



Title	アメリカ企業金融史考(3):19世紀終末～20世紀初頭の大企業金融
Author(s)	鎌田, 正三
Citation	北海道大學 經濟學研究, 28(2), 1-46
Issue Date	1978-06
Doc URL	<a href="http://hdl.handle.net/2115/31419">http://hdl.handle.net/2115/31419</a>
Type	bulletin (article)
File Information	28(2)_P1-46.pdf



[Instructions for use](#)

## アメリカ企業金融史考 (3)

—— 19世紀終末～20世紀初頭の大企業金融 ——

鎌 田 正 三

第1章 トラスト金融

第2章 U.S.スチール会社

第3章 スタンダード石油会社——以上前稿

第4章 ユニオン・パシフィック鉄道会社——本稿

### 第4章 ユニオン・パシフィック鉄道会社

#### 1 建設金融 (1862—1869)

ユニオン・パシフィック鉄道の建設は、南北戦争中の議会による土地払下げと公債貸与によって可能となった。1862年の法律 Pacific Railroad Act 成立の結果、Union Pacific Railroad Company が設立された。同鉄道が特許された建設区間は、ネブラスカ州東境オマハからネバダ州西境までであった。なおカリフォルニア州の同地点までの建設は、同じような条件で Central Pacific Railroad Company に特許された。ユニオン・パシフィックの授権資本は1億ドルで、1株1,000ドルの1万株とされた。同法は株式応募の払い込みについては、額面であることと現金であることを要求した。応募時には10%、残りは半年ごとに5%ずつの払い込みを追徴することとした。なお2,000株が応募され、それに10%の現金が支払われたところで、応募者は役員を選出して取締役会を組織する権限を与えられた。取締役は5名のうち2名は大統領により任命された。これら政府取締役は同鉄道の株式を保有しないが、政府の利益を代表することになっていた。

合衆国政府はユニオン・パシフィックに、公有地の通行権 right of way

とインディアンの土地所有権の抹消を許可した。このほか政府は建設された鉄道1マイルごとに、一つおきの公有地10区(1区20平方マイル)と軌道両側5区の払下げを行うこととした。平地で連続40マイルが完成されるごとに、財務長官はユニオン・パンフィックに対し、1マイル16,000ドルの割で補助公債を貸付けた。ロッキー山脈東麓から西方150マイルとネバタ連峰西麓から東方150マイルに対しては、1マイル32,000ドルと定められた。このように発行された公債は、30年期限6%通貨公債 currency bonds とされた。それは公債であったので発行後の利子は政府が立て替え払いをすることになっていたが、同法にはこの利子の返済時期についての明確な規定はなかった。1863年秋までに、同鉄道の株式217万(2,177,000)ドルが応募された。これで規定の2,000株を超えその10%に現金が支払われたので、取締役会を設けることが可能となり、1863年10月に John A. Dix (ニューヨークの著名人で50株に応募)が社長に選ばれた。しかしこの人物は数年間名目的に社長であったにすぎず、同鉄道の真の支配は副社長のデュラント Thomas C. Durant (鉄道建設に経験のあるニューヨークのプロモーター)の手中にあった<sup>1)</sup>。

その後、デュラントの議会に対する運動が功を奏して、土地払下げは倍増し、完成した鉄道1マイルに対し20区の土地と軌道両側10区を受け取ることとなった。また40マイルごとの完成ではなく、20マイルごとの完成により、土地と補助公債を受け取る権利を与えられた。なおユニオン・パンフィックの株式資本は1株1,000ドルの10万株ではなく、1株100ドルの100万株に変更され、取締役総数は15名から20名に増加し、政府取締役数は2名から5名に増加した。同じような変更はセントラル・パンフィックにもなされた。鉄道建設の援助としての議会の土地払下げは、南北戦争前後では珍らしくなくなっていたが、合衆国政府が長期債 bonded debt の一部を事実上保証して援助するのははじめてのことであった<sup>2)</sup>。

1862年法と1864年法により、鉄道建設資金はつぎの3つの源泉から調達されることになった。(1)株式による現金応募 (2)政府補助公債 (3)第1抵当社債であった。しかしながら、このうち株式の現金応募による鉄道建設は、当

時の大陸横断鉄道の建設にさいしては採用されなかった。大陸横断鉄道の株式に資金を投ずることは、極端に危険であると警戒されていた<sup>3)</sup>。それゆえ株式応募者を獲得するよりも、社債を発行したほうがはるかに容易であった。そこで鉄道プロモーターは通常第1 抵当社債を発行して、鉄道建設に必要な資本を調達することを学んだ。

建設に重大な危険をふくんでいたとはいえ、それでもユニオン・パシフィックははなはだしく恵まれた利点を有していた。寛大な土地払下げは改正法により2倍となり、政府補助公債は債務であったとはいえ、30年後に満期となるものであった。第1 抵当社債が認められ、それには政府貸付けの抵当より優先する先取特権が与えられていた。そこで同鉄道建設の潜在的資金源泉は、1 マイルごと20区以上の土地払下げ、政府補助公債、第1 抵当社債およびたとえ副次的であったとはいえ株式もふくまれていた。

- 1) Nelson Trottman, *History of the Union Pacific*, 1966, p. 16
- 2) *Ibid.*, pp. 17—18
- 3) ユニオン・パシフィックやノーザン・パシフィックのような大陸横断鉄道についていえば、社債発行以外の手段は不可能であった。同一のことは西部の大部分の投機的建設についてもいえることであった。(William Z. Ripley, *Railroads, Finance and Organization*, 1923, p. 107)

1864年5月に、ユニオン・パシフィックの鉄道建設工事に関連して、その部分的工事契約を結ぶための委員会が設けられた。8月8日に、同委員会はホクシー Herbert M. Hoxie からオマハ以西最初の100マイルの鉄道建設とその設備について、工事契約締結の申し込みをうけた。ホクシーとは同鉄道の従業員であり、かれの資力ではこの工事の担当者にはまったく不釣り合いであったが、デュラントはかれの名義を利用したわけであった。1864年9月23日、同鉄道は正式にホクシーの申し込みを受け入れ、かれと工事契約を結んだ。その契約は1マイル50,000ドルで、100マイルの鉄道建設と設備を請負うというものであった。工事契約者は第1 抵当社債の額面価格の80%と土地払下げ社債の額面価格の70%の資金提供を保証し、また同鉄道の株式50万ド

ルの応募または応募の獲得に同意した。1864年10月4日に、契約はさらにオマハ西方 247 マイルの 100 子午線 hundredth meridian まで延長され、契約者の株式応募同意額は 100 万ドルに増加された。さらに10月7日に、契約者ホクシーはデュラントの指名する 5 名に、かれの契約を割り当てることを同意した。5 名とは T. C. Durant, Cornelius Bushnell, C. A. Lambard, H. S. McComb, H. W. Gray であり、かれらはホクシー契約を実行するため、ともに 160 万ドル<sup>4)</sup>に応募する協定を結んだ。ホクシーはもちろん契約の実行者と目されていたわけではなかった。かれは契約を入手するや直ちにそれを上記 5 名に割り当てた。5 名中 4 名は同鉄道の取締役であり 1 名は株主であった。これら 5 名が同鉄道を建設する契約者となった。かれらの最初の支出は少額であったが、それに対する入金<sup>5)</sup>は政府補助公債、同鉄道の第 1 抵当社債（1 ドルに対し 80 セント）土地払下げ社債（1 ドルに対し 70 セント）および株式による過大な契約価格の支払いを受けることになっていた。同鉄道の特許 charter では、株式への応募は額面と現金支払いを要求していたが、この規定は実際には骨抜きにされていた。なぜなら契約者は同鉄道の株式に応募するさい、その代金を小切手で支払い、その同一小切手は銀行をとおらずに、契約額の支払いとして契約者の手に復帰することになっていたからである。これは現金取引 cash transaction と呼ばれた。応募した株式は契約価格が過大であったために、実質的には報酬に等しいものになっていた。契約者が鉄道会社の株式に投じた資金は、うることを期待した建設利潤に比してはとるに足りないものであった。しかしながら、かれらがえた株式はかれらに経営に対する支配を与えるものとなった。10月7日に、協定当事者はホクシー契約実行のため、応募額 160 万ドルのうち第 1 回応募割当 25% を直ちに支払った。第 2 回応募割当の支払期限が到来したとき、かれらはその計画に危険を感ずるようになった。というのはかれらは単純なパートナーシップ協定による無限責任のもとにあつたからである。

4) この応募額の責任を分担したものは、Thomas Durant 90万ドル、C. B. Bushnell 40万ドル、Charles A. Lambard 10万ドル、H. S. McComb 10万ドル、H. W.

Gray 20万ドル (計140万ドルで20万ドル不足) などであり、協定の条項により、第1回払い込みである応募同意額の1/4の400万ドルが払い込まれ、この資金が建設に使用された。(Henry K. White, History of Union Pacific Railway, 1973, p. 20)

5) N. Trottman, op. cit., pp. 29—30

1859年11月 (一般会社法以前)、ペンシルベニア州議会は南西部の鉄道を建設することを目的とした Pennsylvania Fiscal Agency という会社に株式会社特許を与えた。この会社は設立したままなら活発な活動を行っていなかったが、その特許には広範な権限が与えられていた。1864年3月、デュラントはこの会社の特許を買い入れた。そのとき名称はクレディ・モビリエ<sup>6)</sup> Credit Mobilier of America に変更された。ホクシー契約を実行するため、パートナーシップ協定に入っていた契約者たちは、この会社に組織替えることにより無限責任の危険を回避できた。同社の設立が完了したとき、その資本金は200万ドルに定められその後250万ドルに増資し、最初の5名以外のものも関係するようになった。このように建設会社としてのクレディ・モビリエは鉄道を牛耳っていたものから成り立っており、要するにかれらは自らの鉄道建設の契約を、競争入札なしのはなはだ高い価格で、自分自身と結んだわけである。これは当時の大陸横断鉄道建設における一般的慣行となった。そしてそのなかで最も有名なものが、クレディ・モビリエとなったわけである。1865年3月に結ばれた、ホクシーとクレディ・モビリエ間の協定により、クレディ・モビリエはホクシー契約の実行を保証した。パートナーシップ協定のもとで定められた応募同意額160万ドルは、クレディ・モビリエに移転された。

クレディ・モビリエの名目上の事務所はフィラデルフィアにあったが、実際の事務はニューヨーク支社で取り扱われ、その支社はユニオン・パシフィック鉄道本社に隣接していた。1865年春まで建設工事は振わなかったが、クレディ・モビリエ協定のもとで建設は最初の247マイルを急速に進行した。クレディ・モビリエの株式に払い込まれた資金は、直ちに必要な支出に供給

された。政府補助公債は20マイル完成ごとに利用できるようになり、一度工事が順調にすすむとユニオン・パシフィック社債の市場も見いだせるという期待ももたれるようになった。建設は1865年と1866年に進捗し、1866年10月5日には247マイルが完成した。その間、マサチューセッツ州選出の下院議員オークス・エームズ Oakes Ames が、下院太平洋鉄道委員会 House Committee of Pacific Railroad のメンバー在任中に同事業に関係するようになり、オークス・エームズとその兄弟オリバー・エームズは、1865年から同鉄道とクレディ・モビリエ両社の株主となり、かれらの多くの友人も両社と関係をもった。そのなかには John B. Alley, Sidney Dillon などがいた。1866年10月3日の改選で、オリバー・エームズが同鉄道の取締役となった。その後間もなく General Dix が社長を辞任し、オリバー・エームズが社長に選ばれた。

エームズ派とデュラント派間に相当な摩擦が生じた。デュラント派は鉄道の将来を考慮するよりは、建設契約そのものからできるだけ多くの利潤を引き出すことを目的としたといわれていた。エームズ派ももちろん建設会社方式による建設利潤を望まないわけではなかったが、同時に鉄道そのものの将来性も信じていたといわれていた。すなわち、デュラント派は鉄道の完成後できるだけ早くその証券を売り払うことを期待し、エームズ派は鉄道建設の完成にもとづいて、その社債と株式は健全な投資になることをも期待するというものであったようである。このことはつぎの事実によって傍証される。ユニオン・パシフィックの株主名簿によると、同鉄道完成の約9カ月後の1870年2月において36,522株であったデュラントの保有株（種々の建設契約に関係したことにより受け取っていたもの）は、その2年後に4株を残して全株を手放していた。これに対してエームズ派はその株式を手放さず、1872年にオークス・エームズは4,661株、オリバー・エームズは31,833株を保有し、エームズ派の他のメンバーの保有は2,000株であり、エームズ派はその後も永く同鉄道の取締役の地位に名を連ねて<sup>7)</sup>いた。

