經濟論叢

第七十四巻　第一號

企業とその形態……小島昌太郎（1）

企業利益の測定と貨幣價値不變の假定…鎌倉　昇（10）

「植民地社會」における産業の生誕……中西健一（27）

アメリカ金融資本形成の一過程……越後和典（47）

〔昭和二十九年七月〕

京都大學經濟學會

アメリカ金融資本形成の一過程

――鐵道業における獨占形成と投資金融(二)――

越後和典

別號において、鐵道の建設と合同＝獨占の形成、及びそれに伴う鐵道株の投機について、考察するところがあつたが、本號では、鐵道の建設、合同＝獨占の形成と、投機利得追求との「からみ合い」が考察され、その矛盾の展開と、銀行資本と鐵道資本との「癒着」の必然性について、分析が行われる。別號掲載の目次(I)二は本號の一に、三(I)は二に、三(I)は三に該當する。（別號＝經濟論叢第七十三卷第二號、以下の敍述で別號とは、同號所收拙稿を指す）

一

投機業者＝鐵道資本家による鐵道會社經營が、投機的利得奪取の視角に重點をおいて行われたことは、別號において既に考察したが、投機的性格はまた、鐵道の建設そのものにも當然附隨するものであつた。鐵道會社の鐵道建設は通常次の如く行われた[1]。まず鐵道會社の取締役を獨占的株主とする建設會社を設立し、鐵道會社は建設會社と建設契約を締結する。この場合、同じ人間が一方では鐵道會社の創設者となり、この資格において、他方、建設者たる資格における自分自身と契約を結ぶのである。ここに詐欺金融（crooked financiering）の體系の第一歩が踏み

出される。この場合、建設會社に對して鐵道會社は、第一擔保附社債、及びこれと同額の株式を拂込むのが普通であつた。しかるに、實際、建設會社によつて建設のため、支出にあてられる額は、第一擔保附社債の額だけであり、しかもそれも、社債額の六〇%乃至八〇%である場合が多かつた。殘余の株式及び社債は建設會社の重役＝鐵道會社の重役のポケットに入るのであつた。而してこれらの株式、社債は鐵道會社支配のために、重役に保有され、市場でのmanipulationに利用されたのである。[2] Collis, P, Huntingtonによる鐵道建設——わけてもNorthern Pacific鐵道の建設は、この點に關する典型的な一例となりうるであろう。Northern Pacific鐵道は建設會社Credit and Finance Corporationと建設契約を締結し、建設及び業務費として、七、九〇〇萬ドルの公債、株式、現金を拂い込んだが、このうち三、六〇〇萬ドル以上が營業上の合理的經費を超過して拂込まれたことが後日專門家によつて推計された。四、三〇〇萬ドルはNorthern Pacificの全くの損失となり、その大部分はHuntington以下重役のポケットに入つた。Union Pacific鐵道の場合でも、五、〇〇〇萬ドルから一一、〇〇〇萬ドルに資本金を增加し、これを以て、自分自身を契約者とする建設會社Credit Mobilierに對し、拂込みを行つているが、その拂込額は一マイルにつき九六、〇〇〇ドルで、これは技術者の最高評價額の倍額であつた。[3] 別號において、五〇年代以降、鐵道の建設が熱狂裡におしすすめられたことを述べたが、その建設は、このように、詐欺金融に、その發端から結びついていたことが注目されねばならぬ。

さて、鐵道會社は建設會社からかかる掠奪をうけた結果、その資本金が大なるに比して、建設された設備內容は極めて貧弱であることを常とした。卽ち資本金の水膨れが行われたことになるのである。その水膨れは、いずれの鐵道においても、建設時において既に五〇%以上になつていたといわれる。[4] 而るにかかる水膨れ資本も當然配當を

要求するから、鐵道會社經營の中から、株式に對する配當、社債の利子負債に耐える利潤を生み出さねばならぬ。他方利潤の多寡は、直接競爭の强弱に比例するから、このことは別號で述べた會社間の競爭制限を目的とする運賃プールや、合同形成を促進させるファクターになつたのである。換言すれば、鐵道の建設過程の內在矛盾が、競爭を止揚するための合同＝獨占の形成を一層促進したのである。

