,763	-
1894	42,441	39,194	8,854	108,264	76,075
1895	90,081	220,766	15,969	363,683	323,485
1896	78,758	146,229	19,997	264,762	137,365
1897	96,754	225,913	17,656	362,581	312,308
1898	60,699	170,723	13,790	261,216	230,476
1899	87,729	115,785	21,003	243,336	209,839

## Drexel, Morgan &amp; Co. (1894 年 10 月以降, J. P. Morgan &amp; Co.)

## の純収益 (net earnings)

(単位ドル)

		1880	1,630,965	1890	907,445
		1881	2,106,178	1891	930,502
1872	267,189	1882	1,642,485	1892	1,606,815
1873	669,890	1883	661,886	1893	(-1,134,276)
1874	774,949	1884	(-40,989)	1894	1,274,759
1875	501,656	1885	na	1895	1,436,013
1876	591,382	1886	1,578,966	1896	1,744,118
1877	545,840	1887	674,087	1897	3,333,491
1878	534,927	1888	915,187	1898	5,042,687
1879	1,493,392	1889	1,422,989	1899	6,616,612

の著書で「海外への伸長——1890年代の外国政府と企業にたいする金融」と題された第11章の記述は、モルガンの国際金融業におけるロンドン商会の依然かわらぬ中心的役割を教えてくれる。その内容は後の第14節で述べる予定であるからここでは立ち入らないが、要するに、なによりもロンドンのモルガン商会が国際金融業での主導権を維持した点において、その性格がJ. P. モルガン時代に入っても「前と同じように保たれた」といえるのではなかろうか。

一方ニューヨークのモルガン商会に目を移すと、まず表が示すところでは、1880年代に入って収益規模が70年代より格段に大きくなるとともに、しかしその変動も非常に激しいものになってくる。同時代のロンドンの商会にはないこの変動の激しさは、いうまでもなく事業の根幹が証券業務なканずくアメリカ鉄道業のそれにあつたことを反映している。本稿10, 11節でみた80年代の鉄道業界の乱闘がモルガン商会じしんの経営にとっても頭痛の種となったことが理解できる。Carossoの記述からは、ニューヨークとフィラデルフィア両商会の総収益の半分以上が新証券の発行＝販売業務からのものだったろうという大まかな推測しか得られない。伝統的なマーチャント・バンキングの業務が重要でなかったとはいえないが、たとえばニューヨーク商会の商業信用（commercial credit）からの収入割合は1874年がピークで、以後それを越えることがなかった。しかもこの74年の手数料収入26万1000ドルの内訳をみると、48%がロンドン商会からの払い込み（return payment）であることからして、その種の業務が総じてロンドン商会と一体化してなりたっていたことがわかる。1884年にニューヨーク商会は証券取引の損失を手数料で埋め合わせることができず純利益の赤字を計上した。このことからJ. P. とドレクセルは相談して同商会に750万ドルの特別準備金勘定を開設し、これを以後9年間維持することになる<sup>152)</sup>。

---

152) Carosso, op. cit., pp. 281–282. なお74年の手数料収入は同書p. 161では26万1500ドルと記されている。

このように性格の異なるロンドンとニューヨークの両商会の、全事業規模を比較することができるだろうか。先に掲げた二つの表は、J. S. Morgan は総収益をポンド表示したもの、Drexel, Morgan は純収益をドル表示したものと異なるうえ、gross, net の earnings という語の意味もはっきりせず、とても正確な比較ができそうにない。強いて、1 ポンド = 5 ドルに読み替え、J. S. Morgan の総収益と「パートナーへの分配利益」との双方の数字を Drexel, Morgan の純収益の水準と比較しながら見当をつけるならば、1870 年代までは両商会の利益は拮抗かロンドン側がやや優位、80 年代はニューヨークの事業量が優位に立って以後その差がだんだん開いていく、ということになるだろうか。しかし両商会の業務には緊密に一体化したものが少なくないし、事業の大小とは別にどちらが事業を発起しリーダーシップをとったかの問題もあって、こうした利益の比較はかりにできたとしても相対的な意義しかもちえないであろう。

J. P. モルガンはこのほかにフィラデルフィアのドレクセル商会 (Drexel & Co.) およびパリのドレクセル・ハージェス商会 (Drexel, Harjes & Co.) のパートナーである。フィラデルフィア商会の経営資料は上の 2 商会よりさらに乏しいが、Carosso によるとごくまれにニューヨーク商会の純収益を越えることがあったという。両商会はパートナーが完全に同一であり、各々の顧客にたいする独自の金融活動があったにせよ、非常に多くの事業を共同しておこなってきた。パリ商会のほうは従来、ロンドンの J. S. モルガンとの連携による事業（貿易金融と証券業務）が少なくなかった。J. S. の死によって J. P. がこのパリ商会との関係を引き継いだことは、彼の国際金融家としての名声に大いに貢献した。合衆国の銀行家で、J. P. ほどイギリスとヨーロッパ大陸の金融市場に強力な拠点をもつ者はなかった<sup>153)</sup>。

要するに、J. P. モルガンが自他共に認めるモルガン資本の統轄者となった

---

153) *ibid.*, pp. 282–284.

1890 年時点の状況は、ニューヨークのモルガン商会に最大の業務量と指揮権が集まり、しかし同時にシティで極めつきの優良な営業をほこるロンドンの商会が国際金融を通じて強力な補佐役を演じ、それにフィラデルフィアとパリの商会が加わって、モルガンの歴史のなかでもかつてない緊密、統一的な 4 商会協力の態勢ができたといえよう<sup>154)</sup>。父の J. S. が実権をもち J. P. がまだ若くしてウォール街にまみえたころはいざしらず、一門の総帥を自認するようになった時代の J. P. モルガンは、主観的には父と同じ保守的なマーチャント・バンカーの姿勢を堅持した。事業が投機にふれる場合でもそのリスクが商会に及ぶことを厳に排した。顧客である投資家にもそうした態度で接した。政治にかかわることをタブー視し、決して政界に知人を得ようとしなかった。政治にかんする意見をモルガンに求めた者はみな失望したという。政治にかぎらず公的なコメントの殆ど一切を拒否し、新聞のゴシップになるような行いを避けた。劇場、音楽会、教会には頻繁に顔をだした。リベラルな教区牧師としてセントジョージ教会に赴任してきた W. S. Rainford は、J. P. モルガンを「誠実の人」、「深い宗教心の人」といって好意をよせつつも、教会の改革に反対するモルガンの頑迷ぶりに業をにやして「どこまでも保守的な人」とも評している<sup>155)</sup>。

1890 年 11 月、J. P. が父のあとを継いで 7 ヶ月後、ロンドン金融界の最高位に君臨してきたベアリング商会の経営が破綻し、これを契機に世界の金融市場がいわゆるベアリング恐慌にまきこまれた。イングランド銀行総裁の懇請を受けてベアリング商会再建に協力したシティの面々のなかでもモルガン商会の果たした役割はきわめて大きく、この恐慌によってモルガンの業界における地位が高まったばかりでなく、J. S. モルガン商会こそイギリス金融界で最も健全な機関であるとの世評をも生みだした<sup>156)</sup>。ベアリング恐慌はさら

---

154) *ibid.*, p. 286.

155) *ibid.*, pp. 287–298.

156) *ibid.*, pp. 298–301.

に、ニューヨークにおけるモルガン商会の地位の向上にも寄与した。その最も大きな要因は、ロンドンにおける大量のアメリカ証券の売りを反映してアメリカからの金流出が生じ、それにたいする政治的＝経済的な対応が必要となったことであるが、この問題はあまりに大きいので後にあらためて述べることにする。

この節は最後に次のできごとを述べて結んでおきたい。1893 年 6 月、彼の共同事業者であったトニー・ドレクセルが死亡した (67 歳)。モルガンの弟もすでにこの世になく、トニーの息子が資産を継いだ、この息子はわずか 4 ヶ月で事業をほうり出して引退してしまった。ドレクセル家の同意のもとでフィラデルフィアの商会名は存続することになったが、もはやモルガンのパートナーから同家の者は姿を消した。モルガンはニューヨークとフィラデルフィアの両商会の一体性を維持しながらも前者に資産の配分比率を大きくするよう変更し、そして 1894 年 10 月をもってニューヨーク商会の名を J. P. モルガン商会 (J. P. Morgan & Co.) と改めたのである。正式にはここでわれわれがなじんでいる J. P. モルガン商会が発足するわけである。

同時にパリの商会名もモルガン・ハージェス商会 (Morgan, Harjes & Co.) と改められた。注目されるのはその際に、同商会のパートナーとして、パリ在住の 3 人の個人名と並び J. P. モルガン商会、ドレクセル商会という二つの機関名が記載されるようになったことである。そして以後、ニューヨーク、フィラデルフィア、パリの 3 商会は単一のパートナーシップ協定をもって運営され、年度末には同一の決算書に集約されるようになった。ロンドンの商会だけが別のパートナーシップ協定によって運営された。個人名か機関名かを問わず 4 商会すべてに権利を有するパートナーは J. P. モルガンただ 1 人だった。その彼は 58 歳になっていた<sup>157)</sup>。

---

157) *ibid.*, pp. 302–304.

### 13. 鉄道再建（2）1890年代

前にも述べたように、1890年代はアメリカ大鉄道の破産→再建の時代として特筆される。ヨーロッパに発して世界がひろがったいわゆる1890年恐慌をアメリカでは遅らせて1893年恐慌と表現するのが普通であるが、それは何と云ってもアメリカの場合、1893年から生じた大量の鉄道破産の印象が強烈なためであろう。州際通商委員会の報告によれば93年恐慌の勃発からまる1年後の94年6月に、192鉄道が清算状態にあり、債務支払不能に陥った鉄道会社の延べ営業距離は4万1000マイル、資本は25億ドルに達した。それらの会社は全国鉄道システムの4分の1に相当するといわれた<sup>158)</sup>。1880年代から鉄道金融に抜きこんで大きな役割を果たすようになってきたニューヨークのモルガン商会は、90年代の鉄道金融と鉄道再建<sup>159)</sup>によってアメリカ金融界の頂点にのぼりつめただけでなく、マーチャント・バンカーや諸々の銀行から区別されて投資銀行（Investment Bank）と呼ばれるアメリカ固有の金融業の性格をも明確にしたのだった<sup>160)</sup>。

---

158) Carosso, op. cit., p. 363. だがL. Corey, op. cit., p. 199. は、すでに1890-1892年の鉄道破産が1万5630マイルもあり、それと1893-95年の破産4万550マイルとを合わせて全国の鉄道マイルの3分の1に達するというふうに書いている。

159) 1890年代のモルガン商会の鉄道金融は、もちろん再建業務だけが伸びたのではない。この時代に多くの新しい顧客がモルガンの勘定に加わったし、ニューヨーク・セントラル鉄道はじめ旧来の顧客との取引も続いた。新しい顧客のうちでもNew York, New Haven & Hartford RailroadとBoston & Maine Railroadというニューイングランドの主要鉄道を掌握したこと——それによってこの地域の協調態勢をつくったことが最も重要であろう。この節では話題をほぼ再建問題にしぼってすすめるが、90年代のモルガンの鉄道金融として総括的に話すときには、再建鉄道にかぎらぬ鉄道金融一般の特徴でもあることに留意されたい。

160) もっともマーチャント・バンカー等と区別された投資銀行のメルクマールは何かと

90年代にモルガン商会主導でおこなわれた鉄道再建のうちから代表的なものを列挙すれば、Southern Railway (1892年6月清算, 1893年からモルガンによる再建), Erie Railroad (1893年7月清算, 95年11月再建), Philadelphia & Reading Railroad (1893年2月清算, 96年末再建), Northern Pacific Railway (1893年8月清算, 1896年再建)ということになる。モルガンが主宰したその他の鉄道再建については、1. 2の事例を除き具体的な資料を私はもっていないが、そのほかに、他の商会が主宰してモルガンが部分的に参加した大鉄道再建の事例 (Atchison, Topeka & SantaFe, Norfolk & Western, Baltimore & Ohio, Central Pacific, Union Pacific 等々) があり、そちらの方にむしろ重要な意義があるとも考えられる。ところで上に列挙した大鉄道再建にかんする経緯は、それぞれの鉄道社史における大きな各1章とすべきものであって、本稿でいくら詳しく述べたところで所詮、中途半端にならざるをえないだろう。ここでは各鉄道の再建にモルガンが果たした役割だけを思いきって単純化して取り出し、その特徴をおさえる試みに徹したい。

---

いう問いに、誰も厳密には答えられないだろうと思う。1912年にアメリカ投資銀行協会(IBA)が発足したときにも積極的な投資銀行の定義はなく、会員の性格もまことに多様であった。それでもこの協会を作った趣旨は、一般の銀行業務(=商業銀行業務)から区別される、主として証券の引受け・販売に携わる業者の大同団結によって、証券にかかわる立法や政策への圧力を強めようということだった。この協会には実際には「主として」証券業務を営むのではない業者(商業銀行、貯蓄銀行、信託会社等々)も加盟したけれども、とにかく証券業務と結びつけて投資銀行という言葉が用いられたことだけははっきりしている。しかしアメリカ経済史のなかで単に証券業者といわず投資銀行として問題視するのは、それがアメリカ経済独特の支配構造をつくる担い手となったという意味を含めてである。だからわれわれは投資銀行の範疇をあらかじめ決めた上で「J. P. モルガン商会が投資銀行となったのはいつか」を詮索するよりも、「1880-90年代にモルガン商会が体现したような事業の総体とその性格をもって投資銀行という」と、逆のせまり方をしたほうがよいかもしれないのである。

① サザン鉄道 (Southern Railway)<sup>161)</sup>。左の鉄道名は 1894 年 6 月に再建されたあとのものである。ヴァージニア州を拠点とし 80 年代に急速な合同＝拡張で 8000 マイルにおよぶ南部最大の鉄道システムをつくった Richmond & Danvill/Richmond Terminal system が 92 年 6 月に清算に陥った。だが鉄道経営陣は清算人の提示する再建案を次々拒否したため、再建への道程は混迷した。業を煮やした社債保有者と株主の代表者がこもごもモルガン商会におもむいて協力を依頼した。モルガンは腹心のスペンサーとコスターからの報告を受けて、このシステムの再建は経営と財務の全面をまかせてもらわぬかぎりできないと判断したが、最大株主にして支配者たる 1 人 (Clyde) が証券を差し出すことを拒んだため、一旦は再建への協力を拒絶した。そのうちに事態はますます悪化して、ついに Clyde 一派が全面降伏し、93 年 2 月にモルガンの再建引受けが決まったのである。そのニュースに証券所有者のみならず北部の金融界が一様に安堵した。

再建案の作成に先立ちモルガンは、同システムのすべての株式と社債をモルガン商会に預託するよう求めた。これは業界に前例のない異常な強硬措置だったようであるが、証券所有者の大部分が預託に応じた。その進行と並行してコスターらはシステムの徹底的な調査をおこない老朽路線の存在や不適当な会計方法などを続々、指摘した。あげくシステム内の一部の鉄道会社を排除した再建案を 93 年 5 月に提出したが、除外された会社の抵抗が強く、そこにまた 93 年恐慌の悪条件が加わって、再建の実施までにはさらに月日を要した。結局 94 年 3 月、一部修正された再建案（約 30 社を排除し 125 社を集めた）が確定し、6 月、新会社 Southern Railway の設立にいたったのである。新会社は（旧システムの 8000 マイルから縮小されて）4600 マイルの路線をもち、新証券として普通株 1 億 2500 万ドル、優先株 6000 万ドル、社債 1