エームズ兄弟とデュラント派の反目がはげしくなり、エームズ派はデュラ

ントをユニオン・パシフィックとクレディ・モビリエの経営から追い出そうとした。エームズ派はクレディ・モビリエの支配をどうにか手に入れ、デュラントを同社の社長から辞任させた。ところがユニオン・パシフィック鉄道のほうはデュラント派の勢力がまだ強かったので、副社長の地位から追い出すことには成功しなかった。このときからデュラントの政策は、クレディ・モビリエを支配しているものに個人的に反対することとなった。かれはクレディ・モビリエ株を5,000株以上も保有していたが、それにもかかわらずクレディ・モビリエの契約入手を積極的に妨害することとした。クレディ・モビリエの株主とユニオン・パシフィックの株主は重複していたので、株主たちはホクシー契約のもとで最初の247マイルが建設されたとき、残りの建設も他の類似の契約により行われるものと期待していた。そこでかれらは1866年秋に、クレディ・モビリエの資本金を250万ドルから375万ドルに増資することを決議した。

クレディ・モビリエ各株主は、その保有する旧株の50%を超えない額まで、同社の新株応募権を与えられた。同社の株式応募者は新株プラスそれと同額のユニオン・パシフィック第1抵当社債をボーナスとして受け取った。かくてクレディ・モビリエ株1,000ドルに応募するとユニオン・パシフィック第1抵当社債1,000ドルが追加された。総額125万ドルにのぼるクレディ・モビリエ新株に対する応募資金は、クレディ・モビリエからユニオン・パシフィックに引き渡され、それと引き換えにクレディ・モビリエはユニオン・パシフィックの第1抵当社債1,250枚を受け取った。この社債は当時のクレディ・モビリエ株主に分配され、1,000ドルの応募ごとに1社債の受け取りとなった。<sup>8)</sup>

以上の増資は、クレディ・モビリエが残りの建設も受注するという一般的了解のもとに行われたものであった。ところが、クレディ・モビリエの新経営者に対するデュラントの反対政策は、この株主たちの計算を台なしにした。ユニオン・パシフィックの両派が新しい契約の協定に達するまでには若干の時間を要することが明らかとなった。しかしその間に、セントラル・パシフ

ィックの建設が進行していた。両鉄道が接合する予定地点まで公債の補助1マイルにつき32,000ドルと土地の払下げがあった。遅延は両派とも何としても避けなければならなかった。建設の遅延は1日何千ドルもの利益を、セントラル・パシフィックに奪われることを意味した。かかる危険を防止するために、ユニオン・パシフィックの取締役会は仮契約（のちに本契約ができたときはそれにしたがう）を作成する権限を、経営幹部 executive officers に与えることを決議した。

- 6) クレディ・モビリエについてはつぎを参照。Nelson Trottman, op. cit., pp. 30—32, H. K. White, op. cit., pp. 21—37, Stuart Daggett, Railroad Reorganisation, 1967, pp. 221—224
- 7) N. Trottman, op. cit., p. 33
- 8) Ibid., pp. 34—35
- 9) ユニオン・パシフィックはミズーリ川以西を建設したが、同時にセントラル・パシフィックも政府の援助によって同様な条件のもとで、サクラメント以東を建設中であった。両鉄道はネバダ西州境で接合が予定されていた。しかし早期の完成を奨励するため、1862年の法律で東からでも西からでも最初に接合指定点を越えた鉄道に、それだけ多くを与えることとした。払下げられる土地の量は完成されるマイル数に依存するので、両鉄道の工事の迅速さは熱狂的となった。(Stuart Daggett, op. cit., p. 222)

取締役会の決定にしたがって、副社長デュラントは100子午線を越える最初の150マイルの建設を、シカゴのブーマー L. B. Boomer (社外の業者) と契約した。このブーマー契約は1866年11月10日に締結され、1マイル当りの価格は100子午線からプラット川北分岐点の渡し場までは19,500ドル、プラット川以西は1マイル20,000ドルとされた。なおこのなかに設備はふくまれていなかった。このブーマー契約は取締役会において正式に承認されたものではなかったが、工事はこの契約にもとづいて進行し、58マイルが建設され政府により承認された。この建設資金はユニオン・パシフィックの第1抵当社債をクレディ・モビリエに販売することからえられ、このときクレディ・モビリエは増資した資金でそれを支払った。

1867年はじめ、デュラントがニューヨークを留守にしていた間の1月5日のユニオン・パシフィックの取締役会に、クレディ・モビリエの取締役たちがユニオン・パシフィックの取締役の資格で出席し、ホクシー契約をすでに完成していた100子午線以西58マイル地点まで延長し、1マイル50,000ドルの契約価格とすることを決定した。デュラントが帰ってきたとき、かれはこの部分の鉄道は1マイル約27,500ドル（設備をふくむ）ですでに完成しており、政府の承認をうけたものであるとしてこの決定に抗議した。かれはニューヨークの法廷に禁止命令 injunction を要請し、取締役会の行為を無効とさせた。<sup>10)</sup>

ホクシー契約延長の失敗以後新しい動きがあった。1867年3月24日、両社の株主であったウィリアムス John M. S. Williams が、100子午線以西267.57マイルの建設（すでに建設されていた部分をふくむ）を申請した。この工事に対しユニオン・パシフィックは、最初の100マイルには1マイル42,000ドル、残りに対しては45,000ドルを支払うというものであった。ウィリアムスはまた150万ドルのユニオン・パシフィック株式の応募を獲得することにも同意した。取締役たちはこの提案を受け入れたがデュラントは再び抗議した。かれの抗議は禁止命令に守られたので、取締役たちはこの契約も遂行できなかった。別の試みが6月になされた。このときまで100子午線以西98<sup>1</sup>/<sub>4</sub>マイル、オマハ以西約346マイルが建設されていた。ウィリアムスは再び100子午線からロッキー山脈東麓まで267.57マイルの建設を1マイル50,000ドルで申請した。この提案もデュラントの反対に会い同じ運命に終わった。以上は不発に終わったが二つのウィリアムス契約という。<sup>11)</sup>

1867年夏、ユニオン・パシフィックの経営委員会が、オークス・エームズとのオークス契約に同意したことにより抗争は解決した。しかしこの契約も過大な契約価格をとおして、ユニオン・パシフィックの資金がクレディ・モビリエ株主の手中に入ることを明らかに目的とした契約である点では、以前のものと同様であった。エームズ契約は100子午線以西667マイルを建設するというものであり、その建設費の内訳はつぎのごとし。この契約において

## エームズ契約の建設費の内訳

最初の100マイルは 1 マイル	42,000 ドル	4,200,000 ドル
つぎの167マイルは	〃 45,000	7,515,000
つぎの100マイルは	〃 96,000	9,600,000
つぎの100マイルは	〃 80,000	8,000,000
つぎの100マイルは	〃 90,000	9,000,000
最後の100マイルは	〃 96,000	9,600,000
667マイルの建設費		47,915,000 ドル

N. Trottman, op. cit., p. 39

も契約者（エームズからクレディ・モビリエに移行）は、すでに建設されていた100子午線以西の鉄道部分の利潤を二重に受け取ることになった。すなわちこのときまでに100子午線以西138マイルは、すでに完成して政府により承認されていたものであり、この部分がエームズ契約のなかにもふくまれていたのである。

1867年10月1日に、ユニオン・パシフィックの取締役会は各株主の書面による合意にしたがい、オークス・エームズ提案を受け入れる経営委員会の行為を正式に承認した。デュラントもついに禁止命令の撤回に同意した。契約が受け入れられた2週間後に、オークス・エームズはつぎの7名の受託者にその契約を割り当てた。7名とは Thomas C. Durant, Oliver Ames, John B. Alley, Sidney Dillon, Cornelius Bushnell, Henry S. McComb, Benjamin E. Bates であった。かくてデュラントは再び契約者側に立って、建設における支配に参加した。他の特別な協定がオークス・エームズ、受託者、クレディ・モビリエ間で作成された。これは議決権信託協定であり、つぎのことを規定した。7名の受託者はクレディ・モビリエの株主のためにエームズ契約を管理する。そしてクレディ・モビリエの株主であると同時に、ユニオン・パシフィックの株主でもあるもののうちで、ユニオン・パシフィック株の $\frac{6}{10}$ の議決権を取り消しえない委任として受託者に与える株主のみが、エームズ契約の利潤を受け取るというものであった。この条件は容易に受け入れられ、委任は滞りなく実行され受託者制が実施された。<sup>12)</sup>

大なる利潤がつくられるようになったのはこの契約以後からであった。1867年夏ロッキー山脈越えのエバンス峠あるいはシャーマン峠の発見は、ユニオン・パシフィックに比較的容易な建設ルートを与えた。その結果、建設費は予想より相当に安くついた。しかし、発見により利益をえたのは鉄道会社ではなく契約者であった。工事はエームズ契約のもとで急速に進行し、契約にふくまれた667マイルは1867年と1868年に建設された。同鉄道の残り125マイルは、さらにデービス James W. Davis との契約のもとで建設された。デービス契約にふくまれた部分の建設と設備は、エームズ契約に定められたと同じ設計明細書と条件にしたがうことになっていた。エームズ契約同様にデービス契約も、その条件を実行する7名の受託者に割り当てられた。1869年5月10日、ついにユニオン・パシフィックはユタ州プロモントリーにおいて、東進してきたセントラル・パシフィックとの接合を完了した。

10) N. Trottman, op. cit., pp. 36—37

11) Ibid., pp. 37—38

12) Ibid., pp. 40—41

13) エームズは667マイルを越えて契約を延長しようとしたが、デュラントは遅延を避けて、1868年11月に残りの建設を副契約者デービスと契約した。ユニオン・パシフィック株主の必要な同意をうるため委員会が設けられ、ならん機構の変更なしに工事が続行された。(H. K. White, op. cit., pp. 32—33)

ホクシー、エームズおよびデービスの各契約からつくられた利潤はいろいろ推定されており、関係当事者の証言もいくぶん混乱しており、正確な計算は不可能とされている。しかし1873年の議会のウイルソン委員会のユニオン・パシフィック調査報告によれば、つぎのごとくであった。

	鉄道にとっての建設費	契約者にとっての建設費	利 潤
ホクシー契約	12,974,416.24ドル	7,806,183.33ドル	5,168,232.91ドル
エームズ契約	57,140,102.94	27,285,141.99	29,854,960.95
デービス契約	23,431,768.10	15,629,633.62	7,802,134.48
	93,546,287.28ドル	50,720,958.94ドル	42,825,328.34ドル

N. Trottman, op. cit., p. 44

また他の計算はユニオン・パシフィックのキャピタリゼーションの水増額の推定をつぎのごとく示していた。

政府公債1,038.68マイルについて……………	27,266,512ドル
第1 抵当社債……………	27,213,000
土地払下げ社債……………	10,400,000
収益社債※……………	9,335,000
株式資本……………	36,762,300
総キャピタリゼーション……………	110,996,812ドル
現実の建設費（設備をふくむ）+……………	60,467,641
水増資本……………	50,529,171ドル

※ 収益社債は車輛や設備購入のため発行された。+オックス・エームズの推定建設費は60,000ドルであった。N. Trottman, op. cit., p. 44

政府公債と第1 抵当社債は、ともに建設費を支払うに足る資金を供給したことは、議会委員会の報告から推察される。もしこれが事実なら、そのほかの土地払下げ社債や株式は、たとえそれらの証券価格が低かったとしても、その分は水増資本を表示していたことになる。ユニオン・パシフィック証券<sup>14)</sup>で測定された水増額は、4,200 万ドルから5,000 万ドルの間とされた。つぎの推定はその参考となる。