ところでこの合同の形成こそはまた投機業者＝鐵道資本家にとつて水增株增發の絕好の機會であり、これと結びつく投機利得獲得の機會を意味したことが注意されねばならぬ。例えばこれを著名な鐵道の合同に徵してみても、New York Central 鐵道は五三年、Albany と Buffalo 間の小鐵道十社の合同によつて形成されたものであつたが、これらの小鐵道は合同以前に、その實際價値は、千萬ドル以下であつたのに二千三百三十萬ドルに資本化されていた。それが合同によつて、更に三千四百六十五萬ドルに資本化されたのであつた。[6] 六九年 New York から Dunkirk に通じる四六〇マイルの Erie 鐵道の幹線は一マイル當り二三萬七千ドルに資本化されたが、實際の價値は五分の一以下であつた。換言すれば、資本金の八〇%が「水」であつた。[9] 勿論、創設の際、かかる過大資本化が行われても、その後にいたり、水增株に對する配當を支拂い、かつ、事業の收益を以て資產內容を充實するに至る會社も少くなかつた。Adamsは、New York Central, Lake Shore, Peunsylvania, Pittsburgh Fortwayne and Chicago 等の諸鐵道を、その代表的な會社として揭げている。[7] しかし、合同計畫者の中には、水株を增發しそれを賣りつけるために株價を煽る必要上、設立早々から無理をして巨額の配當を支拂う、卽ち所謂蛸配當を行うものも少くなかつた。かかる合同の計畫者は、合同する大會社には過分の買收金を支拂つて合同の成立を急ぎ、新會社が成立すれば株を煽つて出來るだけ早く自己の持分を賣逃げるのが目的であつたから、合同會社の利害や、一般株主の前途について

は勿論眼中になかつたのである。[8]「牛肉の罐詰に鼠肉を加えて賣り、牛乳に水を割つて賣ると同じく許すべからざる不正」[9]と結びつく投機過程で利得するものは、この過程を計畫的に喚起した一部投機業者＝鐵道資本家のみであり、一般株主は彼等の利潤の蓄積に奉仕するにすぎなかつたことはいうまでもない。のみならず、水增資本に對する配當要求に應じるためには、會社は貨物運賃率を以前にも增して引き上げねばならなかつたが、引き上げの負擔は、石油業、鐵鋼業等の資本家の背負うところとはならず、[10]最も弱き農民が背負わねばならなかつた。前者は特惠的な割引運賃や、運賃拂い戻しを受け、これを獨占形成の槓杆としたに對し、後者は過度且つ不均一な運賃の支拂いのために農作物の賣上げの大半を奪われたのである。「六九年、東部で一ブッシェル七六セントで賣られた西部農民の小麥は、その五二セントを運賃にとられ、農民の手に入るのは、僅に二四セントであつた」。[11] 加うるに、競爭激烈な地域の低運賃による損失を、自社の獨占力をもつ他地域へ轉嫁し、たえ得る限りの高運賃を課す、所謂差別運賃制は、鐵道獨占の常奪手段であつた。かくてその激しい收奪は、遂に農民をして鐵道獨占と鬪うための組織を結成せしめた。八七年の州際商業法制定への壓力ともなつたグレンジ運動がそれであつた。[12] また鐵道資本傘下の勞働者からは賃銀切下げ、勞働强化に反對する大ストライキも起つた。[13]

ところで、投機と水增株の發行と結びついた鐵道建設、合同の過程の惹起した矛盾は、以上の如く、一般株主、農民、勞働者と鐵道資本家との對立を深めたばかりではなく、それは鐵道會社の金融逼迫を促進せしめ、屢〻支拂不能と破產を喚び起す契機ともなつた。そして、かかる支拂不能が、恐慌勃發の直接的契機となると共に、この過程で鐵道資本家＝投機業者の階級分解が促進されたことが重要なのである。ここでは支拂不能について若干の考察を進めよう。

鐵道會社を支拂不能におとし入れた諸契機中、特に主要な契機をなしたものは、支拂に充てられる固定費用の負擔であり、特にその中でも社債の利子負擔が極めて大きい部分を占めていたことである。事實、破産の實例は資本構成中、社債の占める割合のより大なる會社において、多く見出された。[14] 一八八四年における鐵道會社の總資本構成は株式三七億六千二百萬ドル、社債三六億六千九百十一萬ドルであつたし、[15] 九〇年代から今世紀初頭にかけても、社債の占める率は、次表の占す如く、大體五〇%前後であつた。[16] 周知の如く社債は、その本來の性格においては、經營參加權を主張せざる純然たる利息要求の資本であるから、會社支配團としては、利子負擔の過重ならざる限り、これを利用することの有利であることは勿論であり、かつ、利益計算上も、低利の社債發行は新株發行に勝ることもいうまでもない。但し社債による資金は、その期限の到來と共にこれを返還せねばならず、また一定の利子支拂いの義務をも負つている。しかるに、恰も鐵道會社は工業會社に比して事業の性質上、年々收益の高が平準を保ち、利子支拂が比較的安定しており、この點がその使用率を高からしめた一原因と考えられる。

