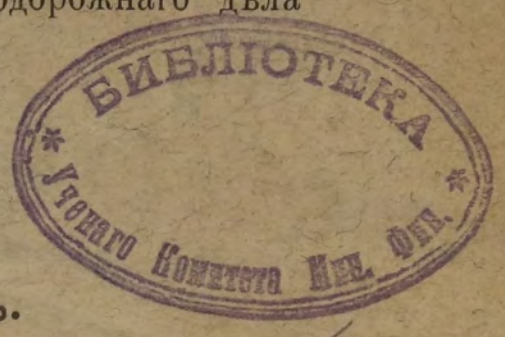


27270

ВЫСОЧАЙШЕ учрежденная Особая Высшая Комиссія
для всесторонняго изслѣдованія желѣзнодорожнаго дѣла
въ Россіи.

39584

В. LXIII.



Стюартъ Даджетъ.

Профессоръ политической экономіи Гарвардскаго университета.

ОЧЕРКИ
ФИНАНСОВОЙ ОРГАНИЗАЦІИ
Сѣверо-Американскихъ желѣзныхъ дорогъ.

Перевелъ съ англійскаго М. С. Модель.

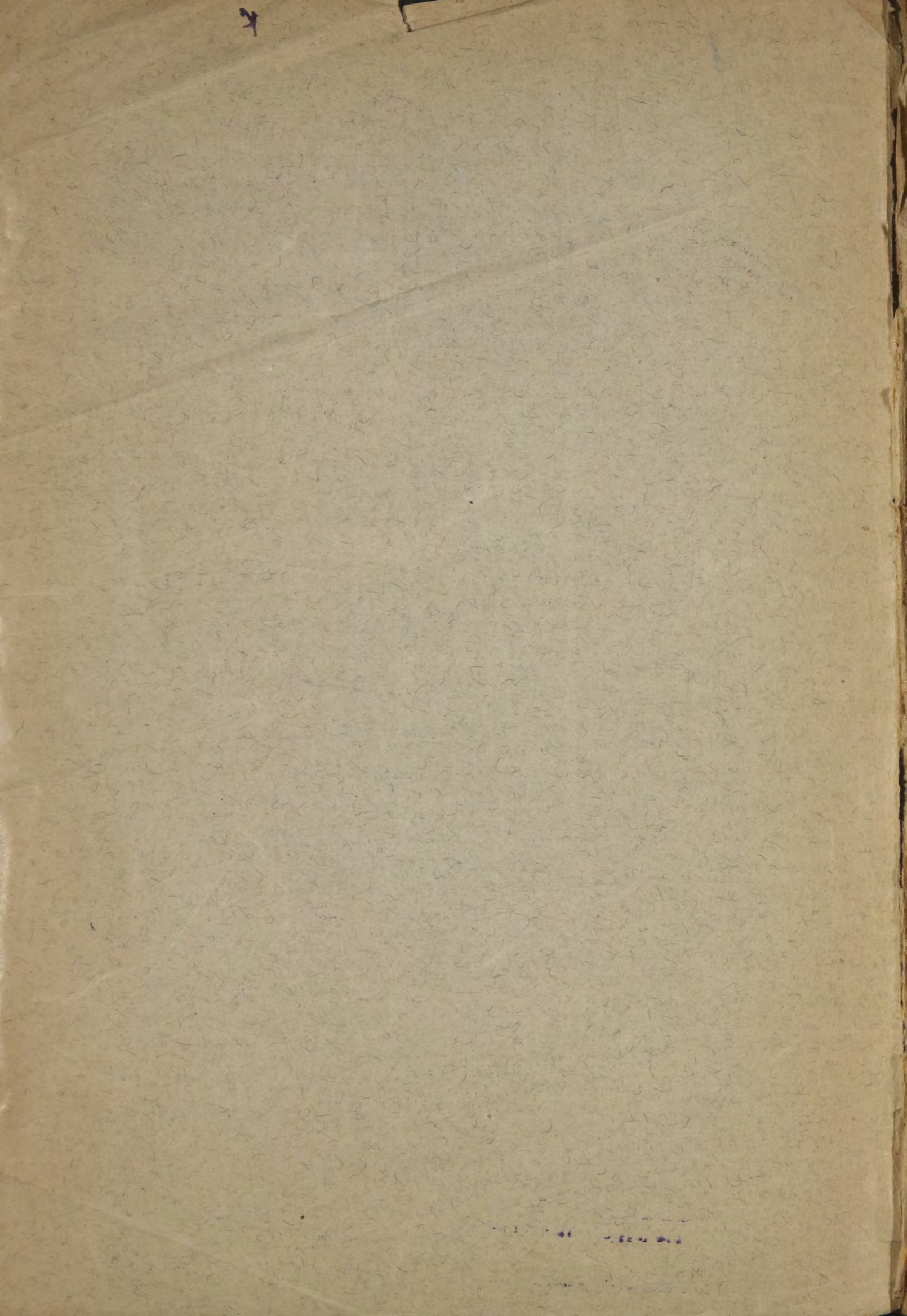
Подъ редакціей С. Н. Кульжинскаго.

С.-ПЕТЕРБУРГЪ.

Тип. М. Д. Ломковскаго,  Думская улица, д. № 5.

1911.

32



24270

К

ВЫСОЧАЙШЕ учрежденная Особая Высшая Комиссія
для всесторонняго изслѣдованія желѣзнодорожнаго дѣла
въ Россіи.

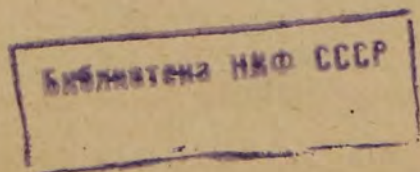
84520



Слѣдующіе Труды Комиссіи:

А) вышли изъ печати и продаются въ магазинѣ Риккера,
Невскій, 14.

№№ вы- пусковъ.		Цѣна Р. К.
I.	Краткій историческій обзоръ событій, предшествовавшихъ учрежденію Особой Высшей Комиссіи для всесторонняго изслѣдованія желѣзнодорожнаго дѣла въ Россіи	— 75
II.	Историческій очеркъ учрежденія подъ предсѣдательствомъ Генераль-Адъютанта Графа Э. Т. Баранова, Комиссіи для изслѣдованія желѣзнодорожнаго дѣла въ Россіи. В. Саловъ	— 20
III.	Нѣсколько соображеній полезныхъ при разсмотрѣніи смѣтъ путей сообщенія на 1908 г. Н. Петровъ.	1 —
IV.	О числѣ служащихъ и рабочихъ на русскихъ желѣзныхъ дорогахъ. Н. Петровъ.	Исчер- панъ.
V.	Финансовое положеніе русской желѣзнодорожной сѣти и главнѣйшія причины ухудшенія его въ послѣдніе годы. Н. Петровъ	3 —
VI.	Обзоръ финансовыхъ результатовъ эксплуатаціи казенныхъ жел. дор. въ различныхъ государствахъ за 1905 г. по даннымъ «Archiv für Eisenbahnwesen» 1907 и 1908 г.	Исчер- панъ
VII.	О пользованіи товарнымъ подвижнымъ составомъ на сѣти русскихъ желѣзныхъ дорогъ Европейской Россіи 1894—1906 г.г. Н. Петровъ	— 75
VIII.	Объ учетѣ товарнаго вагоннаго парка. С. Н. Кульжинскій	Исчер- панъ.
IX.	Записка Н. К. Гофмана. О главныхъ мастерскихъ для починки подвижного состава; о главныхъ матеріальныхъ складахъ, объ испытательныхъ лабораторіяхъ и о техническихъ конторахъ при службѣ подвижного состава и тяги,—на казенныхъ желѣзныхъ дорогахъ.	— 50
X.	Министерство Путей Сообщенія и желѣзнодорожное дѣло. И. Рербергъ.	Исчер- панъ.
XI.	Объ административной организаціи желѣзнодорожныхъ установленій въ Россіи. А Фроловъ	3 —
XII.	О хозяйственности управленія казенныхъ желѣзныхъ дорогъ. Н. Петровъ	1 —
XIII.	Къ разсмотрѣнію смѣты желѣзныхъ дорогъ на 1909 г. Н. Петровъ	Исчер- панъ.



XIV.	Очеркъ счетоводства американскихъ желѣзныхъ дорогъ. Докладъ А. Н. Панта на международномъ желѣзнодорожномъ конгрессѣ въ Вашингтонѣ въ 1905 г., перевелъ Н. Петровъ.	3 —
XV.	Таблицы результатовъ эксплуатаціи русскихъ желѣзныхъ дорогъ за 1895—1907 г.	Исчерпанъ.
XVI.	Краткое изложеніе заключеній сѣзда начальниковъ дорогъ по нѣкоторымъ вопросамъ, включеннымъ въ программу занятій сего сѣзда, состоявшагося 27 января, — 3 февраля 1909 г.	Исчерпанъ.
XVII.	Краткія соображенія по вопросу объ организаціи русскихъ желѣзныхъ дорогъ. Ю. А. Львовъ	Исчерпанъ.
XVIII.	Къ вопросу о частныхъ желѣзныхъ дорогахъ въ Россіи. С. Кульжинскій	Исчерпанъ.
XIX.	Схематическая карта жел. дор. съ указаніемъ тяговыхъ участковъ, коренныхъ и оборотныхъ депо для торговаго движенія и главныхъ паровозн. и вагонныхъ мастерск.	Исчерпанъ.
XX.	Описаніе существующаго порядка счетоводства и отчетности на русскихъ желѣзныхъ дорогахъ. Приложение къ докладу И. И. фонъ-Рихтера, помощника начальника С.-Петербурго-Варшавской желѣзной дороги о счетоводствѣ на международномъ желѣзнодорожномъ конгрессѣ въ Вашингтонѣ въ 1905 г.	1 50
XXI.	Должностныя лица въ Пруссіи. Г. Демарсіаль. Переводъ В. Ивановскаго	Исчерпанъ.
XXII.	Отчетность и хозяйство на русскихъ желѣзныхъ дорогахъ. С. Кульжинскій.	2 —
XXIII.	Главныя причины чрезвычайнаго роста расходовъ русскихъ желѣзныхъ дорогъ съ 1903 по 1907 г.г. и мѣры вліянія этихъ причинъ. Н. Петровъ.	4 —
XXIV.	I. Отчетъ по осмотру тульскихъ паровозныхъ и московскихъ вагонныхъ мастерскихъ Московско-Курской жел. дор. и главныхъ мастерскихъ Московско-Брестской жел. дор., произведенному въ августъ мѣсяцъ 1909 г., по порученію г. Предсѣдателя ВЫСОЧАЙШЕ учрежденной Особой Высшей Комиссіи для всесторонняго изслѣдованія желѣзнодорожнаго дѣла въ Россіи. II. Реорганизація главныхъ желѣзнодорожныхъ мастерскихъ по принципу для современнаго интенсивнаго механическаго производства Инж.-Техн. П. П. Риццони.	Исчерпанъ.
XXV.	Перевозка почты по жел. дор. С. Кульжинскій	— 50
XXVI.	Швейцарскіе союзные желѣзнодорожные законы	1 50
XXVII.	О государственномъ сборѣ съ желѣзнодорожныхъ перевозокъ въ Россіи	— 75

№№ вы- пусковъ.		Цѣна Р. К.
XXVIII.	Экономическ. значеніе русск. жел. дор. Н. Петровъ	— 50
XXIX.	Правительственные источники образованія капиталовъ желѣзныхъ дорогъ. Н. Петровъ	— 20
XXX.	О дѣятельности сѣздовъ желѣзныхъ дорогъ за сорокъ лѣтъ существованія 1869—1909 г.г.	— 20
XXXI.	О наивыгоднѣйшемъ расположеніи мастерскихъ для ре- монта подвижного состава. С. Кульжинскій	— 75
XXXII.	Матеріалы по вопросу о реорганизациі управленія рус- скихъ желѣзныхъ дорогъ	Исчер- панъ.
XXXIII.	Свѣдѣнія и данныя о мастерскихъ русскихъ жел. дор. и о нѣкоторыхъ заграничныхъ. Н. Антошинъ	1 50
XXXIV.	Передача Государственныхъ земель жел. дорогамъ въ Соед. Штатахъ Сѣверн. Америки. С. Кульжинскій	— 75
XXXV.	Къ вопросу о частномъ желѣзнодорожномъ строитель- ствѣ. Проф. П. П. Мигулинъ.	— 75
XXXVI.	О развитіи русской жел.-дор. сѣти. С. Кульжинскій	— 75
XXXVII.	Матеріалы по обслѣдованію Южныхъ жел. дор.	3 —
XXXVIII.	Матеріалы по обслѣдованію Юго-Западныхъ жел. дор.	3 —
XXXIX.	Матеріалы по обслѣдованію Екатерининской жел. дор.	3 —
XL.	Матеріалы по вопросу о реорганизациі отчетности ка- зенныхъ желѣзныхъ дорогъ ч. I	3 —
XLI.	Тоже ч. II.	3 —
XLII.	Тоже ч. III.	3 —
XLIII.	Причины дефицитовъ русской желѣзнодорожной сѣти въ первые годы XX вѣка. Н. Петровъ	— 50
XLIV.	Паровозный паркъ казенныхъ желѣзныхъ дорогъ, мѣры къ его улучшенію въ связи съ сокращеніемъ эксплуата- ціонныхъ расходовъ, проектъ распредѣленія мощныхъ паровозовъ типа $\frac{4}{5}$ по сѣти казен. ж. д. Инж. С. Кульжинскій и Л. Элькинъ	3 —
XLV.	Планъ раіона обращенія паровозовъ типа $\frac{4}{5}$ на сѣти каз. ж. д. Инж. С. Кульжинскій и Л. Элькинъ	Исчер- панъ.
XLVI.	Уставы русскихъ жел.-дор. Обществъ. Часть I. Уставы Обществъ, эксплуатирующихъ желѣзныя дороги общаго значенія	5 —
XLVII.	Тоже. Часть II. Уставы Обществъ, эксплуатирующихъ подѣздные пути; условія сооруженія и эксплуатаціи подѣздныхъ путей и вѣтвей	5 —
XLVIII.	Тоже. Часть III. Выдержки изъ уставовъ Обществъ, не получившихъ осуществленія	2 —
XLIX.	Состоящая при Министерствѣ Финансовъ Комиссія о новыхъ желѣзныхъ дорогахъ и ея дѣятельность. Часть I. 1896—1902 г. Н. Ермиловъ	3 —
L.	Ислѣдованія разницъ въ показаніяхъ доходовъ каз.	

	жел. дор. по исполненію росписи и по эксплуатаціон- нымъ отчетамъ этихъ дорогъ	2 —
LI.	Выгоды, полученныя желѣзными дорогами въ 1909 г. отъ урожая и отъ улучшенія своего хозяйства съ 1907 г. Н. Петровъ	— 75
LII.	Матеріалы по обследованію Сѣверныхъ жел. дорогъ . .	3 —
LIII.	Перевозка скоропортящихся продуктовъ и снабженіе ими городовъ въ Россіи и за границею М. П. Федорова.	1 —
LIV.	Мексиканскій законъ о желѣзныхъ дорогахъ. Аргентин- скій законъ о желѣзнодорожныхъ обществахъ	1 —
LV.	Матеріалы по обследованію Сѣверо-Западныхъ жел. дор.	3 —
LVI.	Матеріалы по обследованію Николаевской жел. дор. .	3 —
LVII.	Первое приближеніе къ опредѣленію наименьшаго про- бѣга товарныхъ поѣздовъ на данной линіи. Н. Петровъ.	1 25
LVIII.	О реорганизаціи Центральныхъ Установленій Министер- ства Путей Сообщенія по управленію желѣзными дор. С. Кульжинскій	1 —
LIX.	Отвѣтственность русскихъ желѣзныхъ дорогъ въ цифрахъ. М. П. Федоровъ	1 50
LX.	Критерій для желѣзныхъ дорогъ и его примѣненіе. Н. Петровъ	— 50
LXI.	Вѣтви общаго пользованія, выстроенныя на средства частныхъ предпринимателей и переданныя въ собствен- ность казны. П. Соловьева подъ ред. С. Кульжинскаго .	1 —
LXII.	Статья 683 ч. 1 т. X Свода Законовъ, исторія и ана- лизъ ея въ связи съ данными для ея пересмотра. Г. Н. Каргановъ	1 50
LXIII.	Очерки финансовой организаціи Сѣверо-Американскихъ желѣзныхъ дорогъ. Перев. съ англ. М. С. Модель, подъ редакціей С. Н. Кульжинскаго.	3 —
LXIV.	О нормальныхъ размѣрахъ оборотныхъ капиталовъ на казенныхъ желѣзныхъ дорогахъ. К. Ходоровскій . . .	1 50
LXV.	О скорости слѣдованія грузовъ по русскимъ жел. дор. С. Кульжинскій	— 50

Б) Печатаются:

LXVI.	Матеріалы по обследованію Сызрано-Вяземской ж. д. .	— —
LXVII.	Матеріалы по обследованію Самаро-Златоустовской ж. д.	— —
LXVIII.	Матеріалы по обследованію Либаво-Роменской ж. д. .	— —

ВЫСОЧАЙШЕ учрежденная Особая Высшая Комиссія
для всесторонняго изслѣдованія желѣзнодорожнаго дѣла
въ Россіи.

В. LXIII.

Стюартъ Даджетъ.

Профессоръ политической экономіи Гарвардскаго университета.

ОЧЕРКИ
ФИНАНСОВОЙ ОРГАНИЗАЦІИ
Сѣверо-Американскихъ желѣзныхъ дорогъ.

Перевелъ съ англійскаго М. С. Модель.

Подъ редакціей С. Н. Кульжинскаго.

С.-ПЕТЕРБУРГЪ.

Тип. М. Д. Ломковскаго,  Думская улица, д. № 5.

1911.



СОДЕРЖАНІЕ.

	Стр.
Отъ переводчика	V
Отъ автора	1
ГЛАВА I. Baltimore & Ohio	6
<p>Первоначальная исторія.—Развитіе сѣти до Чикаго.—Тарифныя войны.—Вліяніе ихъ на финансовое положеніе общества.—Развитіе сѣти до Нью-Йорка.—Реализація облигацій для погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ.—Неудовлетворительныя условія движенія на дорогѣ.—Назначеніе администраціи по дѣламъ общества.—Отчетъ Литтля.—Реорганизація.—Новѣйшая исторія.</p>	
ГЛАВА II. Erie	26
<p>Первоначальная исторія.—Реорганизація.—Биржевая игра.—Финансовыя затрудненія.—Вторая реорганизація.—Развитіе угольнаго предпріятія.—Развитіе сѣти до Чикаго.—Соглашеніе съ фирмой Грантъ и Уардъ.—Финансовыя реформы.—Соглашеніе съ желѣзной дорогой Нью-Йоркъ-Пенсильванія-Огайо.—Третья реорганизація.—Новѣйшая исторія.</p>	
ГЛАВА III. Philadelphia & Reading	58
<p>Первоначальная исторія.—Покупка угольныхъ копей.—Превращеніе краткосрочныхъ обязательствъ въ долгосрочныя.—Банкротство.—Борьба Гоуэна съ противниками.—Реорганизація.—Второе банкротство и реорганизація.</p>	
ГЛАВА IV. Philadelphia & Reading	93
<p>Финансовыя затрудненія угольнаго предпріятія.—Политика развитія сѣти Макъ-Леода.—Неудачныя послѣдствія этой политики.—Банкротство общества.—Обзоръ новѣйшей исторіи.</p>	

ГЛАВА V. The Southern	Стр. 117
--	-------------

Richmond & Danville.—East Tennessee, Virginia & Georgia.—Образование Southern Railway Security Company.—Развитіе сѣти и соглашенія съ другими дорогами.—Банкротство и реорганизація East Tennessee.—Взаимныя отношенія между Richmond & Danville и Richmond & West Point Terminal. — Покупка желѣзной дороги Central of Georgia.—Банкротство и реорганизація всей сѣти.—Обзоръ новѣйшей исторіи.

ГЛАВА IV. Atchison, Topeka & Santa Fe	164
--	-----

Уставъ общества.—Развитіе сѣти по стратегическимъ соображеніямъ.—Развитіе сѣти по соображеніямъ конкуренціи съ другими дорогами.—Вліяніе расширенія сѣти на финансовое положеніе общества.—Повышеніе дивидендной нормы.—Реорганизація 1889 г.—Приобрѣтеніе желѣзныхъ дорогъ С.-Луи, Санъ-Франциско и Colorado Midland.—Конверсія дивидендныхъ облигацій.—Назначеніе администраціи по дѣламъ общества.—Англійскій планъ реорганизаціи.—Отчетъ Литтля.—Окончательная схема реорганизаціи.—Продажа сѣти съ аукціона.—Обзоръ новѣйшей исторіи.

ГЛАВА VII. Union Pacific	195
---	-----

Акты 1862 и 1864 гг.—Высокая строительная стоимость дороги.—Вынужденныя соглашенія съ Kansas Pacific и Denver Pacific.—Убыточность вѣтвей общества.—Періодъ дѣятельности Адамса.—Финансовыя затрудненія.—Долгъ правительству.—Назначеніе администраціи по дѣламъ общества и реорганизація.—Обзоръ новѣйшей исторіи.

ГЛАВА VIII. Northern Pacific	241
---	-----

Актъ 1864 г.—Банкротство и реорганизація.—Развитіе сѣти въ сѣверо-западномъ направленіи.—Виллардъ и Oregon & Transcontinental Company.—Медленный темпъ развитія предпріятія.—Отсрочка погашенія ипотечныхъ облигацій.—Аренда Wisconsin Central.—Финансовыя затрудненія.—Назначеніе администраціи по дѣламъ общества.—Осложненіе формальнаго характера.—Реорганизація.—Обзоръ послѣдующихъ событій.

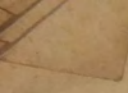
ГЛАВА IX. Rock Island	Стр. 295
--	-------------

Уставъ общества.—Благопріятное финансовое положеніе въ первые годы существованія общества.—Реорганизація 1880 года.—Консервативная политика руководителей общества.—Развитіе сѣти.—Дивиденды въ 90-ые годы.—Дѣятельность Муровъ.—Реорганизація 1902 г.—Дальнѣйшее развитіе сѣти.—Подрывъ кредита общества.

ГЛАВА X. Заключеніе	321
--------------------------------------	-----

Опредѣленіе реорганизаціи желѣзной дороги.—Причины финансовыхъ затрудненій желѣзныхъ дорогъ.—Отсутствіе ограниченій въ отношеніи образованія капиталовъ и конкуренціи.—Потребность въ наличныхъ средствахъ.—Обязательные платежи.—Распредѣленіе убытковъ.—Капиталы желѣзныхъ дорогъ до и послѣ реорганизаціи.—Цѣнность бумагъ до и послѣ реорганизаціи.—Способы удовлетворенія потребности въ капиталахъ.—Институтъ уполномоченныхъ.—Общіе выводы.

Библиографическая замѣтка	386
-------------------------------------	-----



Faint, illegible text visible through the paper, appearing as bleed-through from the reverse side. The text is mirrored and difficult to decipher.

Отъ переводчика.

Основнымъ элементомъ для разнаго рода комбинацій капитала является свободно обращающаяся на рынкѣ цѣнная бумага—акція или облигація. Подъ именемъ акціи разумѣютъ извѣстную составную часть капитала, а также право участія въ акціонерной компаніи. По общему правилу, акціонеры равны между собою въ отношеніи правъ на полученіе дивиденда, права голоса и притязаній на ликвидационную долю, но иногда равенство между отдѣльными акціонерами нарушается существованіемъ, такъ называемыхъ, привилегированныхъ акцій. Вотъ почему въ акціонерной практикѣ встрѣчаются два рода акцій: привилегированныя и обыкновенныя акціи. Особый видъ привилегированныхъ акцій представляютъ дивидендныя свидѣтельства, выдаваемые при амортизаціи части акцій изъ суммъ чистой прибыли.