政府公債額面価値 27,236,512ドルの販売純収入……………	27,145,163.28ドル
第1 抵当社債額面価値 27,213,000ドルの販売純収入……………	23,718,008.77
両債券からの純収入……………	50,863,172.05ドル
帳簿上の鉄道建設費（収益社債による購入車輛をのぞく）…	50,720,958.94
剰 余 金……………	142,213.11ドル
株 式 資 本……………	36,762,300.00
土地払下げ社債……………	10,400,000.00
建設費を超過した証券総額……………	47,304,513.11ドル

N. Trottman, op. cit., p. 45

クレディ・モビリエ方式は決して目新しい協定ではなかった。社債による資金調達とプロモーターに対する報酬としての株式発行による鉄道建設方式は、鉄道ブローカーたちの通常の慣行であった。あらゆる大陸横断鉄道は同

じ方式で建設された。しかしながら、この種の財務方式は非難されてきた。ことにクレディ・モビリエの悪名は最も高かった。クレディ・モビリエの場合、政府から何百万ドルあるいはそれ以上の価値あるものとなった土地の無条件払下げをうけたほかに、さらに2,700万ドル以上の補助公債を30年間利子棚上げで貸付けられたユニオン・パンフィックをとおして、膨大な建設利潤を吸収したということによるものであった。現実の建設費は4,000万ドルから5,000万ドルの間とされたが、ユニオン・パンフィックの建設を担当するクレディ・モビリエの資本金は375万ドルにすぎず、建設資金は補助公債とユニオン・パンフィックの社債から調達された。ユニオン・パンフィックの鉄道建設が1869年5月に完成したとき、同鉄道は額面7,400万ドル以上の債務を負っていた。長期債の年利子は非常に重い負担であった。株式は1ドルに対し30セント以上の値打ちもなかった。ユニオン・パンフィックの総キャピタリゼーション1億1,000万(110,962,812)ドルは、すなわち1マイル10万(106,000)ドル<sup>16)</sup> についてたことを意味した。そのうち約半分は水増しであったといわれた。

14) N. Trottman, op. cit., p. 45

15) Ibid., p. 54

## 2 グールドの財務方式 (1873—1883)

ユニオン・パンフィック建設の浪費的やり方の結果、同鉄道は開通した1869年以後、永く重い利子負担に苦しむこととなる。そのため社債は高い価格とはならず、また株式も低い価格しか有さず、したがって議会のウイルソン委員会報告の指摘したごとく、他の強力な会社や投機家にとって、同鉄道の支配を狙うことは容易であるとされた<sup>1)</sup>。実際問題としてこのことは現実に起った。1870年ごろのユニオン・パンフィックの輸送は予想を上回って好調であった。鉄道の完成は西部の大なる資源の開発を可能にした。例えば以前は高品位の鉱石のみが輸送されたのに、いまや低品位の鉱石も販路を見いだすことができるようになった。また大量の大陸横断貨物輸送と旅客輸送を有

利な事業とした。このように同鉄道の事業量は驚くほど増大したので、もしキャピタリゼーションが適度な金額であったならば、支払能力の問題などは生じなかったであろう。

当時、東部の諸鉄道は西部から東部に向かう輸送の支配を求めていた。1870年と1873年間に、ペンシルベニア鉄道と Lake Shore and Michigan Southern 鉄道関係者が、順次ユニオン・パシフィックを支配した。1873年のはじめ、同鉄道はペンシルベニア鉄道の卓越した経営陣の支配下に入り、同鉄道社長トーマス・A. スコットはユニオン・パシフィック社長を兼任したが、その支配は1年にとどまった。1873年には、ニューヨーク・セントラル鉄道社長コモド・ヴァンダービルトの女婿であった Lake Shore and Michigan Southern 鉄道のクラーク Horace A. Clark が、ユニオン・パシフィックの輸送を、かれの鉄道に向けようとして同鉄道の支配的株式を買入れた。クラークは1872年3月にユニオン・パシフィック社長に選ばれ、1873年晩春のかれの死までその地位についていた。

クラークの死後、シドニー・ディロンが社長に選任された。ところがクラークの株式が株式市場に放出され、それはジェイ・グールド Jay Gould の手に入った。1873年中に、グールドはその当時市場価格が25か30に低落していた、ユニオン・パシフィック株を大量に追加購入した。グールドは約10万株すなわち総株式発行高の約 $\frac{1}{3}$ を獲得したといわれた。1873年以後、かれは引き続きその保有を増加し、1878年までに約20万株を獲得していた<sup>2)</sup>。

グールドの目的はその後のかれの行為が示すごとく、少なくともわずかな間でも、ユニオン・パシフィックを配当の支払える状態におくことであつた<sup>3)</sup>。そこでまず第1に、かれは同鉄道財務の部分的改革に着手した。同鉄道は高い利子率の流動負債に苦しんでいた。また年10%にも達する利子を1,000万ドルの収益社債に支払っていた。それらはグールドが経営に参加した直後に満期となることになっていた。グールドの指示のもとに、新しい一連の8%減債基金社債が発行された。この社債によって満期となる収益社債の償還と流動負債の長期債への借り換えを行おうとしたのであり、1,450万ドルの減

債基金社債が発行された。それは土地払下げ社債に対しては第2抵当であり、同鉄道社債に対しては第3抵当であった。これによって、同社の負債の元金はほとんど変動がないのに、年に何千ドルという利子負担を節約した。

- 1) N. Trottman, op. cit., p. 99
- 2) Ibid., p. 100
- 3) クラークの死後、かれの株式は市場に出され、たまたまグールド(1866年以来エリー鉄道の取締役であった)はそれを35かそれ以下でブローカーに申し込み、クラークの株を入手した。ところがその直後に、株価は14に下落したので驚いて調査をはじめた。かれは高い利子率の莫大な流動負債、間もなく満期となる1,000万ドルの収益社債、その他の不満足な事態が存在することを発見した。グールドはかれのほとんど全時間をその仕事に投入して、改革を行い、3年以内に同鉄道を配当の支払える基礎におくことに成功した。その後5年足らずの間に、支払われた配当は1,194万(11,942,125)ドルに達した。(H. K. White op. cit., p. 55)

西部における驚くほど急速な輸送の増大は、ユニオン・パシフィックを配当支払い可能な基礎におくというグールドの目的に役立った。この情勢の最上の指数は同鉄道の年収益の増加であった。1868年から1875年までの純収益(総収益から経営費を控除したもの)はつぎのごとし。

## 1868—1875年の純収益

1868年	893,921.99ドル	1872年	4,092,032.05ドル
1869年	2,031,170.09	1873年	5,222,891.30
1870年	2,776,771.88	1874年	5,424,997.13
1871年	3,921,115.30	1875年	6,451,552.74

N. Trottman, op. cit., p. 103

70年代には、ネブラスカ、ワイオミング、ユタ、モンタナ、アイダホ、ネバダ、カリフォルニア、オレゴン、ワシントンおよびある範囲のコロラドの輸送は、完全にユニオン・パシフィックに依存していた。人口の急増した地方は、ユニオン・パシフィックに年々増加した輸送量を提供し、この輸送は高い運賃率で運ばれた。その結果、同鉄道は着実に収入を増加していった。1874年までに、純収益は社債利子を相当に超過していた。最初の配当は1875年春に宣言され、株式資本に対する4半期配当 $1\frac{1}{3}\%$ (年6%)が同年7

月1日に支払われた。その3カ月後に4半期配当は2%（年8%）に増加し、一時期その率は維持された。グールドが1873年にユニオン・パシフィック株を買い入れたときの市場価格は、1株平均30ドルと推定すれば、6%配当の利回りは約20%であり、8%配当では25%にも達する<sup>4)</sup>ことになる。このグールドの配当政策は非難された。その理由はつぎの3点についてであった。

(1) 建設費を相当に超過していた社債は、割引発行のため受け取った金額は額面以下であったのに、それに支払わねばならない利子は高率であった。また年々の株式配当は低い株価で購入したものには不釣り合いに大であったし、最初になんら現金投資をしなかったものに対しては高い配当支払いとなった。そしてこの高い利子と高い配当の支払いを可能にするために、高い運賃率を必要としたことになる。

(2) しかしかりにこの高率配当を妥当なものと認めたとしても、配当は財務的に不健全なほどに大であった。それゆえ、配当支払後の剰余金はわずかしか残されていなかった。

(3) 政府補助公債の利子の支払いについての規定はなかった。しかし1875年の連邦最高裁判所の判決はこの点を明らかにした。すなわち、政府は同鉄道に対し公債発行後30年の満期まで、利子の返済を請求できないこととされた。それゆえ、政府は利子の返済について、政府輸送に対する運賃の半額免除と、同鉄道の純収益の5%を徴収する権利があるにすぎなかった。政府に対するこれら二つの支払い金額は、補助公債の年利子のわずか $\frac{1}{4}$ ほどの支払い相当分にしかすぎなかった。一方で政府に支払うべき多額の未払い利子が累積されている間に、他方では多額の配当が支払われていたというものであった。<sup>5)</sup>

1875年の同鉄道の純収益は645万(6,451,552.74)ドル、翌年は747万(7,477,408.79)ドルに増加し、このときから70年代末までの純収益はこの金額と大差なかった。これに対して1875年7月1日から1880年1月1日までの間の配当支払額は1,194万(11,942,125)ドルであった。株式市場はグールドの配当政策の効果を反映しはじめ、1876年1月にはユニオン・パシフィ

ック株式の最低相場 $67\frac{1}{2}$ 、最高相場 $74\frac{1}{2}$ となり、平均して70近くになった。1878年以後、グールドはかれの株式を大量に処分するため、ユニオン・パシフィック株の株価騰貴を利用した。グールドはかれの保有を約20万株から、約27,000株に減少した。

4) N. Trottman, op. cit., pp. 105—106

5) Ibid., pp. 106—107

6) Ibid., p. 108

7) 1878年、グールドは減価したカンサス・パシフィック鉄道の社債と株式の大量買い占めを開始した。1879年までに、かれは同鉄道株式総額1,000万ドル中403万ドルを獲得した。グールドはカンサス・パシフィック株を購入するために、かれの保有したユニオン・パシフィック株を手放した。それゆえ70年代末には、かれのユニオン・パシフィック株式持分は、カンサス・パシフィック株よりはるかに少なくなっていた。(Ibid., p. 149)

すでに1866年の法律により、カンサス・パシフィック鉄道 Kansas Pacific Railway Company は、カンサスシティからデンバーまでの建設を開始していた。デンバーからシャイアン（ユニオン・パシフィックとの接続地）までの建設は、同鉄道の子会社 Denver Pacific Railroad and Telegraph Company により1870年に完成された。ところでカンサス・パシフィックの西部への出口は、ユニオン・パシフィックに依存していた。この両鉄道は不断の競争状態にあった。ユニオン・パシフィックの経営者は、カンサス・パシフィックに対し直通運賃率の割り当てを拒否した。1877年にシャイアンからデンバーまでの競争線 Colorado Central（ユニオン・パシフィックの子会社）の完成は、ユニオン・パシフィックをしてコロラド輸送における競争を可能にした。

両鉄道間の競争は1878年まで続いた。その結果、カンサス・パシフィックの株式と社債の価格はますます低下した。当時、グールドが同鉄道を傷つけてその証券価格を下落させ、それによってかれの支配の獲得を容易にするように、指示を与えていたという推察がなされていた。これが事実かどうかは別としても、1878年にかれがカンサス・パシフィックの減価した証券に向かって、はげしい購入を開始したことは事実であった。かれの最初の購入は社

債であったが、その後かれと若干の他のユニオン・パシフィックの取締役は、1ドル当り $12\frac{1}{2}$ セント近くの価格でカンサス・パシフィック株の支配的株式持分1,000万株を獲得した。ユニオン・パシフィックを支配していたものとカンサス・パシフィックとの関係はいまや友好的なものとなった。両鉄道が相互に調和的に機能するという条件のもとでプール協定が結ばれた。プール協定は両鉄道が統合した1880年まで有効であった。<sup>8)</sup>