年度	株式	社債
1897	50.44	49.56
98	49.81	50.19
99	49.98	50.02
1900	50.87	49.13
1	49.68	50.32
2	49.65	50.35

ところでかかる尨大な利子負擔の義務を負う社債の資本構成に占める大なる比重は、前述の如き投機と結びつく水增株增發の過程では利子支拂の困難を結果した。蓋し、株式の配當は必ずしもこれを行うを要しないが、既述の如く建設、合同乃至增資の際に發行される水增株は會社支配團がこれを投機過程で賣り逃げ、投機利得をうる目的を以て發行されるのであるから、支配團が株價を煽る必要上所謂蛸配當を行うことは當然といわねばならぬ。このことは、さなきだに尨大な利子負擔に惱む會社の財政にとつて、死の重壓となつたことは明かである。

しかも注目すべきは當時の會社の業務報告は、かかる會社の內實を隱蔽する役割を果すものであつた。一例をあげれば、八八年、Missowri, Kansas and Texas 鐵道が支拂不能に陷つた時、調査團の報告は、明かに發行證券の配當、利子支拂の能力を缺く低度の收益力しか有しないにも拘らず、會社の業務報告は完全にこれを隱蔽していたことを曝露している。[17] 會社の內實が何等かの契機によつて曝露されるや株價は暴落し、それと共に一切の信用を失墜して支拂不能に至ることは蓋し當然といわねばならぬ。加うるに、詐欺金融と投機利得をねらう建設は、例えば Atlantic and Pacific 鐵道の場合の如く、未開發地への時期尙早と思われる擴張を結果し、また New York and New England 鐵道や、Seaboard Air Line の場合の如く、既にその地方の產業、通商の狀態にふさわしい鐵道の存在する地域へ鐵道を建設するという、事業經營の見地からは凡そ經濟性を無視せる如き擧に出でしめたのである。[18] かかる鐵道は、上述の如く建設時に尨大な支出を行つているが、實際は建設會社によつて掠奪され、出來うる限り低廉な費用で建設されたもので、設備も極めて不充分なものが多かつた。從つて營業を開始するや否や、尨大な水增資本と負債をかかえ込んで、需要の不足、或は激甚な競爭にたえることができず、社債の利子支拂は不能となる場合が多かつたのである。Northern Pacific 鐵道の如き大鐵道さえも、完成と同時に社債の重壓をうけ、支拂不能に陷つているのは、この點に着眼するとき決して怪むにたりない。[19]

支拂不能に導く直接契機としては、社債の利子負擔とともに、賃借線の利子負擔が考察されねばならぬ。Richmond and West Point Terminal Railway は八一年の擴張期に賃借線の賃借料の支拂、及び貸付會社の株式配當、利子支拂を條件とする賃借を行つたが、それに伴う收益が上らなかつたため、九一年破產した。[20] 八九年における Wabash, St. Louis, and Pacific 鐵道の支拂不能は、やはり賃借に原因があつたといわれる。而して、賃借線

の利子負擔が支拂不能の契機となつた理由は、上述した社債の利子負擔と同樣であつて、ここでは省略する。

さて、「支拂不能の窮境に陷り、經營權が receiver の手に渡されるや、財政建直しのために銀行の協力が求められ、かつ通常決議權信託が設けられるが、この場合には議決權信託の受託者團は、財務の改造に當る銀行の支配下に立つことになる。而して整理が完了して議決權信託の解かれた後にも、なお引續き銀行が取締役會に對し、勢力を振うこともまた珍しくない」のである。從つて、當面の本稿の行論の觀點からは、支拂不能はまず銀行の鐵道會社支配の主要な契機として把握される。このことは、一般株主、勞働者、農民の收奪によつて建設と合同をおしすすめてきた投機業者＝鐵道資本家が、自ら招いた矛盾の故に、支拂不能に陷り、投機業者＝鐵道業者としての資格においては、やがて鐵道業における支配的地位から退く過程を示唆する。鐵道の建設、合同の過程はそれ故、投機業者＝鐵道資本家の階級分解の過程として把握されねばならぬ。[21]