---

161) Carosso, op. cit., pp. 369–372. Daggett, op. cit., Chapter V, Frey ed., op. cit., pp. 372–373 によりまとめた。3 者の叙述に若干の違いがあるがここでは問題にしない。

億 4000 万ドルを発行して旧証券と交換したほか、諸経費にあてた。全株式は J. P. Morgan, G. F. Baker, C. Lanier の 3 受託者にたいする 5 年間の議決権信託に付された。またモルガンは彼の下にいるきっての鉄道通スペンサー<sup>162)</sup>を新会社の社長の地位につけた。スペンサーは 1906 年まで社長の座にあって、この鉄道の体質強化に重要な役割をはたす。

モルガン商会が Southern Railway 再建に従事したのは約 20 ヶ月であるが、この仕事によって直接、同商会が得た収益は、Carosso によると再建シンジケート主宰の手数料 (fee) として現金 10 万ドルと新会社普通株 75 万ドル (額面) —— 第 1 次発行分 1500 万ドルの 5 % という条件だった —— それに金額は不明だが “managing the business” の手数料、新証券の発行引受けからのコミッションなどであった。ここに見られるボーナス株を含めて、新会社の株式がどの程度、過大に発行されたかというようなことはわからないが、Carosso は、再建後の新会社の業績が顕著に回復したのに同社の “high capitalization” などのゆえに株主への配当再開はずっと後年まで引き延ばされたと書いている。

90 年代に入ってモルガンが最初に体験した Southern Railway 再建が、11 節で見た 80 年代の再建にない新たなレベルの支配と介入を伴ったことは、以上の簡単な記述からでも明らかであろう。そうした支配と介入じたいが目的だったわけではなく、これだけ雑多な鉄道群からなり内紛や不健全経営をかかえこんだ巨大な集合体を再建に導くための、いわば行掛り上やむをえざる強硬措置だった性格がつよいが、この方策がまた後に続く再建業務に強い影響を与えることにもなるのである。Southern Railway 再建は、モルガンの歴史上そういう意義をもつとすべきであろう。

---

162) スペンサー (Sumuel Spencer) が 1888 年にボルディモア・オハイオ鉄道社長を辞し 90 年にモルガン商会に入ったいきさつは、本稿 11 節で述べた。

② エリー鉄道 (Erie Railroad)<sup>163)</sup>。東部幹線鉄道のうちで最も波瀾のエピソードを多くもつエリー鉄道は、これまで1842, 1859, 1875年と3度の破産を体験してきたが、1893年7月に4回目の破産に陥った<sup>164)</sup>。そして4度目の再建過程は苦難と曲折の2年以上の期間を要することになった。

この4度目の再建をモルガンが引き受けるにいたったいきさつは、どのモルガン伝にも書かれていない。エリー鉄道史ではロンドンのモルガン商会が1865年に80万ポンドの社債の引受＝販売（本稿上187頁参照）を主宰したことが両者の関係の発端とされている。その後、同鉄道がJ. グールドの支配下にあった時期にモルガン商会がどんな役割を果たしたかの判断はやや微妙である。エリー鉄道はアメリカで最もイギリス人投資家の比重の大きい鉄道になって行き、グールド利権とイギリス人投資家との対抗・軋轢が70年代からしばしば表面化する。モルガン商会は当然、イギリス人投資家の利益を守るべき役を負わされたはずであるが、一方、そのイギリス人投資家は必ずしもひとつに結束した勢力とならず別の集団で張り合い、ときにグールドとの間で三つ巴の対抗戦をくりひろげた。そのさい（1871年のことであるが）グールドはエリー鉄道のロンドン・エージェントだったJ. S. モルガンに取締役会の人選にかんする助言を求め、そうした対応で自分の社長の地位を守ったこともあった。グールドは結局72年に失脚し、その後エリー鉄道経営の主導権をめぐる大きく二つのイギリス人利権が争ったが、そのときモルガンがどちらに加担したかは明らかでない<sup>165)</sup>。モルガンが同鉄道のロンドン・エージェントにずっととどまったのかどうかも、管見のかぎりではわからない。

---

163) Carosso, op. cit., pp. 373–378. E. H. Mott, *The Story of Erie, Between the Ocean and the Lakes* (Collins, 1908) pp. 273–281.

164) モルガンが介入する90年代より前のエリー鉄道史については、拙稿「ニューヨーク・エリー鉄道の建設」（北海道大学「経済学研究」第38巻4号、1989年3月）と「エリー鉄道とウォール街」（「経済と経営」第20巻1号、1989年6月）を参照されたい。

165) 上のいきさつは上掲拙稿「エリー鉄道とウォール街」の特に112–128頁を参照。

しかし注 163 に挙げた Mott のエリー鉄道史によると、1884 年末の年次株主総会の時点でドレクセル・モルガン商会はエリー鉄道の株式 8500 万ドル余のうち 115 万 5000 ドルを所有し、かつ同商会のパートナー J. J. Goodwin がエリー鉄道取締役役に選出されているから<sup>166)</sup>、おそらく一定の関係が持続していたのだろうと推測される。ともかく断片的に知られるそのような過去を経て、モルガンは 1893 年のエリー鉄道の再建を引き受けたわけである。

再建計画はニューヨークとロンドンのモルガン商会の緊密な意見交換と協力をもって策定された。ニューヨーク側ではコスターが、ロンドン側ではバーンズ (Burns) が、計画作成の実質的な任にあたった。再建案で最初に最も難航したのは約 3800 万ドルの既発行社債 (6 % 利付第 2 コンソリデーター・モーゲージ債) の処置である。この社債は 1878 年の再建にさいして発行されたもので、最大部分がイギリス人投資家の手にあったが、ウォール街の有力商会・金融家も一部を所有していた。モルガン商会の計画は新たに 7000 万ドルの 5 % 利付第 2 モーゲージ債を発行し、そのうちから 3360 万ドルをもって旧社債と交換し、1550 万ドルを改良投資にあてるなどというのだった。これは旧社債所有者にとって利率と抵当物件価値の切下げを意味したが、そのうえにモルガンは、新社債の販売促進のために旧社債との交換にさいし所有者が現金をもって追加的に新社債を購入せねばならない (額面にたいし 90 の価格で) という条件をつけたのである<sup>167)</sup>。これまで鉄道の清算→再建といえはまず社債所有者の権利を最優先で保護してきたアメリカ鉄道界の常識からして、この処遇は非常に厳しいものと受けとられたらしい。社債所有者たちは「保護委員会」(Protective Committee)を結成して再建案に抵抗し、裁判にもちこんだ。しかしこれ以外に再建の方法はないとするモルガン側の態度は固く、社債所有者たちの足並みも乱れて抵抗は次第にハリマンの率いる少数

---

166) Mott, op. cit., p. 267.

167) 要するに 6 % 利付の旧社債 4000 ドルの所有者は、900 ドルの現金を払い込んで 5 % 利付新社債 5000 ドルの所有者になる、という条件づけである (ibid., p. 276)。

派だけとなっていった<sup>168)</sup>。

だが再建案実施の困難は、別のところからやってきた。93 年恐慌の深化でエリー鉄道の業績はますます悪化し、かりに新社債の発行を完遂しても、その利払いが第 1 回目（350 万ドル）から不能（default）であることが明らかとなったのである。再建提案はあらためて練りなおされ、95 年 8 月になってようやく、鉄道運送そのものの抜本的再建に踏み込んだ案として再提案された。その眼目は、エリー鉄道と系列 2 社を統合してニューヨークからシカゴまでの単一路線を形成することにあつた<sup>169)</sup>。この新会社は普通株 1 億ドル、第 1 優先株（非累積 4 %）3000 万ドル、第 2 優先株（同）1600 万ドル、社債 1 億 7500 万ドル<sup>170)</sup>を発行する。エリー株主は新株取得の条件として、普通株に 12 ドル、優先株に 8 ドルの現金払込みが要求された。一方、社債はまず prior lien bonds 1500 万ドル分が 95 の価格で（したがって 1425 万ドルで）引受シンジケート<sup>171)</sup>に引き渡された。その他、重要な財務措置の殆どは前述

168) 旧社債所有者のなかにはウォール街の Kuhn, Loeb & Co., August Belmont & Co., Hallgarten & Co., Vermillie & Co., U. S. Trust Co., それに E. H. Harriman らが含まれていたから、彼らが結束して反対すればその力は相当のものとなるはずだった。しかし Kuhn, Loeb & Co. が 94 年 2 月に早々と反対派から脱落し、次いで Vermillie & Co. も抵抗を弱めて、次第に反対勢力は少数派となりながら Harriman のもとに集まるようになった。(Carosso, op. cit., p. 375)。

169) エリー鉄道は 1878 年再建時いらい New York, Lake Erie and Western Railroad というのが正式名称であつた。それに New York, Pennsylvania & Ohio と Chicago and Erie という 2 鉄道を統合して 1 社にするという案である。

170) 社債の内訳は prior lien bonds (4 % 利付) 3500 万ドル, general lien bonds (3 % 利付) 1 億 4000 万ドル, ただし後者の general lien bonds のうち 1 億 1000 万ドルが 3 社の旧社債との交換と将来の改良投資のために保留されるので、当面、市場で販売される社債は 6500 万ドルである (Mott, op. cit., p. 277)。

171) 引受シンジケートはロンドンとニューヨークとで組織され、とくにロンドン・シンジケートにはシティの著名なマーチャント・バンカーが名を連ねた。その商会名は Carosso, op. cit., p. 769 の注 99 を参照。

のサザン鉄道再建に採った方式が踏襲されたという。この新再建案はその後も若干の曲折はあったがおおむね実施され、95 年 11 月をもって新会社 Erie Railroad Company の発足をみたのである。取締役会にはモルガン商会から当初コスターとステットソン (Stetson) が入り、その後も顔触れを変えながら経営への発言力を維持した。また新会社株式は 5 ヶ年の議決権信託に付せられ、J. P. モルガンを含む 3 人が受託者となった。

2 年にわたるエリー鉄道再建の事業でモルガン商会が直接得た収益は、次のごとくであった。モルガンは手数料 (commission) として 50 万ドルを請求し、それは新会社の普通株をもって、1 株 5 ドルという評価に基づいて支払われた (ほかに法廷費用など若干が現金で支払われた)。その株式をニューヨークとロンドンのモルガン商会が均等に 2 分して受けとり、2 商会がそれぞれのシンジケート・メンバーに引受額に応じて分与した。じつはロンドン側のシンジケートをとりしきっていたバーンズはこうした支払方法に不満で、すでにアンダーライターとしてエリー証券をもち過ぎているのだからという理由で現金による受けとりを主張した。それにたいして J. P. モルガンは次のように答えたという。「われわれがこれまでいつも普通株での支払いを受けてきたのは、第 1 にそのほうが望ましいし株式に多くの価値があると考えからだ (やむを得ず受けとるわけでない、という含意であろう——森)。第 2 には再建された会社の財産にわれわれが信をおいているのを公衆に示すことになる」<sup>172)</sup>。どうしてもロンドン側が株式で報酬を受けとるのがいやなら、ニューヨークの商会がエリー株 25 万ドル分をそっくり引きとろうともモルガンはいい、バーンズはそこまでいわれてようやく株式の受けとりを決断した。その時点でエリー株は市場で 8 ドルの値をつけていたが、ほどなく (年末までに) 15  $\frac{3}{4}$  まで騰貴した。結局ロンドンのモルガン商会はエリー再建に

---

172) これは J. P. モルガンからバーンズに宛てた電文であって単なるエピソードではない (ibid., p. 377)。モルガンがボーナス株の受けとりを選好した理由の明確な表明とあってよいだろう。

かわる自己の利益を（株の売却によって）現金 5 万 2000 ドル実現し、ほかになお第 1 優先株 2429 株、普通株 1950 株を保有したと Carosso は書いている。残念ながらニューヨークのモルガン商会には比較すべき資料が残っていない<sup>173)</sup>。

### ③ フィラデルフィア・レディング鉄道 (Philadelphia & Reading Railroad)<sup>174)</sup>

第 11 節に見た 1885-86 年のフィラデルフィア・レディング鉄道の再建を引き受けたモルガン商会は、その後も同鉄道のリード・バンカーの地位にとどまった。その上、形式的には 91 年春まで J. P. モルガンらへの議決権信託の期間が続いていたのであるし、またロンドンの J. S. モルガン商会はイギリスにおける同鉄道社債 (first income bond) 700 万ドル中の 160 万ドルを自ら保有 (1890 年時点) して、イギリス人社債保有者の代表としてふるまった。にもかかわらずモルガンがこの鉄道の 1890 年頃からの財務悪化、1893 年の破産をくい止めるだけの発言力も行動力ももち得なかったことは、留意すべきであろう。モルガンがもっと強力に介入したところで同鉄道の破産は免れなかったのかもしれないが、留意すべきはそのことでなく、銀行家の介入といい支配といい、所詮はまだそれほど組織的、永続的なものになっていなかったことのほうである。J. P. モルガンやコスターやスペンサーといった限られた特定個人が一旦、再建の業務を終えて金融家の顔にもどってしまうと、鉄道そのものの経営方針に商会が常時介入することは実際問題として殆どできなかったのではないだろうか。

80 年代再建後のフィラデルフィア・レディング鉄道の経営は、乗客、貨物ともに着実に増えて、一見、順調に見えた。しかし同鉄道の傘下にあった石

---

173) *ibid.*, p. 377.

174) *ibid.*, pp. 378-383. Daggett, *op. cit.*, Chapter IV.

炭会社の業績が 88 年に赤字に転落し、それから一貫して石炭問題がこの鉄道会社の足をひっぱる。これと並び、フィラデルフィア財界をバックにして 90 年、社長の座についた A. A. McLeod が手当たり次第の買収による路線拡張政策をとったことで、鉄道の資金ぐりが極度に苦しくなった。1890 年から 91 年にかけてニューヨークのモルガン商会とフィラデルフィアのドレクセル商会は 3 件の社債発行、3 件のターム・ローンを引き受けるとともに鉄道の攻撃的な拡張政策に繰り返し警告を与えた。一方、ロンドンのモルガン商会は社債の扱いを拒否した。こうして鉄道の経営陣とモルガン側との齟齬が目立つようになっていった。いつの頃の話なのかははっきりしないが、McLeod は「モルガンの指揮下にはいるくらいならピーナツ売りになったほうがましだ」と公言したという<sup>175)</sup>。つまり両者の関係はそれくらい険悪になった。そして 93 年 2 月、フィラデルフィア・レディング鉄道は破産を宣言し、McLeod 社長は 4 月に退陣を余儀なくされた。

しかしモルガンはそこですぐ再建の主導権をとろうとはしなかった。まず McLeod じしんが清算人の一人に選ばれて再建策を提出し、それにたいしてロンドンの社債保有者、次いでニューヨークの社債保有者が委員会を設けて再建案を拒否するとともに各々 McLeod の清算人辞退を要求した。McLeod がしぶしぶ辞任したあと、取締役会から後任に指名された J. S. Harris は、拡張政策の停止、経費の徹底的な削減、新社債 (collateral trust bond) 発行などを骨子とする再建案を作成した。だがこれにたいして社債保有者はなお自分達の利益が十分擁護されないと反対し、結局、実行にいたらなかった。その後も清算人からの修正案、McLeod 派の案、社債保有者の委員会の提案らが入り乱れて、再建の方策は一向にまとまる気配をみせなかった。この過程でモルガン側から発言したのは主にフィラデルフィアに居住するトニー・ドレクセルだったようである。J. P. モルガンは殆ど前面にでることがなかつ

---

175) Frey, ed., op. cit., p. 322.