1879年秋、グールドはユニオン・パシフィックの他の指導者たちに、3鉄道——ユニオン・パシフィック、カンサス・パシフィック、デンバー・パシフィック——の統合を提案した。新会社を構成する3鉄道の株式資本は同額で、新株と3構成会社の旧株との交換は1ドル対1ドルの対等であることが提案された。グールドはもはやユニオン・パシフィック株の支配的持分を有しておらず、また若干のユニオン・パシフィックの取締役がカンサス・パシフィックのわずかな株式を保有していたにすぎず、その他のものはカンサス・パシフィックと関係がなかった。そのため、グールドの一方的提案はユニオン・パシフィックの取締役会で拒否された。その理由は、この提案を受け入れたなら、ユニオン・パシフィックは他の2鉄道の重い利子負担を引き受けることになり、またユニオン・パシフィックの新しい株式資本は、なんらの価値も代表しない1,400万ドルもの総資本によって膨脹することになるというものであった。<sup>9)</sup>

グールドの統合計画がユニオン・パシフィックにより拒否されたので、かれは直ちにラブランド峠をとおってコロラド州を抜けオグデンに達する、カンサス・パシフィックの延長を発表した。もしかれがこれを行えば、ミズーリ川からオグデンにあるセントラル・パシフィック東部終点までの直通路線を有することになる。またもしカンサス・パシフィックが、オグデンからセントラル・パシフィックによって太平洋岸までの出口を有するようになれば、それははなはだ危険な競争者になることとなる。当時、その他の諸鉄道もまた西方に建設しつつあり、ユニオン・パシフィックの独占の終りがすでに開始されつつあった。カンサス・パシフィックのこの新建設は、ユニオン・パ

シフィックにとり追加競争路線となるものであった。ところで、グールドはミズーリ・パシフィック（カンサスシティから東部を結ぶ鉄道）の西方への拡張に脅かされたため、1879年11月にその支配的株式を購入した。この鉄道の所有はセントルイスからシャイアンまでの路線の支配をグールドに与えた。

1879年末までに、グールドは驚くほどの短期間に交渉抜きの株式購入により、カンサス州の2農業鉄道の支配を強化した。2鉄道とはカンサス・セントラルとセントラル・ブランチ・ユニオンであった。これによって、ユニオン・パシフィックの農業地方の輸送に割り込むことができ、それはまた追加的武器となった。セントラル・ブランチ獲得に対するグールドの熱意は、同鉄道株7,616株を額面価格76万(761,600)ドルで購入したことによっても判断できた。同鉄道は著しくオーバー・キャピタリゼーションされており、さらに財務上の失敗をくり返して利子支払不能に陥っていたので、この当時の株式は1ドルに対しわずか10セントで売られていたというものであった。この株式をグールドはさらに平均価格1ドルに対し2.39ドルで買いすすんだ。その結果、グールドはいまやユニオン・パシフィックの地方輸送を攻撃する武器と直通輸送を破滅させるほどの武器を併せ手中に収めた。ユニオン・パシフィック側では、グールドの条件での統合を真剣に考慮しなければならなくなった。それはユニオン・パシフィックにとっての死活問題<sup>11)</sup>となった。

1880年1月14日、ニューヨークのグールド邸での会合で両鉄道の非公式協定が締結され、同年1月24日の両取締役会で承認された。この協定の条項にしたがって、3鉄道は新会社に統合された。新会社の資本金は5,076万(50,762,300)ドル——構成3鉄道会社の発行総株式資本——と定められた。この新会社の新株と各構成会社の旧株とは対等に1ドル対1ドルで交換された。各鉄道会社の長期債はそのまま引継がれた。新会社の名称は Union Pacific Railway Company と変更された<sup>11)</sup>。この統合によってグールドはかれのカンサス・パシフィック株と配当支払株であったユニオン・パシフィック株とを交換したのみでなく、カンサス・セントラルとセントラル・ブランチの両鉄道株の購入に費したかれの費用も弁済した。

1880年の統合の主な特徴はつぎのように要約された。

(1) 著しくオーバー・キャピタリゼーションされた、額面1,000万ドルのカンサス・パシフィック株と額面400万ドルのデンバー・パシフィック株が新会社に移転された。ユニオン・パシフィックの株式資本3,676万(36,762,300)ドル——事実上最初に報酬として発行されたもの——は、移転にさいし5,000万(50,762,300)ドルに膨脹していた。

(2) 3,000万ドルを超えるカンサス・パシフィックの全長期債——第1抵当社債、政府補助公債、整理抵当社債などが——新会社に移転された。

(3) いくつかの小カンサス鉄道——カンサス・セントラル、セントラル・ブランチ・ユニオン・パシフィック、セントジョセフ・アンド・ウエスタン、セントジョセフ・ブリッジ——の諸証券は、それらの実質価値とはすべて不釣り合いな金額で新会社に移転された。<sup>12)</sup>

このようにみると、この統合は新会社にとって欠点ばかりのようであるが、実際には統合された新会社の株価は間もなく旧会社の株価以上の高値を呼ぶにいたった。1880年末までに、ユニオン・パシフィック株は額面より相当上回って売られていた。多大の輸送量により数年間にわたって、同鉄道はその膨脹した債務を支払うことができ、同時に年6%ないし7%の配当支払も継続した。そしてそれはまた統合によりユニオン・パシフィックとカンサス・パシフィック間の競争が終りを告げたので、より高い運賃率が一時期維持されたことによって生じたものでもあった。

ユニオン・パシフィック・システムとして、支線をふくむ輸送体制の基礎がおかれるようになったのは、70年代末と80年代であった。1869年には、オマハからオグデンまでの幹線にはまだ支線はなかった。そこで70年代ははじめから、ユニオン・パシフィックは補助線システムの建設と獲得に入り、70年代末からこの拡張発展は本格的なものとなった。あるときは、既存の線がユニオン・パシフィックにより獲得・吸収された。あるときは、幹線までの支線として役立つように新線建設による拡張が行われた。またあるときは、吸収と建設の双方が併用され、まず既存鉄道を吸収しのちそれを拡張した。

1877年と1884年の間に3,450万(34,507,682.14)ドルが支線建設に費されたが、そのうち2,481万(24,818,386.23)ドルが1882年と1883年の間に使用された。なお支線建設費の一部分はユニオン・パシフィックの収益から、大部分は流動負債によって支払った。それ以上の残額に対して、同鉄道は1879年に支線会社の金庫証券の一部を担保として、500万(5,270,000)ドルの6%証券担保信託社債 collateral trust bonds<sup>13)</sup>を発行した。また1880年末に1,000万ドルの新株を発行した(それは額面で売られた)。さらに1883年に支線会社証券の担保によって、600万ドルの5%証券担保信託社債を追加発行した。これら社債と株式の販売収入は、一部分は支線建設のため、他の一部分はすでに支線建設に向けられていた多額の流動負債を完済するために使用された。<sup>14)</sup>

これら支線はあらゆる場合に、別子会社組織のもとで建設または獲得されたものであった。法令によって認められたユニオン・パシフィックとカンサス・パシフィックとの統合を例外として、ユニオン・パシフィックの特許には、支線を建設または獲得する権限は与えられていなかった。そのため別子会社方式を用いることが必要であった。通常、ユニオン・パシフィックは建設部門をとおして各支線の建設を行い、その建設に対して各支線会社証券の全部または一部を受け取っていた。ただオレゴン・ショートライン Oregon Short Line の場合には、この方法はとらずにユニオン・パシフィックが利子を保証した社債により金融したが、しかしこのような支線会社の社債発行は比較的少なかった。<sup>15)</sup>

1880年の統合に続く3年間は、ユニオン・パシフィックにとって大繁栄の年であった。収益が大であったので、その著しく膨脹したキャピタリゼーションにもかかわらず、高い配当率を支払うことができた。徐々に他の競争諸鉄道が西部で拡張しつつあったが、1883年まではまだ脅威を感じずるほどではなく、統合後の運賃率はしばらくの間以前よりもよく維持された。この時期の同鉄道の繁栄に寄与した他の要素は、80年代はじめの熱狂的投機活動であった。全国は1873年恐慌とそれに続く不況から回復してブーム期に入っていた。土地投機と鉱山投機が西部をとおして一般的であった。以前には、農業

に不適当とされていたネブラスカ州やカンサス州の土地は、いまや価値ある農地として宣伝され、多くの農業移民を吸引した。鉱山投機はさらに西部で活発であった。ユニオン・パシフィック・システムの収益の増大は、この農業ブームと鉱山ブームの指標ともなる。つぎに1880—1882年の収益（補助線をふくむ）を示す。

年 度	総 収 益	純 収 益
1880年	25,066,893.77ドル	12,944,954.11ドル
1881年	28,971,250.27	13,131,170.26
1882年	29,430,318.70	14,188,357.32

N. Trottman, op. cit., p. 199

これにともなう、株式市場は全国的投機熱を反映した。ユニオン・パシフィック社債も、15%から25%までのプレミアムがついていた。1880年末に、額面近い相場であった株式は、1881年7月2日には  $131\frac{3}{4}$  に騰貴した。ユニオン・パシフィック証券の高い市場価格は、その大なる収益と規則正しい配当支払による名声によるものであったが、そのほか当時の一般的に高い株式相場によるものでもあった。しかしこの投機と事業拡張の時期は、他面においてユニオン・パシフィックの独占の維持を脅かす、他の競争鉄道の新建設をも可能にした時期ともなった。競争線や平行線の建設とそれにもなつて生じた競争の結果は、不可避免的に運賃率の引き下げとなつていった。

ユニオン・パシフィックの総収益と純収益は、1883年には減少した。支線への投資の結果として、ユニオン・パシフィックの流動負債総額は、1882年6月に1,050万ドルに達したが、流動資産（現金、受取勘定、金庫証券）は約600万ドルにすぎなかった。1883年はじめ、この流動負債償還のため500万ドルの5%証券担保信託社債が発行された。しかしこの救済も一時的なものにすぎず、翌年再び流動負債は増加した。同年末、同鉄道の流動負債は危険な割合を示しはじめ、純流動負債は348万(3,482,655.96)ドルとなり、それから3カ月後には適当な相殺をしても525万ドルに増加していた。<sup>16)</sup>

1883年までに、グールドはかれのユニオン・パシフィック株を大衆に売り

払い、同年ユニオン・パシフィックの取締役としての関係を停止した。<sup>17)</sup>しかしユニオン・パシフィックはとにかく規則正しい配当支払いで名声を博し、その証券は多くの小投資家を吸引した。「かれ(グールド)の配当支払政策の効果は明らかであった。かれはユニオン・パシフィック株を投機株に代わって投資株であることを大衆に信じこませるのに成功した。」<sup>18)</sup>

- 8) N. Trottman, op. cit., p. 122
- 9) Ibid., p. 156
- 10) Ibid., pp. 159—160
- 11) Ibid., p. 160
- 12) Ibid., p. 168
- 13) collateral trust bonds (証券担保信託社債)は、証券担保信託契約により、受託者に証券(株式か社債またはその双方)を担保として保証した社債である。この契約により受託者は債務不履行のさい、担保証券を売却してその収入から社債の支払額を償う権限を与えられる。なお子会社の所有する株式と社債(その一部または全部)の場合が一般的である。(J. I. Bogen, Financial Handbook, 1962. pp. 494~498参照)
- 14) Ibid., pp. 182—183
- 15) Ibid., p. 183
- 16) Ibid., pp. 202—203
- 17) グールドはユニオン・パシフィックの競争の増大は不可避であることを見越し、多額の流動負債を累積させている間に、また配当支払いを継続している間に、密かにかれのユニオン・パシフィック株を、全国で小口に売り払った。(H. K. White, op. cit., p. 60)
- 18) Ibid., p. 60

### 3 財産管理と再建 (1884—1897)

熱狂的投機活動は1883年秋には鎮静し、1884年5月に Grant and Ward 商会の倒産による弱い恐慌に陥り、その後不況が続いた。同年4月の4半期配当は平常どおり宣言されたが、その支払いは蓄積された剰余金から支払われた。同年6月30日の流動負債は690万(6,900,177.95)ドルとなった。長い間規則正しい配当を支払ってきたユニオン・パシフィックは、重大な財務困難に陥った。その膨脹したキャピタリゼーションは、不況期には重い負