註 (1) Henry Clews; *Fifty Years in Wall Street*, 1908, p.p. 242—3.
(2) Henry Clews; *Ibid.*, P. 243.
(3) ブラウン「アメリカ資本主義發達史」九一—九二頁。
(4) Henry Clews; *Ibid.*, P. 243.
(5) Parsons; *The Railways, The Trusts and The Peoples*, 1906, P. 98.
(6) Parsons; *Ibid.*, P.P. 98—100.
(7) Cleveland & Powell; *Railroad Finance*, P.P. 335—337.
(8) Warshow; *The Story of Wall Street*, 1928, P.P. 221—222.
(9) 土田貞次郎全集第二卷「株式會社論」一六四頁。
(10) 別號拙稿、參照のこと。
(11) アダムス「米國史」四二七—八頁。
(12) ブラウン、前揭書一五三—四頁。
(13) Parsons; *Ibid.*; P.P. 195—198.
(14) Cleveland & Powell *Ibid.*, P. 218.
(15) H. Clews; *Fifty Years in Wall Street*, P. 476.
(16) Interstate Commerce Commission; *Statistics of Railways, in the United States*, 1907, p. 75 前揭書を參照。
(17) Cleveland & Powell; *Ibid.*, p. 222.
(18) Cleveland & Powell; *Ibid.*, p. 221.

(19) Cleveland & Powell; *Ibid.*, p. 219.

(20) Cleveland & Powell; *Ibid.*, p. 217.

(21) 例えば、Drew, Robinson and Company の設立者として、指導的な投資金融業者であり、Erie 鐵道の社長として Vanderbilt と鐵道業界にその覇を競つた Daniel Drew の末路を見よ。Erie 鐵道の株は Daniel が上れといえば上り、下れといえば下る、とまでいわれた稀代の manipulator は、八〇歳のとき僅か五三〇ドルの財産しかもつていなかつた。詳しくは Warshow 前掲書を參照。

二

投機業者＝鐵道資本家敗退のあとをうけて、八〇年代以降鐵道事業家の性格も以前とは異つたものとなつてきた。小椋廣勝氏はこの點を次の如く指摘する。「八〇年代になるとヴァンダビルトとグールドにかわつて、二人の新しい鐵道資本家、ヒルとハリマンが頭をもたげてきた。ヒルとハリマンは不法株券の印刷をあえてするようなタイプの事業家ではなかつた。事業家は南北戰爭前後からみるとはるかに洗練されてきた。……もう一つの特徴として、ヒルとハリマンは單獨の事業家ではなく、銀行家と結びついていたことを指摘せねばならぬ。ヒルはモルガンの、ハリマンはクーン・ロエブの金融的援助をえた。すなわち銀行資本と産業資本との結びつきはまず鐵道産業で實現しはじめたのである。[1]」

ここで「銀行家」と呼ばれている Morgan や Kuhn, Loeb は、いうまでもなく國際金融業者(international banker)である。また鐵道事業家と銀行業者の「結びつき」、或は産業資本と銀行資本との「結びつき」という表現は嚴密さを缺くが、ともあれ、かかる表現の意味する國際金融業者の鐵道業に對する干渉と支配が、どのようにしてもたらされたかということを、別號及び本號での從來の敍述との關聯においてここで明かにしておく必要がある。

抑々アメリカにおける投資金融機關は、政府公債と鐵道證券の發行に伴つて發展しており、而して左表の如く、公債の發行も鐵道證券も、著しく外國資本に依存していたのである。[2] 從つて、投資金融機關はまず、外國資本輸入機關として發達せねばならず、國際金業融者の活動は、發端から極めて重要な意義を帶びていたのである。

アメリカ證券の外國人所有　（一八五四年）

證券の種類	現在高	外國人所有	百分比
合衆國公債	五八、二〇五	二七、〇〇〇	四六
州債	一九〇、七一八	一一〇、九七二	五八
郡及び市債	九三、二〇八	二一、四六二	二三
鐵道社債	一七〇、一一二	四三、八八九	二六
鐵道株	三〇九、八四九	八、〇二六	三
銀行及び保險會社	二七九、五五五	七、〇六七	三
運河及び水運	五八、〇一九	二、五二二	四
其他	一八、八一四	一、〇六八	六
計	一、一七八、五九七	二二二、〇〇六	一八