た。

しかしそのトニー・ドレクセルが1893年5月に死亡し、再建案は混迷をさらに強めながらなお2年も続いたのだった。その間、社債保有者の委員会が何度かJ. P. モルガンに助力を求めたが、彼は容易に腰をあげようとしなかった。モルガンが乗り出さぬかぎり解決はないというのがウォール街の一致した見方となってようやく95年6月頃、秘密裏に相談に応じたようである。9月、モルガンがロンドンのバーンズに社債引受シンジケートの編成を打診するにおよび、新たな事態を人々が知るところとなった。

こうした熟成期間をおいたために、モルガンの“drastic and radical”, “thorough and effective” な再建案（当時のコマーシャル&フィナンシャル・クロニクル紙の評言）に、抵抗する者はもはやなかった。大胆な赤字路線の切り捨て、拡張方針の廃止、鉄道からの石炭会社の切り放しが断行された。この再建案に含まれた財務上の処理の大きな特徴は、旧社債（general mortgage bonds）保有者の債権一切を温存してほぼそのまま新会社に受け継ぐこととし、とくに再建の前提となる短期および当面の債務処理を株主と、income bonds<sup>176)</sup>との所有者にたいする賦課金（アセスメント）<sup>177)</sup> 2000万ドル余および新社債および優先株発行の収入1200万ドルをもっておこなうと構想したことである。バーンズはロンドンのモルガン商会の立場からこれに満腔の賛意を表し、社債保有者へのかかる優遇がアメリカ証券全体に良き影響

---

176) 当時、鉄道界でしばしば用いられた income bonds は実質的に優先株と同じようなものと考えてよい。とくに1890年代に破産鉄道が固定負債を軽減する手段として利用し普及したという。A. S. Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, Fourth edition 1941, vol. I, pp. 235–236 を参照。

177) 1873年恐慌以後の鉄道再建にさいして、旧証券所有者がその証券の種類に応じて各々何%かの賦課金（assessment）を払い込んで新証券を受けとるという方式が普及してきた。再建にさいして普通株主が最も大きな犠牲を負い、以下、順次、証券の種類と性格に応じて所有者が犠牲を分け合うという、（法的というより）便宜的な方式として利用されたようである。詳しくは *ibid.*, vol. II, pp. 1427–1430 を参照。

をもたらすであろうと打電している。新証券発行はロンドンとニューヨーク＝フィラデルフィアとに組織された二つのシンジケートが処理した。再建は旧 Philadelphia & Reading Railroad Company が Philadelphia & Reading Railway Company に改組（旧会社を銀行団に売却しそれを新会社に転売する手続きで）され、これと Coal & Iron Company とを組織的に切り放したうえで両社の持株会社 Reading Company を新設して支配するという方式をもっておこなわれたが、その詳細は省く。新会社の株式議決権は J. P. モルガンら 3 人の受託者に委ねられた。こうしてフィラデルフィア・レディング鉄道は第 1 級鉄道会社としての面目を回復した。

モルガンの再建実務は公式には 1895 年 12 月から 97 年 3 月まで 15 ヶ月にわたっておこなわれたことになっている。この間二つのシンジケートがさまざまな目的で扱った同鉄道の証券は約 1 億 3000 万ドルにのぼった。その手数料 (commission) は 276 万ドル。同鉄道の再建がモルガンの名声と手腕なしにはできなかったという事情をふまえて、手数料率は最高水準のものであった。またこの手数料と別にモルガンは再建主宰者としてのサービス報酬 65 万ドルを鉄道会社から受けとり（今回は株式ではなく現金で受けとったようである）、これをニューヨーク、フィラデルフィア、ロンドンの 3 商会で均等配分した。そしてこの再建以後、モルガンはフィラデルフィア・レディング鉄道にたいするほぼ安定した取引関係（＝支配）を維持することになった。

④ ノーザン・パシフィック鉄道 (Northern Pacific Railroad) モルガン＝ノーザン・パシフィック関係の発端は、本稿 10 節①で述べたように 1880 年ころからと思われる。その後のモルガンは同鉄道の経営に深入りすることを避けながら顧客としての付き合いを続けていたようであるが、その鉄道が大陸横断路線の敷設を強行した直後、1893 年 8 月に清算に陥った。この時点から 96 年の再建まで、さらにその後も数年にわたり同鉄道をめぐって続いた諸勢力の確執は、ついには「北部証券会社」の設立 (1901 年) というアメリ

カ鉄道史上最大の合同にいたるドラマの1幕をなす。曲折に満ちたその過程で、モルガン＝ヒル・グループと呼ばれる最大鉄道システムが形成されるのであり、モルガン商会の経営史のなかでもそれが特に重要な一局面をなしていることは疑い得ない。

だがじつは、私は北部証券会社の設立と解体をめぐる過程についてすでに、1年前の本紀要にかなり詳しく書いている<sup>178)</sup>。ここでは繰り返しを避けて経過の殆どすべてをその別稿に委ねたいと思う。そちらを参照していただきたい。ただし別稿はグレート・ノーザン鉄道とそれを取りしきったJ. ヒルを主人公にして書いたものであり、本稿が主に依拠している Carosso のモルガン伝と較べたとき、モルガン商会の役割の記述にわずかながらニュアンスの相違があるように感じられる。その点だけ以下に付記しておく。

ノーザン・パシフィック鉄道の再建には、同鉄道と並行する大陸横断鉄道グレート・ノーザン鉄道との事実上の合同が必要だという構想が浮かんできた。この構想はドイツ人社債保有者グループとそれを代表するドイチェ・バンクからまず表明され、グレート・ノーザンのヒル(および彼と親交あるクーン・ロープ商会のJ. シフ)もこれに賛意を表した。かくして95年5月10日、ノーザン・パシフィック鉄道の再建委員会(E. D. Adams)、株主(E. Tuck)、ドイチェ・バンク(G. Siemensら)、グレート・ノーザン鉄道(ヒルら)がロンドンに会してロンドン協定(London Agreement)が結ばれる。別稿(R. W. Hidyの記述に依拠した)では、この過程にモルガンの名前がまだ出ておらず彼の当初の意向がわからなかったが、Carossoでは次のようになっている。両鉄道の路線を統合してヒルの支配にゆだねるという構想が生まれたとき、ノーザン・パシフィック鉄道の金融にかかわってきたモルガンとコスターはこれを支持し、彼らの支持があってはじめてロンドン協定が実現したの

---

178) 拙稿「Ralph W. Hidy 教授のグレート・ノーザン社史研究－3－」(「経済と経営」第21巻3号, 1991年1月, 190-207頁。

だった。協定後アメリカに帰ったヒルはモルガン＝コスターを訪ねて詳細を説明し、モルガンらは「計画がすべての関係者に望ましいものである」ことを認め、暖かい承認をあたえた。しかしモルガンの顧問弁護士 (V. Morawetz) は、この合同案が裁判所で合法と判定されるかどうかに関し強い懸念を表した。この懸念があたって 95 年 11 月、ミネソタ州裁判所が次いで合衆国最高裁が協定の法的効力を否定するにおよび、ロンドン協定の実行は不可能となった<sup>179)</sup>。

Carosso によると、その後ヒルとモルガンは協議を重ねたが、法的な合同なしに両路線統合の実効を作るという方途をめぐる容易に合意に達せず、ときに陰悪な雰囲気さえ生まれた。一時ヒルはノーザン・パシフィックのグレート・ノーザンへの“guarantee”を提案したが、モルガンの弁護士はこれの合法性にも疑念を表明した。一方モルガンは、96 年 2 月から 3 月にかけて、ヒルを排除しドイチェ・バンクとの間で再建案をつくったこともある。しかしヒル＝モルガンのいずれを欠いても再建は成就できないと考える人々の仲介があつて、96 年 4 月、モルガン、ヒル、Gwinner (ドイチェ・バンク) らにより「ロンドン・メモランダム」が作成され署名された<sup>180)</sup>。かくしてモルガン主導によるノーザン・パシフィック鉄道再建の手続きが開始される。こういう筋道である。

---

179) Carosso, op. cit., p. 384. なお、ロンドン協定の実行が反トラスト法訴訟によって阻まれたことは Hidy の手稿も書くが、Hidy の場合は違法判決よりむしろ、合同によって不利を被るおそれをもった人々(両鉄道の株主の一部、関係諸州の代表者など)から各級裁判所におびただしい提訴がなされたことのほうを、障害として強調している。各方面からの反対や抵抗を考慮して、再建委員長の Adams が 95 年 8 月ころモルガン商会の同意を得て協定の一部手直しを図ったことや、95 年 9 月段階で早くもグレート・ノーザン側のスティーヴンが協定の実施に見切りをつけ、彼の助言を容れてヒルもモルガン商会主導による別の再建策の可能性を考えたことも書かれている(上掲拙稿 171 頁参照)。おそらくこちらの叙述のほうが当をえているだろう。

180) *ibid.*, p. 385 では 8 月 2 日と書いてあるが、4 月の誤記であろう。

Carosso はそれに続けて、モルガンによる再建が成功しヒルもその成果には満足したけれども、ヒルは経営にもっと強い実権をもつことを望んだ、というふうに論を運んでいる。モルガン派が株式議決権を受託するとともに取締役会にも強力に代表者を配したことにヒルは釈然とせず、またモルガンが社長に推した Winter、次いで Mellen のいずれをもヒルは好まなかった。ヒルと鉄道会社経営陣とのぎくしゃくした仲をコスターが取り結んでいたが、そのコスターが 1900 年 3 月に死亡し、さらにこの年の 11 月にモルガンへの議決権信託の期限が終了したことから、ヒルはノーザン・パシフィック支配への新たな行動にとりかかる。これが Carosso の論旨である。しかし私の上掲別稿が依拠した Hidy の記述によれば、97 年になっても再建会社の業績が回復しないことに業を煮やしたモルガンはヒルの進言に耳を傾けるようになりその効もあってようやく業績が好転した、だがその後ヒルは Mellen 社長とのみならずコスターとも反目してヒル＝モルガン関係が再び悪化し 98 年秋には相互に長文の抗議文を投げ付けるほどになった、この間ヒルはモルガンに何度も議決権受託の終結宣言をせまったがモルガンは頑として応じなかった、コスターの死後モルガンが取締役会に送り込んだ E. R. Bacon が「ものわりの良い」男でようやく小康状態がもどった、そこへいわば両鉄道の外部におけるハリマン勢力の台頭が強い刺激剤として加わりヒル＝モルガン関係は急速に修復された、モルガンはついに 1900 年秋、議決権信託の終結とヒル勢力によるノーザン・パシフィック支配に同意を与えた、というふうに説かれている。総じていって再建から後の経緯にかんしては Hidy の記述のほうが信憑性が高く、Carosso の理解にやや問題があるように思われる。

さて、本稿は 11 節で 1880 年代の、13 節で 1890 年代のモルガンによる鉄道再建の代表例を見てきたが、この二つの時代を経て築かれたモルガン商会と個々の鉄道業との関係のなかから、どのような特徴を汲みとることができるだろうか。

第1に、投資銀行による鉄道支配という面から見て、モルガンの鉄道経営への介入と支配とが一時代ごとに強まっていることは疑う余地がない。それは主として、モルガンが再建にあたり従来の「再建屋」が求めた水準を越えて財務の徹底的な調査、経営陣の交替、他の鉄道との協調の回復を要求したことの必然的な結果であった。モルガンの立場からいえば、鉄道業界の状況からして、それだけの介入がなくては投資家を保護し将来に向けて投資家の信頼をつなぐ再建ができないと思われたのである。

支配強化ということの内容として、モルガン商会による鉄道会社への関与が従来より永続的・組織的なものになっていることもはっきりと読みとれる。鉄道再建や大規模証券発行のさいにモルガン商会が経営に強い発言力を行使した取締役会に乗り込むのは、必ずしも新しい事態でないが、かつてのそれが総じて当座的なものであり、対照的に90年代には永続的な人事への介入や役員兼任が当然のこととなってきたことは、諸々の事例が示している。株式の議決権信託をモルガンの側から求め、それを殆どどの鉄道再建にも適用するようになったことが、最も重要な証拠となろう。またモルガン、コスターといった特別の個人の権威がその強い発言力と不可分であった80年代までに較べて、90年代にはモルガン商会の組織体としての権威が強まり定着したことも確認できそうである（この点はなお後の15節で検討したい）。

だが反面、この永続的・組織的なものへの変化がモルガン自身の意向に沿い彼の選好で進行したと解するのは、事実にはそぐわないと思われる。たとえば Carosso はかつて次のように書いた。「…事実、何人かの金融業者は正式の会議において取締役として勤務するよりも、むしろ引続き彼らの後援する鉄道の役員と年に何回か会合するという従来からの非公式のやり方のほうを好んだ。たとえばジェイコブ・H・シフは、多くの投資銀行業者が会社の取締役役となったり、重要な委員の地位についたりする傾向を嘆いていた。シフは旧来のやり方のほうが投資銀行業者にもっと重要な仕事に集中することを可能にし、また有益でしかも時間の節約であると信じていたのである。」<sup>181)</sup> J. P.

モルガンのビヘイビアも主観的にはシフとそれほど変わらず、彼が自分をあくまで金融家（または「マーチャント」）と考え他の企業とは文書や前例として残らない個別的、私的な関係を好んだことは後年までほぼ一貫していた。そうした変わらぬ志向にもかかわらず結果的に従来より格段に高度な支配の構造を生んだ面のほうを、むしろ強調すべきであろう。その点は、投資銀行業者の近年の「傾向」を嘆いたシフ自身にもあてはまる。

第2に、鉄道再建の実務を通して証券の利用の仕方と資本構成に生じた変化を、ある程度まで読みとることができる。90年代の再建の基調が、従来、社債に建設費の大部分を頼ってきた鉄道業独特の財務構造を改めて株式に資金調達の機能を委ねよう、また社債保有者の利益保護を第1義とした従来の再建方式から各層の犠牲分担による再建へ、という方針を含んでいたことは明らかであるが、そうはいっても株式の販売を促進し、また社債保有者の強権発動（抵当権行使）を抑えながら再建を実施するのは、至難というほかなかった。

その至難の課題をまがりなりにも遂行するのには、モルガンほどの実力者でも幾多の離れ業が必要だった。またモルガン資本のなかでイギリス人投資家（社債保有者）の利益に密着して行動するロンドンのJ. S. モルガン商会を従えながら、ニューヨークのJ. P. モルガン商会のリーダーシップを全うすることも必要だった。実際の再建過程をみると、社債と株式をどんな組み合わせで新発行し、旧証券とどういう条件で交換したかは、鉄道ごとの状況を反映してきわめて個別的な施策となっている。そして結果的に、期待どおり社債（長期債務）を大幅削減し、株式（自己資本）に乗り換えることができたケースはむしろ少なかったのではないかと思われる。社債はたかだか前より低利の社債に借り換えられる程度で、多くの場合、依然として大鉄道に重い負担となって残った。鉄道の実質資産を代表する資本がなにより社債である

という性格が、本質的に変わったわけではなかった<sup>182)</sup>。だが一方、株式発行による資金調達と資本構成における株式のウェイト増加が追求されたのであり、その結果として擬制資本総額が現実資産価値を上回る度合はいや増して、やがては過大資本 (over-capitalization)<sup>183)</sup> の問題としてクローズアップされることになる。モルガンが再建の手数料をしばしば株式をもって受けとった理由の第1は、極端に現金が不足している清算中の鉄道から数十万ドルという巨額の現金手数料をとって再建をいっそう困難にするより、率先して株式で受けとることで株式の販売にもはずみをつけるという意図であったろう。その意図が満たされればモルガンは再建遂行の名声と株価上昇による特別の利益の両方を手にいれるのであるから、そういう選択をしたのは至極、当然ともいえた。だがまたそれはモルガンの既存の名声があつてこそできた選択でもあったわけである。