担となった。さらにユニオン・パシフィックは西部の輸送において、もはや事実上の独占を享受しておらず、多くの他の競争線と輸送を分割していた。それらの競争鉄道は1マイル約25,000ドルという安い建設費で建設されたものであり、したがってキャピタリゼーションが大であるユニオン・パシフィックの利潤がなくなる料金まで、運賃率を切り下げることがもできた。いかなる事情のもとでも同鉄道の配当維持は困難をきたした。

このような状態のもとで、ユニオン・パシフィックの株価は1881年7月2日に $131\frac{3}{4}$ であったものが、1884年6月28日には28に暴落した。<sup>2)</sup> シドニー・ディロンが社長を辞任し、同年6月18日にニューイングランドの著名な鉄道マンであったアダムス二世 Charles Francis Adams, Jr. が後任に選ばれた。かれは同鉄道の金庫証券を処分して調達した約650万ドルをもって、流動負債の償還に充当した。そのため純流動負債は、1884年6月30日の690万(6,900,177.95)ドルから、同年末の323万(3,237,696.53)ドルに減少した。1885年には、さらに減少して186万(1,861,445.40)ドルとなり、翌1886年中に手形はすべて支払われた。さらに同年末には、現金と現金資産残高125万ドルが存在するようになった。長期債総額(補助線社債もふくむ)は、1884年6月に1億4,658万(146,588,427.87)ドルであったが、1887年はじめには1億4,823万(148,233,092.96)ドルとその増加はわずか164万(1,644,665.09)ドルにとどまった。<sup>3)</sup>

しかしその後増大した競争と穀物不作のため収益は減少し、結局配当再開の希望は1890年には消失し、株式は投資株から再び投機株に転じた。アダムスは1890年11月24日に社長を辞任してシドニー・ディロンが再任され、また再び持株を増加したグールドとラッセル・セージ Russell Sage (グールドと協力したカンサス・パシフィックの経営者) が取締役となり、ユニオン・パシフィックの支配に再びグールドが参加した。アダムスの社長在任6年半の時期は、鉄道第1主義で運営するよりは、むしろ練達した株式操作によって株式市場で利潤をつくり出そうとしたことが、しばしば生じた時期であった。アダムスにはユニオン・パシフィックの過大なキャピタリゼーションの

除去はできなかった。アダムス経営ははじめ剰余収益と金庫証券の売却によって、流動負債を一掃することができた。しかしその後生じた新しい流動負債の支払問題は、さらに一層困難なものとなっていった。

1891年における剰余収益は、利子と支線の赤字を支払ったのちにはそれほどの残余はなかった。そこで1891年夏、取締役たちは流動負債の臨時償還プランを考えだした。この新プランのもとで、一連の3カ年6%証券担保信託証券を発行し、これによって流動負債を償還しようとした。この証券をすすんで引き受ける流動負債保有者には $7\frac{1}{2}$ の割引発行をする。この引き受けに応じない流動負債保有者には、この証券の販売によりえられる現金で支払うというものであった。Jay Gould, Russell Sage, Sidney Dillon, F. L. Ames その他のユニオン・パンフィック取締役はのシンジケートその引き受けに同意した。授權発行は2,400万ドルで、このうち約1,800万ドルだけが実際に発行された。これに対する証券担保保証 collateral security として、ユニオン・パンフィックが所有した補助線のすべての無担保社債、株式、受取手形は、受託者としてのドレクセル・モルガン商会 Drexel, Morgan and Company に委託された。このように預けられた社債の額面価格は3,982万(39,826,566)ドルであり、株式の額面価格は5,633万(56,334,418)ドルであり、受取手形の額面価格は234万(2,342,481)ドルであった。これら多額の長期証券と短期証券の市場価格は4,210万(42,105,047)ドルと推定されていた。受託者は担保に付された長期証券をときどき販売することにより、流動負債の元金を随時減少することを任された。このプランは流動負債のさし当っての圧迫から、ユニオン・パンフィックを救った。1891年と1893年の間に、長期証券の販売によって約700万ドルが調達された。それゆえ流動負債の発行高は1893年前半までに、1,800万ドルから1,140万ドルに減少していた。1892年春の株主総会において、グールドとセージを取締役会から追い出そうとした若干の外国関係者の試みは不成功に終わった。このときクラーク S・H・H・Clark がシドニー・ディロンの辞任で空席になっていた社長に選出された。同年末、ジェイ・グールドは死去、息子のジョージ・グールドが取締役に選

任された。この間に政府補助公債の支払期限は刻々と迫っており、支払問題を長く延期することはできなかった。

1893年、全国的金融恐慌から生じた混乱の結果、あらゆる鉄道の収益が被害をうけた。同年末、アメリカ鉄道マイル数の相当部分が管財人の手に渡った。ユニオン・パシフィックについていえば、鉄道の通過地域の穀物不作のほかに、コロラド銀鉱山の操業停止が事態を一層悪化させた。西部諸鉄道間の競争は、新しい大陸横断路線であるグレート・ノーザン Great Northern 鉄道の完成によってさらにはげしくなった。ユニオン・パシフィックにとって、北西部におけるライバル大陸横断鉄道はつぎの3鉄道となっていた。すなわち Northern Pacific, Great Northern, Canadian Pacific であった。1893年の同社の財務状況は、4種類の社債の満期日の接近により複雑とな<sup>5)</sup>っていた。

1) N. Trottman, op. cit., p. 204

2) Ibid., p. 209

3) Ibid., p. 213

4) Ibid., pp. 242—243

5) (1) 8%減債基金社債(うち500万ドルが未払いとして残っていた)は、1893年9月が満期であった。(2) 1891年の証券担保信託証券 collateral trust notes は、1894年が満期であった。(3) 政府補助公債と、(4) 第1抵当社債は、1895年から1899年まで時間差をおいて満期となることとなっていた。旧土地払下げ社債はすでに償還されており、8%減債基金社債は1893年8月の協定で1899年まで償還を延期されていた。しかしながら、その他の社債の満期については、有利な借り換えは困難であった。(Ibid., pp. 248—249)

1893年秋までに、財産管理receivershipはもはや避けられないことが明らかとなった。同年の純収益は前年よりはるか以下となり、それは恐らく利子の支払いにも不足するであろうということが、同年はじめの9カ月報告から明らかとなった。1893年10月、ユニオン・パシフィックの3名の大株主Edwin F. Atkins, Peter B. Wyckoff, Frederick L. Ames (財産執行者 executor of estate) が、ネブラスカ地区の連邦巡回裁判所に財産管理申請の手続をと

った。そのなかで、ユニオン・パシフィックの債務不履行が申し立てられ、同鉄道に対する管財人の任命が申請された。裁判所は原告の申請を認め、1893年10月13日3名の管財人として、同鉄道社長 S. H. H. Clark, コントローラー Oliver W. Mink, 政府派遣取締役 E. Ellery Anderson を任命した。1カ月後に司法長官の追加申請により、2名の追加管財人が任命された。したがって、合衆国政府は5名の管財人中3名の代表を有した。

管財人の政策は、裁判所の許すかぎりたとえユニオン・パシフィックの第1抵当社債の利子支払いが遅延しても、各種の証券担保信託債務の利子と、同システムにとり不可欠と考えられた補助線会社の社債の未払利子とを支払うことによって、同システムの分解を阻止し、同時に利潤のない支線や重荷になる契約を整理するよう努力を払うということであった。それにもかかわらず、財産管理期間中に、システム内の多くの重要な各構成会社は親会社から徐々に分離していった。それらのなかには一時的に分離したものもあり、また永久に分離していったものもあった。1894年7月、Oregon Railway and Navigation Company に対し別個の管財人が任命された。その他の補助線もまた抵当流れ中に pending foreclosure, ユニオン・パシフィック管財人の支配から別々の管財人の手に移っていった。<sup>6)</sup>

1893年11月に、改組委員会 reorganisation committee が結成され、外国の社債保有者代表 A. H. Boissenvain, グールド関係の General Louis Fitzgerald および J. P. モルガンなどのメンバーをふくんでいたが、同鉄道の政府負債の借り換えを議会で拒否され、失望した同委員会は再建を放棄した。<sup>7)</sup> そこで1895年秋に、新たな改組委員会が成立した。第1抵当社債保有者を代表したこの委員会のメンバーは、マーカンタイル信託会社社長 General L. Fitzgerald, クーン・ローブ商会の Jacob Schiff, オールド・コロニー信託会社社長 T. Jefferson Coolidge, Jr., ニューヨーク・セントラル鉄道社長 Chauncey M. Depew, ノースウエスタン鉄道社長 Marvin Hughitt, ユニオン・パシフィック取締役 Oliver Ames であった。

改組プランは1895年秋に発表された。このプランは若干の修正を加えられ

で最終的に採用された。そこではユニオン・パシフィックのみが考慮され、支線やユニオン・パシフィックの証券担保債務に関する規定はふくまれていなかった。また抵当流れ売却 foreclosure sale と新改組会社の機構が考慮された。改組会社のキャピタリゼーションは、つぎの3種類の証券から成っていた。

4%利付第1抵当社債	100,000,000ドル
4%非累積優先株	75,000,000
普通株	61,000,000

N. Trottman, op. cit., p. 262

そして新証券と旧証券の交換は、おおよそではあるがつぎのような条件で行われることになった。

ユニオン・パシフィック第1抵当社債保有者	}	}	新4%第1抵当社債(額面)
減債基金土地払下げ抵当社債保有者			プラス
オマハ・ブリッジ社債保有者	}	}	新優先株(額面の50%)
カンサス・パシフィック第1抵当社債保有者			
カンサス・パシフィック整理抵当社債	}	}	新社債(額面の80%)
カンサス・ディヴィジョン社債			プラス
ユニオン・パシフィックの普通株→1ドル対1ドルで交換←新普通株			優先株(額面の50%)

N. Trottman, op. cit., pp. 262—263 より

1896年はじめまでに、ほとんどすべての証券保有者は同プランに同意した。

クーン・ローブ商会に主導された銀行シンジケートは、満期になった社債利札と改組にともなうその他の現金支出との支払いのために、1,500万ドルを超えざる貸付けに同意した。これらの銀行家は手数料として600万ドルの優先株を受け取るようになった。<sup>8)</sup>

証券保有者問題が片付いたので、残された唯一の障害は政府負債処理問題となった。改組委員会は政府負債の予想外に厳しい支払い要求に、新社債3,575万(35,755,280)ドル、新優先株2,086万(20,864,400)ドル、普通株13万(131,500)ドルを留保した。<sup>9)</sup>満期となる政府負債の元金と日付はつぎ

のごとくであった。

政府負債の満期日と元金

1895年11月1日	640,000ドル
1896年1月1日	1,440,000
1896年2月1日	4,320,000
1897年1月1日	6,640,000
1898年1月1日	17,342,512
1899年1月1日	3,157,000
	33,539,512ドル

S. Daggett, op. cit., p. 239

1863年3月、改組委員会は上院太平洋鉄道委員会 Senate Committee on Pacific Railroad に、作成したプランを提出した。法務長官と改組委員会との間に交渉が開始された。その結果、ユニオン・パシフィックは新改組会社  
に抵当流れのもとで売却され、改組委員会は第1 抵当として引き受け、さらに最低現金入札4,575万 (45,754,059.99) ドルを保証するという協定に達した。この協定によって、政府は貸付けの元金全額と公債発行日から満期日までの年約  $3\frac{1}{2}\%$  の利子とを、現金で受け取ることになるわけである。クーン・ローブ商会を長とする銀行シンジケートは、このプランに定められた金額を政府に支払うための多額の融資に同意した。その代わりにかれらの貸付け<sup>10)</sup>に対して、新第1 抵当社債を額面で、新優先株を50%で受け取ることとした。