Облигація представляетъ собою долговое обязательство акціонернаго общества, и въ этомъ заключается ея существенное отличіе отъ акціи. Облигаціи различаются между собою по размѣрамъ доходности, а также по срокамъ и условіямъ погашенія. Существенное значеніе, какъ для облигацій, такъ и для акцій, почти исключительно желѣзнодорожныхъ обществъ, имѣетъ гарантія правительства.

Таковы въ общихъ чертахъ немногочисленныя разновидности цѣнныхъ бумагъ, выпускаемыхъ акціонерными компаніями въ большинствѣ западно-европейскихъ государствъ и въ Россіи. Не то мы видимъ въ Сѣверо-Американскихъ Соединенныхъ Штатахъ, гдѣ акціонерныя общества получили своеобразное развитіе. Тогда какъ въ Западной Европѣ и въ Россіи акціонерныя предпріятія лишь

постепенно становятся элементами болѣе сложныхъ организацій, представляющихъ экономическія единицы высшаго порядка, въ Соединенныхъ Штатахъ Сѣверной Америки процессъ мобилизаціи, въ цѣляхъ хозяйственной дѣятельности, всего общественнаго капитала, уже заканчивается. По новѣйшимъ статистическимъ даннымъ, капиталы промышленныхъ трестовъ, крупныхъ желѣзнодорожныхъ обществъ и телефонныхъ и телеграфныхъ предприятий составляютъ уже 50% всего національнаго богатства Соединенныхъ Штатовъ, исчисляемаго въ 110 миллиардовъ долларовъ. Въ желѣзныя дороги вложено до 20 миллиардовъ долларовъ капитала, въ періодъ 1897—1907 г.г. выпущено желѣзнодорожныхъ бумагъ на 11 миллиардовъ долларовъ. Свобода промышленности, наряду съ существенной особенностью американской акціонерной практики (система чрезмѣрныхъ выпусковъ капитала), обусловила появленіе на рынкѣ множества самыхъ разнообразныхъ цѣнныхъ бумагъ, которыя въ европейскомъ биржевомъ обиходѣ совершенно не встрѣчаются. Обиліе разновидностей акцій и облигацій въ значительной степени объясняется также широкимъ распространеніемъ акціонерныхъ обществъ, специально основываемыхъ для приобрѣтенія акцій существующихъ предприятий. Типичнымъ образцомъ такого вида участія однихъ предприятий въ акціонерномъ капиталѣ другихъ являются такъ называемыя Holding Companies. Обыкновенно группа предпринимателей образуетъ компанію для скупки 51% акцій какого-либо предприятия. Скупивъ акціи, группа приобрѣтаетъ руководящее вліяніе на исходъ голосованій въ общихъ собраніяхъ акціонеровъ. Вслѣдъ затѣмъ группа продаетъ 49% акцій вновь образованной компаніи (назовемъ ее компаніей владѣнія I степени) на сторону и въ результатѣ управляетъ дѣлами одного, а то и нѣсколькихъ предприятий, располагая лишь 25% ихъ акціонернаго капитала. Часто предприниматели идутъ дальше и для владѣнія 51% акцій компаніи владѣнія I степени основываютъ новую компанію, (назовемъ ее компаніей владѣнія

II степени) въ которой опять таки оставляютъ за собою лишь 51% акцій и т. д., и т. д. Въ концѣ концовъ руководящее вліяніе на дѣла того или другого крупнаго предпріятія сосредоточивается въ рукахъ группы лицъ, располагающихъ сравнительно незначительной долей акціонернаго капитала. Такова новѣйшая эволюція акціонернаго дѣла въ Соединенныхъ Штатахъ, создающая новыя экономическія связи между предпріятіями и обуславливающая громадное увеличеніе количества цѣнныхъ бумагъ, вновь пріобщаемыхъ къ биржевому обороту. Въ результатѣ, на сѣверо-американскихъ биржахъ обращается масса цѣнностей, главнымъ образомъ, желѣзнодорожныхъ, съ наименованіями, не допускающими точнаго и вмѣстѣ съ тѣмъ удобопонятнаго перевода на какой-либо иностранный языкъ. Сказанное относится преимущественно къ облигаціямъ, которыхъ имѣется до 20 разновидностей, различающихся, главнымъ образомъ, по объему правъ, предоставляемыхъ ихъ владѣльцамъ. Но въ Соединенныхъ Штатахъ существуютъ и разновидности акцій, не встрѣчающіяся на континентѣ Европы.

Книга проф. Даджета сразу вводитъ читателя въ водоворотъ американской финансовой и биржевой терминологіи, которая, какъ указано выше, представляется чуждой акціонерной практикѣ континента Европы и въ особенности Россіи. Нѣкоторыя разновидности цѣнныхъ бумагъ, выпущенныхъ сѣверо-американскими желѣзнодорожными обществами, болѣе или менѣе ясно и подробно очерчены самимъ авторомъ, но для обозначенія большинства бумагъ онъ естественно пользуется ходячей биржевой терминологіей, не объясняя существа ихъ, такъ какъ книгу свою онъ писалъ для американцевъ. То же слѣдуетъ сказать и о нѣкоторыхъ техническихъ выраженіяхъ, касающихся финансовой стороны желѣзнодорожнаго хозяйства. Переводчикъ всюду старался по возможности точнѣе передать значеніе разнаго рода терминовъ, но во многихъ случаяхъ это оказывалось слишкомъ труднымъ, а иногда и совер-

шенно невозможнымъ. Вотъ почему переводчикъ считаетъ нужнымъ предпослать изложенію сочиненія проф. Даджета нѣсколько предварительныхъ замѣчаній, въ которыхъ читатель найдетъ болѣе или менѣе исчерпывающее объясненіе существа встрѣчающихся въ книгѣ терминовъ. Переводчикъ позволяетъ себѣ выразить надежду, что ознакомленіе съ предисловіемъ къ книгѣ въ значительной мѣрѣ облегчитъ пониманіе текста, несомнѣнно, нуждающагося для русскаго читателя въ поясненіяхъ справочнаго характера.

Типы облигацій.

Облигаціи обыкновенно обезпечиваются ипотекой. Въ большинствѣ случаевъ облигаціи выпускаются достоинствомъ въ 1.000 долл. каждая. При нѣкоторыхъ облигаціяхъ находятся купоны, по другимъ проценты уплачиваются путемъ выдачи чековъ на соотвѣтственную сумму.

1. Облигаціи первой ипотеки. (First mortgage bonds).

Облигаціи первой ипотеки обезпечиваются имуществомъ даннаго предпріятія, такъ сказать въ первую очередь. Имущество предпріятія можетъ быть обременено и другими обязательствами, но облигаціи первой ипотеки всегда идутъ впереди ихъ. Это не значитъ, однако, что интересы владельцевъ облигацій первой ипотеки вполне обезпечены. Имущество предпріятія можетъ оказаться малоцѣннымъ, либо само предпріятіе не въ состояніи выработать достаточный доходъ для оплаты процентовъ по облигаціямъ.

2. Облигаціи второй, третьей, четвертой и т. д. ипотекъ (Second, third etc. mortgage bonds).

Облигаціи второй ипотеки, какъ показываетъ самое ихъ названіе, идутъ позади облигацій первой ипотеки. Если первая ипотека покрываетъ цѣнность имущества даннаго

предпріятія, то, конечно, вторая ипотека, въ смыслѣ обезпеченія, занимаетъ подчиненное положеніе. Но во многихъ случаяхъ облигаціи первой ипотеки покрываютъ лишь часть общей цѣнности имущества даннаго предпріятія,—тогда и вторую ипотеку можно считать хорошо обезпеченной. Облигаціи, третьей, четвертой, пятой и т. д. ипотекъ не требуютъ особыхъ поясненій. Какъ показываетъ самое ихъ названіе, онѣ идутъ позади предшествующихъ выпусковъ, но это опять-таки не значитъ, что онѣ плохо обезпечены. Все зависитъ отъ финансоваго положенія даннаго желѣзнодорожнаго общества.

3. Облигаціи консолидированной ипотеки. (Consolidated mortgage bonds).

Облигаціи консолидированной ипотеки обыкновенно выпускаются въ связи съ общей финансовой реорганизаціей желѣзной дороги или финансовыми мѣропріятіями частичнаго характера, либо съ цѣлью добыть новыя средства, когда предпріятіе обременено залогомъ, и на реализацію облигацій второй или третьей ипотеки трудно рассчитывать. Для примѣра возьмемъ 5% консолидированныя облигаціи общества Южной желѣзной дороги, основаннаго въ 1894 г. съ цѣлью объединенія большого числа желѣзнодорожныхъ компаній, оперировавшихъ въ южныхъ штатахъ. Такъ какъ имущество компаній уже было обременено разнаго рода ипотеками на сумму болѣе, чѣмъ 60 милл. долл., то учредители общества рѣшили выпустить консолидированную ипотеку на очень крупную сумму, изъ которой часть постановлено было отчислить въ резервъ для погашенія разнаго рода ипотекъ составныхъ элементовъ предпріятія при наступленіи срока оплаты капитала. Консолидированная ипотека общества Южной желѣзной дороги выпущена на 100 лѣтъ. Всѣ предшествующіе ипотечные займы будутъ погашены къ 1938 г., и тогда консолидированная ипотека сдѣлается первой ипотекой.

4. **Облигаціи общей ипотеки. (General mortgage bonds).**

Облигаціи общей ипотеки принадлежатъ къ тому же классу обязательствъ, что и облигаціи консолидированной ипотеки. Онѣ часто выпускаются, когда имущество предприятия обременено одной лишь первой ипотекой.

5. **Приоритетныя ипотечныя облигаціи. (Prior lien bonds).**

Этого рода облигаціи имѣютъ относительное значеніе. Такъ, на примѣръ, 4% приоритетныя ипотечныя облигаціи общества Эри идутъ лишь впереди 4% облигацій общей ипотеки и составляютъ часть перваго консолидированнаго ипотечнаго займа, выпущеннаго въ связи съ финансовой реорганизаціей 1895 г. Приоритетныя ипотечныя облигаціи пользуются приоритетомъ лишь въ отношеніи облигацій общей ипотеки по уставамъ Northern Pacific, Union Pacific и многихъ другихъ желѣзнодорожныхъ компаній.

6. **Debenture bonds.**

Debenture bond представляетъ собою какъ-бы расписку, обѣщаніе заплатить, но не носитъ характера ипотечной облигаціи. Данное общество, конечно, обязано оплачивать проценты и капиталъ по debenture bonds, но, въ случаѣ неисправности общества, владѣлецъ debenture bonds не можетъ требовать продажи предприятия съ аукціона. Въ этомъ отношеніи debenture bond напоминаетъ такъ называемую кумулятивную привилегированную акцію, хотя надо помнить, что держатели привилегированныхъ акцій пользуются правомъ голоса, котораго держатели debenture bonds лишены.

7. **Обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ облигаціи. (Collateral trust bonds).**

Обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ облигаціи косвеннымъ образомъ обременяютъ извѣстную часть иму-

щества предпріятія, путемъ передачи особо уполномоченнымъ лицамъ другихъ бумагъ, непосредственно обременяющихъ желѣзнодорожное имущество. Передаваемый уполномоченнымъ лицамъ залогъ обыкновенно состоитъ изъ акцій и облигацій, а въ нѣкоторыхъ случаяхъ только изъ акцій. Иногда облигаціи обезпечиваются частью депозитомъ дополнительнаго залога, частью—ипотекой. Въ этихъ случаяхъ онѣ носятъ наименованіе mortgage-collateral bonds.

8. Подлежащія конверсіи облигаціи. (Convertible bonds).

Подлежащія конверсіи облигаціи даютъ обществу право замѣны ихъ другого рода облигаціями или акціями. Такъ, 4^o/_o облигаціи общества Atchison могутъ быть конвертированы въ обыкновенныя акціи по номинальной цѣнѣ до 1918 г., 4^o/_o облигаціи общества Эри могутъ быть конвертированы въ обыкновенныя акціи до 1 апрѣля 1915 г. по расчету 200 долларовъ акціями за 100 долларовъ облигаціями. Иногда оговорка о правѣ конверсіи дѣлается для приданія ипотечнымъ облигаціямъ въ извѣстной мѣрѣ спекулятивнаго характера, въ другихъ случаяхъ—для погашенія долговыхъ обязательствъ общества путемъ замѣны ихъ акціями.

9. Соединенныя облигаціи. (Joint bonds).

Этого рода облигаціи выпускаются двумя или болѣе обществами. Такъ, соединенныя 4^o/_o обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ облигаціи Great Northern—Northern Pacific представляютъ собою соединенныя облигаціи двухъ названныхъ обществъ. Обезпечиваются онѣ акціями Chicago, Burlington & Quincy Railroad.

10. Гарантированныя облигаціи. (Guaranteed bonds).

Этого рода облигаціи широко распространены въ Соединенныхъ Штатахъ. Гарантію обыкновенно принимаетъ на себя другое общество,—въ однихъ случаяхъ гаранти-

руется оплата процентов, въ другихъ оплата и капитала и процентовъ. Гарантія часто является результатомъ слиянія предпріятій, снятія одного предпріятія въ аренду другимъ и т. д.

11. Assumed bonds.

Assumed bonds въ извѣстномъ смыслѣ напоминаютъ гарантированныя облигаціи. Онѣ также являются прямыми долговыми обязательствами общества, принимающаго на себя гарантію. Обыкновенно assumed bonds появляются при приобрѣтеніи крупными желѣзнодорожными обществами линій второстепеннаго значенія. То или другое общество добровольно принимаетъ на себя заботы объ оплатѣ капитала и процентовъ по облигаціямъ, причемъ впослѣдствіи можетъ отказаться отъ гарантіи.

12. Divisional bonds.

Divisional bonds представляютъ собою облигаціи крупнаго желѣзнодорожнаго общества, обременяющія только извѣстную часть его имущества. На желѣзной дорогѣ Chicago, Milwaukee & St. Paul всѣ облигаціонныя займы, кромѣ общей ипотеки, представляютъ собою divisional bonds. Такъ, 7% облигаціи Chicago, Milwaukee & St. Paul обременяютъ залогомъ участокъ въ 355 миль отъ Альгомы до Чемберлена. Существенное различіе между divisional bonds и assumed bonds заключается въ томъ, что, тогда какъ divisional bond представляетъ собою прямое обязательство, обыкновенно выпускаемое главнымъ обществомъ, assumed bond является обязательствомъ побочной компаніи, приобрѣтенной главнымъ обществомъ.

13. Дивидендныя облигаціи. (Income bonds).

Дивидендныя облигаціи представляютъ собою обязательства, проценты по которымъ оплачиваются въ зависимости отъ дохода. Капиталь по дивиденднымъ облигаціямъ

обезпеченъ ипотекой, проценты же не входятъ въ составъ обязательныхъ платежей, и, въ случаѣ неисправности общества въ отношеніи уплаты процентовъ, держатель дивидендныхъ облигацій не пользуется правомъ требовать продажи предпріятія съ аукціона. Существуетъ нѣсколько разновидностей дивидендныхъ облигацій. Нѣкоторыя дивиденныя облигаціи не приравняются къ ипотекамъ въ отношеніи капитала. Это такъ называемыя *debenture incomes*. По другимъ облигаціямъ (*preference incomes*) неуплаченные въ извѣстные годы проценты переносятся на слѣдующій годъ въ видѣ долга за обществомъ. Наконецъ, встрѣчаются дивиденныя облигаціи, подлежащія конверсіи, напимѣръ, въ привилегированныя акціи. Особый видъ дивидендныхъ облигацій представляютъ такъ называемыя привилегированныя облигаціи. Желѣзная дорога *Central of Georgia* выпустила три разряда дивидендныхъ облигацій изъ 5⁰/. По облигаціямъ перваго разряда уплачивается 5⁰/о ранѣе какихъ либо выдачъ по облигаціямъ втораго разряда, по облигаціямъ втораго разряда 5⁰/о ранѣе какихъ либо выдачъ по облигаціямъ третьяго разряда. Проценты по дивиденднымъ облигаціямъ не всегда оплачиваются даже въ томъ случаѣ, если доходы предпріятія вполне достаточны. Оплата процентовъ обыкновенно находится въ зависимости отъ усмотрѣнія правленія желѣзной дороги, которое можетъ въ этомъ отношеніи проявлять такую же осторожность, какая иной разъ наблюдается при выдачѣ дивиденда акціонерамъ.

14. Облигаціи погасительнаго фонда. (*Sinking-fund*).

При выпускѣ этого рода облигацій обыкновенно дѣлается оговорка объ отчисленіи ежегодно извѣстной суммы доходовъ для погашенія облигацій. Въ большинствѣ случаевъ общество обязуется періодически передавать особо уполномоченнымъ лицамъ извѣстный процентъ съ валового или чистаго дохода, съ суммы находящихся въ обращеніи облигацій, или просто опредѣленную сумму наличныхъ

денегъ. Уполномоченные либо погашаютъ облигаціи путемъ тиража, либо скупаютъ ихъ на биржѣ, послѣ чего облигаціи уничтожаются. Нѣкоторыя общества не уничтожаютъ облигацій, а продолжаютъ платить по нимъ проценты, которые причисляются къ фонду и идутъ на приобрѣтеніе новыхъ облигацій. Иногда на средства фонда приобрѣтаются другія бумаги, и онъ остается неприкосновеннымъ вплоть до наступленія срока оплаты капитала по облигаціямъ.

15. Отсроченныя облигаціи. (Extended bonds).

Иногда, при наступленіи срока оплаты капитала по облигаціямъ, общество, по соглашенію съ держателями облигацій, такъ сказать, отсрочиваетъ ихъ, вмѣсто того, чтобы выпустить новыя облигаціи для ихъ замѣны. Отсрочка производится на нѣсколько лѣтъ, въ рѣдкихъ случаяхъ на нѣсколько десятилѣтій. Обыкновенно размѣръ процентовъ при отсрочкѣ облигацій понижается.

16. Underlying bonds.

Этимъ терминомъ обозначается всякая облигація, предшествующая по времени выпуска другой облигаціи. Термину underlying bonds, во всякомъ случаѣ придается относительное значеніе.

17. Refunding bonds.

Этого рода облигаціи выпускаются, главнымъ образомъ, при финансовыхъ реорганизаціяхъ, въ связи съ наступленіемъ срока оплаты капиталовъ по тѣмъ или другимъ займамъ, съ удовлетвореніемъ потребности въ наличныхъ средствахъ и пониженіемъ обязательныхъ платежей. Облигаціи refunding bonds обыкновенно выпускаются на 100 лѣтъ, приносятъ небольшой процентъ и обезпечиваются, такъ сказать, «бланковымъ» залогомъ всего наличнаго имущества и имѣющаго быть приобрѣтеннымъ впоследствии.

18. Participating bonds.

Participating bonds являются продуктомъ новѣйшаго времени. При извѣстныхъ условіяхъ, держатели облигацій пользуются правомъ участія въ доходахъ или прибыляхъ желѣзной дороги сверхъ опредѣленнаго процента. Въ 1902 г. participating bonds были выпущены желѣзной дорогой Oregon Short Line. Процентъ по нимъ былъ опредѣленъ въ 4⁰/₀, но вмѣстѣ съ тѣмъ облигаціи участвовали въ дивидендахъ сверхъ 4⁰/₀, которые могли бы быть выданы по акціямъ Northern Securities, купленнымъ обществомъ Union Pacific. Впослѣдствіи эти облигаціи были конвертированы въ 4⁰/₀ облигаціи, гарантированныя обществомъ Union Pacific. Несогласившіеся на конверсію облигаціонеры получили за свои облигаціи наличныя деньги по курсу 105.

19. Equipment bonds.

Этого рода облигаціи выпускаются для приобрѣтенія подвижнаго состава и непосредственно обезпечиваются паровозами, вагонами и т. д. Часто бываетъ, что желѣзная дорога нуждается въ быстромъ увеличеніи своего подвижнаго состава въ виду развитія движенія. Въ громадномъ большинствѣ случаевъ эта операція связана съ крупными затратами, для которыхъ желѣзныя дороги не имѣютъ средствъ. Съ цѣлью удовлетворить потребность въ усиленіи подвижнаго состава были придуманы облигаціи equipment (car) bonds или trusts. Онѣ выпускаются обыкновенно на краткіе сроки. Иногда капиталъ по облигаціямъ выплачивается изъ текущихъ доходовъ, иногда изъ выручки отъ реализаціи займовъ. Облигаціи equipment bonds принадлежатъ къ числу первоклассныхъ желѣзнодорожныхъ цѣнностей. Значеніе залога, коимъ онѣ обезпечиваются, не требуетъ особыхъ комментаріевъ.

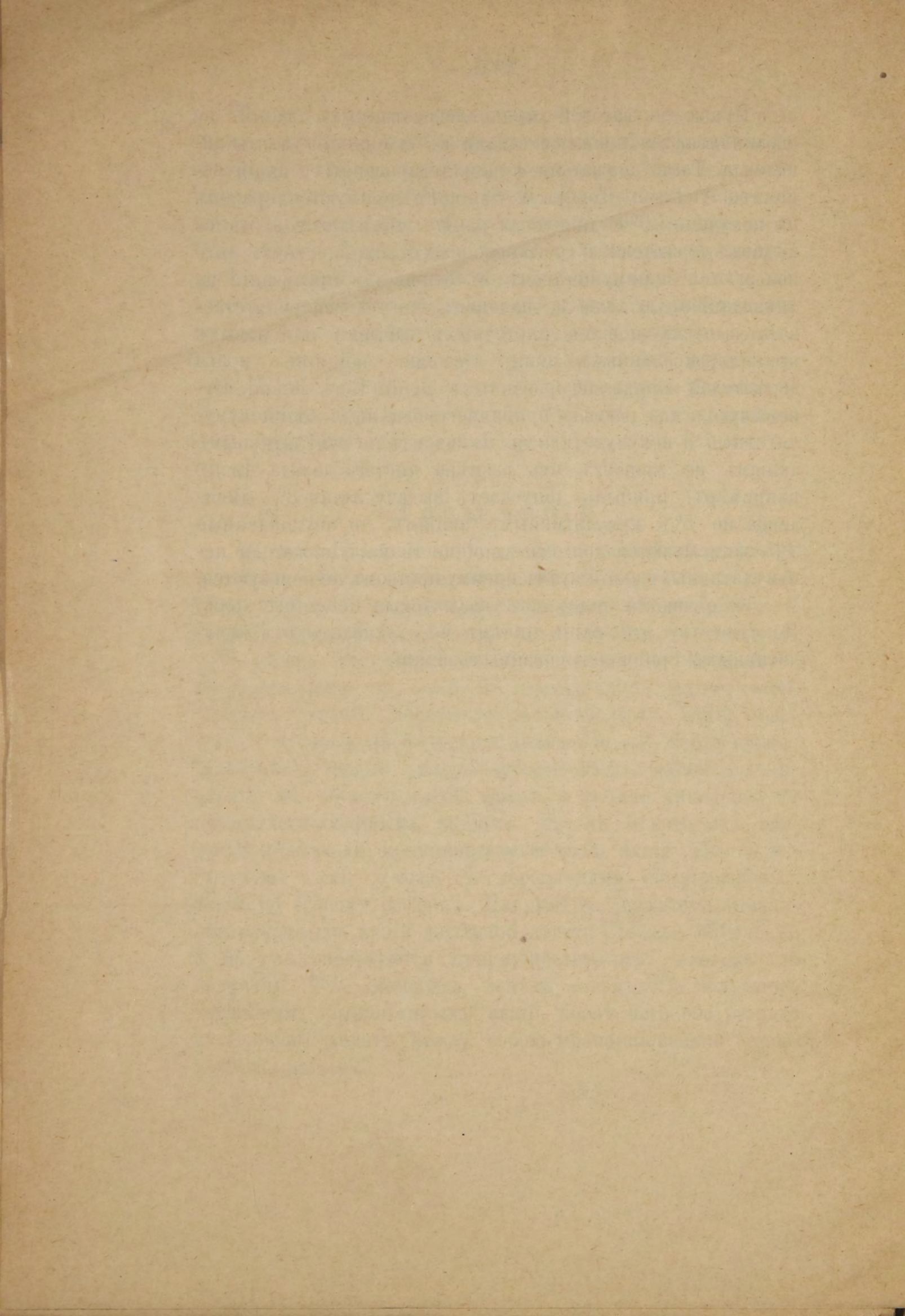
Кромѣ перечисленныхъ наименованій разнаго рода облигацій, встрѣчаются и другіе термины: land grant bonds, (облигаціи государственныхъ земельныхъ отводовъ жел. дорогамъ), trust mortgage bonds (ипотечныя), currency bonds и др. Значеніе ихъ не требуетъ особыхъ поясненій. Такъ, currency bonds оплачиваются (капиталъ и проценты) любой монетой, имѣющей обращеніе въ странѣ, а не непременно золотомъ. Въ свое время указаніе относительно платежей по облигаціямъ золотомъ имѣло громадное значеніе, которое теперь, конечно, въ значительной мѣрѣ утрачено, хотя и по сію пору многіе американскіе биржевики продолжаютъ придавать особую цѣнность, такъ называемымъ, «золотымъ облигаціямъ».