上のようないきさつからして、この時期の再建鉄道が発行した社債と株式にそれぞれどれだけの現実資産の裏付けがあるかということは、従来以上に不明確になったと思われる。「過大資本化」あるいは「水増し株」の発行による資産価値の水増し評価といっても、それが当時の鉄道財務の担当者の明確な観念とはなりえなかった。だがこうした経過から生まれた財務方式が、19世紀末から工業トラストの形成に適用され広く普及しはじめたとき、その意図と性格は鉄道業のほんらいの事情を大きく越えて進むことになる。工業トラストの側からいえば、鉄道業が開発した証券発行＝販売の手法を採りその

---

182) 再建にあたって社債保有者にも一定の犠牲が科されたといっても、やはり最も良く保護されたのが社債保有者で、最大の犠牲を被ったのが株式所有者であることにおいては変わりがない。当時の著名な経営評論家であった E. S. Meade は後年、この 90 年代の鉄道再建におけるモルガンの主要な功績を「鉄道社債をわが国の最も安全な投資対象とせしめた点にある」と論評したという (Carosso, *The Morgans*, p. 367)。

183) Carosso は “high capitalization” と表現し、モルガンがそれを, “heavy fixed charge” よりも罪が軽いと考えたと書いている (ibid., p. 367)。

性格をいっそう投機的に増幅することによってはじめて、資本市場で鉄道業と肩を並べることができたのだといえよう。

第3に、投資銀行業界におけるモルガンの支配力という面での変化である。これまでの叙述から、19世紀半ば以降、着実に積み上げられてきた金融界におけるモルガンの名声が1880年代、90年代の大鉄道との関連とりわけ再建金融で、質の変化をともないながら決定的な高みに達したことは容易に理解できよう。大鉄道再建にあたっては、それまで内外の公債発行＝引受け事業でよく用いられスケールも巨大化してきた証券引受＝販売のシンジケート団が、殆ど例外なしに結成された。この鉄道証券のシンジケートは、特定の大投資銀行と鉄道会社との関係が当座性を脱して永続性を強めたのにともない、公債発行よりはるかにシンジケートの中核メンバーが固定する傾向をもったろうと思われる。

またシンジケート・メンバーに大商業銀行や生命保険会社など豊富な資金力をもつ機関が常連として参加したのも、この時期からの特徴といっていよう。商業銀行は公債業務には早くから参入していたし、主にニューヨーク、ボストンやフィラデルフィアのような金融中心地以外のところで証券引受＝販売業務を担ってもいたから、鉄道証券シンジケートへの参加はわりに自然な流れだったように見える。生命保険会社は80年代初頭から資金運用の一環として鉄道社債への投資を増やしてきたが、大手生保の再建シンジケート参加として記録された最初は1893年のサザン鉄道のケース（前述）のようである<sup>184)</sup>。このようにシンジケート自身の資金力が必要になってきた契機として考えられるのは、再建にあたり旧証券所有者に一部現金払込みを条件として新証券との交換を求めた場合にせよ新証券を公募発行した場合にせよ、

---

184) D. C. North, *Life Insurance and Investment Banking at the Time of the Armstrong Investigation of 1905-1906* (The Journal of Economic History vol. XIV Summer 1954) p. 212. 大手とは、Mutual, Equitable, New York Life のいわゆるビッグ・スリーを指す。

それですぐ当面の必要資金が満たされることがまづなかったから、シンジケートが資金を前貸ししその抵当に社債を受け取るという実務が多用された事実である<sup>185)</sup>。さらにモルガンのような圧倒的名声をもつ商会が主宰するシンジケートが証券発行を引受け＝販売するようになると、発行者(鉄道会社)が販売の主体となりその結果に責任をとる形態より、投資銀行が発行証券を買いとって販売者となる形態が投資家に好まれ普及するようになっていった<sup>186)</sup>。シンジケートの中に証券買取りの資金力が豊富にあること、さらにはシンジケートが有力な機関投資家をメンバーとして擁することが、大きな意味をもつようになってきたのである。

以上のような変化は、Carosso のモルガン伝および上述の個別鉄道の再建のケース・スタディから一般的な趨勢として読み取ることができそうである。しかし実は、この点にかんして私はもっとはるかに多くの情報が新著から得られることを期待していたのだった。従来のアメリカ研究では、20 世紀初頭までに投資銀行業界に複数の勢力集団が作られたこと——たとえば J. P. モルガン商会、クーン・ローブ商会 (およびハリマン)、ナショナル・シティ銀行 (と James Stillman)、ファースト・ナショナル銀行 (と G. F. Baker)、リー・ヒギンソン商会、キッター・ピーボディ商会に率いられた 6 大グループの存在が説かれる<sup>187)</sup>——、その中で最強のモルガン・グループは 3 大生保のうちミューチュアル生保と緊密な関係を結びまたファースト・ナショナル銀行 (および Baker) と変わらぬ盟友関係を維持したこと、モルガンに次ぎ対抗する勢力としてクーン・ローブとハリマン、エクィタブル生保のグループがあったこと、などがほぼ定説となっている。その論拠の多くが、1912 年の連邦下院プジョー委員会によるかの報告 “Money Trust Investigation”

---

185) Carosso, op. cit., pp. 367–368.

186) Carosso, *Investment Banking*, 前掲邦訳 (上) 84–85 頁。

187) North, op. cit., p. 214. F. Redlich, *The Molding of American Banking, Men and Ideas* (Hafner NY. 1951) Part II. pp. 379–381.

と、生保・信託会社については1905年にニューヨーク州議会アームストロング委員会の報告とにあることを疑いえない。この両報告が貴重な資料であることは私も認めるが、ただし当時の反独占、反ウォール街の気運を反映して企業間の支配・従属や連合・対立をやや図式的に単純化しすぎたきらいがあるのではないかという疑念が残っている。とりわけわが国では、こうしたグループの存在を日本に伝統的な企業集団や機関銀行支配と重ね合わせてイメージしがちであるが、それではアメリカの特徴をかえって看過するのではないか。

もうひとつ、このアームストロング委員会やプジョー委員会がえがきだした金融支配の事例は、多く20世紀に入ってからのものである。とくにプジョー委員会が明らかにした事態は、1907年恐慌後のいわゆる金融再編成の内実と深くかかわっているだろう。とすれば、その特質はどの程度、1880、90年代のモルガン帝国の形成期に溯って淵源をたどることのできるものなのか。本稿で見てきたかぎり、アメリカ金融業界における巨大勢力の区別と縄張り争いは、むしろロスチャイルド、ベアリング、J. クックなどが影響力を強く行使していた1870年代までの時期に（とりわけ各国公債の引受＝販売業務で）より明確に認められる。しかし80年代以降の、とくに鉄道再建にかかわるモルガンの名声は圧倒的、殆ど唯一のものであって、この分野で金融勢力としてモルガンに対抗するものができたとは考えられない。大鉄道の再建は、モルガンが乗りだしたときには対抗なしに内外の協力金融機関がシンジケートに組織され、モルガンが乗りださないとき他の投資銀行が担ったというのが、一般的な状態であった。19世紀末に鉄道金融で台頭したクーン・ローブ商会をとらえて、「主要鉄道企業はモルガンとクーン・ローブの勢力下に二分されることになった」<sup>188)</sup>といった評言がよく下されるが、これも言い過ぎ

---

188) 西川純子・松井和夫『アメリカ金融史』有斐閣 1989年 87頁。また呉天降『アメリカ金融資本成立史』有斐閣 1971年も鉄道再建で「モルガン・シンジケートに対抗して結成されたのがクーン・ローブ＝ナショナル・シティ・バンク＝エクイット

だと思われる。クーン・ローブがモルガンに見放されたユニオン・パシフィック鉄道の再建に手をつけたのは 1895 年のことであるが、そのユニオン・パシフィックがハリマンの掌中に入るにおよんで、ハリマン：J. ヒルの対抗を前面にしつつその背後にいるシフ（クーン・ローブ）：モルガンの対抗が不可避となっていた。シフはモルガンに敵対するような結果となることに悩んだが、ついに意を決して 1901 年頃には公然とハリマン＝シフの連合を組んでヒル＝モルガンの連合と抗争するにいたった（＝ノーザン・パシフィックの争奪戦）。この抗争が 1902 年に収束されたあと、シフはモルガンに長文の手紙を送り、今回にかぎり「あなたとあなたの会社にたいして敵対的な行動に出ざるをえなかった事情」を釈明し丁重に謝罪したという<sup>189)</sup>。この事件にかぎらず伝統的に鉄道業界でモルガンの意に反する行動をとったのはヴァンダビルト、グールド、ハリマンら、ウォール街で投資銀行とは異なる部類の「鉄道屋」であって<sup>190)</sup>、ときに投資銀行家がその勢力争いに引きずり込まれたと

---

ル生保を中心としたシンジケートである」（111 頁）というふうに説く。

189) この間の経過について前掲拙稿「Ralph W. Hidy 教授のグレート・ノーザン鉄道社史研究」3 の 168－195 頁を参照されたい。

190) Corey のモルガン伝は、州際通商委員会の調査報告 (Report of Industrial Commission, 1901－1902) に基づいて、1900 年までにアメリカ鉄道システムが以下の 6 大集団に帰属したと解している (op. cit., p. 208)。ハリマン (20,245 マイル)、ヴァンダビルト (19,517)、モルガン (19,073)、ペンシルヴェニア (18,220)、グールド (16,074)、ヒル (10,373)。しかしこのうち、ヒルのグレート・ノーザン・システムとヴァンダビルトのニューヨーク・セントラル・システムは人によってはモルガン・グループとして一括するシステムでもある。ペンシルヴェニア鉄道は鉄道界では最も（金融機関にたいする）主体性の強い鉄道として知られるが、それでもモルガンはこの鉄道の財務エージェントの立場にあった。こうして消去していくと、広義のモルガン・グループから明確に外れるのはハリマンとグールドのシステムだけということになる。なお、このようなグループ分けの試みは他にもあるが、人によって一様でない——所詮そういう曖昧さがある——ことにも注意しなければならない。

いう性格が強い。モルガンとクーン・ローブとの対抗についていえば、上に述べた数年間の特別の事態を除くと、少なくとも表立った対抗は無いに等しいのである。また商業銀行にしろ生命保険会社にしろ、後年モルガン・グループとレットルをはられる機関が、モルガン・シンジケートのみならず他の投資銀行のシンジケートに参加したり、他から証券を購入するという気風は、むしろ一般的とさえいってよかった。

特定グループへの系列化やシンジケートごとの顔触れのまとまりがなかったというのでは決してないが、19世紀末までに鉄道業界でJ. P. モルガン商会を盟主として作られた金融支配の構造は独特のものであり、それを析出しないでは世紀交の工業独占の形成に伴っていかなる新しい金融機関の役割が生まれたかも明確にならないのではないかというのが、私の考えである。そうした関心にこたえる史実や叙述をCarossoのモルガン伝にも期待したのであったが、残念ながらこの新著に鉄道再建シンジケートの生成や動態にかんする記述は殆どみられなかった。

#### 14. 鉄道以外の分野におけるモルガンの名声——19世紀末

1880, 90年代をつうじてモルガンの事業がなんといっても鉄道金融を中心としたことをおさえたうえで、同じ時期にそれ以外の分野に及んだ投資銀行としての活動を、この節で見よう。それは一面において、伝統的なマーチャント・バンカー（＝国際金融業）活動の延長上でおこなわれ、したがってロンドンのモルガン商会の役割がとくに発揮されたものであり、他面においてアメリカ鉄道を相手に練りあげた企業合同・企業金融の方法を新しく工業や公益事業にも押し広げたものであった。前者の面で特筆さるべきは第1に1893年から95年にかけて生じた合衆国財務省の「金問題」への関与であり、第2にヨーロッパ、ラテン・アメリカ、アジアの諸国の政府と企業のための資金調達である。後者の面ではなんといっても世紀転換期にかけての工

業における企業合同（トラスト運動）への関与が重要な論題となる。総じていうと Carosso のモルガン伝は前者についてかなりの紙幅をさいているが後者についての叙述は比較的、簡単である。いずれにせよこの節では、それらどの論題をもごく圧縮して述べるしかない。

### （1）合衆国「金問題」への関与

1893 年から合衆国財務省は国庫からの巨額の金流出に直面した。なぜ流出したかの理由はアメリカ金融史の別の研究にゆだねてここでは述べない<sup>191)</sup>。93 年に第 24 代大統領に就任したクリーブランドは、ヨーロッパで金を購入する資金源を得るための公債発行を策し、民主党の支援者として付き合いのあったオーガスト・ベルモント商会のベルモントに話を持ち込んだ。ベルモントはこの件をロスチャイルドに相談し、ロスチャイルドがそれをまた J. S. モルガン商会のバーンズに話すという具合にして、マーチャント・バンカーの事態への関与が始まった。彼らの話し合いは極秘におこなわれた。ロンドンのバーンズから報告を受けとった J. P. モルガンは、当初からこの公債の販売に楽観的であり、したがって引受けに積極的だった。ロスチャイルドのほうはやや慎重で、条件をめぐって両者の話し合いが煮詰まらないでいる間に、議会の反対などをおそれたクリーブランドが逡巡の度を強め、そして折しもロンドンでアメリカ証券の全般的な下落が始まって、計画は一旦、中断された。これが 93 年 4 月の時点のことである。合衆国国庫の金はいっそう

---

191) アメリカにおける金本位制成立の長い困難な過程、その過程における深刻な政策抗争はアメリカ金融史の最も重要な論題のひとつであり、わが国でもすでに立ち入った研究がある。私はとくに井上巽「アメリカ本位制論争と金融資本——1900 年アメリカ金本位制の確立過程」（『土地制度史学』75 号）、佐藤恵一「19 世紀末アメリカにおける本位制問題」（鈴木圭介編『アメリカ独占資本主義』弘文堂 1980 年所収）に多くを学んだ。本稿で述べるのは専ら、その過程でモルガンが果たした役割である。

減少して、この4月ついに1億ドルを割り込んだ<sup>192)</sup>。

同年秋、クリーブランドはシャーマン銀購入法の撤廃を断行したがそれでも金流出は止まず、94年1月に国庫金は6900万ドルに減少した。クリーブランドは再び2億ドルの公債発行を策したが議会に拒絶され、やむを得ず既存の権限内にあった5000万ドルを1月に、さらに追加の5000万ドルを11月に発行した。公債の市況は悪かったが、クリーブランドの側についたニューヨーク金融界によって引き受けられた。中でもJ. P. モルガンは協力的で、彼はニューヨークとロンドンのモルガン商会が引き受けたなかから個人勘定でも100万ドルを購入した。この段階ですでにモルガンの行動が、事態に率先していたのである。