（單位千ドル）

一八五四年（財務省推計）	二二二（百萬弗）
一八七三年（パロック推計）	一、五〇〇　〃
一八九五年（　〃　）	二、五〇〇　〃

國際金融業者の力の源泉は外國の銀行家とのコネクションにあり、彼等の引受けた國内の公債、鐵道證券等の有價證券を、英、蘭、獨等の銀行家に賣りつける能力が彼等の地位を規定した。[3] 從つて國際金融業者の投資金融機構に占める優位は、外國のアメリカ證券に對する、資本投下の增大の過程の中に現われる。次表はその一指標である。[4]

年次	政府公債	地方債	鐵道證券
1860—65		2	27
1866—70		17	51.5
1871—75	800	40	275.0

上表はロンドン市場におけるアメリカ證券の增大の過程、特に鐵道證券のそれを示す。(單位百萬ドル)以上の表の示す如く、外國人のアメリカに對する證券投資は、七〇年代以降、特に增大しているのであるが、これに伴い、國際金融業者の投資金融機構における支配的地位も、七〇年代以降確立された。七〇年代以前において投資金融機構において支配的地位を保持していたものは、古くはDrew, Robinson & Co.新くはJay Cook &Co. 等いずれも前號でみた如く大株式仲買人であつた。[6] 前號に指摘した如く、三〇年代の外資の輸入に伴い、イギリス資本輸入の仲介のために、第二合衆國銀行のPennsylvania銀行への改組が行われ、三五年にはGeorge Peabody 商會の設立をみているが、三七年の恐慌によつて外資の導入は一時杜絶し、かつPennsylvania 銀行の倒産、州債償還の不履行等により、四〇年代も外資の輸入が困難となつたため、國内資本市場に依存せねばならず、ここに株式仲買人の活動の舞台が提供された。わけても。六〇年代初期の南北戰爭の遂行に當つて、政府の發行した公債の買入れについては外國は消極的であつたため、公債の大部分は國内において消化されねばならなかつたが、このとき、Jay Cook 商會は、五千人のセールスマンをして東奔西走せしめ、政府の七分三厘利付公債十億ドルを個人投資家に賣却することによつて證券賣却に新局面を開き、投資金融機構における支配的地位を獲得した。[7] 戰後の鐵道建設の進捗に伴う鐵道證券の投機は、かくて開拓された國内資本市場の上に亂舞したのであつた。

ところで戰後の鐵道投機に刺戟された鐵道株の上場は一方において外國資本の鐵道投資を增大せしめつつあつたこと既述の通りであるが、他方鐵道の投資金融に指導的役割を果しつつあつた株式仲買商によつて鐵道會社が支配

されていたことは、投機と結びつく建設合同の過程で鐵道會社の支拂不能→破産を引き起さざるを得なかつた。鐵道會社の破産は Northern Pacific 鐵道の社債の賣却に當つた Jay Cooke 商會の破産に典型的にみられた如く、證券分賣機關 (distributing house) の破産を引きおこし、ここに從來の distributing house や、これと結びつく投機師的事業家に代つて、國内外の投資家に證券を賣捌きうるところの、より廣汎な資本市場との結びつきを有する國際金融業者の支配が確立されることになつたのである。[8] 國際金融業者たる Morgan の投資金融機構における優位性の確立が、七三年の Jay Cooke 商會の倒産の後に始まるといわれる所以である。かくて、叙上の鐵道業における合同形成の過程は、同時に投資金融業における集中——國際金融業者の制覇確立——の過程であつたことが注意されねばならぬ。

かくて投資金融機構の王座に上つた國際金融業者は、投機業者—鐵道資本家の敗退のあとをうけて、まず鐵道業にその活動の領域を漸次擴大していつた。Morgan 資本の進展の指標は①七九年の Morgan による New York Central 鐵道の二五萬株の株式發行の引受、②八〇年の Northern Pacific 鐵道の社債引受、③八五年の Pennsylvania, New York Central 兩鐵道の競爭の調停、④八九年、九〇年における鐵道業者會議の Morgan による主催[9]にこれを求めることができる。しかし、眞にその活動領域を擴大、深化するためには、會社經營の内部に侵入し、支配權を掌中に收めることが必要であつた。彼等は單なる證券仲介業者たることを以て滿足せず、①プロモーターとして活動し、またはプロモーターと結んでこれを驅使し、かくて創立された會社の支配權を掌握し、②既存會社が新資本を要求する時は、その調達の報酬として重役の椅子を提供せしめる。九二年に Morgan が New York, New Haven & Hartford Railroad の重役になつたのは、かかる方法によつてであつた。③更に會社が破産に瀕する場合には、