Типы акцій.

Въ американской акціонерной практикѣ встрѣчаются обыкновенныя и привилегированныя акціи, какъ и въ Европѣ. Изъ 134 акціонерныхъ предпріятій, коихъ бумаги служатъ предметомъ оживленныхъ оборотовъ на нью-іоркской биржѣ, 88 выпустили обыкновенныя и привилегированныя акціи, и лишь 46 ограничились однимъ лишь разрядомъ акцій. Держатели обыкновенныхъ акцій пользуются правомъ на полученіе дивиденда изъ всѣхъ суммъ, остающихся послѣ уплаты процентовъ по займамъ, отчисленій въ погасительный фондъ и выдачи дивиденда по привилегированнымъ акціямъ. Но въ нѣкоторыхъ случаяхъ держатели привилегированныхъ акцій дѣлятъ известную часть дохода съ держателями обыкновенныхъ акцій по особому разсчету. Напримѣръ, держатели привилегированныхъ акцій желѣзной дороги Chicago, Milwaukee & St. Paul пользуются преимущественнымъ правомъ на полученіе 7% дивиденда, вслѣдъ затѣмъ 7% получаютъ держатели обыкновенныхъ акцій, послѣ чего оба разряда акціонеровъ дѣлятъ между собою пропорціонально остающуюся прибыль.

Права держателей привилегированных акцій не ограничиваются преимуществами въ отношеніи уплаты дивиденда. Такъ, держатели привилегированных акцій общества Atchison, Topeka & Santa Fe пользуются правомъ на полученіе 5⁰/₀ дивиденда ранѣе, чѣмъ таковой будетъ выданъ держателямъ обыкновенныхъ акцій, сверхъ того пользуются преимуществомъ въ отношеніи притязаній на ликвидационную долю и, наконецъ, могутъ воспрепятствовать выпуску новыхъ ипотечныхъ займовъ или новыхъ привилегированных акцій. Особенно обширны права держателей привилегированных акцій Rock Island. Существоютъ два разряда привилегированных акцій: кумулятивныя и некумулятивныя. Дивидендъ по кумулятивнымъ акціямъ не зависитъ отъ размѣра чистаго дохода. Если, напримѣръ, прибыль допускаетъ выдачу лишь 3⁰/₀ дивиденда по 5⁰/₀ кумулятивнымъ акціямъ, то неуплаченные 2⁰/₀ записываются долгомъ за обществомъ. Держатели некумулятивныхъ акцій этимъ преимуществомъ не пользуются.

Встрѣчаются еще такъ называемыя debenture stock. По существу эти акціи ничѣмъ не отличаются отъ кумулятивныхъ привилегированных акцій.



ОТЪ АВТОРА.

Факты, имѣвшіе мѣсто въ далекомъ прошломъ, иногда какъ будто повторяются, и знанія, почерпнутыя изъ опыта, давно позабытыя, подчасъ весьма полезно напомнить. Примѣръ тому — финансовая реорганизація американскихъ желѣзныхъ дорогъ. Въ періодъ 1893—1899 гг. значительная группа американскихъ жел. дорогъ попала въ администрацію *). Въ одномъ 1893 году суды назначили администраторовъ по дѣламъ желѣзнодорожныхъ обществъ съ капиталомъ почти въ 2 миллиарда долларовъ, которымъ принадлежали линіи протяженіемъ болѣе 27.000 миль, а въ послѣдующіе годы число несостоятельности значительно возрасло. Принудительная продажа желѣзнодорожнаго имущества коснулась 10.446 миль въ 1905 г., 12.355 миль въ 1906 г. и 40.503 миль въ періодъ 1894—1898 гг. Изъ наиболѣе крупныхъ несостоятельности слѣдуетъ отмѣтить: Richmond & West Point Terminal, Reading, Erie, Northern Pacific, Atchison, Baltimore & Ohio, Norfolk & Western, Louisville, New Albany & Chicago, Ann Arbor, Seattle, Lake Shore & Eastern, Pecos Valley и пр.

Желѣзнодорожныя общества, впавшія въ несостоятельность въ періодъ 1893—1898 гг., подверглись въ послѣдствіи финансовой реорганизаціи. Для возстановленія равновѣсія между доходами и расходами желѣзнодорожныя общества потребовали отъ своихъ кредиторовъ—держателей облигацій, уступки части принадлежавшихъ имъ правъ. Кредиторы

*) Receiver въ англійской и американской судебной практикѣ то же, что у насъ администрація по дѣламъ, съ тою только разницей, что въ Россіи администраторы избираются кредиторами предпріятія изъ своей среды, въ Англии же и Америкѣ—они назначаются судами.

были вынуждены пойти на эту уступку. Одни изъ нихъ согласились исполнить требованіе компаній добровольно, другіе настояли на продажѣ имущества, коимъ обезпечивались долги желѣзнодорожныхъ обществъ, но и это не спасло ихъ отъ потерь, одинаковыхъ, а иногда и бѣльшихъ противъ понесенныхъ болѣе уступчивыми кредиторами. Это было время крупныхъ нарушеній интересовъ частныхъ лицъ. Капиталисты, довѣрчиво помѣстившіе свои сбереженія въ желѣзнодорожныя облигаціи, должны были пожертвовать своимъ имуществомъ ни за что, ни про что. Годами накоплявшіяся средства исчезли, какъ дымъ. Тѣмъ не менѣе, суды поддержали требованіе желѣзныхъ дорогъ и, надо сказать, совершенно правильно. Дальнѣйшая эксплуатація желѣзныхъ дорогъ, безъ лишенія кредиторовъ части принадлежавшихъ имъ законныхъ правъ, представлялась невозможной. Къ тому же права эти уже не имѣли подъ собою прочной матеріальной основы, и отказъ отъ нихъ былъ равносильенъ юридическому признанію потери, фактически уже понесенной кредиторами.

Финансовая реорганизація большинства желѣзныхъ дорогъ къ 1899 году была уже закончена. Съ тѣхъ поръ доходы желѣзнодорожныхъ обществъ поразительно возрастаютъ. Валовой доходъ отъ эксплуатаціи съ 1.300.000.000 долларовъ въ 1899 году повысился до 2.300.000.000 долларовъ въ 1906 году. Чистый доходъ, за вычетомъ расходовъ по эксплуатаціи, равнялся 605.000.000 долларовъ въ 1899 году, а въ 1906 году онъ уже достигъ 1.046.000.000 долларовъ. Убытки періода 1893—1899 гг. не только исчезли въ послѣдующіе годы, но наоборотъ, слабыя предприятия сумѣли укрѣпить свое положеніе, а сильныя затрaтили громадныя суммы на улучшеніе дорогъ и сверхъ того выдали крупныя дивиденды. Только въ 1905 году въ руки администраторовъ попали новыя 800 миль желѣзныхъ дорогъ, и лишь одинъ разъ въ періодъ 1900—1907 гг. состоялась принудительная продажа линіи протяженіемъ около 800 миль. Эксплуатаціонные расходы увеличи-

лись вслѣдствіе того, что размѣры движенія на желѣзныхъ дорогахъ превысили ихъ пропускную способность. Подвижной составъ желѣзныхъ дорогъ настолько не соотвѣтствовалъ предъявлявшимся къ нимъ требованіямъ, что во многихъ штатахъ были приняты въ законодательномъ порядкѣ суровыя мѣры съ цѣлью побудить общества обновить подвижной составъ; складочныя помѣщенія и конечныя пункты желѣзныхъ дорогъ были настолько завалены грузами, что одинъ выдающійся желѣзнодорожный дѣятель исчислилъ расходъ, потребный для возстановленія равновѣсія между товарными устройствами и грузовымъ движеніемъ, въ пять миллиардовъ долларовъ.

Указанное положеніе дѣль отодвинуло прежніе вопросы финансовой реорганизаціи желѣзныхъ дорогъ на второй планъ. Однако, паника въ октябрѣ 1907 года, въ связи съ сокращеніемъ работы желѣзныхъ дорогъ, которое съ тѣхъ поръ становилось все болѣе и болѣе замѣтнымъ, снова выдвинула эти вопросы на первый планъ. Компанія Seaboard Air Line, одна изъ крупнѣйшихъ на югѣ, обанкротилась 5 января 1908 года. Три дня спустя за нею послѣдовала компанія Chicago Great Western. Компаніи Detroit, Toledo & Ironton, Chicago, Cincinnati & Louisville, International & Great Northern, Western Maryland, Macon & Birmingham попали въ администрацію. Въ общей сложности были объявлены несостоятельными въ теченіе первыхъ десяти недѣль 1908 года компаніи съ капиталомъ почти въ 415 милл. долларовъ и протяженіемъ принадлежащихъ имъ линій 5.938 миль,—общая сумма долговъ ихъ равнялась 462 милл. долларовъ. Общество Erie избѣгнуло банкротства 8 апрѣля 1908 года исключительно благодаря своевременной помощи крупныхъ банковъ, скупившихъ обязательства дороги, по которымъ наступилъ срокъ платежа. Слабымъ предпріятіямъ несомнѣнно угрожаетъ опасность. Правда, американскія желѣзныя дороги сейчасъ находятся въ гораздо лучшемъ положеніи, чѣмъ въ 1893 году. Трудно допустить, чтобы теперь могло случиться

нѣчто подобное тому, что было въ 1893 году. Но какъ бы то ни было, прекращеніе платежей желѣзнодорожными обществами съ протяженіемъ линій почти въ 6.000 миль, въ теченіе десяти недѣль, вновь выдвинуло на первый планъ вопросы финансовой реорганизаціи. Какъ-же осуществить необходимыя въ связи съ этой реорганизаціей финансовыя операціи? Какими методами для этого воспользоваться? Какихъ опасностей слѣдуетъ избѣжать, и какіе въ концѣ концовъ будутъ результаты?

Опытъ прежнихъ лѣтъ даетъ возможность отвѣтить на многіе вопросы, возникающіе въ данное время. Въ надеждѣ, что изученіе финансовой реорганизаціи желѣзныхъ дорогъ, на которое авторъ положилъ шесть лѣтъ труда, окажется полезнымъ, и написана эта книга. Въ ней довольно подробно изложена финансовая исторія семи крупнѣйшихъ желѣзнодорожныхъ обществъ, обанкротившихся въ періодъ 1892—96 гг., и компани Rock Island, реорганизованной въ 1902 году. Въ послѣдней главѣ дается характеристика различныхъ финансовыхъ мѣропріятій въ отношеніи указанныхъ желѣзныхъ дорогъ. Въ извѣстной мѣрѣ исторія каждой дороги представляется своеобразной. Такъ, желѣзная дорога Reading имѣла уголь для продажи на своихъ линіяхъ, наоборотъ, у дороги Atchison угля не было. Дорога Southern проходила по слабо заселенной мѣстности, дорога Baltimore & Ohio, наоборотъ, прорѣзывала страну, густо покрытую городами и селеніями. Дорога Erie не могла оправиться отъ тарифныхъ войнъ періода 1864—72 гг., предпринятыхъ Гульдомъ, Дрю и Фискомъ, тогда какъ дорога Northern Pacific была открыта лишь въ 1883 году. Но вмѣстѣ съ тѣмъ въ исторіи дорогъ встрѣчается много общихъ чертъ. За исключеніемъ одной только Rock Island, каждая изъ нихъ по временамъ испытывала финансовыя затрудненія и принуждена была обращаться къ чрезвычайнымъ мѣрамъ въ этой области. Передъ желѣзнодорожными обществами стояли совершенно одинаковые вопросы: Финансовыя затрудненія, ка-

ковъ бы ни былъ ихъ источникъ, выражались для всѣхъ дорогъ одинаково въ крупныхъ годовыхъ обязательныхъ платежахъ и въ чрезмѣрной текущей задолженности. Было очевидно, что дороги обременены непосильными обязательствами, а съ другой стороны допустили накопленіе текущихъ долговъ подъ вліяніемъ необходимости удовлетворенія неотложныхъ нуждъ. Выхода изъ этого положенія стали искать въ обмѣнѣ старыхъ обязательствъ на новыя. Мѣра эта была осуществлена различными путями, и вопросы, по существу аналогичные, получили неодинаковое разрѣшеніе. Вотъ почему, внимательное изученіе различныхъ методовъ финансовой реорганизаціи желѣзныхъ дорогъ, даетъ возможность выяснить, какія мѣропріятія оказались вредными, и какія, наоборотъ, являются не только справедливыми, но и позволяютъ рассчитывать на успѣхъ. Подобнаго рода изслѣдованіе проливаетъ вмѣстѣ съ тѣмъ свѣтъ на исторію желѣзнодорожныхъ обществъ.

Порядокъ изслѣдованія опредѣляется географическимъ расположеніемъ дорогъ: сначала разсматриваются восточныя дороги, затѣмъ южныя и, наконецъ, западныя. Каждая глава, кромѣ послѣдней, должна разсматриваться отдѣльно, но вмѣстѣ съ тѣмъ не слѣдуетъ упускать изъ виду, что она составляетъ часть цѣлаго.

Никто лучше самого автора не можетъ сознавать недостатки предлагаемаго изслѣдованія. Надо имѣть въ виду, что въ этой области пока еще сдѣлано слишкомъ мало. Авторъ надѣется лишь на то, что книга его будетъ полезной для тѣхъ, кто интересуется вопросами финансовой реорганизаціи американскихъ желѣзныхъ дорогъ и вообще развитіемъ акціонернаго дѣла, точнѣе, его финансовой стороны, въ новѣйшее время.

ГЛАВА I.

Baltimore & Ohio.

Желѣзнодорожная компанія Baltimore & Ohio—первое крупное желѣзнодорожное предпріятіе въ Соединенныхъ Штатахъ. Дорога была задумана съ цѣлью помочь городу Балтиморѣ обезпечить за собою торговлю съ западнымъ раіономъ. На акціи новой компаніи подписались городъ Балтимора и штатъ Мэрилендъ. Когда, во время сооруженія дороги, рѣшено было протянуть ее до Виргиніи, то на акціи подписались городъ Уилингъ и штатъ Виргинія, хотя послѣдній черезъ нѣкоторое время отъ подписки отказался. Въ результатѣ потребныя для первоначальной постройки средства были получены путемъ выпуска акцій, а не облигацій. Въ 1844 году, черезъ 17 лѣтъ послѣ утвержденія устава компаніи, въ годовомъ отчетѣ капиталъ компаніи былъ показанъ въ суммѣ 7 милл. долларовъ акціями и 985.000 долларовъ 6^o/о облигаціями. Въ 1849 году, несмотря на выпуски облигаціонныхъ займовъ, отношеніе между акціонернымъ и облигаціоннымъ капиталами равнялось 2:1 *).

1 декабря 1831 года по линіи, имѣвшей тогда 72¹/₂ мили протяженія, былъ пущенъ первый поѣздъ. Первоначальная исторія дороги насъ мало занимаетъ. Это была эпоха непрерывнаго роста движенія, тѣмъ болѣе что дорога проходила не по пустынному раіону, подобно западнымъ линіямъ, но по мѣстности, въ которой давно уже успѣли

*) Рейценштейнъ опредѣляетъ первоначальную стоимость первыхъ 379 миль въ 37.612 долларовъ миль. Къ 1853 г. цифра эта повышается до 41.237 долл. миль въ виду затратъ на переустройство и развитіе дороги.

развиться различныя отрасли промышленности. Пути вели не въ преріи, а въ населенные города; будущее дороги представлялось обезпеченнымъ, лишь бы ей удалось справиться съ первоначальными затрудненіями. Когда дорога была протянута до Кумберленда, ея валовой доходъ увеличился съ 426.492 долларовъ до 575.235 долларовъ, а проведеніе линіи на Уилингъ въ 1853 году способствовало значительному усиленію грузового движенія.

Гражданская война тяжело отразилась на дорогѣ Балтимора-Огайо вслѣдствіе специфическихъ условій ея мѣстоположенія. Конфедераты завладѣли 28 мая 1861 года болѣе чѣмъ 100 милями главной линіи, т. е. почти всѣмъ райономъ между Point of Rocks и Кумберлендомъ. Въ 1862 году была временно возстановлена правительственная власть, но нападенія на линію продолжались до конца войны. Конфедераты нѣсколько разъ разрушали путь, а по уходѣ ихъ компанія поспѣшно исправляла его. Тѣмъ не менѣе, дорога выдержала искусь: часть линіи давала доходъ съ начала до конца, а правительство щедро оплачивало перевозку войскъ.

Настоящая исторія дороги началась послѣ гражданской войны. Она характеризуется конкуренціей, самаго отчаяннаго свойства, между параллельными линіями отъ Чикаго до моря, которая къ тому же обострялась соперничествомъ крупныхъ приморскихъ городовъ и отражалась на грузовомъ движеніи въ обоихъ направленіяхъ. Въ десятилѣтіе 1850—60 г.г. восточныя дороги были протянуты до соединенія съ западными. Въ 1851 году дорога Erie была протянута до озера Эри; въ 1853 году дороги New York Central и Lake Shore и въ 1855 году Pennsylvania и Fort Wayne открыли сообщеніе между портами Атлантическаго океана и Чикаго. Въ 1857 году дорога Балтимора-Огайо открыла сообщеніе съ Цинциннати и С. Луи, а въ 1858 году Grand Trunk достигла Сарніи по пути отъ Портланда въ Чикаго. Послѣ гражданской войны наступилъ періодъ соединенія различныхъ дорогъ и вмѣстѣ съ тѣмъ ихъ развитія. До-

рога New York Central соединилась съ Hudson River, а Pennsylvania сняла въ аренду линіи Питсбургъ — Fort Wayne и Чикаго въ 1869 году. Дорога Балтимора-Огайо достигла Чикаго въ 1874 году, а линіи, которыя въ апрѣлѣ 1880 года вошли въ составъ дороги Chicago & Grand Trunk, были закончены въ февралѣ этого года между Портъ-Гурономъ и Чикаго. Сооруженіе этихъ линій вызвало ожесточенную конкуренцію. Пять дорогъ, независимыхъ одна отъ другой, боролись за Чикаго, и всѣ были готовы понижать тарифы до безконечности съ цѣлью потопить соперниковъ. Дорога Балтимора-Огайо проявила въ этомъ отношеніи наибольшую агрессивность. «При открытіи Чикагской линіи—сказалъ Бланшаръ въ Гепбурнскомъ комитетѣ—по всему сѣверо-западному району о ней говорили, какъ о спасительницѣ фермеровъ, о лучшемъ другѣ земледѣльцевъ и проч. Во всѣхъ газетахъ пестрѣли подобныя заголовки, президентъ Гарретъ публично произносилъ рѣчи, въ которыхъ достаточно прозрачно намекалъ на свои истинныя намѣренія.. «Я слыхалъ, какъ онъ говорилъ, что по окончаніи постройки всѣхъ линій дороги Балтимора-Огайо, онъ—Гарретъ, подобно новоявленному Самсону, сможетъ опрокинуть храмину тарифовъ на головы другихъ дорогъ» *).

При такихъ условіяхъ, споръ между дорогами Балтимора-Огайо и Пенсильванской въ 1874 году по поводу вѣтви на Нью-Йоркъ сопровождался весьма серьезными послѣдствіями **). Пенсильванская дорога отказалась везти вагоны дороги Балтимора-Огайо по своей линіи къ сѣверу

*) Hepburn Committee Report, p. 3171.

**) Дорога Балтимора-Огайо не имѣла вѣтви на Нью-Йоркъ, Пенсильванская дорога съ 1873 года имѣла вѣтвь на Нью-Йоркъ, и Гаррету приходилось отправлять по этой вѣтви грузы съ своей дороги въ Нью-Йоркъ. Споръ начался изъ-за платы за провозъ грузовъ. Гарретъ утверждалъ, что плата въ 4 цента за 100 фунтовъ грузовъ, прибывающихъ изъ Нью-Йорка или отправляемыхъ туда, слишкомъ высока. Кромѣ того грузъ платилъ за 100 миль разстоянія, тогда какъ на самомъ дѣлѣ разстояніе не превышало 90 миль. Президентъ Скоттъ отвѣтилъ, что установленный тарифъ не покрываетъ эксплуатаціонныхъ расходовъ, и что Нью-Йоркская и Филадельфійская вѣтви Пенсильванской дороги открыты для дороги Балтимора-Огайо на такихъ-же условіяхъ, какъ и для другихъ дорогъ.

отъ Филадельфій,—въ отместку за это дорога Балтимора-Огайо понизила пассажирскій тарифъ отъ Вашингтона и Балтиморы до западныхъ пунктовъ на 25—40⁰/₀. Это пониженіе тарифовъ открыло эру желѣзнодорожныхъ войнъ. Вскорѣ затѣмъ пониженіе коснулось пассажирскаго движенія на востокъ, а также и грузового, причемъ оно конечно сопровождалось аналогичными мѣрами на дорогахъ: Пенсильванской, the Lake Shore & Michigan Southern, the Michigan Central, the New York Central и Erie. Тарифъ на грузы четвертаго класса и зерно отъ Чикаго до Нью-Йорка, равный 60 центамъ за 100 фунтовъ въ декабрѣ 1873 года, 40 центамъ въ декабрѣ 1874 года, упалъ до 30 центовъ въ мартѣ 1875 года. Тарифы спеціальные или 6-го класса упали до 12 центовъ отъ Балтиморы и Филадельфій до Чикаго. Пассажирскій тарифъ отъ Чикаго до Балтиморы и Вашингтона былъ пониженъ съ 19 до 9 долларовъ, до Филадельфій — съ 19 до 12 долларовъ, до Нью-Йорка—съ 22 до 15 долларовъ и до Бостона съ 22 до 15 долларовъ. Нью-Йорская Центральная дорога и Эри установили тарифъ отъ Нью-Йорка до Чикаго въ 18 долларовъ и до С. Луи въ 20 долларовъ, Балтимора-Огайо отвѣтила пониженіемъ тарифа до Чикаго до 16, 25 долл. Въ апрѣлѣ 1875 года Балтимора-Огайо понизила тарифы на грузы первыхъ четырехъ классовъ отъ Кумберленда до Балтиморы болѣе чѣмъ на 50⁰/₀, — Пенсильванская дорога тотчасъ же объявила еще болѣе крупное пониженіе тарифовъ *).