金流出は依然止まなかった。だが議会は政府に新公債発行の権限をなお認めないばかりでなく、特定銀行家との契約で公債を発行することに強いアレルギーをもっているように見えた。一方、投資銀行のBaring Magoun & Co.（ボストンのキッター・ピーボディ商会のウォール街エージェントでまたロンドンのベアリング商会のアメリカ代表でもあった）やSpeyer & Co. が、モルガンとは別に財務省に証券の引受け条件を打診していた。ベルモントを政府との間のスポークスマンとしたモルガン＝ロスチャイルド連合の中ではロスチャイルドがモルガンほど熱心でなく、かなり厳しい引受け条件を持ちだしてモルガンを手古摺らせた。しかしモルガンがだしたより緩い条件の方も、なお財務省の要求するものとは隔たりがあった。Curtis 財務次官を迎えてニューヨークのモルガン邸で数次の会談がおこなわれたけれども、こうした主体的条件の側の諸々の難題を克服するにはいたらなかった。

ついに95年2月、クリーブランド大統領は銀行家との交渉を止めて、公募

---

192) Carosso, *The Morgans*, op. cit., pp. 312–315. ちなみに、秘密裏におこなわれたこの端緒のロスチャイルド＝バーンズ会談のくだりは、従来のモルガン伝はいずれもおとしているか不正確な記述にとどまっている。

による公債発行を選択する決断をくだした。その極秘情報を得たモルガンは驚いてワシントンに乗り込み、自らクリーブランドに膝づめの説得をおこなったすえに、大統領の決断を覆したのである。その席でモルガンは、南北戦争中の修正法第 3700 条「財務長官は公共の利益に適う条件と利率とをもって、合衆国の証券または短期証書により正貨を購入することができる」との規定を利用して金買入れのための公債発行をおこなう方式を提案し、クリーブランドはこれを容れた<sup>193)</sup>。この条文に従い、モルガン＝ベルмонт＝ロスチャイルド連合は財務省に金 350 万オンスを 1 オンス当たり 17.80441 ドルの価格で納入する（金の過半をヨーロッパから、残りを国内の銀行から調達する——ただしこの条件は後年、修正された）契約を結んだのだった。議会の銀派勢力は強く反撥し世論も政府の姑息なやり口を非難するものがあったが、一方、実業界、金融界の指導者連は契約の締結をあげて歓迎した。クーン・ローブ商会のシフはクリーブランドに手紙を送り、合衆国の健全な通貨を守るために大統領がとった決断は「あなたの政治的手腕と愛国心と勇気を示すものでした」と賞揚したという<sup>194)</sup>。

350 万オンスの金に見合う公債発行 (6231 万 5500 ドル) をきっかり半分ずつ引受けるシンジケートが、ニューヨークとロンドンに組織された。ニューヨークのシンジケートは J. P. モルガン商会とオーガスト・ベルмонт商会が共同主宰し、アメリカ東部の有力金融機関の殆どを網羅して約 40 のメンバーを組織した。そこには巷間いわれるモルガン・グループか否かの区別が殆ど見られない。ロンドンではロスチャイルド (1781 万 5000 ドル) と J. S. モル

---

193) モルガンがこの方式を最初に考えついたということには、若干の異論もある。ibid., p. 750 の注 70 を参照。

194) ibid., pp. 316–331. なおモルガンがクリーブランドと直接交渉して契約締結にいたる経緯については、モルガン伝記中 H. L. Satterlee, *J. Pierpont Morgan, An Intimate Portrait* (Macmillan 1939) が最も詳しく、Carosso も Satterlee に多く依拠している。

ガン商会（1334 万 3750 ドル）が引受けを共同主宰したが、ニューヨークと違って 2 商会が別々に自分のシンジケートを組織した。J. S. モルガン商会の方には約 30 のメンバーが参じた。

2 月 20 日、シンジケートは公債を  $112 \frac{1}{4}$  の価格で売りに出したが、ニューヨークでもロンドンでも売れ行きは予想を上回って上々で、ほどなく完売した。財務省は当時 1 オンス 18.60465 ドルの市価だった金を 17.80441 ドルで購入したのだから、公債 100 ドルを 104.4996 ドルの値でシンジケートに売却した計算になる。そのシンジケートが  $112 \frac{1}{4}$  ドルで市場で販売して、差益  $7 \frac{3}{4}$  を得たというわけであった。こういう好条件だったから、シンジケート・メンバーは少しでも多くの割当てを受けようと主宰者に懇請し、その申し出総額は発行額をはるかに越えた。たとえばブラウン・ブラザーズ商会は 70 万ドルの引受けを申し出てようやく 30 万ドルを割り当てられた。モルガン商会じしんは約 258 万ドルを受けた。

しかしこの好調な販売をもってシンジケート主宰者の役目は終わったのではない。彼らには、財務省に提供した金が再び流出しないようにする義務が事実上、伴っていた。反対派のごうごうたる非難をよそに政府が断行したこの方式の有効性を立証するためにも、またモルガンの金融業界における指導力如何を見極める試金石としても、そのことの重要性は大きかった。モルガンはシンジケート・メンバーとなっている大銀行に財務省にたいする金交換の要求をしないよう強く求め、またロンドンのシンジケートにたいしては、イギリス人投資家が公債価格の騰貴（2 月末までに 124 になった）を機に売りに転じないよう万全の対策を求めた。それらの対策は必ずしも思いどおりに運ばなかったし、またすべてそれらの結果というわけでもないが、公債発行直前に 4130 万ドルにまで下がった財務省の保有金は、2 月末に 1 億ドルの水準を回復したのだった<sup>195)</sup>。

---

195) *ibid.*, pp. 331–335.

この事業は多大の苦勞の割には、モルガン商会に鉄道金融で得るほどの利益をもたらさなかったようであるが<sup>196)</sup>、アメリカ金融界におけるモルガンの名声と指導力を誇示した点で、その意義は限りなく大きかった。とはいえ、このときにモルガンが演じた圧倒的な業界指導力が、そのまま後年まで持続するのだとは到底いえない。その点では、同じ時代にモルガンが鉄道の再建・金融で築いた確固たる地位と勢力に較べても、はるかに不安定なものだったというべきであろう。たとえば合衆国の金問題は上の話で終わったのではなく、シンジケート解散後の 95 年夏から再び国庫金の流出が始まり公債の新発行が課題となるのであるが、その際にはモルガンから明確に離れた他の投資銀行の独自活動があったし、あげくこの新発行（1 億ドル）が公募の形態をとっておこなわれたとき、モルガン・グループは競売に参加してようやく

---

196) この取引でシンジケート団が得た利益にかんする推定は、当時の政争を反映して人によってきわめて異なる。J. P. モルガン自身が、(この時にかぎったことではないが) 議会の聴聞でも新聞などのインタビューでも自己の利益の内容を他にしゃべることを頑として拒んだためにいっそう憶測がひろがったともいえる。ホイットのモルガン伝は次のように書いている。「ニューヨーク・ワールド紙（当時、政府とシンジケートとの癒着を非難する先頭に立った——森）は、銀行家は今回の取引で 1600 万ドルの利益をかせいだと吹聴した。コーリー（のモルガン伝）は、利益は少なくとも 700 万ドル、おそらく 1200 万ドルに上っただろう、と述べた。法務長官のステットソンは、利益は 5%，プラス利子にすぎなかったと述べた。H. サッターリー（のモルガン伝）は、まったく利益がなかったと述べた。ずっとあとになって、F. L. アレンは、…これについて（次のように）書いた。…全部が計算され帳簿が閉じられたとき、アメリカ引受団の利益は 153 万 4516.72 ドルであった。利子を加算した場合には、それは 207 万 9776.47 ドルであった。このうちモルガンの利益は、アメリカ側の利子収入を含めて 29 万 5652.93 ドルであった。」(E. P. Hoyt, Jr., *The House of Morgan*, 1966, 永井秀男訳『モルガン——巨大企業の陰の支配者』河出書房新社 1969 年, 172-173 頁。) Carosso も上の最後のアレンの算定を正しいものと受け入れ、さらにロンドンの J. S. モルガン商会のほうには 1 万 8400 ポンドの利益があったと追記している (ibid., pp. 338-339)。

3300 万ドル（うちモルガン商会は 825 万ドル）の引受けを確保したにとどまった<sup>197)</sup>。

## （２）諸外国の政府と企業への金融

国際金融におけるモルガンの関与はいうまでもなくピーボディ商会以来のものであるが、Carosso は J. P. モルガンがこの点で父 J. S. の始めたことを完成し、19 世紀最後の 10 年に指導的なワールド・バンカーとしての地位を確立したというふうに表現している<sup>198)</sup>。そして同時に注意すべきは、この面でモルガンの活動の事実上すべてが——ニューヨークの J. P. の同意や指令を得てとはいえ——ロンドンの J. S. モルガン商会の主要業務としておこなわれたことである。よく知られているように、1890 年代の合衆国はヨーロッパから資本輸入を従来以上に増やししながら、同時に、合衆国から海外への資本輸出を始めて本格的に展開した。そのことがモルガン商会の国際金融活動にどう現れているかに興味があったのであるが、Carosso の記述を読んだかぎりでは、90 年代のモルガンの活動はなおもっぱらロンドン市場を舞台としていて、アメリカからの資本輸出の面を顕著に示す事例が殆ど見られない。アメリカ資本輸出とのかかわりがはっきり認められるのは、20 世紀に入って何年かたってからであり、もっと限定してタフト大統領の「ドル外交」時代（1909—1913 年）においてだとさえいえるかもしれない。J. P. モルガンの頭のなかに、外国証券の引受け業務が高い順位を占めるようになるのも、20 世紀を迎えた後といってよいように思われる。

19 世紀末の国際金融の状況を、ヨーロッパ諸国の政府資金調達から瞥見しよう。1890 年以降のトルコ、スペイン、ノルウェー、スイス、ルーマニア、ドイツなどの政府や中央銀行の証券発行に、J. S. モルガン商会は 7 件の引受

---

197) Carosso, op. cit., pp. 339—346.

198) ibid., p. 397.

けをおこなっている。Carossoによると、この全7件中4件が利益を生み、3件は欠損を生んで終わったという。ニューヨークのモルガン商会が直接の関与を検討した唯一の例外は、ロシア証券であった。ロシア証券は伝統的にドイツの資本市場に依存してきたが、1890年ころからのヨーロッパ国際関係の大幅な編成替え——より具体的には露独再保障条約が破棄され露仏同盟が形成されたこと——を反映して、ロシア証券は主としてパリ市場で発行されるようになった。1891年9月、パリで2000万ポンドのロシア公債が発行されたとき、シンジケート主宰機関のひとつC. J. Hambro & Sonをつうじて、ロンドンのモルガン商会は20万ポンド、ニューヨークのモルガン商会は10万ポンドを引受けた。だがこの場合も、ニューヨークのモルガン商会はその全額をロンドンの商会を通じて処分したようである。その後90年代後半に入って、公債の売れ行きが芳しくないのを憂慮したロシアの銀行家たちが、何度かJ. P. モルガンに引受けへの参加を懇請したが、彼は首を縦にふらなかった。90年代末にはロシアの鉄道建設に向けて鉄レールを輸出するイギリス商社Sanders & Co. がさまざまな好条件を提示して輸出金融への協力を求めたが、これにも彼はのらなかった。同じころJ. P. と親交厚いニューヨーク生保の副社長G. W. Perkins (すぐ後にモルガン商会のパートナーとなる) がイギリスのマーチャント・バンカーと連れ立ってロシアへのレール輸出金融に協力を求めてきたとき、さすがにJ. P. はかなり考え検討したが、最終的にはこれも拒絶したのだった。Carossoはこれを、モルガンがいかにリスクを嫌い安定志向の強い経営者だったかを示すものとして説明している<sup>199)</sup>。

次にラテン・アメリカ。ここはモルガンが海外金融で古くから関与してきた地域である上に、19世紀末の汎アメリカ主義体制の編成という歴史を考えれば、この時期にニューヨーク商会にとって顕著な事業の展開があったとしても不思議でないだろう。しかし実際には、この時期、この地域の証券業務

---

199) *ibid.*, pp. 398–402.

の殆どは依然として J. S. モルガン商会のリーダーシップのもとでロンドンを主たる舞台としておこなわれた。

とりわけ 90 年代の中南米政府公債——ウルグアイ、ブラジル、コスタリカなど——の発行引受けには J. S. モルガン商会だけがシンジケートに参加し、他のモルガン商会は直接には関係しなかった。その J. S. さえ、自ら発行を主宰したことはめったになかった。1870 年代までは同商会がチリ政府のロンドン・エージェントを務めていたが、その地位も 1886 年、ロスチャイルドにとって代わられている。モルガンがその地位の維持にそれほど固執した形跡はみあたらない。80 年代以降の J. S. モルガンがこの地域で関心の対象としたのは、なんといってもアルゼンチンであり、それに続き 90 年代にメキシコが加わった。19 世紀末にモルガンが重視した中南米投資は、ほぼこの二つの対象とって過言でないのである。

アルゼンチンは 1880 年代からしばらくの間、イギリスの海外投資の最大量が投ぜられた地域である。ここには古くからベアリング商会が実績を築いており、モルガンはピーボディ商会時代からベアリングに協力し追随するかたちで活動してきた。しかし 1883 年から 84 年にかけてベアリングから離れて独自にアルゼンチン政府への貸付けをとりしきったのを発端にして<sup>200)</sup>、J. S. モルガン商会は、次第にアルゼンチンに深入りしていった。ベアリング商会が倒産した 1890 年時点、すでに J. S. モルガン商会は、アルゼンチン政府が依存する主要な外国銀行のひとつであり、同国の鉄道、銀行、公益事業、商業の企業との多様な関連をもっていた。91 年 3 月、J. S. はアルゼンチン政府の 7500 万ドル借入れのエージェントに指名されて、以後 90 年代を通じて、再建されたベアリング商会とともに同国金融界の最高位を分かちもつ存在となった。二つの商会は表立って抗争せずむしろ協調する態度を維持したが、といっ

---

200) もっともこの取引は大きな損失を出して終わっただけだ。K. Burk, *Morgan Grenfell 1838–1988*. (Oxford University Press, 1989) pp. 46–48.