前章に指摘した如く議決權信託の受託者團を支配し、更に reorganisation manager として、經營に參加し、この會社を窮極的に支配する。Morgan の一派が Southern Railway, Northern Pacific, Reading, Erie, Pere Marquette, Chicago and Great Western, 等の諸鐵道會社の、Kuhn, Loeb & Co. が Union Pacific 鐵道の支配を獲得したのは、いずれもかかる方法によつてであつた。④また或る場合は、その富力名聲を背景とする株式買占、またはプロクシー鬪爭によつて重役會を乘取る。Kuhn, Loeb が Baltimore & Ohio 鐵道の支配權を得たのはこの方法によつてである。[10] いずれの方法によるにもせよ、かくて一度び會社の支配權を掌中に收めるや、爾後その會社の證券發行の可否、その發行條件の決定は、全く彼等の欲するままとなる。即ち彼等は、賣手と買手とを自己の一身に兼ねそなえることになるのである。これは、もはや正常なる取引とはいえない。この場合、取引の兩極に立つかにみえる鐵道會社と、投資銀行との對立は單に形式的なものにすぎず、本質的には、當該鐵道と、銀行の對立は、兩者の共通の支配者である國際金融業者において止揚されているのである。「融合」とはかかる事態を指稱するのである。

註 (1) 小椋廣勝「ウオール街」九〇—九一頁。
(2) Willis & Bogen; *Investment Banking*. P. 169.
(3) Willis & Bogen; *Ibid*., P. 174.
(4) 鹽野谷九十九「アメリカ經濟の發展」二三五—二三六頁。
(5) Willis & Bogen; *Ibid*., P. 175.
(6) Willis & Bogen; *Ibid*., P. P. 175—6.
(7) Warshow; *The Story of Wall Street*, P. P. 187—194.
(8) Willis & Bogen; *Ibid*., P. 175.
(9) Warshow; *Ibid*., P. P. 286—301.
(10) Brandeis; *Other People's Money & How The Banker's Use It*, P. P. 9—12.

三

叙上の如き融合の形成期に照應する鐵道業における合同＝獨占の進展は別號に述べた如く、持株會社形態をとり、大系統の形成を結果した。從つて、ここでは持株會社による獨占の形成と投資金融業との關係がたちいつて考察されねばならぬ。以下二、三の擧例によつて考察を進めよう。

A Union Pacific Railroad Company の場合 Union Pacific 鐵道と Kuhn, Loeb & Co. との關係は、前者が九三年の恐慌に面して、receivership に服した後、Kuhn,Loeb, & Co. の Jacob. H. Schiff がその財務整理の事業を引受けたことを契機として始つた。他方これと時を同じくし、株式仲買人から身を起し、Illinioa Central鐵道の支配權を獲得するに至つた E. H. Harriman は、野心を西部の大鐵道たる Union Pacific に伸して思惑を始め、ヘブライ種の大金融業者として、今世紀初頭金融資本の代表的傑物であつた J. H. Schiff の上述整理事業を妨害せんとした。しかし、結局兩者に妥協が成立し、Harrimanは最初執行委員會委員となり、一年後にはSchiffによつて、經營上の力倆が認められ、取締役會長に就任し、一九〇九年死亡するまでその職にあつた。Union Pacific は上記の Schiff と Harriman との協同によつて一八九九年から一九一二年にかけて實に十四年間を費して完成した持株會社であつて、その支配は Oregon Short Line, Oregon Railway and Navigation, Oregon-Washington Railroad の子會社を始め、Southern Pacific, Central Pacific, Illinois Central 等の諸鐵道に及び、廣大な鐵道網を形成したほか、New York Central 及び Baltimore & Ohio の二大大西洋幹線の部分的支配權を收め、東部地方への勢力を伸長した。持株によつて結合された會社は實に二七社（總營業マイル三九、三五四マイル）に及び、全米國

にわたつて分散していたのである。[1]

ところで、この間發行した證券は三億七千五百十五萬ドルに及び、これが引受は Kuhn, Loeb & Co. が擔當したが、このうち鐵道自體の進歩、改善のため使用された金額は僅に千三百萬ドルで、他はすべて他會社の株式及び資産の購入、轉買のため使用された。線路を直線にしたり、鐵橋を構築、修理したり、レールをとりかえたり、その他古い設備を更新したり、注目すべき改良と進歩がこの期間に行われたが、それらに要した金額は、事業の收益を以てその大半を賄うことができたである。大量の證券發行は生産力の增進には役立たず、支配領域の擴大に寄與したのであつた。しかも、持株會社による支配の集中は、事業の效率を無視し、法律をおかして進行したことが注意されねばならぬ。[2]