*) Дороги между Кумберлендомъ и Балтиморой возили главнымъ образомъ уголь. Въ концѣ мая или началѣ іюня 1875 года президентъ Гарретъ заявилъ, что, какъ только его дорогѣ будетъ открытъ доступъ къ Нью-Йорку черезъ посредство Пенсильванской дороги, и онъ сможетъ устанавливать тарифы отъ Балтиморы и Чикаго по своему усмотрѣнію, — онъ, Гарретъ, вступитъ въ соглашеніе, но не ранѣе того... Соглашеніе въ Саратогѣ, задуманное съ цѣлью разорить дорогу Балтимору-Огайо, на самомъ дѣлѣ послужило лишь къ упроченію ея положенія на западѣ... Его, Гаррета, цѣлью было и есть сохранить тарифъ на грузы 4 класса, преимущественно отправляемые съ запада, въ размѣрѣ 35 центовъ за 100 фунтовъ. Тарифъ этотъ представляется умѣреннымъ и даетъ желѣзной дорогѣ хорошую прибыль. Другія дороги должны подчиниться этому тарифу, иначе миръ невозможенъ. R. R. Gaz. 7:237. 1875.

Послѣдствія этой тарифной войны оказались настолько серьезными для доходности желѣзныхъ дорогъ, что дорога Балтимора-Огайо рѣшила вступить въ переговоры съ Пенсильванской дорогой; но условія соглашенія были невыгодны для другихъ дорогъ. Въ концѣ 1875 г. тарифы все же были повышены, и въ декабрѣ состоялось общее соглашеніе, которое вновь было нарушено въ апрѣлѣ 1876 г. Тарифы на зерно понизились съ 45 центовъ въ мартѣ 1876 г., до 20 центовъ въ маѣ этого года. Въ іюнѣ билетъ I класса отъ Нью-Йорка до Чикаго стоилъ 13 долларовъ.

Война между желѣзными дорогами приняла еще болѣе грозный характеръ изъ-за обострившейся конкуренціи городовъ, которые этими желѣзными дорогами обслуживались. Въ 1876 г. вопросъ о тарифахъ на Нью-Йоркъ, Филадельфію и Балтимору получилъ первостепенное значеніе съ точки зрѣнія интересовъ городовъ. По соглашенію 1879 г. льгота въ пользу Балтиморы въ отношеніи грузовъ на востокъ равнялась 10 центамъ за 100 ф., — въ 1870 г. эта льгота была понижена до 5 центовъ въ отношеніи зерна. Льготы въ пользу Филадельфіи въ отношеніи грузовъ на западъ были нѣсколько ниже. Временнымъ соглашеніемъ въ мартѣ 1876 г. указанная льгота была замѣнена 13⁰/₀ въ пользу Балтиморы и 10⁰/₀ въ пользу Филадельфіи противъ Нью-Йорка. Соглашеніе это было отвергнуто въ декабрѣ 1876 г., когда рѣшено было установить одинаковые тарифы отъ западныхъ пунктовъ къ четыремъ приморскимъ городамъ на всякаго рода грузы, отправляемые въ Европу. Окончательное соглашеніе было достигнуто лишь въ апрѣлѣ 1877 г. Льгота въ пользу Балтиморы была понижена до 3 центовъ, а въ пользу Филадельфіи до 2 центовъ. Тарифы на Бостонъ не могли быть ниже тарифовъ на Нью-Йоркъ и т. д.

Послѣ 1877 г. наступаетъ періодъ частыхъ попытокъ понизить тарифы, установить разнаго рода изъятія, льготы и проч. Правда, въ 1877 и 1879 гг. нѣкоторыя желѣзныя

дороги стараются повысить тарифы по взаимному соглашению, но на многих линиях это оказывается невозможным, вследствие долгосрочных договоров с грузоотправителями. В началѣ 1881 г. тарифы на всѣхъ линияхъ замѣтно понизились. Вѣ октябрѣ тарифъ на зерно пониженъ до $12\frac{1}{2}$ цент., вѣ августѣ плата за проѣздъ пассажира отъ Нью-Йорка до Чикаго упала до 7 долл., тогда какъ за проѣздъ отъ Чикаго до Нью-Йорка дороги взимали 16 долл. По свидѣтельству Альберта Финка, предсѣдателя исполнительнаго комитета дороги Балтимора-Огайо, 15 центовъ вѣ 1879 г. покрывали дѣйствительные расходы дороги по перевозкѣ зерна, 20 центовъ вѣ 1885 г. покрывали общіе эксплуатационные расходы, безъ всякой прибыли для дороги. Впрочемъ, вѣ 1881 г. положеніе дороги нѣсколько улучшилось благодаря значительному усиленію движенія. Вѣ январѣ 1882 г. дороги Балтимора-Огайо, Пенсильванская, Нью-Йоркская центральная, Эри и др. вновь заключили между собою соглашеніе о повышеніи тарифовъ. Однако, вѣ 1884 г. борьба возобновилась. Тарифы на зерно упали съ 30 центовъ до 15 центовъ вѣ мартѣ, и весь годъ не поднимались выше этого уровня. Пенсильванская дорога перевозила эмигрантовъ изъ Нью-Йорка вѣ Чикаго за плату вѣ 1 долларъ съ человѣка.

Такимъ образомъ, вѣ періодъ 1875—1885 гг. дороги, ведущія къ портамъ Атлантическаго океана, не прекращали ожесточенной борьбы между собой. Какое же вліяніе эта борьба оказала на дорогу Балтимора-Огайо? Вѣ 1875 г. ея финансовое положеніе не оставляло желать ничего лучшаго. Общество выдавало дивидендъ вѣ размѣрѣ отъ 6 до 10% на капиталъ. Вѣ послѣдующее десятилѣтіе размѣръ дивиденда не понижался. Вѣ 1877 г. дорога выдала 8% дивиденда, вѣ 1880 г. 10%. Но вѣ этотъ періодъ уже обнаруживается значительно болѣе медленное возрастаніе чистаго дохода. Одновременно увеличиваются обязательные платежи (fixed charges) вследствие выпуска облигацій. Вѣ 1874 г. сумма обязательныхъ платежей составляла 16% чи-

стаго дохода, а въ 1884 г.—63⁰/. Въ 1884 г. во главѣ управленія дороги сталъ молодой Робертъ Гарретъ. Онъ продолжалъ политику поддержанія независимости дороги и борьбы за Нью-Йоркъ. По прежнему дорога Балтимора-Огайо понижала тарифы, оказывала различныя льготы грузоотправителямъ и пассажирамъ и пр., имѣя въ виду цѣль—во что бы то ни стало добраться до Нью-Йорка. Въ апрѣлѣ 1883 г. были выпущены облигаціи для постройки такъ называемой филадельфійской вѣтви отъ Балтимора до сѣверной границы графства Сесиль въ Мерилендѣ. Тамъ вѣтвь должна была соединиться съ линіей Балтимора-Филадельфія, строившейся черезъ Делаваръ и Пенсильванію. Вѣтвь имѣла 99 миль протяженія и обошлась въ 20 милл. долларовъ. За Филадельфіей начиналась область различныхъ соглашеній съ другими дорогами, причемъ компанія Балтимора-Огайо не оставляла надеждъ на сооруженіе своей собственной линіи отъ Филадельфіи до Нью-Йорка. Между тѣмъ, тарифная война продолжалась. Пенсильванская дорога отказалась предоставить свою вѣтвь на Нью-Йоркъ во временное пользованіе дороги Балтимора-Огайо. Въ результатѣ въ 1886 г. дорога Балтимора-Огайо выдала лишь 8⁰/о дивиденда, въ 1887 г. 4⁰/о, а въ 1888 г.—вовсе не выдала дивиденда. Сумма обязательныхъ платежей составляла въ 1888 г. уже 89⁰/о чистаго дохода, текущая задолженность дороги достигла громадной суммы 11 милл. долл. Стоимость дороги въ 1887 г. исчислялась въ 124.744.487 долл., чистый доходъ едва достигалъ 5 милл. долл. Такимъ образомъ, дорога вырабатывала лишь 4⁰/о на капиталъ.

Если до 1887 г. биржевая цѣна акцій дороги не падала, то это объяснялось хорошей репутаціей компаніи, которая въ теченіе долгихъ лѣтъ выплачивала крупныя дивиденды. Въ докладахъ правленія постоянно указывалось на крупныя затраты на усиленіе и улучшеніе дороги, движеніе развивалось, появлялись новые грузы, устраивались вспомогательныя предпріятія: элеваторы, пристани и пр., дававшія, повидимому, солидный доходъ и т. д. Но съ те-

ченіемъ времени крупныя размѣры текущей задолженности заставили администрацію дороги принять мѣры къ ликвидаціи долга. Въ сентябрѣ 1887 г. было объявлено, что желѣзнодорожное общество Балтимора-Огайо заключило контрактъ съ фирмами Морганъ и К^о, бр. Берингъ и Браунъ и Шиплей о выпускѣ привилегированныхъ акцій на 5 милл. долларовъ и на такую же сумму 5^о/_о консолидированныхъ облигацій для ликвидаціи долга по краткосрочнымъ обязательствамъ (floating debt) и упроченія финансоваго положенія общества. Консолидированныя облигаціи должны были составить часть выпуска на сумму 29,6 милл. долларовъ. Синдикатъ банкировъ поставилъ условіемъ провѣрку отчетности общества, передачу управленія дорогой въ руки компетентной администраціи и прекращенія конкуренціи съ другими дорогами, расположенными къ сѣверу и востоку отъ Филадельфіи.

До заключенія окончательнаго соглашенія съ синдикатомъ дорога озаботилась полученіемъ наличныхъ денегъ изъ всѣхъ источниковъ, находившихся въ ея распоряженіи. Въ августѣ 1887 г. она передала эксплуатацію скорыхъ поѣздовъ частному обществу на 30 лѣтъ за 1½ милл. долл., въ октябрѣ того же года былъ проданъ частному обществу телеграфъ за 5 милл. долл. и за ежегодную плату въ 60.000 долл. Наконецъ, въ іюнѣ 1888 г. эксплуатація спальныхъ вагоновъ была передана Пульману на 25 лѣтъ, за 1.250.000 долл.

Новый президентъ дороги Спенсеръ предпринялъ въ 1888 году рядъ реформъ съ цѣлью улучшить финансовое положеніе дороги и повысить доходъ отъ ея эксплуатаціи. Въ этомъ отношеніи ему оказывалъ полное содѣйствіе синдикатъ банкировъ который, вслѣдствіе сильной оппозиціи со стороны акціонеровъ дороги, согласился вмѣсто 5 милл. долларовъ привилегированныхъ акцій выпустить на 2½ милл. долл. консолидированныхъ ипотечныхъ облигацій. Выпускъ состоялся въ Лондонѣ. Къ сожалѣнію Спенсеру пришлось уйти въ томъ же 1888 г. вслѣдствіе про-

исковъ со стороны Гарретовъ, владѣвшихъ 60.000 акцій изъ общаго числа 150.000. Такъкакъ 32.500 акцій принадлежали городу Балтиморѣ, лишенному права голоса, то Гарретты въ собраніи акціонеровъ располагали абсолютнымъ большинствомъ. Президентомъ дороги былъ избранъ ихъ ставленникъ Майеръ, которому не удалось сколько-нибудь улучшить положеніе дороги въ послѣдующія 7 лѣтъ. Обязательные платежи возрастали, тогда какъ чистый доходъ почти не увеличивался. Несмотря на это, правленіе аккуратно выплачивало дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ, а начиная съ 1891 г. и по обыкновеннымъ акціямъ. Въ 1891 г. дивидендъ по обыкновеннымъ акціямъ составилъ даже 20⁰/₀. Политика Майера совершенно не соответствовала планамъ Спенсера, пытавшагося улучшить финансовое положеніе дороги путемъ экономіи въ расходахъ и погашенія долговъ.

Что касается тарифовъ, то въ періодъ 1887—1893 гг. они стояли очень низко. Дороги конкурировали между собою главнымъ образомъ изъ-за перевозокъ эмигрантовъ, хлѣбныхъ грузовъ и битаго мяса.

Въ іюнѣ 1890 г. группа капиталистовъ Филадельфій, Нью-Йорка, Балтиморы и Питсбурга составила планъ объединенія интересовъ обширной сѣти дорогъ отъ Атлантическаго побережья до Тихоокеанскаго и отъ Нью-Йорка до Миссисиппи. Синдикатъ капиталистовъ приобрѣлъ 45.000 акцій дороги Балтимора-Огайо, въ томъ числѣ 32.500 отъ гор. Балтиморы и 9.686 привилегированныхъ акцій отъ штата Мерилендъ. Дѣятельность синдиката несомнѣнно способствовала улучшенію взаимныхъ отношеній между различными дорогами, но все же далеко не оправдала связывавшихся съ нею надеждъ. Вліяніе Гарретовъ несколько не уменьшилось, и такъ какъ главные конкуренты дороги Балтимора-Огайо не пришли къ соглашенію съ группой капиталистовъ, то положеніе въ общемъ мало измѣнилось.

Въ 1893 г. начинается періодъ рѣзкаго пониженія

доходовъ дороги. Валовой доходъ отъ эксплуатаціи за годъ, окончившійся 30 іюня 1893 г., равнялся 26.214.807 долл., чистый доходъ—9.210.666 долл., въ послѣдующемъ году эти цифры уменьшились соотвѣтственно до 22.502.662 долл. и 8.719.830 долл. Правленіе уменьшило дивидендъ и въ своемъ докладѣ акціонерамъ сослалось на убытки, понесенные дорогой изъ за затяжной стачки рабочихъ на каменноугольныхъ копяхъ. Однако, въ январѣ 1895 г. Майеръ заявилъ, что правленіе уплатило около 1 милл. обязательныхъ платежей 1 января, не занявъ ни одного доллара. Это дало поводъ Майеру утверждать, что дорога никогда не находилась въ столь блестящемъ положеніи за послѣднія 15 лѣтъ. Послѣдующія дѣйствія правленія нисколько не оправдали заявленій Майера. Въ 1896 г. сумма обязательныхъ платежей составила уже 98,2% чистаго дохода, другими словами, едва 2% чистаго дохода въ 6,3 милл. долл. могло быть предоставлено въ распоряженіе акціонеровъ при капиталѣ въ 30 милл. долл. Въ январѣ этого года новый президентъ дороги потерпѣлъ зловѣщую неудачу въ Нью-Йоркѣ, гдѣ старался найти деньги для погашенія срочныхъ обязательствъ, а въ февралѣ состоялось уже назначеніе администраторовъ.

Подобный исходъ дѣла ни для кого не явился неожиданнымъ. Съ извѣстной точки зрѣнія его даже можно было привѣтствовать. Прежде всего явилась возможность осуществить планъ финансовой реорганизаціи дороги, въ свое время отвергнутый правленіемъ дороги. До начала новой эры финансоваго благополучія дорогъ, конечно, пришлось пережить непріятныя минуты. Съ цѣлью выясненія истиннаго положенія, присяжному бухгалтеру Литтлю была поручена провѣрка книгъ. Отъ времени до времени въ газетахъ появлялись извѣстія о томъ, что Литтль прекрасно разбирается въ книгахъ и во всемъ соглашается съ правленіемъ. Однако, въ апрѣлѣ реорганизаціонный комитетъ акціонеровъ выпустилъ циркуляръ, въ которомъ потребовалъ отъ правленія подробнаго объясненія его дѣйствій съ 1888 г.

Докладъ Литтля былъ опубликованъ въ декабрѣ 1896 г. и произвелъ огромную сенсацію. По заявленію бухгалтера, въ счетахъ дороги имѣлось «ошибокъ» на 11.204.858 долл. За 7 лѣтъ и 2 мѣс. оказалось, что администрація дороги преувеличила итоги чистаго дохода въ общей сложности на 2.721.068 долл. Кромѣ того, со счета прибылей и убытковъ правленіе неправильно списало на износъ инвентаря 2.843.596 долл., совершенно невѣрно были разнесены также прочіе расходы по различныхъ статьямъ эксплуатаціонныхъ смѣтъ. Наконецъ, неправильно капитализованы расходы на усиленіе и улучшеніе арендованныхъ дорогъ. За вычетомъ этихъ суммъ изъ годовыхъ доходовъ общества, оказывается, что выдачѣ въ дивидендѣ подлежали лишь 971.447 долл. На самомъ же дѣлѣ правленіе выдало въ дивидендѣ за 7 лѣтъ 6.269.008 долл. Доходы повышались при помощи самыхъ произвольныхъ бухгалтерскихъ приѣмовъ. Въ активъ вписывались напримѣръ ссуды такъ называемымъ побочнымъ (subsidiary) линіямъ, а къ доходамъ причислялись проценты съ этихъ ссудъ въ надеждѣ, что они когда-нибудь будутъ уплачены. Что касается счета капитала, то съ 1888 г. по 1895 г. сумма обязательствъ возрасла на 22.180.000 долл., не считая 5.481.835 долл. долговъ упомянутыхъ субсидіарныхъ линій, гарантированныхъ дорогой Балтимора-Огайо. Объ этой гарантіи долговъ ни въ одномъ годовомъ отчетѣ не упоминалось.

Разоблаченія Литтля произвели огромное впечатлѣніе, но вмѣстѣ съ тѣмъ возникли разногласія по вопросу о томъ, какіе же именно расходы должны были быть покрыты за счетъ суммъ чистаго дохода, полученнаго за всѣ семь лѣтъ. Бухгалтеры Паттерсонъ и Корвинъ, назначенные для вторичной провѣрки книгъ общества, подвергли выводы Литтля суровой критикѣ. Все же главная часть обвиненій, формулированныхъ Литтлемъ, осталась непровергнутой.

Пока Литтль составлялъ свой докладъ, администраторы энергично принялись за реорганизацію хозяйства дороги. Прежде всего было обращено вниманіе на подвижной со-

ставъ. Къ маю 1896 года администраторы заказали 5.000 товарныхъ вагоновъ и 75 паровозовъ. Впослѣдствіи заказы были значительно увеличены; всего администраторы приобрѣли болѣе 28.000 товарныхъ вагоновъ, 216 паровозовъ, 123.000 тоннъ рельсовъ, также балласть и пр. Администраторы рѣшили не платить дивиденда по привилегированнымъ акціямъ въ виду крупныхъ затратъ на обновленіе подвижного состава. Въ 1897 и 1898 гг. изъ-за этого рѣшенія администраторовъ происходила борьба съ акціонерами, которая закончилась побѣдой администраторовъ.

84520
Послѣ опубликованія доклада Литтля почти не оставалось серьезныхъ препятствій на пути къ финансовой реорганизаціи дороги. Образовалось нѣсколько комитетовъ по реорганизаціи, изъ которыхъ наиболѣе крупную роль играли Балтиморскій и Фитцджеральдъ. Послѣдній представлялъ интересы правленія. Были еще комитеты, представлявшіе интересы владѣльцевъ 5% облигацій выпуска 1885 года, консолидированныхъ 5% ипотечныхъ облигацій, 6% облигацій выпуска 1874 года и пр. Комитеты въ общемъ дѣйствовали несогласно. Тѣмъ не менѣе, въ апрѣлѣ 1898 года планъ реорганизаціи былъ изготовленъ. Предположено было выпустить облигаціи и акціи всего на сумму 190 милл. долларовъ, въ томъ числѣ:

3 ¹ / ₂ % пріоритетныхъ золот. облиг.	на 70.000.000 долл.
(prior lien gold bonds).	
4% золотыхъ боновъ первой ипотеки	» 50.000.000 »
(first mortgage gold bonds).	
4% привилегированныхъ акцій	» 35.000.000 »
Обыкновенныхъ акцій	» 35.000.000 »

Выпуски были предложены въ большемъ размѣрѣ, но не произведены. Пріоритетныхъ золотыхъ облигацій разрѣшено было выпустить на 75 милл. долл. Изъ нихъ 5 милл. долл. были оставлены въ запасѣ для выпуска не

ранѣе 1 января 1902 г. по 1 милл. долл. въ годъ *) на развитіе и улучшеніе имущества, коимъ облигаціи обезпечивались. Золотыхъ боновъ первой ипотеки разрѣшено было выпустить на 165 милл. долл. Изъ этой суммы выпускъ 75 милл. долл. былъ отсроченъ для выкупа первоначальныхъ займовъ, 7 милл. долл. отложены для нуждъ новаго общества, 6 милл. долл. обращены на выкупъ облигацій Baltimore Belt Line и 27 милл. долл. предназначены для затратъ на улучшеніе и усиленіе дороги по 1¹/₂ милл. долл. въ годъ въ теченіе первыхъ четырехъ лѣтъ и по 1 милл. долл. въ послѣдующіе годы **). Такимъ образомъ, потребность въ новыхъ капиталахъ была удовлетворена съ избыткомъ. Обыкновенныя акціи были выпущены на всю разрѣшенную сумму. Что касается привилегированныхъ акцій, то сверхъ 35 милл. долл., 5 милл. долл. были обращены въ резервъ для новаго общества.

Изъ суммъ произведенныхъ выпусковъ 60.073.090 долл. облигацій, 36.384.535 долл. боновъ, 17.218.700 долл. привилегированныхъ акцій и 31.178.000 долл. обыкновенныхъ акцій были обращены на погашеніе старыхъ долговъ; 9 милл. долларовъ облигацій, 12.450.000 долл. боновъ и 16.450.000 долл. привилегированныхъ акцій составили наличныя средства дороги. Держатели старыхъ ипотечныхъ облигацій получили проценты по нимъ наличными деньгами, а вмѣсто капитала—новыя облигаціи по курсу нѣсколько выше номинальной цѣны. Въ видѣ вознагражденія за пониженіе доходности бумагъ, имъ кромѣ того были выданы

*) Приоритетныя облигаціи обезпечивались залогомъ главной линіи и вѣтвей, Packersburg Branch и Pittsburg Division, протяженіемъ въ 1017 миль главнаго и 964 миль второго, третьяго, четвертаго и развѣздныхъ путей, также залогомъ подвижнаго состава на сумму въ 20 милл. долл.

***) Боны первой ипотеки обезпечивались залогомъ филадельфійскаго, чикагскаго и акронскаго отдѣленій и вѣтвей, а также желѣзныхъ дорогъ Fairmount, Morgantown и Pittsburg, протяженіемъ въ 570 миль главнаго пути и 332 миль второго, третьяго, четвертаго и развѣздныхъ путей. Кромѣ того обезпеченіемъ должны были служить: имущество, заложенное въ 1894 г. (Baltimore & Ohio Terminal) по приобрѣтеніи его новымъ обществомъ, и Балтиморская окружная дорога по переходѣ ея въ собственность новаго общества.

боны первой ипотеки (отъ $12\frac{1}{2}$ до 32%) и привилегированныя акціи. Акціонеры получили новыя акціи взаменъ старыхъ. Принципъ обмена заключался въ уничтоженіи старыхъ долговыхъ обязательствъ, по которымъ общество платило высокій процентъ, и во введеніи бѣльшаго числа новыхъ бумагъ, но съ пониженной доходностью. Въ общемъ принципъ этотъ на практикѣ не былъ строго проведенъ, такъ какъ держатели боновъ и облигацій получали при обменѣ ихъ на новыя бумаги привилегированныя акціи въ видѣ преміи. Всѣхъ комбинацій обмена было 13, и въ десяти случаяхъ облигаціонеры получили привилегированныя акціи. Такъ, наприимѣръ, владѣльцы консолидированныхъ облигацій 1887 г., по которымъ процентъ былъ пониженъ съ 50 долл. до 41,75 долл. въ годъ, получили въ видѣ вознагражденія на 85 долл. 4% привилегированныхъ акцій.