1897年はじめにこの決定に到達し、抵当流れの手続きは急速に進んだ。ところが進行中であった抵当流れ判決が下り、オマハ・ブリッジに対する120万ドルにのぼる政府抵当権が、他の先取特権のため下位におかれることになったので、政府にとってはきわめて不満足なものとなった。そこで政府は控訴を準備した。改組委員会はそれ以上の遅延を避けようとして、もし政府が控訴を撤回するならば、その保証を5,000万ドルに増額する旨を申入れた。政府はこれに同意し、改組プランは若干の修正が加えられ、1897年11月1日オマハで協定が成立した。<sup>11)</sup>

ユニオン・パシフィックは政府輸送の半額負担と年収益の5%の支払をと

おして、公債利子の一部をすでに返済しており、政府に支払うべき残高は約5,800万ドルであった。政府要求に対する支払代金として、1897年11月1日にユニオン・パンフィックの幹線は抵当流れのもとで、第1抵当として5,844万(58,448,223.75)ドルで新改組会社に売却された。<sup>12)</sup>旧Union Pacific Railway Companyの財産の称号、特権および土地は、新Union Pacific Railroad Companyに帰属することとなり、ユタ州法のもとで1897年夏に設立された。以上の政府要求に対する支払いをもって、政府とユニオン・パンフィック間の特別な関係は終りを告げた。全体としてこの支払は、政府にとって有利なものであったとされている。最初のユニオン・パンフィックの補助公債の元利は全額返済され、カンサス・パンフィックの負債の元金が支払われた。政府はその要求約7,000万ドルに対し約6,400万ドルを受け取った。この金額は現金支払を主張した最も楽観的な人たちが期待していた最高額をはなはだしく超過したものであったといわれている。<sup>13)</sup>新証券と旧証券の交換の総合プランはつぎのようになった。

譲渡した旧証券	受け取った新証券	優先株	普通株
ユニオン・パンフィック：	4%第1抵当社債		
第1抵当社債 1,000ドル……………	1,000ドル	500ドル	
減債基金社債 1,000ドル……………	750	1,000	
オマハ・ブリッジ社債 1,000ドル……………	現金		
オマハ・ブリッジ社債更新 1,000ドル……………	1,000	250	
カンサス・パンフィック：			
ディヴィジョン第1抵当社債 1,000ドル……………	1,000	500	
整理抵当社債 1,000ドル……………	500	1,100	
旧借入金残高 1,000ドル……………	800	500	
ユニオン・パンフィック株 100……………		15	100ドル
(1株15ドルの評価支払)			

N. Trottman, op. cit., p. 272

6) N. Trottman, op. cit., p. 251

7) S. Daggett, op. cit., pp. 244—250

8) N. Trottman, op. cit., p. 263

9) Ibid., p. 263

- 10) Ibid., p. 266
- 11) Ibid., p. 266
- 12) Ibid., p. 268
- 13) Ibid., p. 272

#### 4 ハリマン体制の財務 (1898—1901)

社債保有者と改組を管理した金融シンジケートに、優先株を発行した改組プランは、グールドの支配参加に変動を与えた。ジョージ・グールドは旧会社の株式と交換に多額の新株を受け取ったので、新会社の取締役となったが、それは改組後の数年間にとどまった。新会社の取締役のなかには、クーン・ローブ商会のヤーコブ・シフ（改組を主宰した投資銀行家）シカゴ・アンド・ウェスタン鉄道の Marvin Hughitt, ミルウォーキー・アンド・セントポール鉄道の Roswell Miller, Frederick L. Ames の息子で建設時の社長 Oliver Ames の孫にあたる Oliver Ames などがいた。しかし当時まだ無名に近い一人物が、間もなくユニオン・パシフィックを支配する仕位を占めることとなる。その人物とはハリマン E. H. Harriman である。

ハリマンはユニオン・パシフィックの改組を引き受けた金融シンジケートの鉄道マンとして登場し、新会社の取締役となり経営委員会の委員長となった。かれは1898年には25近くの相場でしかなかった同鉄道の普通株をときに応じて大量に買い入れて、ユニオン・パシフィック株の保有を増加し、驚くほど短期間にかれの影響力はその経営と支配におよび、1900年までにかれのユニオン・パシフィックにおける支配力は絶大なものとなった。

- 1) 1870年に、ハリマンはロングアイランドの Hempstead からニューヨークにやってきた。そこでかれは株式ブローカー事務所の店員としてのかれの経歴を開始した。かれは抜け目なく機会を待ちかまえ、また一連の幸運な投機に助けられて、20年間にわたって相当な財産を蓄積した。やがてかれの関心は鉄道に向けられ、多くの鉄道とくにイリノイ・セントラルと関係をもったが、かれが傑出するようになったのは、ユニオン・パシフィックをとおしてであった。1904年かれは Horace A. Burt の辞任にともない、ユニオン・パシフィックの社長となった。

改組された新ユニオン・パシフィックは、それ以前とは著しい対照をなしていた。旧ユニオン・パシフィックは財務的には強力な鉄道に分類されては

いなかった。しかし新ユニオン・パシフィックは財務的にもアメリカにおける最強にして最有力な鉄道の一つとなるにいたった。改組につづく10年間に、80年代の拡張期よりはるかに大規模な高成長をとげたといわれている。

ハリマンの拡張の第1のステップは、以前にユニオン・パシフィック・システムを形成していた重要な農業支線の再獲得であった。これらの重要な農業支線は、親会社から分離され独立に運営されていた。旧システム約8,000マイルのうち、残っていたのはオマハからオグデンまでの幹線、カンサスシティからシャイアンまでのカンサス・ディヴィジョン Kansas Division および約300マイルの短い支線にすぎなかった。この300マイルの支線が、支線再建の出発点となった。旧農業支線のうち、Central Branch Union Pacific と St. Joseph and Grand Island の2鉄道を例外として、カンサス州とネブラスカ州の旧諸鉄道は、事実上再びユニオン・パシフィック傘下の農業支線に返り咲いた。

新会社は旧会社のように連邦議会の特許によって設立されたものではなく、ユタ州の一般法のもとで設立されていた。そこで旧特許にふくまれていたような支線延長に関する制限規定はなかった。それゆえ別子会社組織を媒介として、支線を運営することはもはや必要ではなくなっていた。なおこれら農業支線の再獲得に必要とした資金の調達については、つぎのように述べられていた。「これら支線の獲得は、新会社の授權キャピタリゼーションの増加なしに金融されており、改組プランはこの目的の遂行に足りる資本を用意した。事実、約1,000マイル以上のこの新しく再獲得された支線マイル数は、なんら社債発行に負うところはなかつた。<sup>2)</sup>」

ハリマンの拡張の第2のステップは、Oregon Short Line と Oregon Railroad and Navigation の再獲得であった。前者の獲得のためにユニオン・パシフィックは、1899年1月10日普通株2,746万(27,460,100)ドルを発行した。Oregon Short Line の株主は、同鉄道の1株プラス1株につき3ドルの追加支出と交換に、新ユニオン・パシフィック普通株1株が与えられることになっており、この交換は Oregon Short Line の株主にとって魅力的であっ

たらしく、1891年末までにこの方法で全株が交換された。

ところで、Oregon Short Line はいぜんとして Oregon Railroad and Navigation の普通株の過半数を保有していた。しかしこの普通株だけでは支配の獲得にはならなかった。Oregon Railway and Navigation が1897年に改組して新 Oregon Railroad and Navigation となったとき、優先株主が同鉄道を支配していた。改組プランのもとでは議決権信託が認められ、つぎのことが規定された。すなわち、5年間もしくは優先株に総計で20%の配当が支払われるまで、同鉄道の優先株主が取締役の $\frac{2}{3}$ を選任するというものであった。同鉄道の共同関係者にはユニオン・パシフィックのほかにもノーザン・パシフィックとグレート・ノーザンがいた。5年間の議決権信託期間内なら、支払わねばならなかった20%の優先株配当のうち、1899年までにすでに10%が支払われていた。ユニオン・パシフィックは Oregon Short Line をとおして、残り10%の支払いを保証した。そこで議決権信託は解除された。ユニオン・パシフィックは Oregon Railroad and Navigation の支配をさらに強化するため、授権優先株を2,500万ドル、授権普通株を771万 (7,718,600) ドル増加した。Oregon Railroad and Navigation の優先株と普通株は、それぞれ1対1の対等でユニオン・パシフィックの優先株と普通株とに交換された。そこでノーザン・パシフィックとグレート・ノーザンは同鉄道から後退した。それ以来、3鉄道——ユニオン・パシフィック、Oregon Short Line、Oregon Railroad and Navigation——は一つの鉄道として運営された。<sup>3)</sup>

財産管理後に分離独立した補助線システムの回復により、1901年ハリマンはさらに拡張の第3のステップを踏みだした。それはサザン・パシフィック鉄道 Southern Pacific Railroad Company の支配的株式の獲得であった。同鉄道は、ユニオン・パシフィック建設時の接合線であった、オグデンからサンフランシスコまでのセントラル・パシフィックを1885年以来所有していた。ところでサザン・パシフィックの主要株主 Collis P. Huntington が死去し、かれの株式は株式市場に出された。ユニオン・パシフィックの経営者たちは、この株式が敵対会社の手に移ったら、ユニオン・パシフィックとサ

ザン・パシフィック間の自由な接続が停止されることを恐れ、サザン・パシフィックからセントラル・パシフィック路線を購入しようとしたがそれは失敗した。そこでユニオン・パシフィックの経営者たちは、直接サザン・パシフィック自体の支配的株式の獲得を決意した。1901年はじめ、ユニオン・パシフィックは、クーン・ローブ商会をとおして、サザン・パシフィックの大量の株式を購入した。その結果、サザン・パシフィック株の総発行額2億ドルのうち、7,500万ドル以上を保有するにいたった。さらにその後数カ月間に、ユニオン・パシフィックは約1,500万株以上のサザン・パシフィック株式を獲得した。そして1901年中には総発行高の45%以上にも達し、サザン・パシフィックの支配を可能とした。<sup>4)</sup>

最初の7,500万ドルの株式購入（それに対しユニオン・パシフィックは1株50ドル強を支払った）は、1億ドルの4%転換社債の発行によって金融された。<sup>5)</sup> この転換社債は新たに獲得したサザン・パシフィックの株式を担保とし、またまだ担保に入っていない諸支線を第1抵当としさらにすでに第1抵当に入っていたユニオン・パシフィック諸路線を第2抵当とすることによって金融された。この社債は1907年11月1日以前いつでも、株主の選択によって、随時ユニオン・パシフィックの普通株に額面で転換できるものであった。その発行はクーン・ローブ商会により引き受けられ、この社債を最初に申込んだ株主には額面で応募できる特権を与えた。この1億ドルの社債のうち、4,000万ドルはサザン・パシフィック株購入用に充てられ、その残額はのちに他の用途（後出）に向けられた。<sup>6)</sup> ユニオン・パシフィックの役員はサザン・パシフィックの役員に選任され、ハリマンはサザン・パシフィックの社長となった。4太平洋鉄道“Four Pacifics”であるUnion Pacific, Oregon Short Line, Oregon Railroad and Navigation, Southern Pacific は同一システムとして経営された。

2) N. Trottman, op. cit., p. 277

3) Ibid., pp. 278—279

4) Ibid., p. 281

- 5) 州際商業委員会はつぎのごとく述べていた。「あらゆるもしくはできるだけ多くの大陸横断路線を1人の指導者のもとに集中し、すべての競争者の侵入を排除することは、明らかにハリマンの政策となった。それはユニオン・パシフィックによる1億ドル転換社債発行によって開始された。」(Ibid., p. 333)
- 6) Ibid., p. 282

新会社の収益は改組後急速に増加した。1898—1901年(1—6月)の収益はつぎのごとし(Oregon Short Line と Oregon Railroad and Navigation はふくまない)。

	運転マイル数	総 収 益	経 営 費	純 収 益
		ドル	ドル	ドル
1898年(1—6月)	1,849.29	7,670,579.30	4,534,418.16	3,136,161.14
1899年 〃	2,848.38	19,811,641.04	11,412,167.81	8,399,473.24
1900年 〃	2,023.45	23,046,907.33	13,322,222.82	9,724,684.51
1901年 〃	3,010.85	25,472,600.20	15,222,383.56	10,250,216.64