抑々鐵道における持株會社は、電力、ガス等の公益事業における持株會社の如く、全國に分散する單位を金融的に結合するだけでは不充分であり、巨大な構成體を經營的にも緊密に集結しなければ、持株會社による集中の實をあげることができない。從つて鐵道會社においては純粹持株會社よりも大合同會社、或は親事業會社による持株支配の形式をとるものの方が壓倒的に多いのである。しかるに Union Pacific の持株支配は上記の如く全國に分散し、經營的にも緊密なつながりを缺いていたのである。このことから、Union Pacific の傘下に入つた Chicago & Alton 鐵道は、再び Harriman の支配下に入る前の如き良好な營業成績を收めることはできなかつたし、Pere Marquette鐵道は管財人の手に渡されねばならなかつた。更に Harriman の死後三年目には、最高裁判所は、さきに取得した Southern Pacific 鐵道の株式について、これが反トラスト法に違反するの故にその處分を命じている。而して、かかる一連の營業不振と法律による解體の過程において、Union Pacific 鐵道の保持していた株の價格は、

大巾に下落した。一億二千九百八十九萬ドルで收得したIllinois Central鐵道を始めとする被支配會社の株價は一九一三年には八千七百八十五萬ドルに下落したのである。[3]

ところで、この間金融操作を擔當したKuhn, Loeb & Co.は、合同のための證券發行及び被結合會社の一切の證券賣出しを引受け、又それらの解散、變更について悉く參畫して、膨大な創業利得を報酬として獲得し、かつ二名の重役を送つてその支配權を獲得したのである。Kuhn, Loeb & Co.は株式の購入、證券の發行、引受に際し、コンミッションを取得したばかりでなく、株式の處分の際にもまたコンミッションを取得した。[4]

以上の事實は、鐵道業における獨占的持株會社であるUnionPacific鐵道の形成が、大投資銀行たるKuhn, Loeb & Co.との融合によつて行われえたこと、そして事業經營の見地からは無意味と思われる程にまで、その集中がおしすすめられたことは、かかる金融資本の創業利得獲得に根據が求められねばならぬことを明白に物語るものである。[5]

B Chicago Burlington & Quincy Railroad Company の場合Union Pacific鐵道は一、九〇一年Southern Pacific鐵道の株式を取得した後、七、九一二マイルを有し、當時最も營業成績の良好であつたChicago Burlington & Quincy鐵道の支配をめざすに至つた。[6] 當時既にJ.P. Morgan & Co.の金融的援助をうけていたGreat NorthernNorthernPacific鐵道は、このUnion Pacific鐵道の計畫におそれを抱いた。Burlington鐵道は一小鐵道にすぎなかつたが、Morgan = Hill の支配するNorthern Pacific鐵道にとつては、この小鐵道を支配下におくことによつてChicagoに連絡することができ、Kuhn-Loeb = Harrimanにとつては、これがUnion Pacific鐵道と並行線をなすの故に、これを支配することは潜在的競爭を消滅させ、Hill = Morgan groupの脅威を除く所以であつた。[7]

そこでまず Northern Pacific と Great Northern の兩鐵道會社は共同社債二億一千五百萬ドルを發行し、これと Burlington 鐵道の殆ど全部の株式（一億九百萬ドル）との交換に成功した。Morgin—Hill のこの奇襲的作戰に對する Kuhn, Loeb—Harriman の報復は、相手の本據たる Northen Pacific 鐵道の支配權略取に向けられ、Northern Pacific 鐵道株の買占をめぐる Wall Street 未曾有の大株式戰をひきおこしたが、結局四億ドルの資本金をもつ Northern Security Co. なる持株會社の設立にその妥協を見出した。新會社は Northern Pacific, Great Northern, Union Pacific の三大競爭線を支配下におかんがために設立された超獨占體であり、新會社はその會社株式と交換に、Northern Pacific 株の十分の九、Great Northern 株の四分の三を獲得保有し、Union Pacific はさきの買占めにより取得したる Northern Pacific 株の代りに新會社の株式を受取ることになつたのである。[5] かくて兩金融資本は、この新會社に代表者を出し、鬪爭は終りを告げ、ここに忽ち鐵道運賃の引上げによる獨占的收奪を開始した。