てまったく矛盾なく事業を分かったわけでもない。それに関連して興味深いエピソードがある。1898 年から 99 年にかけてアルゼンチン政府は 600 万ポンドの公債発行を企て英独仏の銀行家によるシンジケートを要請した。モルガンはそのような大規模公債発行が既発行証券の価格に悪しき影響を与えるとの判断から当初、消極的だったが、アルゼンチン政府と国際銀行団のさまざまなやりとりの末にようやく話がまとまりかけたとき、ベアリングはいち早く引受け協定を起草し、引受団名簿の筆頭に自らの名前を、次いで J. S. モルガン商会の名前を記載した。J. S. モルガン商会でこの交渉にあたっていた R. ゴードンは、モルガンの威信にかかわるこのような「基本的な問題」への対処を自分で判断することはできないと考え、ニューヨークの J. P. モルガンに指示を仰いだ。J. P. はロンドンの友好商社 C. Hambro & Son と相談するようにと指令し、ゴードンは相談のすえやはりシンジケートには参加しないことに決した。といってモルガン側は「不快」の本心を明らかにせぬまま、背後におけるアルゼンチン公債への支援を約束したのだった<sup>201)</sup>。

メキシコの公債および企業証券の海外発行を長年にわたりとりしきってきたのは、ドイツを本拠とするマーチャント・バンカー Bleichroeder であった。だが 1897 年にいたり、ディアス政権の財務長官 Limantour が膨大かつ多様な対外債務をまとめて単一、低利の債務に借り換える構想を示したとき、Bleichroeder を筆頭に、J. S. モルガン商会、ドイチェ・バンクの 3 者を主宰者とする国際シンジケート団の結成をみるにいたった。これ以前から J. S. モルガン商会はメキシコへの進出機会を探っていたようで、この話がでてからは J. P. モルガンが自らロンドンに渡ってメキシコ政府のロンドン大使に参加の意志や条件を提示するという熱の入れようだった。上の国際シンジケー

---

201) Carosso, op. cit., pp. 405–413. ベアリングはのちに J. S. モルガン商会辞退の真意を知るにいたり、その後は常にアルゼンチン貸付けへの coleader となる慣行を堅持した (ibid., p. 523)。

トもそうしたモルガンの積極行動があって始めて、Bleichroeder の妥協を引き出して作られたのである。

だがこのシンジケート団は、順調に活動を進めることができなかった。シンジケート結成後ほぼ1年後の1899年2月、まずドイツのドレスナー・バンクが主宰者への割り込みを求めて画策した。曲折の末に3者はそれを認め、当初の引受け予定額から少しずつ拠出してドレスナー・バンクの引受け分を提供した<sup>202)</sup>。J. P. モルガンはこの妥協をもって問題は決着したと思いこみ、南仏に静養にでかけたが、目的地に着くより早く次の事態が発生していたのである。ドイチェ・バンクのGwinnerから急ぎモルガンに宛てて書かれた手紙によると、ニューヨーク・ナショナル・シティ銀行のスティルマン頭取が、クーン・ローブ商会、Speyer & Co. と結んで、われわれの予定（5%）より低利（4%）での公債発行を条件にメキシコ政府に働きかけているらしいというのだった。この情報は正しかった。スティルマンはさらにベアリング商会にも同盟を呼びかけ、かくして大規模な国際シンジケート団の抗争の気運がたかまった。しかし5月までには、スティルマンの説く低利発行がヨーロッパ市場に受け入れられないことが判明し、またクーン・ローブ商会のシフがスティルマン・グループへの加担を拒絶するにおよんで、モルガン側の勝利が決定的となった。しかし財務長官 Limantour の和解への仲立ちを受けて、Bleichroeder のシンジケート主宰者はナショナル・シティ銀行にも各自の引受け分から一部を拠出して与えることに同意した。結局、発行総額 2270 万ポンドのうちから 400 万ポンドをナショナル・シティ用に取りのけ、のこる 1870 万ポンドを上記の 4 主宰者にメキシコ国立銀行を加えた 5 者で配分するという変則的な仕方で、ようやく発行業務が実現の運びとなったのであ

---

202) Bleichroeder は総発行の 50% 引受けの権利を 43% に、J. S. モルガンは 33 ⅓% を 28 ⅔% に、ドイチェ・バンクは 16 ⅔% を 14 ⅓% に各々減らして、ドレスナー・バンクに 14% を与えた (ibid., p. 417)。

る<sup>203)</sup>。ロンドンのモルガン商会は引き受けた約 500 万ポンドのちょうど半分をニューヨークのモルガン商会に渡し、これがニューヨーク市場で販売された。成果は上々だった。このニューヨークでの初のメキシコ公債販売は、モルガン商会にとってのみならずアメリカ対外金融史に一つの画期を記すものだったと Carosso は書いている<sup>204)</sup>。

アジアとりわけ極東にかんしていえば、ピーボディ時代から 19 世紀末までこの地域が証券投資の対象としてモルガンの事業の視野に入ったことはなかった。日本との関係では、1898 年に井上蔵相がロンドン一辺倒の起債からの脱皮とニューヨーク市場への接近を意図して、貿易商社 American Trading Company 社長 J. R. Morse を介して J. P. モルガンと折衝したのが、初めての接触である。最初モルガンはこの話にかなりの関心をいただいたが、調査をすすめるうちに急速に熱がさめたらしい。結局モルガンが多少なりとも日本の金融に関与するのは、1902 年に入って横浜正金銀行の 60 万ポンドの証券を発行したとき主宰機関のひとつ Panmure Gordon, Hill & Co. のグループに参加してロンドンのモルガン商会が 2 万 5000 ポンドを引受け、605 ポンドの利益を得たのが最初である。中国にたいしても、結果的に 20 世紀に入るまでモルガンはそこでさしたる活動をおこなわなかったけれども、ただ日本にたいするとは違って、投資対象としてかなり熱い目を注いでいたようである。J. P. モルガンは一時、他商会主宰のシンジケートに参加するだけでなく自ら清国公債の発行を主宰するすべがないかとロンドンのバーンズに持ちかけ、バーンズからそれが得策でないと論されたことがあった。モルガンは清国公債に深入りすることの愚についてバーンズの見解に同意したものの、それでも中国を常時、自分の裁量が生かせない関係においておくことに

---

203) Bleichroeder が 40%, J. S. モルガンが 27%, ドイチェ・バンク 13.5%, ドレスナー・バンク 13.5%, メキシコ国立銀行 6% という配分になった (ibid., p. 419).

204) ibid., p. 420.

については、不満をもっていたという。またアメリカで1895年に設立された American China Development Company の株式に、シフ、スティルマンらと並んで応募していた。こうして徐々にではあったが、中国への投資とそこからあがる利益の増加を商会内に記録しながら世紀転換期にいたるのである<sup>205)</sup>。

### （3）工業金融

19世紀末までにモルガン各商会の勘定には、鉄道以外（工業、商業、公益事業など）の会社名が次第に多く見られるようになっていた。しかしその金融の形態は純然たる商業信用とターム・ローンとにほぼ限られ、たまに短期・長期の債券を売ることがあっても、それは最初から販売先に特定個人を予定した小規模なものだけだった。引受けのシンジケートが組織されるなどということはなかった。

こうしたモルガンの活動とは別に、周知のように1880年代から工業証券の全国市場が徐々にひらけてくる。80年代にそのきっかけを作ったのはいわゆる早期トラストの形成であって、トラストに結集した企業に与えられるトラスト証書 (trust certificates) の形態をとって、工業証券が広範な市場性をもつようになるのである。だがそのトラスト証書にしても、鉄道証券に較べると経営内容と収益性にかんする情報を欠いていたために、当初ニューヨークではもっぱら投機家筋の選好対象になった<sup>206)</sup>。1890年代に入り、工業証券は優先株に特別の重要性をもたせた市場化政策と合同 (merger) や改組 (Recapitalization) に伴う発行という新しい要素を加えて、急速に普及してくる。この過程で発行引受けを担いシンジケートを主宰した代表的な投資銀行は、

---

205) *ibid.*, p. 421–430.

206) T. R. Navin & M. V. Sears, *The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887–1902* (Business History Review 29, June 1955) pp. 112–115.

初期工業証券市場がボストンを本拠に発展した事情を反映して、ボストンのリー・ヒギンソン商会とキッダー・ピーボディ商会、やはりボストンとのつながりが濃いベアリング・メイグーン商会 (Baring, Magoun & Co.), それにオーガスト・ベルモント商会などであった<sup>207)</sup>。

それらと並べ得る活動でモルガンの名前がでてくるのは、1898 年 (フェデラル・スチール社設立で鉄鋼独占形成への取り組みが始まる年) に先立つものでは 1892 年のゼネラル・エレクトリック (GE) 社設立にともなう 400 万ドル社債発行, 1893 年, 旧来の顧客であるナショナル・コーディッジ会社の倒産→再建にともなう 500 万ドル社債発行, 1896 年スチュードベーカー・ワゴン製造会社の 200 万ドル社債発行, といった程度ではないだろうか。これらがいずれも当時の各業界でかなりの重要性をもつものだったことは留意しなければならないが, それにしても, モルガンが鉄道界では金融家として他の追随をゆるさぬリーダーシップを築き, 合衆国財務省との関係や対外金融の分野ではワールド・バンカーとしての圧倒的な名声を確立したのと較べれば, 新興の工業証券市場は投資銀行や証券業者の群雄割拠の度合がはるかに強く, モルガンもその一勢力となって競争し協調したという意味合いが濃いのである。一般に 19 世紀末に形成されるいわゆる金融寡頭支配の様相を論じるときには, 活動分野によるこの違いを認識する必要がある。

GE 社はエジソン・ゼネラル・エレクトリックとトムソン=ヒューストン・エレクトリックの 2 社の合同によって成立した会社であるが, この 2 社がまた各々, 合同を経て生まれた会社だった。モルガン商会はこのうちの前者の金融に 1878 年から関与し, 1890 年, 91 年と証券の引受けをもおこなったよう<sup>208)</sup>, コスターが同社の財務担当重役の地位にあった。GE 設立の具体的な

---

207) *ibid.*, 124–126.

208) Carosso, p. 270 および p. 775 の注 166. この注 166 に書いてあるくだが, 本稿 (上) の 153 頁で紹介したように, A. D. チャンドラーが「(この) ひとつの注からこれまでのいかなる GE 研究より多くの示唆を得た」とほめた部分である。たしかにチャ

過程をとりしきったのもコスターである。設立にあたって 400 万ドルの社債が発行されたが、その全額が市場を介さずに合同 2 社株式の一部との交換にあてられ<sup>209)</sup>、引受け・販売のシンジケートは組織されなかった。GE 設立とともに、モルガンとコスターは取締役会に入り、また社長をすげかえるという支配力を行使した。

フェデラル・スチールの合同設立にも、モルガン商会を代表して実務にあたったのはコスターである。このフェデラル・スチールに結集する諸企業の中核となったのはイリノイ・スチール会社（モルガン商会は同社を以前から顧客としていた）であるが、同社の取締役にして著名な弁護士だった E. H. ゲーリーがそもそも、カーネギーに対抗しうる鉄鋼大合同を起案したのだという。この 1898 年のフェデラル・スチールに始まり 1901 年の U. S. スチール・トラストの形成をもって完結する鉄鋼大合同の物語りこそ、アメリカ独占資本主義成立期の最大のトピックであり、またモルガンの産業支配の完成を示すものであることはいうまでもないが、それだけに取り上げる必要のある論点や史実は膨大である。これを主題としてたくさんの論稿がすでに書かれているので、本稿はそれら先学の研究にゆだねて経緯に関する記述を思い切って割愛することにした。ここで書きとめておくのは、ただひとつ、次の論点である。

アメリカ世紀交の企業合同運動には、プロモーターが普通株を過大発行して意図的な過大資本化 (over-capitalization) をおこないそれにもとづいて水増し利得を獲得するような財務方式が広くとられたといわれている。その最大規模の事例が U. S. スチールであるところから、金融資本モルガンが 19 世紀末、鉄道再建いらい 20 世紀初頭までに手掛けた企業金融の仕方や目的を、

---

ンドラーが彼の著書 “Visible Hand” 邦訳『経営者の時代』（下）736 頁以下で述べている GE 成立のいきさつでは、モルガンがいかにして GE 成立にかかわるようになりかくも強い指導力を発揮できたのかが充分には説かれていない。

209) Navin & Sears, op. cit., p. 121.

一貫してそうした水増し利得獲得の投機的活動と結びつけ、しかもモルガンがこの風潮を先導したように説く論者が少なくないのである。だが本稿で見てきたモルガン商会史の流れからいって、それは実態を不当に単純化しすぎているというべきであろう。そもそも鉄道業において発行証券(株式+社債)の額面総額が現実資産価値を上回ったときにそれが過大資本化を意味するという観念は 19 世紀には存在していなかった。大鉄道の多くが事実上、社債によって建設資金をまかない、その社債保有者(しばしばイギリス人投資家)を強く意識しながらさらなる資金調達を展開したということ、その過程で社債と株式との多様な結びつきや使い分けが生み出されてくること<sup>210)</sup>などは、鉄道独特の事情であって、そこから直ちに後年の工業トラストに一般化する過大資本化に話がつながるわけではない。1890 年代の鉄道再建の代価をモルガンがしばしば株式をもって受け取ったことを前述したが、これとてもその目的や手法をすぐ後年の工業トラストに当て嵌めて説けるようなものではないのである。

世紀交の産業合同運動における証券の利用の仕方と過大資本化の問題では、すでに引用した Navin=Sears の論文の指摘を私は重視する。同論文によると、1987-88 年に新たな大規模企業合同を先導したのは、もっぱら J. R. Dos Passos, Moor Brothers, C. R. Flint, E. R. Chapman といった「独立プロモーター」だった。彼らはこの時、従来の手数料をとるプロモーターから、鉄道におけるようにシンジケートを主宰し合同のリスクを受け持つプロモーターに成長した。同時に彼らは従来手がけてきた合同とは比較にならぬ多額の現金支出の必要にせまられた<sup>211)</sup>。これを最小限にとどめるためとまた現金

---

210) 前掲拙稿「ウォール街 初期の証券」を参照されたい。

211) Navin & Sears, op. cit., p. 131 はその現金必要の理由を、①合同に先立ち買収価格を提示するときに設定しなければならないオプション・マネー、②合同企業がさしあたって必要とする運転資金、③合同前に清算しなければならない被合同企業の債務の存在、④被合同企業の一部の株主が要求する現金での株式買取り、の 4 点から説明

を得るために、あみだされた手法が、かつては旧株主だけへの優遇としておこなわれていたのを一般投資家にまで広げて、新会社の優先株を購入するさい（通常、同額の）普通株をも与えるという仕方であった<sup>212)</sup>。そして1898年夏にいたり、フェデラル・スチールの合同成立によって、投資家の工業株への信頼は一挙に高まることになった。この時モルガンが採ったのは、独立プロモーターよりも保守的で伝統的なやり方だったが<sup>213)</sup>、そうしたやり方での合同の成功こそ、その後4年にわたってもっぱら企業合同に基づく証券発行で広範な投資家層を資本市場に呼び寄せる引金となったのである。この4年の過程で、現実資産を代表する優先株がまず提示され不定の収益(risk earnings)と将来の成長を代表する普通株が（優先株と同額）ボーナスとして付加される方式が殆どの合同に適用されるようになる。モルガンも次第にその方式を積極的に活用して、工業証券市場で伸長するのである。Navin=Searsの試算では、大規模合同件数の3分の1が上述の独立4プロモーターによって、別の3分の1が他のプロモーターによって担われ、J. P. モルガン商会を始め

---

している。

212) *ibid.*, p. 132によると、そういう仕方では100ドルを支出した投資家は、優先株を85ドル、普通株を35ドル程度で売れるというのが1902年ころの一般的な予定(=期待)になったという。

213) *ibid.*, pp. 133-135では、その「伝統的、保守的」な内容として、①資産(asset)の買取りでなく被合併会社の支配利権を株主から買い取る古いスタイルに固執した、②旧株の代価を現金でも支払いうるという誘引を廃し、そのためにプロモーターとしての必要現金量を減らした、③フェデラル・スチールが必要とする運転資金をモルガンは優先株の発行だけで——普通株のボーナスを一切なしに——調達した、④新株はまず既存株主に提供され、売れ残りをモルガン・シンジケートが責任をもって市場で販売するという、鉄道金融で確立されたオーソドックスな条件がとられた、などを挙げている。そして「モルガン方式は、優先株を新しい目的——すなわち産業企業を強め拡張することで投資資金を誘引するという目的——で用いた早期の事例であった」と述べる。

とする投資銀行がおこなったのは全体件数の 4 分の 1 程度であった。しかしモルガン商会が扱った合同の規模は突出して大きなものばかりだったから、資本規模でいえばモルガンが約 2 分の 1 を担ったことになるという。独立プロモーターたちの殆どはその後、1907 年恐慌をへて資本市場から姿を消し、モルガンのごとき投資銀行だけが、かつての企業合同プロモーターの生き証人として残ることになるのである。