N. Trotman, op. cit., p. 300

1898年はじめの6カ月間、ユニオン・パシフィックの幹線の純収益は300万ドルを超え、それに続く3年間のマイル数、総収益、純収益の伸びは堅実に増加していった。新会社は1898年2月に発足したが、その後1年足らずで優先株の半期配当率 $1\frac{1}{2}\%$ が宣言され、翌年6月には2%すなわち年4%に増加した。しかも優先株配当の支払い後、1899年6月末には約400万ドルの剰余金を残したほどであった。これらの収益に加うるに、クーン・ローブ商会をとおしての金融界の支持により、ユニオン・パシフィックは4%転換社債を額面で発行することができた。しかるに旧会社時代には額面以下の割引発行しかできず、しかもその社債に高い利子を支払わねばならなかったのに比べて、この相違は重大である。

新ユニオン・パシフィックは好況時に獲得した利潤を、できるだけ新設備と恒久的改善に充当して将来の不況に備えた。ハリマンは練達した株式操作人であったが、同時にまた有能な鉄道経営者でもあるといわれていた。かれの経営方針は剰余収益をすべて配当として株主に分配せず、その多くを設

備投資に投下することであった。「70年代と80年代はじめの間のグールドの大配当支払政策は、のちに旧会社の財務危機の大きな原因となったものであった。」<sup>8)</sup>ハリマンはグールドとは著しく異なった政策をとった。新会社の収益は急激に増加したが、配当率は低いままであった。1898年末に普通株にも  $1\frac{1}{2}\%$  の半期配当が宣言され、翌年の4月に支払われた。1900年末、普通株配当率は年4%に増加したが、この比較的低い配当率は5年間据置であった。これらの配当を支払ったのちに、設備改善に向けられる剰余収益が毎年残された。アダムスの経営もかなりの設備改善を行ったが、90年代の財務困難の時期であったために、近代的鉄道技術の進歩に遅れないために必要な支出を行うことができなかった。しかるにハリマンはつぎつぎに新しい設備改善の<sup>9) 10)</sup>ための投資にのり出した。

7) N. Trotman, op. cit., p. 300

8) Ibid., p. 301

9) Ibid., pp. 301—302

10) ユニオン・パシフィックを20世紀における第1級の近代的鉄道の最高水準におこそうとするためには、増大した牽引力を有する重い機関車、より大なる貨車、より近代的な旅客車が必要であった。より重い車輛に適応するためには、道床を強化改善することが必要であった。また増大する輸送量処理するためにはカーブの排除、勾配の減少に大なる支出を必要とした。1899年6月30日に終る1会計年度中に、約300万ドルが新しいより重いスチール・レール、枕木、広い堤防、底敷き砂利、木橋から鉄橋へなどの改善のために費された。新旅客駅がオマハに建てられ、全沿線に新停車場が建てられた。重いレールの敷設は全線が60年代の56ポンド鉄レールから、90ポンド・スチール・レールに敷設し終るまで続いた。(Ibid., pp. 302—303)

同一の政策は他のハリマン路線にも踏襲された。ユニオン・パシフィックはサザン・パシフィックの設備改善のために多額の貸付けを行った。1904年にこのように貸付けた金額は総額2,000万ドルになった。サザン・パシフィックの収益は大であったが、1901年から1906年までの5年間無配当であった。利子控除後の剰余収益は恒久的改善と新設備に投資された。その他 Oregon Short Line および Oregon Railroad and Navigation においても同様の改善

がなされた。1898年と1900年間に、2,600万ドル以上がユニオン・パシフィックに、そして約1,300万ドルの追加が Oregon Short Line と Oregon Railroad and Navigation に支出された。また1898年と1903年の5年間にこれら3鉄道の純収益合計は約100%増すなわち1898年の1,305万(13,051,478.16)ドルから、1903年の2,232万(22,327,972.87)ドルに増加した。1900年以降の純収益の大なる増加は、これら多方面の改善に負うところ大であるといわれた。したがって、「配当分配政策よりもむしろ剰余収益の設備投資政策のほうが、最終的には他の政策遂行の場合よりもはるかに大なる還元を株主にもたらす結果となった。」<sup>12)</sup>

11) N. Trottman, op. cit., pp. 304—305

12) Ibid., p. 305

## 5 ハリマン体制の財務(1901—1912)

ユニオン・パシフィックがサザン・パシフィックを獲得して間もなく、ハリマン＝ユニオン・パシフィック関係者とヒル＝グレート・ノーザン関係者間に大闘争がまき起った。この闘争はバーリントン<sup>1)</sup>鉄道 Chicago, Burlington and Quincy Railroad の支配をめぐる生じたものであった。同鉄道はユニオン・パシフィックの競争線であると同時に、価値ある接続線でもあった。1900年に、ハリマンは両鉄道間の協調を維持する目的で、バーリントン株式の10%ないし15%の購入について、バーリントン経営者と交渉に入った。この購入は敵対者に対する防衛上からも不可欠とされた。敵対者とはグレート・ノーザン鉄道であった。グレート・ノーザンの支配者ヒルもバーリントンの購入を望んでいた。ユニオン・パシフィック側としてはバーリントンの独立の維持が目的であり、バーリントン株15%程度の獲得でこの目的は達せられるであろうと考えていた。

1) 20世紀初頭のアメリカ大陸横断鉄道は地理的には3グループ——ユニオン・パシフィック、ノーザン・パシフィック、グレート・ノーザン——に分けられるが、金融的にはわずかに二つに分割されていた。グレート・ノーザンの James J. Hill

とユニオン・パシフィックの E. H. Harriman は、両グループをそれぞれ統轄していた。いうまでもなく、ヒルは J. P. モルガン商会により支持されており、ハリマンはクーン・ローブ商会によって支持されていた。

ハリマンとバーリントン経営者との交渉は、バーリントン側が高い株価を要求したため不調に終わった。ほぼ同じころ、グレート・ノーザンとノーザン・パシフィック両鉄道とともに、シカゴへの出口となる路線の支配を求めている。1900年秋ヒル関係者はバーリントン経営者から、1株200ドルでバーリントン総株式中の96.79%を、1億800万ドルで購入した。その支払いはグレート・ノーザンとノーザン・パシフィック両鉄道の共同証券担保4%社債で行われ、その社債はバーリントン株の担保で保証された。ヒルがバーリントンを購入した目的は、ミシシッピ渓谷と北西太平洋の間の輸送を、ユニオン・パシフィックからグレート・ノーザンに変更させるためであった。

そこでハリマン＝ユニオン・パシフィック側は、直接にノーザン・パシフィックの支配を獲得することによって、それをとおして間接にバーリントンの半分の株式を獲得する方法を目指して、大量のノーザン・パシフィック株の購入を開始した。1901年4月と5月中に、ユニオン・パシフィック関係者は、ノーザン・パシフィックの優先株と普通株の総発行額1億5,500万ドルのうち、7,800万ドルの獲得に成功した。ノーザン・パシフィックの授権資本中8,000万ドルが優先株、7,500万ドルが普通株であった。ハリマン関係者は4,100万ドルの優先株と3,700万ドルの普通株を獲得しており、それらは合計すると過半数を100万ドル超過<sup>2)</sup>していた。

このノーザン・パシフィック株の購入費用は、その一部を前記の1億ドル転換社債の残額6,000万ドルから、他の一部は短期資金の借入れによって支払った。ユニオン・パシフィックによるノーザン・パシフィック株の購入費用は、8,000万ドルと9,000万ドルの間といわれた<sup>3)</sup>。1901年5月、ユニオン・パシフィックはその獲得したノーザン・パシフィック株781,080株を、同システム内の財務操作として8,800万(88,334,545.01)ドルで、子会社Oregon Short Line に販売した。その支払い代金の一部として Oregon Short Line

は、6,100万ドルの購入資金証書 purchase money certificates を発行し、それをもって支払った。<sup>4)</sup>この購入資金証書の金額は、ユニオン・パシフィックがノーザン・パシフィック株購入にさいして使用した転換社債残額とほぼ等しかった。なおそこに生じた不足額約2,700万ドルの決済は、ユニオン・パシフィックの短期借り入れを Oregon Short Line が肩代わりすることにより行った。この肩代わりした不足額は一時流動負債により支えられたが、1902年7月 Oregon Short Line に4%参加金社債 participating gold bonds 8,249万 (82,491,000) ドルの発行が授權されたので、このうちの3,600万ドルを直ちに発行して返済した。この社債は購入したノーザン・パシフィック株の担保により保証 (10株で1,000ドル社債の担保保証) された。これもいつものごとく、クーン・ローブ商会をとおして引き受けられ、1ドル当り90セントで発行された。利子は4%であるが、もしこの社債の基礎にある担保株式が4%以上の配当を受けるときには、その4%以上の超過分はこの社債保有者にも支払うことになっていた。同社債の期限は25年であるが、満期以前でも同社のオプションで  $2\frac{1}{2}$  のプレミアムを付して償還することができることになっていた。この社債発行による収入により、Oregon Short Line は多額の流動負債の相当部分を償還したのみでなく、ユニオン・パシフィックをとおしてサザン・パシフィックの建設にも貸付けを行った。<sup>5)</sup>

1901年5月はじめ、ノーザン・パシフィックに対する両関係者間の闘争は危機状態に達した。この会社の株式の多くは短期 (信用取引一空売) で売られており、需要が供給に追いつかなくなったとき、その普通株は急騰し、1901年5月9日には1株1,000ドルの高値を呼んだ。実物取引が要求されたとき株式取引所は恐慌に陥った。

はじめ、ハリマン側が逆転勝ちをしたかにみえたが形勢は三転した。ノーザン・パシフィックの定款では、普通株主は優先株を償還できる権利を与えられていた。ハリマンの過半数は優先株においてであった。しかるに、ヒル側は普通株の半ばを少し超過して保有していた。しかし敗れはしたが、ハリマン側も危険な敵対者となるに足る株式を保有していたので、ライバル同士

はついに妥協することに決し、1901年6月1日両社間に協定が成立し、それによってハリマンと2名の仲間は、ノーザン・パシフィックの取締役となることを認められた。それ以来、両当事者は協調的に行動するようになった。

ヒルとハリマン両派間の協調の産物は、1901年11月に設立されたノーザン・セキュリティーズ会社 Northern Securities Company であった。この会社はノーザン・パシフィックとグレート・ノーザン両鉄道の株式を保有する目的の純粹持株会社として、ニュージャージー州法のもとで設立された。新会社は4億ドルで資本化された。新会社の株式はグレート・ノーザンとノーザン・パシフィックの株式と交換するために発行された。ノーザン・パシフィック株約7,800万ドル(額面)の保有者としてのユニオン・パシフィックより正確には Oregon Short Line は、その株式をノーザン・セキュリティーズ会社の株式総額中の約 $\frac{1}{5}$ の株式と交換した。すなわち Oregon Short Line の保有していたノーザン・パシフィック株は、1901年末までにノーザン・セキュリティーズ会社に移転し、それと引き換えに Oregon Short Line はノーザン・セキュリティーズ会社株824,918.71株と現金ボーナス875万ドル以上を受け取った。<sup>6)</sup> ノーザン・セキュリティーズ会社の取締役15名のうち、3名のユニオン・パシフィック取締役——ハリマン、シフ、スティルマン James Stillman——が選任され、ハリマンは同持株会社の経営委員会の一員となった。

しかし、ノーザン・セキュリティーズ会社の生存は短命に終り、1904年3月14日連邦最高裁判所によって、シャーマン反トラスト法違反の判決をうけて解散した。同社解散後の1905年、ノーザン・パシフィックとバーリントンとの支配を再び獲得しようとしたハリマンの第2の試みは、訴訟事件をふくむ紛争となったが、ノーザン・パシフィックの反対株主の強力な結束による法律手続きに阻まれて、結局ノーザン・パシフィックとバーリントンに対するハリマン＝ユニオン・パシフィックの支配の延長は阻止された。しかし、1905年以後においても、株式の保有をとおして両鉄道システム間の運賃率協調は破られず、その後の運賃率の変更についても相互に協調して行動した。<sup>7)</sup>