さて Burlington 鐵道、正確にいえば Chicago, Burlington&Quincy *Railroad* Co. はどうなつたかというに、當社は新に設立された Chicago, Burlington& Quincy *Railway* Co. に自社の所有する全鐵道を九百九十九年間賃貸する契約を結んだ。かかる處理をとつた理由は所有會社と經營會社とを分離して、經營會社には Harriman 系の發言權を許容するためであつた。[6] ところで一九〇四年、最高裁判所は Northern Securities Co. は持株會社を以て獨占維持の手段とするもので、明かに反トラスト法に違反するものであるとの判決を下し、この會社の解散を命じた。而してこの解散によつて Morgan—Hill 系と Kuhn, Loeb—Harriman 系との緣が切れることになり、Railroad Co. と Railway Co. との賃貸借の關係も一九〇七年に消滅し、Railroad Co. が直接經營することになつた。このこと

は、先づ第一に Morgan＝Hill と Kuhn, Loeb—Harriman との抗爭の發端であつたところの Burlington Railroad の支配が結局 Morgan グループの手中に確保されたことを意味する。換言すれば、反トラスト法の適用による Northern Securities Co. の解散は Morgan をしてその本來の目的を達成せしめることになつたのである。第二に Morgan が Burlington Railroad Co. の支配を略取したという、かかる事態は如何なる意義をもつているか。Burlington 鐵道は Boston の資本家 Forbes の創設になるものである。彼は一八五二年鐵道業界に入り、彼及び彼を信用する二、三人の友人の私財を集め、後日 Burlington 鐵道と改稱されたこの鐵道の礎石を築き、五七年恐慌を始め、幾多の金融上の危險を乘切り擴張をつづけてきた鐵道である。勿論投資金融業者は一人も重役會に參加していなかつた。當時の大投資銀行は恐慌下財政難によろめく鐵道に融資をなすが如きことはしなかつた。Forbes はいわば Boston の鐵道建設者中の輝しい先覺者であつたわけである。而して Forbes のこの成功は Boston の鐵道建設者を刺戟し彼等の資本と企業によつて Union Pacific, Atchison, Mexican Central, Wisconsin Central を始め二四に及ぶ西南部の大部分の鐵道が創設されたのであつた。しかるに漸次これらの鐵道は Boston の資本家の支配をはなれ、Morgan, Kuhn, Loeb 一派の支配下におかれるようになつたのである。Burlington 鐵道が敍上の過程を經て、Morgan の支配下におちいるに至るまでに、既に Boston の資本家は New England の鐵道における支配をすら失いつつあつた。一九〇〇年には Boston & Albany は Morgan 支配下の New York Central に賃貸され、數年後同じく Morgan 支配下の New Heven & Hartford は New England における鐵道の大部分をその支配下においている。[10] 以上の事實は、さきに大系統 Union Pacific 鐵道の形成が鐵道資本家 Harriman と癒着する Kuhn, Loeb の創業利得獲得の希求によつておしすすめられたことを述べたが、丁度その過程の裏面の事實を明か

にするものである。即ち大鐵道資本と癒着する大投資銀行による獨占の形成、即ち別號で述べた大系統形成は、かくの如く、激しい地方鐵道資本家の收奪を伴つて進行したことが知られるのである。

以上の如く、別號で考察した大系統形成＝鐵道業における獨占の完成は、國際金融業者の主導性の下に鐵道資本との癒着によつて行われたこと、しかも、國際金融業者の介入の契機となつたものは、それに先立つ鐵道合同＝獨占の過程そのものが生み出した矛盾であつたこと、換言すれば鐵道業における獨占の形成過程の中で「癒着」が必然化し、この癒着によつて獨占が完成されたことが知られる。而して、金融業者の側における癒着の主導性把持は鐵道業における獨占形成過程が、Morgan 型金融資本の形成過程の一環として把握されうることを示す。

（二八・九・一）

註(1) Brandeis; *Ibid.*, P. P. 165—167.
(2) Brandeis; *Ibid.*,
(3) Brandeis; *Ibid.*, P. 169.
(4) Brandeis; *Ibid.*, P. P. 171—174.
(5) 別號拙稿の第一章參照のこと。
(6) Brandeis; *Ibid.*, P. 174.
(7) Warshow; *Ibid.*, p.p. 242—267 參照。
(8) 増地庸治郎「アメリカ鐵道業における持株會社の發達」東京商大商學研究第三卷參照。
(9) 増地庸治郎、前揭論文。
(10) Brandeis; *Ibid.*, p.p. 174—178參照。