一流の銀行家がつもつ固有の保守的、安全指向の体質と、ウォール街と企業合同の狂騒の中で利を追求してとった行動という両面から、この時期のモルガンの活動を描出することは、たしかに容易でない。私じしんなおそのイメージは十分にできあがっていないのであって、上に Navin=Sears 論文などに依拠して描いた工業証券市場におけるモルガン像は、試論の域をでていない。この点の立ち入った考察を、今後の課題として残しておきたい。

## 15. 商会の組織と運営

モルガン商会の経営史と題したこの研究ノートを書き進めながら痛感したのは、時代が世紀末に近づくほど、生起した出来事がみなそれぞれ独立した論文にできるほど大きい研究対象であって、本稿のような沿革史のスタイルでは所詮どれも中途半端な記述にしかならないということである。それでもこのような記述に取り柄があるとすれば、個別の論題、たとえば 1890 年代のノーザン・パシフィック鉄道の再建から北部証券会社の設立＝解体にいたる事情とか、鉄鋼合同で U. S. スチール・トラストを設けた過程とかを詳述する人々が、どうしてもそれをモルガンの事業の性格一般に置き換えてしまいがちであるのにたいして、そうした大事件をもモルガンの歴史のなかにいわば相対化することで、その支配資本の本性と総体をより適切につかみとれるかもしれないということであろう。私もそのつもりで世紀交まで書き進めてきたのであるが、叙述をさらに 20 世紀に延ばすこと——合衆国「ドル外交」

時代から以降の真にワールド・バンカーとしてのモルガンの国際活動，合衆国内では信用制度の再編やマネートラスト批判の嵐のなかのモルガンの行動，等々を相変わらず「中途半端に」書き続けること——は断念して，本研究ノートをこの節で閉じたいと思う。この節では，世界の金融界の最高位に上りつめたモルガン商会という企業の組織の大要を描いて，むすびにかえたい。

新しい世紀を迎えた年，J. P. モルガンは 63 歳になった。このころから彼は次第に事業に費やす時間を減らしており，引退の噂さえしばしば囁かれるようになった。週に 4，5 日，ウォール街 23 番地の商会オフィスに顔をだし，午前 11 時から午後 3 時くらいまでパートナーや顧客と会話を交わしては引き揚げるとというのが，平常の仕事だった。1907 年恐慌以前にはまだ正規のパートナー会議はなかったから，オフィス内での話し合いの多くが個別の面談でおこなわれた。19 世紀末以降とくに，J. P. モルガンは多数の会社に永続的な取締役の地位をもつようになっていたが<sup>214)</sup>，経営に彼が直接，関与する程度は，当然ながら会社によって異なっていた。最も関心を持ち続け実際の経営に口をだしたのは，このころになってもなお鉄道業であって，とくにニューヨーク・セントラルと New York, New Haven & Hartford Railroad の両鉄道では取締役会のみならず最高経営委員会や財務委員会にも名をつらねて毎週のように会議に出席した。鉄道業以外で毎月の取締役会に比較的きちんと出席したのは，U. S. スチール会社，ファースト・ナショナル銀行 (NY)，ナショナル・バンク・オブ・コマーズなどだった。対照的に，ゼネラル・エレクトリック社の取締役会には 3 年間，1 度も顔をだしたことがなく，プルマン社，ウェスタン・ユニオン社などへは 1 年に 1 度だけ行って取

---

214) L. Corey のモルガン伝によると (op. cit., p. 258)，1901 年時点の J. P. モルガンは 21 鉄道会社，3 保険会社，フェデラル・スチール，ゼネラル・エレクトリック，ウェスタン・ユニオン，プルマン，その他いくつかの会社にと取締役の地位をもっていた。

締役諸氏と挨拶を交わすのが恒例だった<sup>215)</sup>。

個別企業のほかで彼が事業に関連して所属したのはアメリカ銀行家協会 (American Bankers Association) であるが、この会議には常連としてよく出席したようである。ほかは事業に直接、関係がない組織である。彼が最も熱心だったのはメトロポリタン美術館とニューヨーク・ヨット・クラブである。19世紀いらい彼は20を上回る個人クラブのメンバーになってきたはずであるが、その殆どはアングロサクソンのクリスチャンのみに入会権があるようなクラブで、富の尺度だけで測れない上層社会への強い帰属意識は、終生かわらなかった。彼は事業上どうしても必要にならぬかぎり政治の場に接近するのをいやがりまたジャーナリストからのあらゆる問いにそっけないノーコメントで通したが、これも事業と他のものとを峻別する彼の経営哲学によるのみならず、生れついでぬきがたい選良意識ともかかわっているのではなかろうか。商会内部の情報を「公開」することを極端なまでに拒んだのも、その意識と無関係ではないだろう。

J. P. モルガンが自分のオフィスで過ごす時間を大幅に減らした20世紀初頭は、モルガン商会の事業活動がなお新しい顧客を加えながら伸長した時期である。そのことから、J. P. の個性に強く依拠してきたこの商会もさすがにゴーイング・コンサーンとしての機関に脱皮したという解釈もでてきそうであるが、実態はそう明確なものではない。モルガン商会そのものは客観化された会社機関というより、依然としてはるかに血縁と信義で結ばれた私的な事業組織であった。J. P. は息子の J. P. ジュニア (ジャック)<sup>216)</sup> を 1893 年い

---

215) Carosso, op. cit., p. 437, p. 790 の注 23.

216) J. P. Morgan Jr. (通称ジャック) は 1867 年ニューヨークに生まれ、89 年ハーバード大学を卒業した。モルガン一族で始めて大学卒の資格を得たわけである。ボストンの銀行や J. P. モルガン商会で働いたあと 93 年ロンドンにわたってその地で 12 年間、金融の実務についた。彼が J. S. モルガン商会のパートナーに昇格したのは 1900 年である。1905 年ニューヨークに居を移し、父 J. P. の死 (1913 年) とともにモルガンの全

らい J. S. モルガン商会のパートナーにしてロンドンで修行させてきたが、彼を 1905 年ニューヨークに呼び戻し、以後、少しずつ自分の仕事を委譲していった。またオフィスにいる時間を減らしたといっても、J. P. が最後の意思決定者としての立場から降りようとしたことはなかった。死ぬまで彼はその地位を固守したのである。

それにしても J. P. モルガンが仕事時間を減らしたことで、他のパートナーがそれだけ多忙になったことは疑い得ない。当時のアメリカのモルガン商会のパートナー数は、1895 年にドレクセル・モルガンから改組して J. P. モルガン商会になったときの 10 人（ニューヨーク 6 名、フィラデルフィア 4 名）が 20 世紀に入ってわずか 1 名増えただけ、またその構成が 1908 年以降ニューヨーク 8、フィラデルフィア 3 に変わった程度で、11 名体制は J. P. モルガンが死ぬまで続いた。商会内は特定の部課に区分されておらず、したがって各人の任務は公式に特定化されていなかった。彼らのもとで働く従業員の総数はいちばん大きなニューヨーク商会でも 150 人以下、ほかに 5、6 人のフルタイムまたはパートタイムの有給相談役 (associates) がいたにすぎない。金融界で最高の権勢をもち世界を活動の場とする J. P. モルガン商会の総勢が百五、六十人だったというのであるから、各パートナーは、今日ではミドルがやるたぐいの仕事まで含めて、ウォール街でも評判の過重な役割を担って猛烈に働かざるをえなかった。モルガンの右腕として辣腕をふるったコスターが 1900 年に 48 歳にして（インフルエンザから肺炎にかかって突然）死亡したとき、多くの新聞がこれを過労死と書き立てたのも当然である。パートナーの顔触れは長期にわたって維持されるのが普通で、コスターの死亡のような事件があるか、あるいは本人が引退を申し出たときにかぎって補充さ

---

資本を統べることになった。しかしジャックは物静かなイギリス紳士といった風情で、父親の死後さえしばらくは独自の実業家としての印象を人々に与えることが少なかったようである。第 1 次世界大戦の勃発と戦後処理の過程が、否応なく父親と異なる歴史的な役割を彼に課することになる。

れた。そのような商会組織の性格は 19 世紀いらい殆ど変わっていないのである<sup>217)</sup>。

だがこのパートナーシップの永続性のなかにあって、モルガン商会にとって特別に重要な意味をもつ 2 件の新パートナー選任問題が 20 世紀初頭に生じている。そのひとつは、1901 年 3 月、パーキンス (G. W. Perkins——当時 39 歳) のニューヨークのモルガン商会への起用である。パーキンスがそれまでのパートナー諸氏と違ったのは、彼がニューヨーク生保会社という他の大金融機関の副社長 (にして財務委員長の地位についたばかり) という現職を維持したままパートナーになったことである。第 13 節でも述べたが、世紀交の前後は生命保険会社の証券投資がめざましく増大した時代で、その過程でいわゆる 3 大生保会社の地位も確立するが、3 社の中でもニューヨーク生保会社はモルガンとの関係を通じて証券投資による伸長率が最も大きい会社であった<sup>218)</sup>。パーキンスの招聘は、そうした趨勢のなかにおける象徴的な出来事だったのである。もっともモルガンは、商会が売りだす証券の大量の買い手である生保会社との兼職は実業家として非道德的だと考え、パーキンスに生保会社の役職を捨ててモルガン商会にくるよう要請したようである。だが生保事業に意欲を燃やすパーキンスは、そういう条件には応じなかった。自分は両方のポストを兼務できるし、それは両方の機関に最高の利益をもたらしうると彼は主張した。クーン・ローブ商会のシフがエクィタブル生保の

---

217) Carosso, op. cit., pp. 305–306, 436–438.

218) 1885 年から 1905 年にかけて、3 大生保会社の資産は、エクィタブル 5755 万→4 億 1244 万ドル、ミューチュアル 1 億 358 万→4 億 4098 万ドル、ニューヨーク 5894 万→3 億 9066 万の伸長を示した。やや時期を異にする別の調査では、生保業界全体で、資産総額に占める証券所有の比率は 1870 年のわずか 2.9% から 1900 年の 37.7% まで急伸してきていた。1905 年時点の 3 大生保について証券/資産の比率という点、エクィタブル 57%、ミューチュアル 54% にたいして、ニューヨーク生保は 74% と断然たかい。これは明らかにモルガン商会とニューヨーク生保との特別の関係を反映していた (D. C. North, op. cit., pp. 210–215)。

取締役になっている前例をも挙げた。モルガンはパーキンスの経営能力を高く評価し何よりその能力を欲していたので、不承不承だったがパーキンスの言い分をのんだ、というのが Carosso の解説である<sup>219)</sup>。やがてパーキンスはコスターなきあとのモルガン商会でスティール (C. Steele, 弁護士) と並ぶ最重要の存在となり、それゆえまた後年、連邦下院の有名なプジョー委員会公聴会に証人として呼ばれ重役兼任批判の矢面に立つことになる。ちなみに J. P. モルガン商会ではパーキンス以後、8 年間パートナーの変更がなかった。1908 年 12 月になってニューヨーク・ファースト・ナショナル銀行副社長の地位にあったダヴィッドソン (H. P. Davidson)<sup>220)</sup> を引き抜き、ニューヨーク商会のパートナー数が 1 名増員された。1911 年にはパートナー 2 名の引退＝交替がおこなわれたが、新たに起用されたのは、ダヴィッドソンのあとファースト・ナショナル銀行副社長の座についた T. W. Lamont と、ニューヨークのケミカル・バンク社長 W. H. Porter と、ともにウォール街銀行家としての職にあった 2 名だった。

もうひとつの大きなパートナー変更は、ロンドンの J. S. モルガン商会でおこったものである。1900 年時点、ロンドン商会には 5 人のパートナーがいた<sup>221)</sup> が、筆頭の J. P. モルガンは現地不在だから実質 4 人である。長年にわた

---

219) Carosso, op. cit., pp. 439–440.

220) ダヴィッドソン (1867–1922) はとくに 1907 年恐慌の収束過程で J. P. モルガンをよく助けたことからモルガンの目にとまり、パートナーに抜擢された。彼はモルガン商会のパートナーになると同時に、全国通貨委員会（オールドリッチ委員会）の諮問グループにモルガン商会を代表して参加し、合衆国の金融制度改革の原案づくりに役割をはたした。以降、彼は商会で主として金融界の連合・協調の体制づくりの役を担ったようである。彼の息子 H. P. Davidson Jr. もやがてモルガン商会に入り、第 2 次大戦後は副社長、社長の地位までのぼる (J. N. Ingham ed., *Biographical Dictionary of American Business Leaders*, 1983 による)。

221) 従業員の全数は 1896 年 33 名、1910 年 41 名という記録があるから (Burk, op. cit., p. 283) 1900 年時点はその中間くらいだったろう。

りここでトップの役割を担ってきたバーンズ (W. H. Burns — J. S. モルガンの女婿) が 1897 年に死亡し、J. P. モルガンはその後任を切実に求めている。なんとかシティの銀行家のなかからというのがモルガンの希望だったが、適任者が得られず、1900 年になってようやく選び出したのはドーキンズ (C. E. Dawkins) という 42 歳のイギリス人だった。ドーキンズの主たるキャリアは政界にあって、とりわけエジプト、インド両植民地で要職につき、イギリス財務省をはじめ政界の知己が多かった、彼はそういう意味での大物であった。モルガンのドーキンズ起用はシティの大ニュースとなり、新聞には裏でイギリス政界とモルガンとの取引があったことが取り沙汰された。またニューヨーク・タイムズは、この人事はモルガンが対インド投資を狙ってのことだと論評した。

しかし鳴り物入りのこのドーキンズ招聘は、モルガン商会に良い結果をもたらさなかったのである。実業にも金融にも経験の乏しいドーキンズはシティの雰囲気にとけこめず、商会の仕事をこなすことができなかった。そしてそのぶん、同じ 1900 年に俸給職員としてモルガン商会に採用されたグレンフェル (E. C. Grenfell) という 30 歳の青年の役割と評判とが急速にたかまった<sup>222)</sup>。めきめき頭角をあらわしたグレンフェルはついに 1904 年 4 % の持分を与えられてパートナーに拔擢され、しかも翌 05 年にはイングランド銀行理事にも選出されて、モルガン商会のみならず金融業界における不動の位置を早くも確保する。だがそのことはモルガン商会の経営に幸いしたとばかりいえなかったのであって、ドーキンズとグレンフェルの間の確執が新たな難題

---

222) グレンフェル (Edward Charles Grenfell — 1870—1941) は、イングランド銀行理事や国会議員をつとめた H. R. Grenfell の息子でケンブリッジ大学卒業後、シティの Brown Shipley & Co., Smith Edison & Co. など働き、そのときにバーンズや J. P. モルガンと知己を得て、あげく請われて 1900 年 J. S. モルガン商会に入った。だから最初からモルガン商会での将来を約束されていたともいえよう (Burk, p. 59, Carosso, pp. 445—446 など)。

を生みだした。モルガンは自ら聘したドーキンズをいまさらほうり出すわけにいかず、頭を痛めた。それがシティで公然の話題となったとき、この機をとらえて、ベアリング商会の当時トップの座にいた Revelstoke がベアリング商会、モルガン商会、キッター・ピーボディ商会 3 者の活動の地域割りと「緊密な同盟」の提案をおこなってきた。簡単にいうとベアリングがニューヨークから完全に撤退して J. P. モルガン商会をエージェントとするのと引き換えに、モルガンのほうはロンドンの事業をベアリングに合体させてしまう（ほかにボストンをキッター・ピーボディが専ら担当する）、そのことでモルガンにもドーキンズにも傷がつかず新たな成長への地盤が築かれるだろうというのであった。モルガンがロンドンのモルガン商会を解消することになるこの提案をどのくらい現実的なものと受け止めたかわからないが、1904 年の春から夏にかけてモルガン自身がそれを討議するための会合に何度か出席し、修正案の提案もおこなっていることからして、最初から問題外としたわけでないことは明らかである。会談は結局ベアリングとキッター・ピーボディとの新協定だけでモルガンには何ももたらさなかったが、バーンズの死をきっかけにロンドン商会の内部体制に一旦、深刻な問題が胚胎したことを窺う意味で、この出来事は興味深い<sup>223)</sup>。

じつはドーキンズ問題そのものは、このことと別にほどなく片付いた。ドーキンズが健康を損ねて事実上、引退し 05 年 12 月に死亡してしまったのである。グレンフェルがロンドン在住のパートナーのトップの座を引き継ぎ、さらに新パートナー（V. H. Smith——イギリス銀行総裁の息子、ジャック・モルガンの友人でもあった）を迎え、一方ジャック・モルガンが前述のように抜けてアメリカに帰国したため、前からいた W. S. M. Burns（バーンズの息子）とともに顔触れを一新した 3 人指導体制が築かれることになる。そしてこのことが前提となって、4 年後の 1909 年、ロンドン商会のパート

---

223) Carosso, pp. 446–447.