Потребность въ наличныхъ деньгахъ была исчислена въ 36.092.500 долларовъ. Рѣшено было добыть эти средства путемъ единовременнаго обложенія акціонеровъ извѣстнымъ сборомъ, а также путемъ продажи новыхъ акцій, боновъ и облигацій. Съ каждой привилегированной акціи перваго выпуска сборъ составилъ 2 доллара, съ привилегированной акціи втораго выпуска—20 долл., съ обыкновенной акціи—20 долл. Такимъ образомъ составила суммa въ 5.460.000 долл. Акціонеры за уплату сбора получили привилегированныя акціи. За вычетомъ 5.460.000 долл. изъ общей суммy бумагъ, подлежащихъ продажѣ за наличныя согласно плану реорганизаціи, оставалось на 9 милл. долларовъ облигацій, на 12.450.000 долл. боновъ первой ипотеки и на 10.990.000 долл. привилегированныхъ акцій, всего 32.440.000 долл. Реализацію этой суммy принялъ на себя синдикатъ крупнѣйшихъ банкировъ Нью-Йорка и Лондона. Сверхъ того въ распоряженіи общества находились цѣнныя бумаги на суммy 3.500.000 долл., въ томъ числѣ акціи Western Union Telegraph Company, нарицательной стоимостью въ 3.800.000 долларовъ. Синдикатъ банкировъ впоследствии продалъ ихъ по курсу 90.

Акціонерные капиталы обоихъ наименованій были переданы на пять лѣтъ пяти уполномоченнымъ (trustees); впрочемъ, имъ предоставлялось право до истеченія срока выпустить подлинныя акціи, что они и сдѣлали въ августѣ 1901 года. Имущество дороги не могло быть обременено новымъ залогомъ, и количество привилегированныхъ акцій не могло быть увеличено, безъ согласія владѣльцевъ большинства привилегированныхъ акцій, выраженнаго въ собраніи акціонеровъ, специально для этой цѣли созванномъ, а также согласія большинства держателей обыкновенныхъ акцій, представленныхъ въ собраніе. Каждая группа акціонеровъ голосовала отдѣльно другъ отъ друга. Пока существовалъ trust, требовалось аналогичное согласіе большинства держателей соотвѣтственныхъ сертификатовъ.

Отчетъ за 1899 годъ показываетъ, что состоялся выпускъ $3\frac{1}{2}\%$ облигацій Pittsburg Junction & Middle Division. Цѣль выпуска заключалась въ выкупѣ обязательствъ, обременявшихъ линіи второстепеннаго значенія и въ полученіи средствъ на улучшеніе и усиленіе дороги.

Успѣхъ изложеннаго плана финансовой реорганизациіи дороги Балтимора-Огайо объясняется въ значительной степени благопріятно сложившимися обстоятельствами. Для Соединенныхъ Штатовъ открылась въ то время эра небывалаго экономическаго благополучія. Финансовая реорганизациія дороги прежде всего вызвала сокращеніе годовыхъ обязательныхъ платежей, но, конечно, не отъ нея зависѣло громадное увеличеніе валового дохода въ послѣдующіе годы. Чистый доходъ за годъ, окончившійся 30 іюня 1898 г., выразился въ суммѣ 7.724.758 долл., обязательные платежи составили 6.252.351 долл. Чистый доходъ въ 1899 г. опредѣлился въ 6.621.599 долл. Въ 1900 г. протяженіе дороги увеличилось на 11%, чистый доходъ возросъ до 12.359.443 долл. при 6.831.463 долл. обязательныхъ платежей. Въ послѣдующіе годы положеніе значительно улучшилось. Въ 1903 г. $3\frac{1}{2}$ милл. долл. были израсходованы на улучшеніе дороги; 7.370.482 долл. выданы въ дивидендъ;

2.947.681 долл. отнесены на счетъ прибылей. Въ 1907 г. на усиленіе и улучшеніе дороги израсходовано 3 милл. долл., въ дивидендъ выдано 6.965.245 долл., на счетъ прибылей отнесено 7.480.385 долл. Такое положеніе нисколько не явилось результатомъ финансовой реорганизаціи дороги. Если бы администрація дороги могла предвидѣть наступленіе столь благопріятной конъюнктуры, то, несомнѣнно, общество обошлось бы безъ помощи синдиката банкировъ. Но съ другой стороны, администраторы, назначенные въ 1898 г., настолько разумно дѣйствовали, что именно благодаря имъ дорога сумѣла использовать благопріятное время.

Объ этой дѣятельности администраторовъ мы уже говорили выше. Къ 30 іюня 1899 г. они затратили 17 милл. долл. на приобрѣтеніе однихъ вагоновъ, 2¹/₂ милл. долл. на паровозы, 2.100.000 долл. на рельсы и сверхъ того крупныя суммы на иное усиленіе и улучшеніе дороги. Расходы на ремонтъ и поддержаніе путей и подвижного состава въ теченіе трехъ лѣтъ достигли почти 12 милл. долл., а общая сумма расходовъ превысила 35 милл. долл. Всѣ эти затраты были безусловно необходимы для обезпеченія роста доходовъ, но они не имѣли ничего общаго съ финансовой реорганизаціей дороги.

Выше было указано, что правленію дороги удалось предотвратить продажу главной линіи съ торговъ. Противъ плана реорганизаціи сильно возставали владѣльцы привилегированныхъ акцій, которые въ 1898 г. требовали судомъ уплаты причитавшихся имъ дивидендовъ. Въ іюлѣ собраніе акціонеровъ рѣшило, что не можетъ принять предложенія реорганизаціоннаго комитета до разрѣшенія спора верховнымъ судомъ. Въ концѣ года споръ былъ улаженъ путемъ продажи значительной части привилегированныхъ акцій 1 выпуска реорганизаціонному комитету. Держатели 4¹/₂% боновъ Baltimore & Ohio Terminal, въ свою очередь, протестовали противъ пониженія интереса по бонамъ на ¹/₂%. Въ октябрѣ 1898 г. были предъявлены иски о продажѣ залоговъ, коими обезпечивались облигаціонные займы 1887,

1872 и 1874 гг. Суды удовлетворили иски въ февралѣ 1899 г. Рядъ судебныхъ рѣшеній состоялся также относительно линій второстепеннаго значенія. По дѣламъ нѣкоторыхъ линій были назначены особые администраторы, независимо отъ администраціи по дѣламъ главной линіи. Все же въ августѣ 1898 г., всего лишь 3 мѣсяца послѣ опубликованія плана финансовой реорганизаціи дороги, комитетъ уже могъ приступить къ его осуществленію.

Администраторы сложили съ себя полномочія 1 іюля 1899 г. Всѣ, кто принималъ участіе въ финансовой реорганизаціи дороги, испытали чувство полного удовлетворенія. Джонъ Коуэнъ слѣдующимъ образомъ резюмировалъ достигнутые результаты:

1) Всѣ облигаціонеры желѣзной дороги Балтимора-Огайо получили новыя облигаціи, вполнѣ замѣнившія прежнія. Другими словами, долгъ по облигаціямъ уплаченъ сполна.

2) Кредиторы дороги по текущимъ долговымъ обязательствамъ получили свои деньги до послѣдняго цента.

3) Держатели привилегированныхъ акцій I вып. получили 75% стоимости акцій наличными деньгами. Судъ отказалъ имъ въ какихъ-либо преимуществахъ передъ облигаціонерами и прочими кредиторами. Владѣльцы привилегированныхъ акцій 2-го выпуска получили новыя акціи, которыя могли реализовать по биржевой цѣнѣ, доходившей иногда до 80 долл.

4) Владѣльцы обыкновенныхъ акцій получили акціи новаго общества по уплатѣ взноса не болѣе 5—6 долл. на акцію.

5) Общество сохранило старый уставъ.

Со времени финансовой реорганизаціи желѣзная дорога Балтимора-Огайо быстро улучшила свое положеніе. Протяженіе дороги въ 1907 г. увеличилось по сравненію съ 1900 г. на 1800 миль. Валовой доходъ дороги увеличился за то же время на 40 милл. долларовъ. Грузовое движеніе въ 1907 г. выразилось въ 11.300.000.000 тонно-

милъ противъ 6.800.000.000 тонно-милъ въ 1900 г. Число пассажиро-милъ возрасло съ 459 милл. до 723 милл. Конечно, развитіе движенія въ значительной степени зависѣло отъ улучшенія экономическаго положенія всего государства, но надо сказать, что желѣзная дорога Балтимора-Огайо сумѣла использовать благопріятное время. Изъ суммъ валовыхъ доходовъ въ періодъ 1899—1907 гг. дорога израсходовала не менѣе 17 милл. долл. на усиленіе и улучшеніе, не говоря уже о расходахъ на поддержаніе путей и подвижнаго состава, колебавшихся въ предѣлахъ 1.500—2.500 долл. на милю. Въ 1901 г. были выпущены облигаціи на сумму 15 милл. долл. на сооруженіе новыхъ линій. Въ томъ же году было рѣшено обратить на усиленіе и улучшеніе дороги около 40 милл. долл. Въ результатѣ подвижной составъ дороги былъ значительно усиленъ, уклоны смягчены, легкіе рельсы замѣнены тяжелыми, увеличено число путей, и проч. Въ 1900 г. на каждыя три мили главнаго пути приходились 2 мили второго, третьяго, четвертаго и разъѣздныхъ путей; въ 1907 г. на каждыя 4 мили главнаго пути приходились 3 мили 2-го, 3-го, 4-го и разъѣздныхъ путей. Средняя нагрузка товарныхъ поѣздовъ значительно возрасла: съ 360 тоннъ въ 1900 г. до 433 тоннъ въ 1907 г.

Важнѣйшія событія новѣйшей исторіи желѣзной дороги Балтимора-Огайо въ значительной степени обусловливались характеромъ дѣятельности лицъ, стоявшихъ во главѣ администраціи. Въ сентябрѣ 1898 года значительная часть акцій была приобрѣтена Филиппомъ Армуромъ, Маршаллемъ Фильдомъ, Норманомъ Римомъ и Джемсомъ Гиллемъ. Первые три представляли фирму Пульмана, а послѣдній желѣзную дорогу Great Northern. Имѣлось въ виду обезпечить дорогѣ содѣйствіе сильныхъ людей на случай финансовыхъ затрудненій, а также въ интересахъ развитія дѣла и устраненія излишней конкуренціи съ другими дорогами. Продажа акцій упомянутымъ лицамъ, по выраженію Джона Коуэна, окрылила его надеждой на процвѣтаніе дороги въ будущемъ. Къ концу года распространился слухъ о

приобрѣтеніи значительнаго числа акцій дороги Балтимора-Огайо обществомъ Пенсильванской жел. дороги. Избраніе Превоста, третьяго вице-президента Пенсильванской дороги, директоромъ правленія желѣзной дороги Балтимора-Огайо подтвердило этотъ слухъ. На годовомъ общемъ собраніи акціонеровъ въ ноябрѣ 1900 г. въ составъ правленія былъ избранъ еще одинъ представитель Пенсильванской жел. дороги. Въ слѣдующемъ году Гилль и его компаньоны продали свои акціи Пенсильванской жел. дорогѣ и вышли изъ состава правленія, уступивъ два мѣста новымъ представителямъ Пенсильванской дороги. Въ іюнѣ мѣсто президента Коуэна заступилъ Лори, четвертый вице-президентъ линій общества Пенсильванской жел. дороги, расположенныхъ къ западу отъ Питсбурга. Въ февралѣ 1906 г. Пенсильванская жел. дорога располагала 28.480.000 долл. привилегированныхъ акцій Балтимора-Огайо и 42.900.000 долл. обыкновенныхъ акцій изъ общей суммы акціонернаго капитала Балтимора-Огайо въ 60 милл. долл. привилегированныхъ и 125 милл. долл. обыкновенныхъ акцій.

Впослѣдствіи Пенсильванская жел. дорога уступила часть принадлежавшихъ ей акцій Балтимора-Огайо обществу Union Pacific. Повидимому, Пенсильванская жел. дорога интересовалась главнымъ образомъ положеніемъ вопроса объ углѣ. До 1895 г. тарифы на перевозку угля стояли очень низкіе, причемъ грузоотправителямъ оказывались всевозможныя льготы и скидки, несмотря на соглашенія о тарифахъ съ другими дорогами. Съ цѣлью положить конецъ этому, Пенсильванская жел. дорога рѣшила приобрести достаточное для достиженія полнаго контроля число акцій желѣзнодорожныхъ обществъ Chesapeake & Ohio, Baltimore & Ohio и Norfolk & Western. Планъ Пенсильванской жел. дороги не удался, потому что какъ разъ въ то время общественное мнѣніе было взбудоражено положеніемъ угольной промышленности, въ которой открылись крупныя злоупотребленія, и Пенсильванскому обществу пришлось развязаться съ вновь приобретенными

акціями. Конечно, оно не могло продать ихъ конкуренту, но ничего не имѣло противъ уступки ихъ Гарриману. Въ октябрѣ 1906 г. общество Union Pacific приобрѣло у Пенсильванской жел. дороги на 39.540.600 долл. обыкновенныхъ и привилегированныхъ акцій Baltimore & Ohio. Таково положеніе дѣлъ въ настоящее время. Желѣзная дорога Балтимора-Огайо независима, но значительная часть ея акціонернаго капитала сосредоточена въ рукахъ, съ одной стороны, конкурирующей съ ней Пенсильванской жел. дороги, а съ другой, съѣти дорогъ, построенныхъ Гарриманомъ и составляющихъ какъ бы продолженіе главной линіи Балтимора-Огайо.

ГЛАВА II.

E r i e.

Желѣзная дорога Нью-Йоркъ-Эри была сооружена въ 1833 г. въ надеждѣ дать такой же толчокъ экономическому развитію южныхъ графствъ штата Нью-Йоркъ, какой былъ данъ развитію сѣверныхъ графствъ проведеніемъ канала Эри. Дорога должна была пройти отъ Нью-Йорка или какого-либо подходящаго пункта по сосѣдству съ нимъ къ озеру Эри. Для дороги была выбрана колея шириной въ 6 фут., отчасти потому что по условіямъ мѣстности приходилось пользоваться болѣе мощными паровозами, которые для узкой колеи не годились, отчасти же потому, что имѣлось въ виду сдѣлать дорогу независимой отъ какихъ-либо иныхъ путей сообщенія, которые могли бы отвлечь торговлю отъ Нью-Йорка.

Первоначальная исторія дороги заслуживаетъ лишь самыхъ краткихъ указаній. Подписка на акціи шла очень туго, и въ 1836 г. штатъ Нью-Йоркъ выдалъ дорогѣ ссуду въ 3 милл. долл. Въ 1842 г. общество было освобождено отъ обязательствъ по отношенію къ штату подъ условіемъ проведенія къ 1851 г. линіи отъ Гудзона къ озеру Эри. Въ 1851 г. линія была доведена до Дункирка на озерѣ Эри. Облигаціонный долгъ общества къ этому времени достигалъ 14 милл. долл., акціонерный капиталъ равнялся 6 милл. долл., текущая задолженность 3.080.000 долл. Миля дороги обошлась въ 43.961 долл. вслѣдствіе большихъ трудностей сооруженія. Въ общемъ положеніе дороги было не изъ блестящихъ, а тарифная война съ нью-йоркской центральной дорогой еще болѣе ухудшила его. Бури и наводненія въ январѣ 1857 г. причинили обществу значительные убытки. Когда же произошла паника на биржѣ, дорогѣ пришлось прекратить платежи. Въ августѣ 1859 г. по дѣламъ общества Эри была назначена администрація. Еще до того къ дорогѣ было предъявлено на

741.510 долл. исковъ объ уплатѣ заработной платы рабочимъ, объ уплатѣ денегъ за поставку матеріаловъ, за наемъ помѣщеній, объ уплатѣ налоговъ и пр. вмѣстѣ съ тѣмъ не были уплачены проценты по облигаціямъ второй ипотеки. Администрація по дѣламъ общества рѣшила замѣнить негарантированныя долговыя обязательства привилегированными акціями, отсрочить погашеніе второй ипотеки, замѣнить старыя акціи новыми, обложить новыя акціи сборомъ въ размѣрѣ $2\frac{1}{2}\%$ и изъ выручки оплатить срочные купоны. вмѣстѣ съ тѣмъ было рѣшено изъ обращенія часть боновъ четвертой ипотеки и продать залогъ, коимъ они обезпечивались. Этотъ планъ не былъ связанъ ни съ какими жертвами для облигаціонеровъ,—положеніе акціонеровъ также нисколько ни ухудшалось, если не считать обязательныхъ взносовъ по новымъ акціямъ. Передъ реорганизаціей облигаціонный долгъ общества достигалъ 18 милл. долл., акціонерный капиталъ 11 милл. долл., прочіе долги выражались въ суммѣ $8\frac{1}{2}$ милл. долл. послѣ реорганизаціи задолженность общества составляла 17.953.000 долларовъ, акціонерный капиталъ равнялся 19.911.000 долл. (въ томъ числѣ 8.911.000 долл. привилегированныхъ акцій). Дорога была продана въ 1862 г., и мѣсто прежняго общества желѣзной дороги Нью-Йоркъ-Эри заступило общество желѣзной дороги Эри.

Съ 1864 г. акціи желѣзной дороги Эри сдѣлались предметомъ оживленныхъ спекулятивныхъ оборотовъ на нью-іоркской биржѣ. До 1867 г. происходила борьба между Даніелемъ Дрю и Вандербильтомъ, затѣмъ на первый планъ выдвинулись Джей Гульдъ и Джимъ Фискъ, которые сильно играли на повышеніе. Въ періодъ 1864—1872 гг., когда Гульдъ былъ вытѣсненъ генераломъ Сикльсомъ и англичанами, облигаціонный долгъ общества успѣлъ возрасти до 26.395.000 долл. или на 48% , сумма обыкновенныхъ акцій увеличилась до 78 милл. долл. или на 221% . Въ то же время протяженіе дороги возрасло на 53% , а чистый доходъ лишь на 22% . Капитальная стоимость

мили увеличилась съ 81.068 долларовъ въ 1864 году до 117.760 долл. въ 1872 г. Акціи выпускались не для усиленія и улучшенія дороги, а для поддержанія биржевыхъ манипуляцій правленія, которое, играя на пониженіе, выбрасывало акціи на рынокъ, а затѣмъ скупало съ цѣлью повысить ихъ расцѣнку. Въ результатѣ кредитъ Эри былъ совершенно подорванъ, и акціи дороги стали фаворитами биржевой кулисы. Увеличеніе облигаціоннаго долга естественно сопровождалось ростомъ обязательныхъ платежей. Въ 1864 г. сумма обязательныхъ платежей составляла 20% валового дохода, а въ 1873 г.—30%.

Въ 1872 г. Гульду пришлось уйти изъ правленія вслѣдствіе ожесточенной кампаніи противъ него со стороны генерала Сикльса. Новое правленіе, воспользовавшись возможностью выпустить на 6 милл. долл. облигацій, разрѣшенныхъ ранѣе, но нереализованныхъ, выдало дивидендъ по привилегированнымъ и обыкновеннымъ акціямъ. Къ сожалѣнію, дивидендъ не былъ заработанъ дорогой. Это выяснилось послѣ ухода изъ состава правленія Дунана, который прямо заявилъ, что не желаетъ работать съ людьми, не останавливающимися передъ фальсификаціей отчетности дороги въ своихъ личныхъ интересахъ. Произведенная представителями англійскихъ облигаціонеровъ провѣрка книгъ выяснила, что за три года 1873—1875 гг. общая сумма чистаго дохода дороги опредѣлилась въ 1.008.775 долларовъ, правленіе же показало цифру въ 5.352.673 долл. Въ то же время капитанъ Тайлеръ опубликовалъ результаты произведеннаго имъ осмотра дороги. Выяснилась необходимость проведенія второго пути, смягченія уклоновъ и прочихъ работъ по усилению и улучшенію.

Въ этотъ періодъ на дорогѣ часто происходили стачки рабочихъ. Въ 1874 г. на одномъ изъ участковъ произошла стачка кондукторовъ изъ-за сокращенія числа кондукторовъ въ товарныхъ поѣздахъ, въ томъ же году произошла стачка стрѣлочниковъ изъ-за уменьшенія заработной платы. Въ мартѣ 1874 г. серьезная стачка желѣзнодорожныхъ служа-

щихъ произошла въ Буффало вслѣдствіе неаккуратной уплаты жалованья. Въ 1874 г. валовой доходъ уменьшился по сравненію съ предыдущимъ годомъ на 1.413.708 долл. Между тѣмъ, конкуренція становилась все болѣе и болѣе грозной. Желѣзныя дороги Балтимора-Огайо, Нью-Йоркская Центральная и Пенсильванская, сообщавшіяся съ Чикаго, боролись между собою путемъ пониженія тарифовъ. Въ эту борьбу была вовлечена желѣзная дорога Эри, находившаяся въ значительно менѣе благопріятныхъ условіяхъ. Въ 1872 г. президентомъ дороги былъ избранъ Ватсонъ, который употреблялъ все усилія къ тому, чтобы поставить предпріятіе на ноги, но ничего не могъ подѣлать. Въ 1874 г. рѣшено было пригласить за крупное вознагражденіе на должность президента дороги извѣстнаго въ то время спеціалиста Джуэта. Онъ прежде всего уменьшилъ оклады служащихъ на дорогѣ на 10⁰/₀, а затѣмъ занялся провѣркой станціонной отчетности на всѣхъ линіяхъ. Но спасти дорогу было уже поздно. Въ маѣ общее собраніе акціонеровъ рѣшило потребовать отъ правленія предьявленія книгъ для провѣрки и добровольно согласилось собрать между собою необходимую сумму для спасенія дороги отъ неминуемаго банкротства. Четыре дня спустя Джуэтъ былъ назначенъ администраторомъ по дѣламъ желѣзнодорожнаго общества Эри.

Въ маѣ 1875 г. задолженность дороги, по свидѣтельству президента Джуэта, достигала 54.394.100 долл., обязательные платежи составляли 5.059.828 долл. въ годъ. Чистый доходъ уменьшился на 13,4⁰/₀ по сравненію съ предыдущимъ годомъ, и предстоялъ крупный дефицитъ. Джуэтъ откровенно сознавался, что временныя мѣры облегченія не спасутъ дорогу; причины финансовыхъ затрудненій носили постоянный характеръ и рисовали перспективы будущаго въ мрачномъ свѣтѣ. Необходимо было составить обширный планъ хозяйственной реорганизации дороги съ цѣлью уничтожить дурныя послѣдствія дѣятельности Гульда, Фиска и Дрю.

Одинъ за другимъ начали образовываться комитеты. Наибольше важными изъ нихъ были англійскіе комитеты облигаціонеровъ и акціонеровъ, объединившіеся подъ предсѣдательствомъ сэра Эдуарда Ваткина. Послѣ совѣщанія съ президентомъ Джуетомъ сэръ Эдуардъ Ваткинъ опубликовалъ результаты предпринятаго имъ обслѣдованія дороги. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ достигалъ 42.180.075 долл., чистый доходъ за послѣдній годъ выразился въ суммѣ 3.715.609 долл. Коэффициентъ эксплуатаціи — 79%, тогда какъ на конкурировавшихъ съ Эри дорогахъ онъ не превышалъ 60—66%. Изъ 14 вѣтвей, построенныхъ Эри, лишь три оправдывали расходы на ихъ сооруженіе, на остальныхъ же мѣсяцами задерживалась уплата жалованья служащимъ. Сэръ Эдуардъ Ваткинъ предложилъ соотечественникамъ-облигаціонерамъ показать примѣръ самоотверженія. Въ этомъ онъ видѣлъ единственный выходъ изъ положенія. Дѣлать было нечего, приходилось согласиться на полученіе боновъ вмѣсто наличныхъ денегъ въ надеждѣ когда-нибудь въ будущемъ реализовать эти бонны по выгодной цѣнѣ, если положеніе дороги улучшится. Въ концѣ концовъ сэръ Ваткинъ и Джуетъ пришли къ слѣдующему соглашенію.