ノーザン・パシフィック株を購入していたことは、その後財務的にユニオン・パシフィックに著しく貢献するところとなった。ノーザン・パシフィックとバーリントンの支配を獲得しようとしたハリマンの第2回目の試みが失敗した1905年に、ノーザン・セキュリティーズ株は漸次グレート・ノーザン株とノーザン・パシフィック株とに交換された。Oregon Short Line が保有することになった両鉄道の株式数は、その合計で総株式発行高の約20%に当り、当時としては支配の目的にとっての価値はなかった。しかしながら、投資としての価値はきわめて顕著であった。1905年の後半と1906年の前半の間に、グレート・ノーザン株とノーザン・パシフィック株の株価は著しく騰貴した。そこで1906年後半に、Oregon Short Line はグレート・ノーザン株1株304.41ドル（平均価格）ノーザン・パシフィック株1株208.76ドル（平均価格）でその保有株を大量に処分した。それはクーン・ローブ商会をとおして販売された。株価の下落をとまわずに大量の株式を処分できたのは、クーン・ローブ商会の金融上の能力と熟練に負うものとされた。<sup>8)</sup>

その他、グレート・ノーザン株の保有によって、鉱石証書 Ore certificates の比例的割り当てを入手していたが、この証書の処分によって102万(1,021,789.63)ドルを受け取った。かくてこれら証券の販売により実現した総額は、1億1,781万(117,819,799.66)ドルにも達し、それは Oregon Short Line のノーザン・パシフィック株への投資額8,300万(83,204,091.36)ドルを<sup>9)</sup>3,461万(34,615,708.30)ドルも上回っていた。

Oregon Short Line の売却したノーザン・セキュリティーズ関係証券

ノーザン・セキュリティーズ株	100,000 株	16,880,019.46ドル
グレート・ノーザン株	163,600.89	49,801,576.47
ノーザン・パシフィック株	240,300.82	50,116,357.97
ノーザン・セキュリティーズ端数株 stubs	.18	56.13
グレート・ノーザン鉱石証書	13,200 枚	1,021,789.63
		117,819,799.66

N. Trottman, op. cit., p. 309 より

さらに以上のほか1907年6月20日に、Oregon Short Line の金庫にグレート・ノーザンとノーザン・パシフィックの株式が残っていたが、これらの株式の市場価格は当時2,200万ドルに達していた。<sup>10)</sup>

- 2) N. Trottman, op. cit., pp. 286—288
- 3) Ibid., p. 288
- 4) Ibid., p. 307
- 5) Ibid., p. 313
- 6) Ibid., p. 307
- 7) W. Z. Ripley, op. cit., p. 499
- 8) N. Trottman, op. cit., p. 309
- 9) Ibid., p. 309
- 10) Ibid., p. 310

以上の株式処分の成功は、ユニオン・パシフィックに大なる追加資金を供給することとなった。その追加資金はハリマンの指示のもとに、その他の鉄道株の購入に用いられた。1906年後半6カ月間に、グレート・ノーザン株とノーザン・パシフィック株の販売によって実現した莫大な金額は、最上級の

鉄 道 名	額 面 購 入 額	発行高 の %	優先株・ 普通株合 計の %
Atchison, Topeka and Santa Fé	ドル	%	%
優 先 株	10,000,000	7.61	4.28
Baltimore and Ohio			
優 先 株	7,206,400	21.23	18.62
普 通 株	32,334,200	12.01	
Chicago, Milwaukee & St. Paul			
普 通 株	3,690,000	6.34	3.42
Chicago and Northwestern			
普 通 株	2,572,000	3.32	2.58
Illinois Central	28,123,100	29.59	29.59
New York Central and Hudson River	14,285,745	7.97	7.97
St. Joseph and Grand Island			
第1 優先株	932,200	16.95	37.37
第2 優先株	1,250,000	37.71	
普 通 株	2,900,000	63.04	

N. Trottman, op. cit., p. 311

諸鉄道株の投資に向けられた。それらの獲得した株式の保有によって、ユニオン・パシフィックは年4%から5%の配当を受け取り、また大株主として諸鉄道会社における発言力を有することとなった<sup>11)</sup>。この時期のユニオン・パシフィックは上掲表の諸鉄道の株式を獲得した。

このなかで St. Joseph and Grand Island 鉄道は、旧ユニオン・パシフィック・システムに入っていたが、再びユニオン・パシフィックの支配下に入った。ユニオン・パシフィックは同鉄道の株式を200万ドルで購入した。しかし経営は引き続き独立して行われた。またユニオン・パシフィックはイリノイ・セントラルの株式も獲得した。それはクーン・ローブ商会をとおして、1株175ドルで186,231株を購入した。ハリマンの支配する会社 Railroad Securities Company も、そのほか95,000株を保有していた。そこで両者を合計するとユニオン・パシフィックは、約30%のイリノイ・セントラル株を支配していた。ただイリノイ・セントラルの経営は、サザン・パシフィックのように、ユニオン・パシフィックと統一されていたわけではなかった。しかし1906年に、ハリマンとイリノイ・セントラル社長 Stuyvesant Fish とが、同鉄道経営に関し意見が一致しなかったとき、Fishは社長の地位を強制的に辞任させられた<sup>12)</sup>。さらにユニオン・パシフィックはその他の購入によって、ニューヨーク・セントラル、ボルチモア・アンド・オハイオ、アチソン・トペカ・アンド・サンタフェのような重要な諸鉄道にもなんらかの発言力を獲得した。

ユニオン・パシフィックの財務状態は著しく改善された結果、その普通株は着実に騰貴し、1901年に発行された転換社債の保有者は、その社債を普通株に転換できる特権の行使を望むようになり、1905年までに大部分の転換社債は転換されるにいたった。その社債が転換されたので、それを保証していた相当額の抵当が解放された。そこで同年はじめOregon Short Line は、新4%25年借換金社債1億ドルの発行を授権された。そのうち4,500万ドルはクーン・ローブ商会をとおして販売され、その残高はユニオン・パシフィックの金庫に保管された。この社債は転換社債の普通株への転換によって解放

されたサザン・パシフィック株の担保により、そしてまた Oregon Railroad and Navigation の優先株と普通株の担保により、さらにまたノーザン・セキュリティーズ会社の端数株 (Oregon Short Line 保有) 5,000株の担保によって保証された。この新社債による収入部分は、Oregon Short Line の4%参加社債の償還に使用され、またサザン・パシフィックの1,800万ドル7%優先株の新発行の応募にも使用された。サザン・パシフィックはこの優先株による資金で、同社の再建設工事のためユニオン・パシフィックから与えられていた貸付けを返済した。<sup>13)</sup>

ユニオン・パシフィックによるその他の諸鉄道株式の獲得は、ユニオン・パシフィック・システムにつきの結果をもたらした。(なおここには Oregon Short Line と Oregon Railroad and Navigation 獲得のために発行した株式はふくまない。)

4%転換社債の転換により増加した普通株.....	100,000,000ドル
Oregon Short Line の借換社債.....	45,000,000
ユニオン・パシフィックが獲得したその他の鉄道株式 に対応した資本と負債の増加総額.....	145,000,000ドル

N. Trottman, op. cit., p. 315

このほか1906年9月に、ユニオン・パシフィックは、ボルチモア・アンド・オハイオ鉄道株の購入費の一部として、クーン・ローブ商会に3,600万(36,393,432)ドルの短期証券 notes を与えた。このような諸鉄道株式に対する追加投資の結果、ユニオン・パシフィックとその子会社 Oregon Short Line の引き受けた資本と負債の増加は、1906年末には約1億8,100万ドルにも達していた。これに対応してユニオン・パシフィックは、1億3,000万ドル以上の株式を有していた。なおこの金額にはサザン・パシフィック株(市場価格約5,000万ドル)およびグレート・ノーザン株とノーザン・パシフィック株(約3,000万ドルと推定)はふくまれていない。このほか莫大な流動負債一部の相殺用として、1907年に当座貸付 demand loans 総額305万ドルと現金752万(7,520,848.64)ドルを有していた。また1907年6月30日に終る

会計年度に、ユニオン・パシフィックは利子と配当以上に、1,068万 (10,687,882.85)<sup>14)</sup>ドルにのぼる剰余金を有していた。

1907年までに、ハリマンはサザン・パシフィックに所有されていた種々の鉄道と汽船ラインを所有し、San Pedro, Los Angeles and Salt Lake Railroadの約半分の株式持分を有していた。またユニオン・パシフィック＝サザンパシフィック・システムの唯一の競争鉄道であったサンタフェ鉄道は、ユニオン・パシフィックと完全に協調するようになり、ユニオン・パシフィックはサンタフェ鉄道に取締役を派遣していた。サザン・パシフィックは Pacific Mail Steamship Company を支配し、ユニオン・パシフィックは Oregon Railroad and Navigation をとおして、Portland and Asiatic Steamship Company と Sanfrancisco and Portland Steemship Company を所有した。サザン・パシフィックはロスアンゼルス都市交通システムとオグデンの市街電車システムを所有していた。またユニオン・パシフィックとサザン・パシフィック両鉄道は、石炭、石油、土地、都市敷地その他の諸会社にも大なる株式を保有していた。<sup>15)</sup>

ハリマン輸送独占に対する広範な批判が、ユニオン・パシフィックの10%配当宣言後の1906年秋に高まった。1906年11月15日、州際商業委員会はユニオン・パシフィックとその関係諸鉄道の調査に入り、やがてつぎの三つの一般的勧告を行った。<sup>16)</sup>

- 1 鉄道の業務は輸送に限定すべきである。連結線以外の鉄道の株式と社債には投資すべきでない。剰余金は株式の獲得ではなく、その地域の発展と支線 feeder lines の建設に支出すべきである。
- 2 平行線と競争線の支配の獲得は鉄道にとっての公共政策に反する。鉄道間の競争は一般産業間の競争と同様に国の確立した政策である。
- 3 投機目当ての膨脹を阻止するため、鉄道の証券発行に適当な規制を課すべきである。

この調査と勧告が広く反響を呼び、ついに1908年2月18日、連邦ユタ地区地方検事は法務長官 Charles J. Bonaparte の指揮のもとに、ユニオン・パ

シフィック＝サザン・パシフィック結合の破棄とユニオン・パシフィックに対する競争諸鉄道会社の保有株式の処分とを内容として、連邦巡回裁判所 United States Circuit Court に起訴した。裁判は1908年晩秋に開始されたが、その結審以前にユニオン・パシフィックは、サンタフェ株とグレート・ノーザン株、ノーザン・パシフィック株の残りを売却した。そこで「取引の制限」問題は、ユニオン・パシフィックのサザン・パシフィック株と San Pedro, Los Angeles and Salt Lake Railroad 株の保有に限定された。裁判<sup>17)</sup>続行中の1909年9月ハリマンが死去し、ハリマン諸鉄道の首席顧問 general counsel であった Judge Robert S. Lovett が社長に選ばれた。1911年、巡回裁判所はユニオン・パシフィック＝サザン・パシフィック結合の妥当性を支持した。そこで政府は連邦最高裁判所に控訴した。この事件は1912年12月2日政府の勝訴となり、1913年に結合は解体された。

1893年まで、著しく外国資本に依存していた大陸横断鉄道諸会社は、その後その割合を減少し、ある場合には無視しうるものとなった。もしアメリカの鉄道に対するヨーロッパ資本のこのような減少がなかったならば、1900年前後における大陸横断鉄道の独占は達成できなかったであろう。かかる鉄道独占体制の迅速な成功に必要であった投資銀行、商業銀行、保険会社、鉄道経営者の緊密な協力は、1890年代中期以前には不可能であった。この時期にいたって、強力な銀行による支持とその同盟が形成された。投資銀行クーン・ローブ商会との提携、ナショナル・シティ銀行、その他の生命保険会社の巨額の遊休資金の充用は、ユニオン・パシフィックの大規模な証券発行に役立ったとともに、しだいに企業の体質にも変化を与えていった。この点グールド時代のユニオン・パシフィックに比較すると特徴的である。

11) N. Trottman, op. cit., p. 311

12) Ibid., p. 312

13) Ibid., p. 314

14) Ibid., pp. 315—316

15) Ibid., p. 332

16) Ibid., p. 358

17) Ibid., p. 358 および p. 362