ナーシップ協定が満期になったときに、商会はモルガン・グレンフェル商会 (Morgan, Grenfell & Co.) に改称されるのである。この名前が今日まで続いている。

以上の変化をふまえて、20 世紀初頭のモルガン商会というものの総体を要約すると次のようになるであろう。モルガン商会とは、ニューヨークの J. P. モルガン商会、フィラデルフィアのドレクセル商会、ロンドンの J. S. モルガン商会 (09 年以降ドレクセル・モルガン商会)、パリのモルガン・ハージェス商会の総称である。従業員数はおおまかにいって各々 150 人、75 人、50 人、20 人といった程度。12 節最後の部分に記したように、1894 年以来 J. P. モルガンだけが 4 商会すべてにパートナーとしての権利を有し、他のパートナーは単一の商会だけに名を掲げていた (ただしジャック・モルガンが 1905-09 年に例外的にニューヨークとロンドン商会両方のパートナーであった)。その時以来パートナーシップ協定はアメリカ=パリの 3 商会を一括したものとロンドン商会とに区別され、ロンドン商会だけに特別に機関としての独立性 (ロンドン商会と他のモルガン商会を結ぶのは J. P. モルガンという個人だけという形式) が認められていたのであるが、しかしモルガン・グレンフェル商会に改組してから、その点で注目すべき変更が導入された。まずそれまで J. P. モルガン個人がパートナーだったのを止め、かわって、J. P. モルガン商会とドレクセル商会という二つの「機関」がパートナーとしてロンドン商会に記載されるにいたった<sup>224)</sup>。これは 1895 年にパリの商会に適用した方法であり、これをもってパートナーシップの組織形態面ではアメリカ 2 商会 (共通の個人パートナー) とロンドン=パリ 2 商会 (現地の個人とアメリカ 2 商会とがパートナー) に区別されるようになったのである。それと同時にロンド

---

224) すなわち 1910 年 1 月以降、モルガン・グレンフェル商会のパートナーは、J. P. モルガン商会、ドレクセル商会、E. C. グレンフェル、V. H. スミスの 4 名となった。前 2 機関は利益の 50% を受ける権利を保持した (ibid., pp. 449-450)。

ンの商会は他のモルガン商会にたいする独自性を失い、4 商会全体が J. P. モルガン商会を頂点とする一元的な構造に編成された<sup>225)</sup>。

このころにはすでに、事業の規模でもニューヨークの J. P. モルガン商会が他の 3 商会を断然引き離す状態ができあがっていたといつてよい。その程度と内容の一端を、次の二つの表が示す。この資料では相変わらず 1900 年代のニューヨークとロンドンの 2 商会を直接比較できないが、べつの Burk の記述によると、1900 年、ニューヨーク商会が 1089 万ドルの純利益をあげたときに、ロンドン商会のそれは約 90 万ドル、つまり 12 分の 1 にすぎなかったといふ<sup>226)</sup>。

モルガン 4 商会の純利潤・損失 (net profits and losses) (単位ドル)

	J. P. Morgan & Co.	Drexel & Co.	Morgan & Harjes & Co.	Morgan Grenfell & Co.
1900	10,891,242	927,543	188,345	-
1901	16,931,626	2,079,710	333,419	-
1902	23,267,370	1,392,590	210,922	-
1903	(-3,562,257)	(-456,692)	(-8,143)	-
1904	12,730,693	805,506	169,144	-
1905	10,623,100	1,474,700	75,031	-
1906	327,595	877,752	-	-
1907	(-21,224,245)	(-288,076)	-	-
1908	12,214,433	1,019,157	124,721	-
1909	17,650,834	1,756,741	753,623	-
1910	1,269,715	1,025,761	-	71,310
1911	7,483,037	1,604,425	180,735	341,369
1912	2,659,227	1,693,048	312,625	133,470
1913	(-5,005,231)	(-933,916)	93,504	(-344,072)

225) *ibid.*, p. 449. しかし Burk, *op. cit.*, p. 62 は、そういう組織変更があつてもなお、ロンドンのモルガン商会は実質的に多大の独立性を保ち続けたと述べている。

226) Burk, pp. 62-63. 二つの表は Carosso, pp. 615-616.

## J. S. Morgan &amp; Co. — Morgan Grenfell &amp; Co. の総収益 (gross earnings)

(単位ポンド)

	貸付利子	手数料	証券取引	その他とも計
1900 (JSM&Co.)	11,570	48,606	130,020	208,744
1901	33,794	135,901	307,736	488,831
1902	43,670	54,996	275,253	388,348
1903	23,147	70,418	(-240,778)	(-161,756)
1904	22,104	51,320	119,977	203,838
1905	30,923	56,593	(-220,859)	(-111,220)
1906	30,713	97,407	40,349	181,630
1907	14,574	66,303	(-413,420)	(-361,503)
1908	26,497	92,438	(-26,334)	139,165
1909	41,065	64,279	147,226	283,779
1910 (MG&Co.)	27,769	58,077	(-15,769)	-
1911	25,228	37,864	48,467	-
1912	19,932	41,515	28,045	-
1913	23,748	43,090	(-194,954)	-

ただしこの数字だけで重要度を測ってはならないことは、すでに本稿の検討からも十分明らかであろう。国際金融（公債引受けや貿易金融）の主導権は多分に依然としてロンドン商会のほうにあったといつてよいのだし、ニューヨーク商会が主宰する多くの証券発行は他商会の分担引受けがあつて始めて成功が保証されたのである。そもそも国際的に活動をする顧客たちは、4 商会の複数に勘定をもつことが多かった。だから表にみるような他を圧倒するニューヨーク商会の利益は、4 商会の活動がニューヨーク商会に利益が集まるしくみになっていた結果だという読み方もできよう。また利益の内訳を示したロンドン商会の数値を見ると、依然として 19 世紀以来の国際金融機関の性格を継承して利子収入と手数料収入がかなり安定的に推移しており、他方、主にニューヨーク商会からの指示で分担させられる株式・社債業務の収入の方は、はるかに変動がはげしい。たとえば 1902 年のこの業務での高収入は J. P. モルガン商会にとって畢生の大事業だった U. S. スチール・トラス

ト形成に負うところが非常に大きい、翌 03 年のこの業務での大赤字もまた J. P. モルガン商会による International Mercantile Marine Co.（海運トラスト）形成の失敗によるところが非常に大きいのである<sup>227)</sup>。パートナーは持分におうじて利益の配分を受け<sup>228)</sup>、通常その半分以上を商会内に個々人の勘定で預金しておき、商会に損失が生じたときには、まずその勘定から持ち出して埋めた。こうした自己預金を含めて、モルガン商会には顧客の大口預金が堆積されるようになってきており、それが活動資金源になったことは明らかである。しかしモルガンは大口でない顧客を相手にしなかったのと同じく、大口でない預金を集める熱意を一向にもたなかった。

かつて父親の J. S. モルガンが死んだとき、モルガン家に残された財産が意外なほど少なかったことを前述(12 節冒頭)したが、J. P. モルガンの場合も、1913 年の死にさいして残したのは 6830 万ドルと、富豪序列では決して最上位グループに入れない額にすぎなかった<sup>229)</sup>。モルガンの特徴は「彼ほど巨額の他人のかねをコントロールした人はかつていなかった」と評された、その点にあったのであり、彼じしんの資産の大きさでない。だから問題は「他人のかねをコントロール」する傑出したしくみをどうやって築いたのかということである。

---

227) Carosso, op. cit., pp. 613–614. ニューヨークのモルガン商会にとっても 1902 年は前年の U. S. スチール・トラストの成功によって史上最高の利益をあげた年となった。19 世紀末いらい再建屋、合同プロモーターとして成果をあげてきたモルガンにとっても U. S. スチールは特別のものだったということは留意しておくべきだろう。

228) 1895 年に改組したあとの J. P. モルガン商会とドレクセル商会で J. P. モルガン個人の持分は 65% という記述がある (ibid., p. 307)。またロンドンのモルガン商会にたいする彼の持分は（おそらくモルガン・グレンフェルへの改組まで）50% であった。

229) この 6830 万ドルのうち約 3000 万ドル (44%) がニューヨークとフィラデルフィアの商会における彼の持分であった。これに証券類の所有 1880 万ドル、不動産 300 万ドルと続く。なお上の資産評価は 5000 万ドルとも評せられる彼の美術品コレクションを除いた金額である (ibid., p. 644)。

すでに述べてきたように、20 世紀に入ってからのもルガン商会には、大生保や大銀行の実力者が直接パートナーとして加わって両者の永続的な資金協力関係を公然と示すようになった。もルガン商会のほうから他金融機関の取締役会に参加する、その数も多くなった。とりわけ 1907 年恐慌以後、いわば政財界あげての銀行制度改革とウォール街中心にすすめられた金融界の合同・再編の動きのなかで、もルガンはかなり積極的に事態の帰趨に関与するとともに、もルガン集団とももルガン＝ファースト・ナショナル集団とも称せられるような金融機関の人的・資金的関係を作りだし強化した。その実態は 1912-13 年のプジョー委員会の公聴会と報告書で詳細に摘出・説明され、それが今日まで語り伝えられている<sup>230)</sup>。

プジョー報告の内容を大筋において認めた上での話であるが、このことの解釈に若干の注記が必要と思われる。というのは、とくにわが国ではこうした集団の存在を日本の企業集団などと同格に扱ってきた伝統があり、集団としての存在や行動を整然たるものにイメージする傾向があるからである。プジョー委員会が摘出したような明確な集団としての関係は、じつは殆ど 20 世紀に入って何年かしてから作られたものであるが、その事実もわが国ではあまり問題にされず、長い歴史過程で徐々に育ってきた金融資本関係がここにきて「確立」「完成」したという程度の説明で終わることになりやすい。しかし本稿でたどってきたもルガン商会史の帰結としてこの事態を見るときに、異なる別の一面にも留意すべきではないかと思うのである。すなわち、もルガン自身は商会内の組織、4 商会の関係を、あくまで「個人銀行家」の伝統に立って、一貫して個人的な人間関係に根差して維持することに重きをおいた。そうした態度は金融界で証券シンジケートを主宰とするときにも多分に貫かれた。ウォール街銀行家たちとの資金協力関係にもそれが反映されてい

---

230) プジョー報告をふまえて当時のもルガン＝ファースト・ナショナル集団の詳細をまとめた邦語文献として呉天降前掲書（とくに第 5 章 1 節）を挙げておく。

る。J. P. モルガンとファースト・ナショナル銀行との緊密な関係にしても、この銀行を牛耳るベーカー (G. F. Baker) と J. P. との厚い友情<sup>231)</sup> が何ものにも替えがたい前提となっていたことを知らなければならない。さらにいうと、モルガン集団に最も強く対抗する金融集団として描きだされるのが通常ナショナル・シティ銀行集団であるが—— たしかにそういう対抗性を見せた時期もあったが—— それも同銀行のトップにたつスティルマン (J. Stillman) と J. P. モルガンとの接近にともなって、両方の事業協力関係が顕著になっている。クーン・ローブ集団といわれるものも、それを率いるシフ (J. H. Schiff) はほぼ終始モルガンへの忠誠を表に掲げ、必要があれば協働した。こういう雰囲気全体としてモルガンを金融界の頂点につけ支えていたという性格があることに、注意しなければならない。

にもかかわらず 20 世紀に入ってモルガンが諸金融機関との間に従来より明確な組織：組織の関係を作ろうと努めたことも事実である。おそらくその発端は、商業銀行、生命保険会社、信託会社などが急成長しながら投資銀行の事業分野（＝資本市場）になだれこんできたところにあったであろう。中でも先頭を切ったのがファースト・ナショナル銀行だったのであって、その意味ではモルガン＝ファースト・ナショナル集団などと称せられる連携の内部にむしろ最も頻繁に事業面の競合が生じたといえるのである。両勢力の連携・協調はそういう内容を含んでこそ生まれた。いずれにしてもこのような金融勢力の動態は日本の企業集団における機関銀行などと非常に違うことを知る必要がある。ブジョー報告をもとに図式化される組織：組織の関係が作られて始めてモルガンが誰よりも多く「他人のかねをコントロール」できるようになったというようなことではない。モルガンの力はもっとはるかに、

---

231) J. P. の息子の後年の追憶によると、「ベーカーさんは他のどんなつきあい関係の人々より父と親しかった。…二人は完全に理解しあい、協調して働いていたから、二人の間には契約書のようなものは一切、必要なかった。」(ibid., p. 452)。

長年にわたる歴史のなかで構築されたものである。

そのモルガンがイエや個人の関係にこれほど後年まで重きを置いたということは、アメリカの資本関係を最初から近代的なものと説明したがるわが国の常識からは、奇異に映るかもしれない。これほど伝統に固執する資本が何故に独占形成期のアメリカで最高の支配資本にまでのぼりつめたのかという疑問もでてくるだろう。アメリカの一時代を風靡した投機、詐欺、金ピカ指向を扇動＝先導して成功し産をなしたというたぐいの（よくある）説明には限界がある。私がそれにかわる答えを十分に用意しているわけではないが、本稿でたどってきた史実から見て、次の程度の見当をつけてよいのではなかろうか。モルガンの力の源流を探って、われわれはモルガンがロスチャイルド、ベアリングなどに次ぐ国際金融業者（マーチャント・バンカー）の地位についたことと、その内容にまず注目した。モルガンがその後もロスチャイルドなどと同様の格式たかい国際金融業者として発展し続けたことは、20 世紀に入ってなおその勢力基盤の要素をなしているのであって、このことを軽視してはならない。だが同時にマーチャント・バンカーのなかでもとりわけ対アメリカ事業に強みを持っていたモルガンは、国際金融で成長した一大分野——イギリスのアメリカにたいする資本輸出——を担う最高実力者に押しあげられ、しかもその資本輸出を殆どもっぱらアメリカ鉄道業と結びつけるしくみの支配を通して、世紀末までに投資銀行＝鉄道界における最高権力者ともなったのである。モルガンの突出した支配力の基盤を解くには、国際環境のなかにおけるアメリカ独特の資本主義形成の道筋がおさえられねばならず、とりわけイギリス資本輸出とアメリカ鉄道建設との結びつきの重要性が理解されねばならない。世紀交をはさむアメリカ産業全般の独占形成と金融支配（貨幣市場と資本市場の合体にもとづく集団化や系列化）のことは、それに続く次のステップの物語りとして語られなければならないと思われる。