1) Въ составъ правленія дороги вступаютъ три представителя англійскихъ облигаціонеровъ и акціонеровъ;

2) повѣренный облигаціонеровъ Моррисъ дѣйствуетъ совмѣстно съ повѣреннымъ администраціи по дѣламъ общества Эри и считается агентомъ предпріятія;

3) президентъ Джуетъ обязывается разработать планъ финансовой реорганизаціи дороги;

4) чистый доходъ нѣкоторое время остается нетронутымъ, причемъ расходованіе его контролируется владѣльцами облигацій. Комитетъ англійскихъ акціонеровъ и облигаціонеровъ въ Лондонѣ избираетъ своего представителя, который вмѣстѣ съ президентомъ Джуетомъ будетъ разсматривать вопросы, связанные съ расходованіемъ чистаго дохода дороги;

5) лондонскому комитету должны регулярно высылаться ежемѣсячные отчеты о доходахъ и расходахъ дороги, сопровождаемые докладами президента и администратора;

6) въ планѣ финансовой реорганизаціи дороги должно быть предусмотрѣно предоставленіе права голоса владѣльцамъ облигацій.

Проектъ этотъ подвергся суровой критикѣ. Прежде всего было указано на то, что большинство англичанъ не могли раздѣлять довѣріе американцевъ къ президенту Джуету; во-вторыхъ владѣльцамъ облигацій первой ипотеки, лучше другихъ обеспеченнымъ, врядъ-ли выгодно было соглашаться на подобное смѣшеніе ихъ долговъ съ другими долгами; въ-третьихъ, способъ погашенія floating debt, предложенный сэромъ Ваткиномъ, въ сущности приводилъ къ образованію новаго такого же, если не бѣльшаго, долга облигаціонерамъ, не получившимъ денегъ по своимъ купонамъ. Комитетъ облигаціонеровъ въ Дунди предложилъ сэру Ваткину измѣнить составленный имъ планъ финансовой реорганизаціи дороги. По мнѣнію комитета, необходимо было обложить акціи извѣстнымъ сборомъ и вмѣстѣ съ тѣмъ понизить размѣръ процентовъ по бонамъ, обеспеченнымъ второй ипотекой.

Въ сентябрѣ 1875 года появился новый анонимный планъ финансовой реорганизаціи дороги. Предлагалось выпустить обыкновенныя акціи въ количествѣ одной новой на каждая двѣ старыхъ по 25 долл. за штуку. Такимъ образомъ рассчитывали добыть 10 милл. долл. наличныхъ денегъ. Кромѣ того, владѣльцы облигацій и привилегированныхъ акцій должны были капитализировать причитавшіеся имъ за два года проценты въ соотвѣтствующіе бонны или акціи. Эта операція дала бы еще 8 милл. долл. Всю сумму—8 милл. долл. предполагалось затратить на усиленіе и улучшеніе дороги въ теченіе ближайшихъ двухъ лѣтъ. При такихъ условіяхъ можно было надѣяться на пониженіе коэффициента эксплуатаціи съ 79% до 60%; грузовое движеніе дало бы по крайней мѣрѣ 24 милл. въ

годъ. Чистый доходъ въ 9.600.000 долл. оказался бы достаточнымъ для покрытія обязательныхъ платежей по облигаціямъ и дивиденда по привилегированнымъ акціямъ, и еще осталось бы 3% для уплаты остальныхъ долговъ. Изложенный планъ страдалъ излишнимъ оптимизмомъ. Требовалось необыкновенно удачное сочетаніе благоприятныхъ обстоятельствъ для его успѣха.

Два мѣсяца спустя англійскій облигаціонеръ Конубиръ опубликовалъ свой планъ финансовой реорганизаціи. Онъ предложилъ обложить владѣльцевъ обыкновенныхъ акцій взносомъ въ размѣрѣ 9 долл. на штуку, а привилегированныхъ акцій въ размѣрѣ 11 долл. Уплата взноса не должна была быть обязательной, но лицамъ, сдѣлавшимъ взносъ, предполагалось предоставить преимущественное право на полученіе дивидендовъ въ будущемъ. Порядокъ распредѣленія чистой прибыли дороги при осуществленіи этого плана предоставлялся бы въ слѣдующемъ видѣ: 1) по привилегированнымъ акціямъ, по которымъ взносъ былъ сдѣланъ, уплачивается 7% дивиденда ранѣе всѣхъ другихъ; 2) по привилегированнымъ акціямъ, по которымъ взносъ не былъ сдѣланъ, дивидендъ уплачивается ранѣе, чѣмъ по обыкновеннымъ акціямъ; 3) по обыкновеннымъ акціямъ, по которымъ взносъ былъ сдѣланъ, уплачивается 5% дивиденда ранѣе, чѣмъ по прочимъ обыкновеннымъ акціямъ; 4) по прочимъ обыкновеннымъ акціямъ, по которымъ взносъ не былъ сдѣланъ, дивидендъ уплачивается изъ остающихся суммъ.

Сверхъ того должны были быть выпущены привилегированныя 8% акціи 1-го разряда, взамѣнъ облигацій 2-го выпуска, подлежащихъ конверсіи. Консолидированныя облигаціи 1865 г. замѣнялись новыми облигаціями, обеспечивавшимися угольными копиями, и т. д.

Всѣ эти планы уступили мѣсто обширной схемѣ финансовой реорганизаціи дороги, выработанной сэромъ Ваткиномъ. Главная отличительная черта этой схемы заключалась въ фундированіи (превращеніи въ долгосрочныя

обязательства) купоновъ, какъ тѣхъ, которымъ срокъ уже наступилъ, такъ и тѣхъ, которымъ срокъ долженъ былъ наступить въ недалекомъ будущемъ. При наличности достаточнаго чистаго дохода для покрытія обязательныхъ платежей, отсрочка уплаты срочныхъ купоновъ, очевидно, позволила бы ввести необходимыя улучшенія на дорогѣ. Фундированіе касалось далеко не всѣхъ выпущенныхъ облигацій,—первые шесть выпусковъ оставались нетронутыми. Кромѣ того было предложено обложить сборомъ въ 3 долл. каждую привилегированную акцію и въ 6 долл. каждую обыкновенную акцію, взамѣнъ чего выпускались 5% облигаціи. Дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ понижался съ 7% до 6%.

Въ цифровомъ отношеніи планъ сэра Ваткина представлялся въ слѣдующемъ видѣ:

Акціонерный капиталъ остался тотъ же.

Облигаціонный долгъ.	Капиталъ.	Проценты.
До реорганизаціи . .	54.394.000 долл.	4.073.106 долл.
Послѣ реорганизаціи .	61.330.241 »	4.139.240 »
Увеличеніе . . .	6.936.141 долл.	66.134 долл.

Долгъ, на который проценты обязательно начислялись:

	Капиталъ.	Проценты.
До реорганизаціи . .	54.394.100 долл.	4.073.106 долл.
Послѣ реорганизаціи.	46.634.134 »	3.316.238 »
Уменьшеніе . . .	7.759.966 долл.	756.867 долл.

Чистый доходъ за отчетный 1874—5 годъ достигъ 3.715.609 долл.,—чистый доходъ въ періодъ 1871—3 г.г. равнялся въ среднемъ 4.175.699 долл. Въ общемъ нѣкоторый излишекъ оставался свободнымъ, но планъ Ваткина все же не имѣлъ достаточно радикальнаго характера, для того чтобы существенно улучшить финансовое положеніе дороги. Къ тому же по существу схема Ваткина заключала въ себѣ нѣкоторыя основныя неправильности: прежде всего она увеличивала облигаціонный долгъ дороги,

а затѣмъ, оставляя акціонерный капиталъ нетронутымъ и создавая добавочные обязательные платежи, покрываемые изъ суммъ чистаго дохода дороги, она не давала повода акціонерамъ серьезно интересоваться будущимъ предпріятія. Тѣмъ не менѣе, англійскіе облигаціонеры изъявили согласіе принять эту схему подъ условіемъ введенія въ нее измѣненій, какія могли бы оказаться желательными сообразно съ обстоятельствами.

Въ продолженіе мѣсяца въ 1876 году въ Нью-Йоркѣ происходили переговоры между представителями американскихъ и англійскихъ хозяевъ дороги по поводу принятія схемы Ваткина. Американскій комитетъ подвергъ схему критикѣ съ точки зрѣнія интересовъ акціонеровъ. Комитетъ указывалъ на то, что предложенный планъ финансовой реорганизациі отнимаетъ у акціонеровъ поводъ интересоваться развитіемъ доходности дороги. Гораздо лучше было бы акціонерамъ пойти на извѣстныя жертвы, чѣмъ соглашаться на схему, которая не даетъ имъ достаточнаго участія въ возможномъ увеличеніи доходовъ.

Англійскіе представители вернулись въ Лондонъ въ апрѣлѣ 1876 г. съ докладомъ облигаціонерамъ, въ которомъ рекомендовали для успѣха финансовой реорганизациі дороги прежде всего ввести дѣйствительный контроль надъ управленіемъ дороги, возстановить равновѣсіе между обязательными платежами по ипотечному долгу и минимумомъ чистаго дохода и, наконецъ, передѣлать колею съ 6-футовой на 4 фут. 8¹/₂ дюйм.

«Планъ Ваткина, говорили они, представляется наиболее рациональнымъ, и тѣ акціонеры, которымъ дѣйствительно дорого будущее ихъ предпріятія, должны принять его». Что касается плана, составленнаго правленіемъ, то англійскіе представители считали его пріемлемымъ лишь при условіи согласія акціонеровъ на передачу акцій уполномоченнымъ (trustees). Въ этомъ случаѣ облигаціонеры получили бы возможность въ теченіе извѣстнаго періода вліять на ходъ эксплуатаціи предпріятія.

Въ основу плана Ваткина было положено фундированіе купоновъ по консолидированнымъ облигаціямъ перваго и втораго разрядовъ и по облигаціямъ, подлежащимъ конверсіи. Владѣльцамъ облигацій первой консолидированной ипотеки и 6^o/_o боновъ предоставлялось фундировать либо купоны съ 1 сентября 1875 г. по 1 сентября 1879 г., либо всѣ купоны до 1 марта 1876 г. По прежней схемѣ за фундированные купоны выдавались ипотечныя облигаціи того же разряда, по новой—предполагалось выпустить особыя купонныя облигаціи (funded coupon bonds), которыя обезпечивались фундированными купонами и приносили тотъ же процентъ, что и облигаціи первой консолидированной ипотеки. Болѣе существенное различіе было проведено въ отношеніи второй ипотеки и золотыхъ боновъ, подлежащихъ конверсіи. Въ декабрѣ 1875 г. предполагалось замѣнить ихъ двумя разрядами новыхъ облигацій, изъ которыхъ 60^o/_o должны были приносить 6^o/_o годовыхъ, а 40^o/_o состояли изъ 4^o/_o дивидендныхъ облигацій. Новый планъ отъ этого отказался. Владѣльцамъ облигацій второй консолидированной ипотеки и золотыхъ боновъ, подлежащихъ конверсіи, было предложено фундировать купоны за время съ 1 іюня 1875 г. по 1 декабря 1879 г. и получить новыя 6^o/_o облигаціи за капиталъ и 6^o/_o купонныя облигаціи за проценты, уплата коихъ должна была быть отсрочена. Владѣльцы новыхъ ипотечныхъ облигацій имѣли право требовать взысканія долга съ предпріятія путемъ продажи его съ аукціона лишь въ томъ случаѣ, если бы въ теченіе трехъ лѣтъ сряду проценты по этимъ облигаціямъ не уплачивались. Купонныя облигаціи должны были приносить тотъ же процентъ, что и облигаціи второй консолидированной ипотеки и боны, подлежащія конверсіи, т. е. 7^o/_o. Такимъ образомъ, пониженіе процента компенсировалось увеличеніемъ количества облигацій. Оба разряда купонныхъ облигацій вначалѣ должны были приносить меньшій доходъ, нежели впоследствии. Размѣръ взносовъ остался тотъ же, но акціонерамъ предоставлялось на выборъ либо заплатить

6 долл. по обыкновеннымъ и 3 долл. по привилегированнымъ акціямъ и получить за это дивидендныя облигаціи, либо заплатить 4 долл. по обыкновеннымъ и 2 долл. по привилегированнымъ акціямъ и получить только новыя акціи, долларъ за долларъ *). Половина акцій новаго общества (послѣ продажи) должна была быть выпущена отъ имени уполномоченныхъ. Акціи должны были оставаться во владѣніи уполномоченныхъ, облеченныхъ правомъ голоса, впредь до уплаты по привилегированнымъ акціямъ дивиденда въ теченіе трехъ лѣтъ сряду. Предполагалось также выпустить пріоритетныя ипотечныя облигаціи (prior lien bonds) на сумму 2¹/₂ милл. долл. и изъ выручки отъ реализаціи покрыть расходы на усиленіе и улучшеніе дороги. Право голоса въ собраніяхъ акціонеровъ было дано владѣльцамъ консолей перваго и втораго разрядовъ, фундированныхъ дивидендныхъ облигацій, пріоритетныхъ ипотечныхъ облигацій и дивидендныхъ облигацій, всего на сумму 57 милл. долл. Облигаціи на сумму 100 долл. давали право на одинъ голосъ.

Въ концѣ концовъ планъ финансовой реорганизаціи дороги былъ осуществленъ въ слѣдующемъ видѣ: фундированіе купоновъ было произведено по четыремъ разрядамъ облигацій съ 1875 до 1879 г., пониженъ интересъ въ размѣрѣ 1% по консолидированнымъ акціямъ 2-го выпуска на сумму 25 милл. долл., и съ акціонеровъ получены взносы до 18 января 1878 года въ суммѣ 3.416.578 долл. Первоначальный проектъ обмѣна ипотечныхъ боновъ на консолидированныя облигаціи 2-го выпуска не былъ осуществленъ.

*) Къ 18 января 1878 г. были внесены слѣдующія суммы:

По 3 долл. по	23.372	привилл. акціямъ	70.116	долл.
> 2 > >	58.095	> >	116.190	>
> 6 > >	72.982	обыкновен. >	437.892	>
> 4 > >	698.095	> >	2.792.380	>
			3.416.578	>

Уничтожено было за невзносъ денегъ 3.902 привилегированныя акціи и 8.923 обыкновенныя. Въ октябрѣ 1878 г. обыкновенныя акціи, по которымъ взносъ былъ сдѣланъ, котировались по 15 долл., а привилегированныя по 30 долл.

Къ концу 1883 г. финансовое положеніе дороги, по сравненію съ прежнимъ періодомъ, представлялось въ слѣдующемъ видѣ: общая задолженность достигла 72.681.320 долл., сумма годовыхъ обязательныхъ платежей—5.524.320 долл. До реорганизаціи дороги соотвѣтствующія цифры равнялись 60.692.574 долл. и 4.975.492 долл. Такимъ образомъ, задолженность общества Эри возрасла почти на 12 милл. долл., а сумма обязательныхъ платежей болѣе, чѣмъ на 500.000 долл. Осуществленіе плана Ваткина не давало никакихъ гарантій относительно будущаго. Попрежнему у дороги не было никакихъ средствъ для необходимыхъ затратъ на усиленіе и улучшеніе. Планъ можно было считать фактически неудавшимся, главнымъ образомъ, изъ за нежеланія облигаціонеровъ идти на какія-либо жертвы. Владѣльцы облигацій, кредиторы общества, не желали считаться съ обстоятельствами: вопросъ необходимо было разсматривать съ точки зрѣнія будущаго, а не прошлаго, и если бы владѣльцы облигацій ясно сознавали свои собственные интересы, то они должны были бы согласиться на радикальное переустройство дороги, которое не оставляло бы сомнѣній относительно способности возродившагося предпріятія заплатить свои долги.

Съ 1875 г. начался рядъ исковъ противъ администраторовъ, которые одинъ за другимъ смѣщались, а одинъ изъ нихъ, Джуэтъ, даже былъ арестованъ по обвиненію въ подлогахъ, впоследствии оказавшемся ложнымъ. Наконецъ, 24 апрѣля 1878 г. имущество желѣзной дороги Эри было продано за 6 милл. долл. для удовлетворенія претензіи владѣльцевъ консолидированныхъ ипотечныхъ облигацій 2-го выпуска. Эксплоатація желѣзной дороги была передана вновь образовавшемуся обществу New York, Lake Erie & Western Railroad Company. Президентомъ былъ избранъ Джуэтъ. Въ маѣ администраторы сложили съ себя полномочія, и въ исторіи дороги открылась новая глава.

Почти семь лѣтъ прошли для желѣзной дороги Эри

безъ нужды въ новой финансовой реорганизаціи. Этого трудно было ожидать по результатамъ осуществленія плана Ваткина, насколько они выяснились къ 1878 г. Своимъ финансовымъ благополучіемъ дорога была обязана энергіи Джуэта, который развилъ угольныя перевозки, улучшилъ хозяйство дороги и, наконецъ, обезпечилъ сообщеніе съ Чикаго.

Желѣзная дорога Эри, по своему географическому положенію, должна была развить перевозки угля, но кромѣ того, она и сама владѣла обширными каменноугольными копиями. Въ 1877 г. изъ общей суммы 1.113 милл. тонно-милей, сдѣланныхъ дорогой, 273 милл. тонно-милей приходились на долю каменнаго угля, изъ 10.647.807 долл. выручки за перевозку грузовъ—2.697.776 долл. были получены за перевозку угля. Общество владѣло 8.000 акровъ земли съ залежами антрацита на правѣ собственности и обширными участками на правахъ аренды въ сѣверо-восточной части Пенсильваніи; кромѣ того на сѣверо-западѣ ему принадлежали на правѣ собственности 14.000 акровъ земли, а на пространствѣ 13.000 акровъ предоставлялось добывать уголь. Благодаря энергіи Джуэта, дорога прекрасно использовала выгоды отъ эксплуатаціи каменноугольныхъ копей. Общее количество тонно-милей въ періодъ 1878—1884 гг. увеличилось на 103⁰/₀, тогда какъ перевозка каменнаго угля въ тонно-миляхъ возрасла на 190⁰/₀. Общая выручка отъ перевозки грузовъ увеличилась съ 7.950.031 долл. до 11.687.520 долл., выручка отъ перевозки угля возрасла съ 2.697.776 долл. до 5.437.000 долл. Одновременно съ этимъ въ графствѣ Макъ-Кинъ къ сѣверу отъ каменноугольнаго раіона, открылись богатая мѣсторожденія нефти.

Отчасти благодаря выдающимся успѣхамъ, достигнутымъ въ отношеніи эксплуатаціи каменноугольныхъ копей, администраціи дороги удалось затратить значительныя суммы на ея усиленіе и улучшеніе. Въ шестилѣтній періодъ 1878—1883 гг. общество израсходовало на усиленіе и улучшеніе дороги, приобрѣтеніе подвижнаго состава и

проч. около 14 милл. долл. Въ послѣдніе 4 мѣсяца до апрѣля 1884 г. было затрачено около 1 милл. долл. на смягченіе уклоновъ, замѣну легкихъ рельсовъ тяжелыми, проведеніе новыхъ путей до Буффало и проч. Въ результатѣ коэффициентъ эксплуатаціи съ 75,13 въ 1875 г. и 77,16 въ 1876 г. понизился до 64,78 въ 1883 г. Чистый доходъ на тонно-милю повысился съ 251 до 261 цента, а валовой доходъ на тонно-милю уменьшился съ 1.209 цент. до 780 цент. Можно съ увѣренностью сказать что эти мѣры болѣе всѣхъ другихъ способствовали поддержанію платежеспособности общества.

Вопросъ о постройкѣ собственной линіи къ Чикаго обратилъ на себя вниманіе администраціи общества Эри, потому что дорогѣ угрожала опасность быть совершенно отрѣзанной отъ сообщенія съ этимъ городомъ. Первоначально желѣзная дорога Эри была построена до Дункирка на озерѣ Эри, затѣмъ была сооружена вѣтвь на Буффало. Сообщеніе съ западомъ желѣзная дорога Эри поддерживала, главнымъ образомъ, при помощи Атлантической дороги (впослѣдствіи Нью-Йоркъ—Пенсильванія и Огайо), которая соединилась съ главной линіей Эри въ Саламанкѣ (штатъ Нью-Йоркъ), а къ 1884 г. была протянута на западъ до Дайтона. Въ 1857 г. желѣзная дорога Эри сняла эту дорогу въ аренду. Атлантическая дорога подпала подъ администрацію въ 1868 г., а въ 1870 г. была вновь передана въ аренду Эри. Въ 1871 г. Атлантическая дорога была продана съ торговъ, въ 1884 г. вновь передана въ аренду Эри, но въ декабрѣ того же года подпала подъ администрацію. Дорога эта имѣла громадное значеніе для Эри, какъ необходимое звено въ сообщеніи съ западомъ. Даже когда арендный договоръ былъ въ силѣ, Эри все же не имѣла собственнаго сообщенія съ Чикаго, которое было ей рѣшительно необходимо для успѣшной конкуренціи съ другими дорогами. Въ 1882 г. желѣзная дорога Эри перевозила пассажировъ по пяти различнымъ маршрутамъ, и ни на одномъ изъ нихъ она не могла ручаться за проч-

ность заключенныхъ съ другими линіями контрактовъ. Въ 1881 г. президентъ Джуэтъ заключилъ контрактъ съ нѣсколькими частными обществами о постройкѣ собственной линіи Эри на Чикаго. Въ слѣдующемъ году онъ вновь снялъ въ аренду линію Нью-Йоркъ—Пенсильванія и Огайо и приобрѣлъ значительное число акцій линіи Цинциннати, Гамильтонъ и Дайтонъ. Условія соглашенія съ обществомъ Chicago & Atlantic были слѣдующія: общество Эри соглашалось выдать правленію Chicago & Atlantic за сооруженіе линіи всю выручку отъ новаго выпуска ипотечныхъ боновъ ($6\frac{1}{2}$ милл. долл.) и весь акціонерный капиталъ линіи (10 милл. долл.), въ общемъ по 61.710 долл. на милю. Вся вырученная сумма, а равно и ссуды и субсидіи, предоставленныя графствами и городами вдоль линіи, передавались въ распоряженіе президента New-York, Lake Erie & Western. Сверхъ того въ рукахъ президента сосредоточивались 90% акціонернаго капитала линіи, и ему же должна была быть выдана довѣренность срокомъ на 30 лѣтъ на веденіе дѣлъ линіи. Практически желѣзная дорога Эри гарантировала такимъ образомъ постройку линіи за указанную сумму, а равно и уплату процентовъ по облигаціямъ. Аренда линіи Нью-Йоркъ, Пенсильванія и Огайо обременяла дорогу въ гораздо большей степени. Въ качествѣ арендатора дорога уплачивала 1.567.055 долл. ежегодно (размѣръ чистаго дохода 1882 г.), годовая арендная плата по условію составляла 32% валового дохода, если онъ не превышалъ 6 милл. долл. плюсъ 50% валового дохода сверхъ 6 милл. долл., пока средній размѣръ платы не достигалъ 35% или валовой доходъ 7.200.000 долл. Если бы 32% валового дохода не хватило для уплаты 1.757.055 долл. въ годъ, то недостающую сумму дорога Эри обязывалась доплатить изъ излишковъ слѣдующихъ лѣтъ. Линія Нью-Йоркъ—Пенсильванія и Огайо должна была оплачивать изъ суммъ арендной платы проценты по своимъ ипотечнымъ бонамъ, аренды, расходы по содержанію правленія въ Европѣ и Америкѣ и сверхъ того вносить по

260.000 долл. ежегодно въ теченіе пяти лѣтъ car trust. При приобрѣтеніи акцій Цинциннати, Гамильтонъ и Дайтонъ желѣзная дорога Эри выдала владѣльцамъ 2-хъ милліоннаго акціонернаго капитала сертификаты на сумму 1½ милл. долл., обязавшись платить 6% въ годъ по этимъ акціямъ, на случай, если бы общество Цинциннати оказалось не въ состояніи выдавать дивидендъ въ такомъ размѣрѣ.

Несмотря на всѣ усилія администраціи дороги улучшить ея финансовое положеніе и обезпечить ростъ перевозокъ, она не могла сводить концы съ концами, имѣя на своихъ плечахъ тяжелое наслѣдіе финансовой реорганизациі 1874—1878 гг. Тарифныя войны истощили ресурсы дороги, а заключенные ею контракты съ другими линіями ежегодно требовали значительныхъ приплатъ. Въ періодъ 1874—1884 гг. дорога находилась въ критическомъ положеніи. Достаточно было значительнаго пониженія валового дохода въ какой-нибудь годъ или какого-либо внезапнаго затрудненія финансоваго характера, для того, чтобы вновь наступила опасность прекращенія платежей.

Въ началѣ 1884 г. надъ дорогой сгустились тучи. На биржѣ акціи и облигаціи Эри почему-то понизились въ цѣнѣ; никто точно не зналъ, въ чемъ дѣло, но носились слухи, что іюньскіе купоны по консолямъ 2-го выпуска пожалуй не будутъ оплачены, и что по дѣламъ дороги весьма вѣроятно будетъ назначена администрація. Черезъ нѣкоторое время наступило дальнѣйшее, уже болѣе значительное паденіе бумагъ на биржѣ, вслѣдствіе стачки кондукторовъ на желѣзной дорогѣ Нью-Йоркъ—Пенсильванія—Огайо. Наконецъ, въ маѣ, когда обанкротилась фирма Гранта и Уарда, и на биржѣ произошла паника, истинное положеніе дѣлъ общества Эри обнаружилось. Оказалось, что у общества накопился громаднѣйшій текущій долгъ. Источникомъ его происхожденія были слѣдующія обстоятельства: крупныя ссуды желѣзной дорогѣ Chicago & Atlantic, ссуды угольнымъ предпріятіямъ, работы на

рѣкъ Гудсонъ у Вигокина, наконецъ, крупныя затраты на пріобрѣтеніе подвижного состава. Изыскивая средства для покрытія долга, правленіе дороги вошло въ соглашеніе съ фирмой Грантъ и Уардъ о выпускѣ краткосрочныхъ векселей, въ обезпеченіе которыхъ фирма получила на 2¹/₂ милл. долл. бонувъ второй ипотеки Chicago & Atlantic. Правленіе дороги Эри остановилось на фирмѣ Грантъ и Уардъ, потому что послѣдняя выразила готовность купить бонны Chicago & Atlantic по цѣнѣ на 15⁰/₁₀₀ выше прочихъ предложеній. Правленіе совершенно довѣрилось фирмѣ и до полученія денегъ передало ей бонны, такъ что Грантъ и Уардъ имѣли полную возможность взять ссуду подъ эти бонны въ одномъ изъ крупныхъ кредитныхъ учрежденій. Банкротство фирмы Грантъ и Уардъ явилось для общества Эри тяжкимъ ударомъ. Увеличеніе долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и до того носило угрожающій характеръ,—теперь же была утрачена всякая надежда на его быстрое погашеніе. Въ довершеніе всего валовой доходъ дороги въ первую половину 1884 г. сильно упалъ. При такихъ условіяхъ правленіе дороги было вынуждено задержать оплату купоновъ по второй консолидированной ипотекаѣ. Въ выпущенномъ по этому поводу циркулярѣ правленіе заявило, что доходность дороги въ первую половину года вообще ниже, нежели во вторую. При обычныхъ условіяхъ іюньскіе купоны второй консолидированной ипотеки могли бы быть оплачены за счетъ повышенія доходовъ во вторую половину года, но въ виду общаго застоя въ торговлѣ, вызвавшаго небывалое пониженіе доходности въ первые мѣсяцы 1884 г., правленіе считаетъ необходимымъ отсрочить оплату купоновъ до болѣе благоприятнаго времени.

Конечно, нельзя было требовать отъ кредиторовъ общества Эри совершенно спокойнаго отношенія къ подобному циркуляру. Въ Англійи циркуляръ вызвалъ негодованіе среди владѣльцевъ облигацій. Въ іюнь состоялось общее собраніе акціонеровъ Эри въ Лондонѣ, на которомъ было рѣшено обслѣдовать положеніе дѣлъ общества. Въ

іюль въ Нью-Йоркѣ прибыли двое англійскихъ представителей. Положеніе въ то время еще болѣе ухудшилось. За день до прибытія англичанъ президентъ Джуэтъ подалъ въ отставку, и правленіе затруднялось относительно выбора его преемника,—долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ продолжалъ увеличиваться, а кредитъ общества былъ совершенно подорванъ. Дорога нуждалась въ наличныхъ деньгахъ, по крайней мѣрѣ, въ суммѣ отъ 4 до 5 милл. долл. Англійскіе представители настаивали на томъ, чтобы въ изысканіи средствъ одинаково участвовали и американскіе и англійскіе облигаціонеры. Въ концѣ концовъ англичанамъ пришлось гарантировать капиталъ, послѣ чего Джонъ Кингъ согласился занять постъ президента Джуэта.

По возвращеніи въ Лондонъ, представители англійскихъ владѣльцевъ облигацій доложили, что floating debt общества Эри слагается изъ 1.007.922 долл. неоплаченныхъ на 1 іюня 1884 г. купоновъ и 4.447.316 долл. прочихъ неоплаченныхъ обязательствъ, на покрытіе коихъ у общества нѣтъ средствъ. Докладъ отмѣчалъ, что расходы, обусловившіе накопленіе столь крупнаго долга, сами по себѣ представлялись вполне разумными, но каковы бы ни были мотивы, руководившіе правленіемъ, столь быстрый ростъ долга долженъ былъ обратить на себя его вниманіе. Общество Эри могло бы еще выдержать ударъ, нанесенный ему паникой на биржѣ, но банкротство фирмы Грантъ и Уардъ подорвало его кредитъ окончательно. Въ видѣ крайней мѣры англійскіе представители рекомендовали заключеніе долгосрочнаго займа въ 5 милл. долл., иначе говоря капитализацію неоплаченныхъ долговъ. Въ теченіе 1884 г. цѣлый рядъ дорогъ предъявилъ иски къ обществу Эри объ уплатѣ причитающихся имъ суммъ. Нѣкоторыя дороги указывали на неспособность общества Эри оплачивать свои обязательства и требовали назначенія администраціи по его дѣламъ. Слѣдуетъ замѣтить, что обществу Эри сильно вредилъ бывший президентъ Джуэтъ, старавшійся всячески затруднять дѣятельность своихъ преемниковъ.

Въ концѣ 1885 г. англійскій комитетъ облигационеровъ окончательно рѣшилъ выпустить 5⁰/₀ ипотечные бонны подь срочные купоны консолей и 6⁰/₀ облигации, обеспечивавшіяся имуществомъ Long Dock Company. Къ концу 1886 г. владѣльцы консолей второго выпуска на сумму въ 32.982.500 долл. изъ общей суммы въ 33.597.400 долл. согласились принять ипотечные бонны. Операция съ Long Dock Company нѣсколько осложнилась вслѣдствіе того, что 8000 акцій этого общества служили частичнымъ обеспеченіемъ прежняго выпуска ипотечныхъ бонновъ общества Эри. Для освобожденія этихъ бонновъ 800 тыс. долл. были затрачены на выкупъ ипотечныхъ облигаций, приносившихъ 6⁰/₀ дохода, въ общей сложности на сумму 727.000 долл., вслѣдствіе чего общество Эри получило сбереженіе на процентахъ въ 43.620 долл. въ годъ. Общество Long Dock продлило арендный договоръ съ Эри до 1935 г. подь условіемъ ежегодной платы въ 480.000 долл. и вмѣстѣ съ тѣмъ обеспечило своимъ имуществомъ выпускъ 6⁰/₀ золотыхъ бонновъ на сумму въ 7¹/₂ милл. долл. срокомъ на 50 лѣтъ. Изъ этой суммы 3 милл. долл. были употреблены на погашеніе долга Long Dock Company, а 4¹/₂ милл. долл. внесены обществу Эри. Въ конечномъ результатѣ обязательные платежи увеличились на 424.275 долл. въ годъ. Изложенной операциі нельзя было отказать въ извѣстномъ остроуміи, но она, конечно, заслуживала полного осужденія, такъ какъ снова на практикѣ осуществила принципъ заключенія займовъ для оплаты процентовъ по обязательствамъ. Именно эта система привела общество Эри къ крайнимъ финансовымъ затрудненіямъ, изъ которыхъ, по видимому, не было выхода.

Послѣ этого новаго «спасенія» общество Эри въ періодъ 1887—1892 г.г. нѣсколько оправилось. Несмотря на пониженіе средней выручки на тонно-милю, валовой доходъ повысился приблизительно на 4.700.000 долл. Въ то же время расходы эксплуатаціи увеличились на 4.076.111 долл. Крайне неблагоприятно вліяло на дорогу соглашеніе съ

обществомъ New-York, Pennsylvania & Ohio. Напомнимъ, что общество Эри сняло въ аренду эту дорогу подъ условіемъ уплаты ей 32% валового дохода, если послѣдній не превышалъ 6 милл. долл. и 50%, когда валовой доходъ былъ выше этой цифры. Въ 1887 г. соглашеніе было измѣнено. Общество Эри обязалось уплачивать дорогѣ за каждыя 100.000 долл. свыше 6 милл. валового дохода добавочную $\frac{1}{10}$ %, пока валовой доходъ не достигнетъ 7.250.000 долл., а арендная плата 33 $\frac{1}{2}$ %. По прежнему соглашенію общество Эри гарантировало перевозку по линіи Нью-Йоркъ—Пенсильванія—Огайо 50% всѣхъ своихъ восточныхъ грузовъ и 65% западныхъ транзитныхъ грузовъ. По новому соглашенію эти максимумы были повышены до 55% и 70%. Тѣмъ не менѣе, линія не оправдывала эксплуатационныхъ расходовъ. Все дѣло заключалось въ недостаточности ея оборудованія, вслѣдствіе чего коэффициентъ эксплоатаціи никогда не падалъ ниже 68. Въ 1893 г. дорога дала убытка 197.106 долл. Въ періодъ 1884—1893 г.г. лишь три раза дорога давала незначительную прибыль, общій же дефицитъ за весь періодъ составилъ 1.407.523 долл. Въ результатѣ оказалось, что условія новаго аренднаго договора были еще болѣе обременительны, нежели прежній контрактъ. Каково бы ни было значеніе линіи Нью-Йоркъ—Пенсильванія—Огайо, ея эксплоатація требовала значительныхъ приплатъ изъ суммъ чистаго дохода Эри. Очевидно, было необходимо предпринять значительныя работы по улучшенію и усиленію линіи, но вмѣстѣ съ тѣмъ такія же работы были необходимы на самой дорогѣ Эри. Правленіе общества вновь допустило накопленіе долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и въ періодъ 1884—1892 гг. затратило на дорогу 8.496.572 долл. Изъ этой суммы 3.351.977 долл. были позаимствованы изъ суммъ чистаго дохода, 2.375.400 долл. получены путемъ дополнительныхъ выпусковъ облигацій, а на остальную сумму увеличился долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ. Въ 1890 г. правленіе заявило, что въ дальнѣйшихъ

затратахъ на улучшение и усиленіе дороги уже нѣтъ нужды. Въ 1891 г. впервые за семь лѣтъ былъ уплаченъ 3⁰/₀ дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ.

Въ періодъ 1887 — 1893 гг. желѣзная дорога Эри постоянно находилась на краю банкротства. Въ 1892 г. стоимость желѣзной дороги протяженіемъ въ 1.698 миль исчислялась въ 163.607.485 долларовъ, обязательные платежи опредѣлялись въ 4.993 доллара на милю. Сверхъ того, долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ достигалъ 9.163.166 долларовъ. При такихъ условіяхъ нѣтъ ничего удивительнаго въ томъ, что въ концѣ концовъ дорога обанкротилась.

Въ началѣ 1893 г. распространились слухи о близкомъ назначеніи администраціи по дѣламъ общества Эри. Правленіе общества категорически опровергло эти слухи, но уже 25 іюля, по просьбѣ самого правленія, судья Лакомбъ назначилъ администраторами президента Джона Кинга и Макъ-Куллоха. Президентъ Кингъ заявилъ публично, что, вслѣдствіе стѣсненнаго положенія денежнаго рынка, общество было лишено возможности развязаться со своимъ долгомъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, и потому состоялось назначеніе администраціи по его дѣламъ. Событіе не явилось неожиданностью, и акціонеры даже склонны были одобрять дѣйствія правленія. Общество фактически было банкротомъ, и если его юридическое банкротство было отсрочено, то этимъ оно было обязано исключительно своему правленію, которое, благодаря назначенію администраціи, сумѣло поддержать дорогу, изнывавшую подъ непосильнымъ бременемъ обязательныхъ платежей и краткосрочныхъ долговъ. Во всякомъ случаѣ для общества открывалась возможность изысканія средствъ для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ и для покрытія расходовъ на новыя работы.

Въ январѣ 1894 г. особая комиссія, избранная правленіемъ дороги, опубликовала свой планъ финансовой реорганизациіи. Планъ этотъ по существу былъ одобренъ фир-

мами Дрексель, Морганъ и К^о въ Нью-Йоркѣ и Морганъ и К^о въ Лондонѣ. Предположено было выпустить новыя 5% ипотечныя облигаціи на 70 милл. долларовъ. Изъ этой суммы 33.597.000 долларовъ предназначались для замѣны 6% консолидированныхъ облигацій второго выпуска и фундированныхъ къ нимъ купоновъ, 4.031.400 долларовъ—для замѣны боновъ 1885 г. по фундированнымъ купонамъ и 508.008 долларовъ для оплаты дивидендныхъ облигацій (income bonds). Изъ остальной суммы 6.512.800 долл. предназначались для выкупа старыхъ ипотечныхъ боновъ и облигацій, обеспеченныхъ дополнительнымъ залогомъ (collateral trust bonds), 15.915.208 долл. для удовлетворенія потребности въ наличныхъ средствахъ въ ближайшемъ будущемъ и 9.915.208 долл. предполагалось выпустить въ обращеніе по подпискѣ для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ. Администрація по дѣламъ дороги не рассчитывала на успѣхъ подписки на открытомъ рынкѣ, а потому поставила условіемъ обмѣна консолей второго выпуска, фундированныхъ купоновъ и дивидендныхъ облигацій подписку въ размѣрѣ 25% суммы подлежащихъ обмѣну бумагъ по курсу 90.

Новыя облигаціи обезпечивались всѣмъ имуществомъ New-York, Lake Erie & Western, включая арендныя права на линію Нью-Йоркъ-Пенсильванія-Огайо и акціонерный капиталъ линіи Чикаго-Эри. Никакихъ взносовъ отъ акціонеровъ не требовалось.

Изложенный планъ несомнѣнно заключалъ въ себѣ слабыя стороны. По существу онъ сводился къ двумъ мѣрамъ: пониженію интереса по консолидированнымъ облигаціямъ второго выпуска на 1% и погашенію краткосрочныхъ обязательствъ. Пониженіе интереса по облигаціямъ какъ бы указывало на стремленіе администраціи дороги уменьшить сумму обязательныхъ годовыхъ платежей по займамъ, но дѣло въ томъ, что новыя облигаціи были выпущены на весьма выгодныхъ для владѣльцевъ старыхъ облигацій условіяхъ, и въ общей сложности сумма обяза-

тельныхъ платежей послѣ реорганизаціи дороги возрасла. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ образовался вслѣдствіе недостатка средствъ на необходимое усиленіе и улучшеніе дороги и на ремонтъ. Накопленіе этого долга явилось непосредственной причиною банкротства дороги, и погашеніе его составляло главную задачу администраціи. Рѣшено было обложить облигаціонеровъ налогомъ, но налогъ былъ взысканъ не въ видѣ денежнаго взноса, а въ формѣ подписки на новыя облигаціи, по которымъ опять таки дорога должна была платить проценты. Въ результатѣ планъ финансовой реорганизаціи 1894 г. мало улучшилъ положеніе дороги. Единственной свѣтлой стороною плана явилось предположеніе объ изысканіи средствъ на усиленіе и улучшеніе дороги. Хотя и тутъ шла рѣчь о дальнѣйшемъ увеличеніи задолженности дороги, но расходъ во всякомъ случаѣ оправдывался мотивами обезпеченія роста валового дохода въ будущемъ. Въ концѣ концовъ всей своей тяжестью новый планъ финансовой реорганизаціи обрушивался на владѣльцевъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ, тогда какъ по справедливости не было никакихъ основаній освобождать отъ всякихъ денежныхъ жертвъ акціонеровъ.

Оппозиція противъ изложеннаго плана составила изъ такихъ людей, какъ Кунъ, Лебъ и К^о, Гарриманъ, Бельмонтъ, Галльгартенъ, Пибоди и др. Въ Англіи также образовался оппозиціонный комитетъ. Недовольные банкиры въ Америкѣ отправили письмо правленію Эри слѣдующаго содержания: «Предложенный вами планъ финансовой реорганизаціи дороги представляется несправедливымъ, во-первыхъ, потому, что онъ понижаетъ интересъ по облигаціямъ безъ всякаго за то эквивалента, а во-вторыхъ, потому что принуждаетъ владѣльцевъ облигацій подписываться на новую бумагу по курсу, значительно превышающему рыночную цѣну, которая могла бы опредѣлиться для этой новой бумаги. Сумма обязательныхъ годовыхъ платежей въ концѣ концовъ возрастетъ въ сравненіи съ прежними годами, и

возрастетъ настолько, что дорога не сможетъ покрывать ее. По нашему мнѣнію, слѣдовало бы вмѣсто 5⁰/₀ облигацій выпустить 4⁰/₀ облигаціи. Владѣльцамъ облигацій слѣдовало бы въ видѣ эквивалента предложить добавочныя безсрочныя 4⁰/₀ облигаціи (debentures), по которымъ интересъ будетъ уплачиваться при наличности достаточныхъ доходовъ у дороги. Владѣльцы этихъ добавочныхъ облигацій должны получить право участія въ управленіи дѣлами дороги. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ слѣдовало бы ликвидировать изъ суммъ выручки отъ продажи соотвѣтствующаго количества 4⁰/₀ облигацій, которыя надо предложить акціонерамъ и облигаціонерамъ по курсу ниже рыночной цѣны и при условіи гарантіи реализаціи со стороны синдиката банкировъ. Равнымъ образомъ, надлежало бы позаботиться о конверсіи на благопріятныхъ условіяхъ ипотечныхъ боновъ перваго выпуска. Новые 4⁰/₀ бонны должны быть обезпечены всѣмъ имуществомъ дороги, причемъ ихъ слѣдуетъ выпустить въ такомъ количествѣ, чтобы хватало средствъ на усиленіе и улучшеніе дороги, на выкупъ прежнихъ обязательствъ и пр. Вообще говоря, главной задачей любого плана финансовой реорганизаціи дороги должно быть уменьшеніе обязательныхъ платежей до предѣловъ возможной валовой доходности дороги, съ тѣмъ чтобы въ будущемъ прекращеніе платежей сдѣлалось невозможнымъ».

Правленіе общества Эри отказалось измѣнить свой планъ. Въ мартѣ общее собраніе акціонеровъ одобрило его, и фирма Дрексель, Морганъ и К^o заявила, что приступаетъ къ его осуществленію. Тогда оппозиція рѣшила искать защиты своихъ правъ судебнымъ порядкомъ. Въ апрѣлѣ Гарриманъ, а въ іюнѣ Эмери предъявили иски къ обществу Эри, указывая на нарушеніе правъ меньшинства. Высшая судебная инстанція отказала въ искахъ на томъ основаніи, что судебная власть не должна вмѣшиваться въ отношенія между весьма значительнымъ большинствомъ и ничтожнымъ меньшинствомъ акціонеровъ или облига-

ціонеровъ, когда нѣтъ прямыхъ указаній на нарушеніе законныхъ правъ меньшинства.

Такимъ образомъ, банкиры потерпѣли поражение, но, какъ указано выше, слабыя стороны изложеннаго плана финансовой реорганизаціи дороги не замедлили обнаружить свое вліяніе. Надеждъ на улучшеніе положенія почти не было. Уже въ іюнѣ 1894 г. правленію дороги пришлось объявить, что оно не можетъ оплатить въ срокъ купоны. Въ декабрѣ положеніе еще болѣе ухудшилось. Фирма Дрексель, Морганъ и К^о выпустила циркуляръ, въ которомъ объявила, что и декабрьскіе купоны не будутъ оплачены.

Въ 1895 году рѣшено было прибѣгнуть къ болѣе радикальнымъ мѣропріятіямъ. Согласно новому плану финансовой реорганизаціи дороги, предполагалось выпустить на 175 милл. долл. консолидированныхъ облигацій первой ипотеки срокомъ на 100 лѣтъ; на 30 милл. долл. 4% привилегированныхъ акцій перваго разряда; на 16 милл. долл. 4% привилегированныхъ акцій второго разряда; на 100 милл. долл. обыкновенныхъ акцій. Консолидированныя облигаціи первой ипотеки предполагалось раздѣлить на два разряда: облигаціи перваго разряда на сумму 35 милл. долл. должны были имѣть преимущество въ отношеніи уплаты капитала и процентовъ передъ облигаціями второго разряда на сумму 140 милл. долл. Оба разряда облигацій обезпечивались залогомъ всего имущества компаніи, какъ наличнаго, такъ и того, которое могло быть пріобрѣтено въ будущемъ. Интересъ по облигаціямъ опредѣлялся въ размѣрѣ 4%, за исключеніемъ части облигацій второго разряда на сумму 29.435.000 долл., которыя должны были приносить 3% въ теченіе двухъ лѣтъ, начиная съ 1 іюля 1896 г., и 4% послѣ этого срока. Общество не имѣло право выпускать въ будущемъ новыя привилегированныя акціи перваго разряда безъ согласія въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ большинства акціонеровъ, выраженнаго въ собраніи, специально для этой цѣли созванномъ. Кромѣ того

требовалось согласіе большинства владѣльцевъ обыкновенныхъ акцій, представленныхъ въ это собраніе. Такія же правила устанавливались и относительно выпуска привилегированныхъ акцій второго разряда. Всѣ акціи должны были быть представлены voting trust (уполномоченнымъ) до 1 декабря 1900 г. Срокъ этотъ могъ быть продленъ, если бы общество оказалось не въ состояніи въ какой-либо годъ выдать 4% дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ перваго разряда, но довѣреннымъ предоставлялось право сложить съ себя полномочія и ранѣе назначеннаго срока.

Осуществленіе плана на практикѣ выразилось въ слѣдующемъ: старыя ипотечныя облигаціи дороги и облигаціи, обеспеченныя дополнительнымъ залогомъ, были погашены изъ суммъ выручки отъ реализаціи новыхъ облигацій первой ипотеки перваго разряда; консоли 2-го разряда были погашены путемъ замѣны въ размѣрѣ 75% капитала новыми облигаціями первой ипотеки второго разряда и въ размѣрѣ 55% капитала привилегированными акціями, по купоннымъ бонамъ 1885 г. было уплачено 100%—облигаціями первой ипотеки второго разряда, 10%—привилегированными акціями перваго разряда и 10%—привилегированными акціями второго разряда, владѣльцы такъ называемыхъ income bonds получили 40% капитала облигаціями первой ипотеки второго разряда и 60% привилегированными акціями перваго разряда. Владѣльцы привилегированныхъ акцій дороги, по уплатѣ взносовъ, получили 100% капитала новыми обыкновенными акціями.

Потребность дороги въ наличныхъ средствахъ, включая погашеніе долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, опредѣлилась въ суммѣ 25.015.688 долл. Для того, чтобы добыть эти средства рѣшено было взыскать съ акціонеровъ 8 долл. на каждую привилегированную акцію и 12 долл. на каждую обыкновенную. Выручка исчислялась въ суммѣ 10.023.368 долл. Сверхъ того линія Нью-Йоркъ, Пенсильванія-Огайо должна была внести 542.320 долл.

Недостающую сумму имѣлось въ виду получить путемъ продажи на 15 милл. долл. облигацій первой ипотеки первого разряда.

Удовлетвореніе потребности въ наличныхъ средствахъ способствовало вмѣстѣ съ тѣмъ объединенію предпріятія Erie. Новыя облигаціи и акціи представляли собою документы на владѣніе четырьмя линіями общимъ протяженіемъ въ 1938 миль и на $\frac{1}{5}$ акціонернаго капитала Chicago & Western Indiana Railroad. Сюда надо прибавить каменно-угольные копи и Union Steamboat Company съ ея пятью пароходами и имуществомъ въ Буффало.

Сумма обязательныхъ платежей согласно изложенному плану опредѣлялась въ размѣрѣ 7.850.000 долл. противъ 9.400.000 долл. въ 1894 г. Кромѣ того въ теченіе первыхъ двухъ лѣтъ новыя облигаціи первой ипотеки второго разряда приносили лишь 3%, такъ что получалось новое сбереженіе въ 300.000 долл. въ годъ. Разсчитывали, что желѣзная дорога легко сможетъ выручать такія суммы, особенно послѣ крупныхъ затратъ на новыя работы.

Изложенный планъ финансовой реорганизаціи обладалъ значительными преимуществами сравнительно съ прежнимъ. Сумма обязательныхъ платежей была уменьшена, наличныя деньги были получены отъ акціонеровъ, и наконецъ, линія Нью-Йоркъ—Пенсильванія—Огайо отнынѣ вошла въ составъ сѣти Эри вмѣсто того, чтобы фигурировать въ ней въ качествѣ арендуемой дороги.

Рѣшивъ выпустить облигаціи и акціи, а не только акціи, правленіе Erie воспользовалось плодами опыта другихъ желѣзныхъ дорогъ. По одной категоріи облигацій проценты уплачивались въ зависимости отъ доходовъ общества, по другой—уплачивались обязательно. Это спасало общество въ неблагопріятные годы, но, вмѣстѣ съ тѣмъ, давало возможность облигаціонерамъ использовать благопріятные результаты эксплуатаціи, когда они имѣлись налицо. По новому плану облигаціи второй консолидированной ипотеки и крупныя облигаціи приносили, вообще говоря, меньшій

доходъ, чѣмъ по схемѣ 1894 г., но зато въ благопріятные годы ихъ доходность превышала норму 1894 г. Что касается дивидендныхъ облигацій, то по нимъ, по крайней мѣрѣ, былъ фиксированъ извѣстный минимумъ дохода. Далѣе, новый планъ гораздо правильнѣе распредѣлилъ различныя категоріи старыхъ облигацій съ точки зрѣнія ихъ относительнаго первенства. Прежній планъ не дѣлалъ разницы между облигаціями второй консолидированной ипотеки, купонными облигаціями 1883 г. и дивидендными облигаціями; по новому плану держатели облигацій консолидированной ипотеки получили 75% капитала облигаціями общей ипотеки и 55% привилегированными акціями перваго разряда; держатели купонныхъ облигацій 100% облигаціями общей ипотеки, 10% привилегированными акціями перваго разряда и 10% привилегированными акціями втораго разряда; держатели дивидендныхъ облигацій получили 40% капитала облигаціями общей ипотеки и 60% привилегированными акціями перваго разряда. Дивидендныя, купонныя и консолидированныя облигаціи одинаково выиграли отъ обложенія акціонеровъ сборомъ; акціонеры же за свои взносы не получили ничего, даже обыкновенныхъ акцій. Въ іюлѣ 1895 г. обыкновенныя акціи не находили покупателей по $10^{5/8}$, а привилегированныя котировались по $22^{1/2}$ такъ какъ шансы на полученіе дивидендовъ по новымъ обыкновеннымъ акціямъ представлялись весьма проблематичными, то правленіе поступило разумно, обратившись къ синдикату банкировъ съ предложеніемъ гарантировать полностью всю сумму взносовъ. Въ конечномъ итогѣ общая сумма ипотечнаго долга общества Эри и прочихъ линій, входившихъ въ составъ сѣти, съ 234.680.180 долл. въ январѣ 1896 года понизилось до 137.704.100 долл. къ 1 іюня того же года. Облигаціи New York, Pennsylvania & Ohio были изъяты изъ обращенія съ громаднымъ убыткомъ для ихъ владѣльцевъ. Напримѣръ, за облигаціи первой ипотеки на сумму 5.000 долл. держатели получили 1.000 долл. ипотечными облигаціями перваго

разряда Эри, 500 долл. привилегированными акціями первого разряда, 100 долл. привилегированными акціями второго разряда и 750 долл. обыкновенными акціями. За облигацію второй ипотеки въ 500 долл. и облигацію третьей ипотеки въ 1.000 долл. выдавались обыкновенныя акціи Эри по 100 долл. Надо однако, замѣтить, что по ипотечнымъ облигаціямъ New York, Pennsylvania & Ohio общество Эри никогда не платило процентовъ. Изъятіе ихъ изъ обращенія не могло поэтому отразиться на размѣрахъ обязательныхъ платежей Эри *).

Слабая сторона плана заключалась въ незначительномъ уменьшеніи облигаціоннаго долга. Если исключить облигаціи Нью-Йоркъ—Пенсильванія-Огайо, которыя были замѣнены, главнымъ образомъ, акціями Эри, то окажется, что къ 1 января 1896 г. задолженность дороги Эри равнялась 121.399.431 долл., а 30 іюня (ва вычетомъ prior lien bonds)—123.304.100 долл. Такимъ образомъ, послѣ реорганизации облигаціонный долгъ дороги даже нѣсколько увеличился. Крупное сбереженіе дорога получила по линіи Нью-Йоркъ—Пенсильванія-Огайо. вмѣсто того, чтобы уплачивать 32% валового дохода этой линіи, она отнынѣ уплачивала 4% на капиталъ въ 14.400.000 долл., которымъ были замѣнены облигаціи линіи.

Обращаясь къ суммѣ обязательныхъ платежей, приходится замѣтить, что она, какъ уже было упомянуто, опредѣлялась въ 7.850.000 долл. Средній чистый доходъ до-

*) Акціонерный капиталъ до и послѣ реорганизации представлялся въ слѣдующемъ видѣ.

	Обыкновенныя акціи.	Привилегирован. акціи.
До реорганизации:		
Эри	77.837.000 долл.	8.536.600 долл.
Нью-Йоркъ-Пенсильванія-Огайо.	34.999.350 >	10.000.000 >
	111.836.350 долл.	18.536.600 долл.
Послѣ реорганизации:		
Эри	100.000.000 долл.	46.000.000 долл.
Нью-Йоркъ-Пенсильванія-Огайо.	20.000.000 >	—
	120.000.000 долл.	46.000.000 долл.

роги въ періодъ 1887—1894 гг. равнялся 8.768.750 долл. Такимъ образомъ, для уплаты дивиденда на 146 милл. долл. акціонернаго капитала дорога вырабатывала лишь 918.750 долларовъ.

Какъ бы то ни было, а изложенный планъ финансовой реорганизации дороги представлялся наиболѣе удачной комбинаціей, какую можно было въ то время придумать. Въ ноябрѣ 1895 г. желѣзная дорога была продана съ торговъ и куплена реорганизационнымъ комитетомъ за 20 милл. долл. Съ тѣхъ поръ желѣзная дорога Эри успѣла значительно улучшить свое положеніе. Количество сдѣланныхъ ею тонно-милъ увеличилось съ 3.939.676.175 въ 1897 г. до 6.275.629.877 въ 1907 г., валовой доходъ за то же время повысился съ 31.497.031 долл. до 53.914.827 долл. Чистый доходъ далеко превысилъ сумму обязательныхъ платежей. При такихъ условіяхъ дорога совершенно естественно затратила крупныя суммы на усиленіе и улучшеніе. Въ періодъ 1896—1907 гг. дорога затратила 12.732.486 долл. на приобрѣтеніе новыхъ земельныхъ участковъ, развитіе станцій, искусственныя сооруженія, смягченіе уклоновъ, вторые пути и проч.; 36.511.049 долл. были израсходованы на подвижной составъ и причислены къ капитальной стоимости дороги, и сверхъ того 8.625.307 долл. были заимствованы изъ суммъ чистаго дохода на иное усиленіе и улучшеніе. Столь крупныя затраты отразились самымъ благопріятнымъ образомъ на результатахъ эксплуатаціи. Средняя нагрузка поѣзда увеличилась съ 224,74 тоннъ въ 1895 г. до 471,67 въ 1907 г., несмотря на то, что уголь въ настоящее время уже не играетъ столь крупной роли въ общей массѣ перевозимыхъ грузовъ. Средній доходъ на поѣздо-милю болѣе чѣмъ удвоился. Въ 1907 г. количество тонно-милъ увеличилось на 59% сравнительно съ 1897 г., количество пассажиро-милъ увеличилось на 73%, расходы же по эксплуатаціи возрасли на 27%. Товарные вагоны со средней нагрузкой въ 22½ тонны замѣнены теперь вагонами со средней нагрузкой въ 34 тонны, паро-

возы мощностью въ 24.500 фунтовъ замѣнены паровозами со средней мощностью въ 31.000 фунтовъ. Товарные поѣзда дѣлаютъ на 2,6 милл. меньше поѣздо-миль, чѣмъ въ 1896 г.

Несмотря на все это благополучіе, еще нельзя сказать, что положеніе желѣзной дороги Эри совершенно упрочилось. Въ 1907 г. она получила наибольшій валовой доходъ за все время своего существованія. Чистый доходъ составилъ, однако, только 6 милл., изъ которыхъ лишь по привилегированнымъ акціямъ перваго и второго разрядовъ былъ уплаченъ скромный дивидендъ въ 4⁰/₁₀₀. Финансовыя затрудненія 1907 г. заставили общество прибѣгнуть къ выпуску краткосрочныхъ свидѣтельствъ.

Въ вопросахъ желѣзнодорожной политики общество Эри держалось, если можно такъ выразиться, консервативнаго образа дѣйствій. Въ 1898 г. оно приобрѣло значительное количество акцій дороги New-York, Susquehanna & Western. Три года спустя былъ приобретенъ весь акціонерный капиталъ Пенсильванской угольной компаніи. Въ 1905 г. Морганъ приобрѣлъ большинство акцій желѣзной дороги Цинцинати, Гамилтонъ и Дайтонъ. Благодаря этой покупке акцій онъ обезпечивалъ за собою контроль надъ дорогами Pere Marquette и Chicago, Cincinnati & Louisville, общимъ протяженіемъ въ 3.675 миль. Морганъ предложилъ купленные имъ акціи обществу Эри по 160 долл. за штуку. Съ точки зрѣнія развитія грузового движенія, эта операція представлялась весьма выгодной для дороги Эри, такъ какъ укрѣпляла ея вліяніе въ Огайо, Индианѣ и Мичиганѣ, но финансовое положеніе упомянутыхъ желѣзнодорожныхъ обществъ оставляло желать много лучшаго. Когда Морганъ черезъ нѣкоторое время предложилъ обществу Эри вернуть ему акціи, правленіе съ радостью на это согласилось.

Въ настоящее время протяженіе всѣхъ линій желѣзной дороги Эри опредѣляется въ 2.169 миль противъ 2.166 миль въ 1896 г. Ея доходъ значительно увеличился, капитальная стоимость возрасла въ сравнительно меньшемъ

размѣрѣ, но все же чистый доходъ не настолько великъ, чтобы дорога легко могла справляться съ затрудненіями при внезапномъ пониженіи доходности. Дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ перваго разряда уплачивается съ 1901 г., по привилегированнымъ акціямъ втораго разряда съ 1905 г. По обыкновеннымъ акціямъ дивидендъ до сихъ поръ не уплачивается.

Капитальная стоимость дороги опредѣляется въ слѣдующихъ цифрахъ:

	Акціонерный капиталъ.	Облигаціонный долгъ.
1896 г. . .	146.000.000 долл.	137.704.100 долл.
1907 г. . .	176.271.300 >	209.633.900 >

ГЛАВА III.

Philadelphia & Reading.

Желѣзная дорога Philadelphia & Reading пережила особенно много несчастій. Несмотря на громадное развитіе движенія, дорога въ періодъ 1880—1895 гг. три раза прекращала платежи и десять разъ попадала въ администрацію. Послѣ каждого банкротства дорога подвергалась финансовой реорганизациі, причемъ ни разу дѣло не обходилось безъ ожесточенной борьбы различныхъ интересовъ.

Въ 1833 году законодательное собраніе штата Пенсильваніи утвердило уставъ желѣзнодорожнаго общества Philadelphia & Reading, имѣвшаго цѣлью построить желѣзную дорогу протяженіемъ въ 58 миль между Филадельфіей и Ридингомъ. Въ 1862 г. общество эксплуатировало на правахъ аренды и собственности всего 437,4 мили. Валовой доходъ въ 1862 г. достигъ 3.911.830 долл., въ томъ числѣ 2.879.419 долл. было выручено за провозъ угля. Капитальная стоимость дороги была чрезвычайно велика—193.417 долл. на милю. Обязательные платежи (fixed charges) составляли 1.454.635 долл. въ годъ. Общество не имѣло своихъ каменноугольныхъ копей, но угольные грузы не могли миновать дорогу въ виду ея исключительно благоприятнаго расположенія близъ южныхъ угольныхъ мѣсто-рожденій.

Въ періодъ 1862—1865 гг. финансовое положеніе Philadelphia & Reading не оставляло желать ничего лучшаго. Во время войны дорога перевозила топливо для нуждъ морского министерства, а послѣ заключенія мира началось общее оживленіе торговли и промышленности. Выручка отъ перевозки угля возрасла въ 1865 г. до 8.627.292 долл., прочихъ грузовъ до 1.165.277 долл., чистый доходъ съ 2.375.247 долл. въ 1862 г. увеличился до 5.236.655 долл. Дивидендъ въ 1866 г. составилъ 10⁰/₀ на акціи обѣихъ категорій.

Въ 1870 г. общество впервые приобрѣло за свой счетъ каменноугольныя копи. Въ отчетѣ правленія за 1870 г. указывалось на необходимость парализовать вредное вліяніе частыхъ стачекъ рабочихъ на развитіе перевозокъ угля. Въ предупрежденіе дальнѣйшихъ колебаній правленіе предлагало приобрести угольныя мѣсторожденія и такимъ образомъ обезпечить за дорогой перевозку болѣе или менѣе значительнаго количества грузовъ. Впрочемъ въ 1871 г. и другія желѣзнодорожныя общества затратили большія средства на покупку угольныхъ копей.

Въ періодъ 1870—1881 гг. общество Philadelphia & Reading и образованная имъ компанія Coal & Iron затратили 73.326.668 долл. на приобретение земельныхъ участковъ и оборудованіе копей въ округахъ Schuylkill и Western Middle. Въ 1881 г. общество владѣло 142 кв. милями или 60% всей площади залежей антрацита въ упомянутыхъ округахъ и 30% антрацитовою площадью штата Пенсильваніи.

Изъ указанной суммы 69.816.204 долл. были получены путемъ разновременныхъ отпусковъ изъ средствъ общества, либо путемъ продажи облигацій Coal & Iron Company, гарантированныхъ обществомъ. Остальная сумма числилась долгомъ за Coal & Iron. Перевозки угля естественно развились, а вмѣстѣ съ тѣмъ общество получило возможность регулировать добычу угля въ южномъ районѣ. Желая убитъ конкуренцію, общество впоследствии начало скупать всякіе участки, не справляясь объ ихъ качествахъ, первоначальной стоимости, доходности и пр. Въ 1881 г. инженеръ, назначенный для оцѣнки имущества общества Philadelphia & Reading, совѣтовалъ продать пять участковъ, не представлявшихъ никакой цѣнности. Общая цѣнность земельного имущества дороги была имъ опредѣлена въ 31.197.484 долл.

Безъ сомнѣнія, дорога приобрѣла весьма цѣнное имущество, но вмѣстѣ съ тѣмъ она затратила на приобретение этого имущества гораздо больше, чѣмъ могла. Каковы бы

ни были выгоды, которая могла бы получить въ конечномъ результатѣ дорога, обладая значительной площадью угольныхъ мѣсторожденій, финансовое положеніе общества не допускало такихъ крупныхъ затратъ въ теченіе одного десятилѣтія. Возникшее послѣ окончанія гражданской войны оживленіе промышленности и торговли уступило мѣсто застою, чистый доходъ дороги не обнаруживалъ тенденціи къ дальнѣйшему увеличенію, а между тѣмъ сумма платежей по облигаціямъ съ 1867 г. болѣе чѣмъ удвоилась. Если-бы даже цѣны, по которымъ дорога приобрѣла каменноугольные копи, соотвѣтствовали ихъ достоинству, все же выдать 55 милл. долл. въ ссуду Coal & Iron Company и сверхъ того гарантировать на 15 милл. долл. бумагъ этой компаніи было болѣе, чѣмъ рискованно. Большинство участковъ не эксплуатировалось, проценты же на капиталъ приходилось уплачивать. Самый фактъ приобрѣтенія угольныхъ мѣсторожденій поставилъ дорогу въ ненормальныя условія. Общество уже не могло довольствоваться развитіемъ перевозки угля, а ему приходилось заботиться о возможномъ повышеніи продажныхъ цѣнъ товара. Когда въ каменноугольной промышленности начался застой, дорога терпѣла какъ бы двойной убытокъ, когда же наступило лучшее время, и перевозки угля значительно возрасли, дорогѣ пришлось бороться съ перепроизводствомъ угля.

Въ 1873 г. въ Соединенныхъ Штатахъ разразился тяжкій промышленный кризисъ, приведшій къ закрытію нью-іоркской биржи 30 сентября. Желѣзнодорожныя цѣнности сильно пострадали, пожалуй, больше, чѣмъ прочія бумаги. Въ послѣдующія пять лѣтъ положеніе еще болѣе ухудшилось, и въ 1879 г. дорога Philadelphia & Reading получила меньшій валовой доходъ, чѣмъ даже въ 1872 г. Уже въ 1876 г., подъ вліяніемъ застоя въ желѣзодѣлательной и каменноугольной промышленности, дорогѣ пришлось принять чрезвычайныя мѣры къ сокращенію эксплуатационныхъ расходовъ. Въ 1877 г. правленіе общества вы-

нуждено было заявить кредиторамъ, что платежи по облигаціямъ и по краткосрочнымъ обязательствамъ придется отсрочить. По словамъ правленія, оно имѣло возможность полностью заплатить проценты по пріоритетнымъ ипотечнымъ облигаціямъ (*prior liens*), въ половинномъ размѣрѣ проценты по облигаціямъ (*general mortgage bonds*) общей ипотеки, по ипотечнымъ облигаціямъ *Perkiomen* за три года наличными и половину 5⁰/₀ свидѣтельствами на пять лѣтъ, причемъ держателямъ облигацій правленіе предоставляло право получить свидѣтельства за три ближайшихъ срочныхъ купона и наличныя деньги за остальные купоны, наконецъ, выдать свидѣтельства срокомъ на пять лѣтъ въ уплату процентовъ по *debenture bonds* желѣзнодорожнаго общества и *Coal & Iron Company*, по подлежащимъ конверсіи облигаціямъ общества и по облигаціямъ *Tidewater & Susquehanna Canal Company*, которымъ срокъ погашенія наступалъ въ 1885, 1902 и 1918 гг., также внести арендную плату въ суммѣ, равнозначащей причитавшемуся акціонерамъ *Schuylkill Navigation Company* дивиденду плюсъ проценты по займу 1895 г. Правленіе предлагало пріостановить не болѣе, чѣмъ на четыре года отчисленія въ фондъ погашенія и уплату процентовъ по облигаціямъ общей ипотеки, если бы это понадобилось для ликвидаціи долга по краткосрочнымъ обязательствамъ. По заявленію президента Гоуэна, общество при такихъ условіяхъ могло бы покрывать свои обязательныя платежи и въ теченіе болѣе или менѣе непродолжительнаго времени погасить весь свой долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ.

Въ 1878 г. всѣ статьи доходовъ дороги испытали замѣтное сокращеніе, тогда какъ расходы не уменьшились. Мало того, каменноугольныя копи пришли въ печальное состояніе, потому что общество не имѣло средствъ для покупки необходимыхъ орудій производства, машинъ и проч. Въ 1879 г. дорога фактически прекратила выдачу жалованья служащимъ. Президентъ Гоуэнъ отправился въ Европу искать денегъ, но ихъ не нашелъ. Наконецъ, 21 мая

1880 г. общество было объявлено несостоятельнымъ, и 24 мая судъ назначилъ администраторовъ по его дѣламъ. Изъ ихъ доклада выяснилось, что долгъ общества по краткосрочнымъ обязательствамъ достигъ 10.254.766 долларовъ, и сверхъ того 1.900.482 долл. числилось за Coal & Iron Company. Общая сумма обязательствъ обоихъ обществъ, включая ипотечныя, облигаціонныя и краткосрочныя, безъ акціонернаго капитала, составляла 152.436.890 долл. За вычетомъ облигацій Coal & Iron Company, находившихся во владѣніи желѣзнодорожнаго общества, общая сумма долга опредѣлялась въ 106.215.830 долл. Акціонерный капиталъ обоихъ обществъ опредѣлялся въ суммѣ 42.278.175 долл., въ обращеніи находилось акцій на 39.278.175 долл. Сумма обязательныхъ платежей достигла 7.542.094 долл. въ годъ, чистый доходъ 5.494.979 долл. Такимъ образомъ, дефицитъ превышалъ 2 милл. долл.

Первый планъ финансовой реорганизации общества былъ составленъ въ Англіи. Предполагалось предъявить къ взысканію консолидированные ипотечные боны (consolidated mortgage), держателей боновъ general mortgage лишить права иска, а всѣ негарантированныя облигаціи и ипотечные боны позднѣйшихъ выпусковъ замѣнить привилегированными акціями. Съ акціонеровъ предполагалось взыскать 15 долл. на акцію, взамѣнъ чего выдать 7% обеспеченныя дополнительнымъ залогомъ облигаціи. Такимъ путемъ предполагалось погасить краткосрочныя обязательства. Въ октябрѣ 1880 г. бывшій вице-президентъ общества Джонсъ, отвергая необходимость обложенія акціонеровъ взносами по акціямъ, предложилъ свой планъ финансовой реорганизации, заключавшійся въ слѣдующемъ: облигаціи всѣхъ наименованій, кромѣ ипотечныхъ, замѣняются привилегированными акціями второго разряда съ доходностью въ 5%, производится выпускъ привилегированныхъ акцій перваго разряда на 15 милл. долл., которыми погашаются краткосрочныя обязательства; по ипотечнымъ бо-

намъ угольной компаніи фиксируется ежегодный платежъ процентовъ въ 200.000 долл.

Съ своей стороны президентъ Гоуэнъ предложилъ выпустить на 34.300.000 долл. income bonds «дивидендныхъ облигацій или боновъ», по которымъ интересъ долженъ былъ уплачиваться лишь послѣ выдачи 6^o/_o по обыкновеннымъ акціямъ. Вслѣдъ затѣмъ изъ остатка дохода держатели боновъ удовлетворялись въ размѣрѣ 6^o/_o. Остальная сумма распредѣлялась равномѣрно между держателями боновъ и обыкновенныхъ акцій. Боны выпускались по цѣнѣ не выше 30^o/_o ихъ номинальной стоимости, т. е. по 15 долл. каждый. Акціонерамъ общества предоставлялись извѣстные преимущества въ отношеніи ихъ приобрѣтенія. Вмѣстѣ съ тѣмъ предположено было выпустить новыя безсрочныя 5^o/_o ипотечныя облигаціи на сумму 150 милл. долл. Заемъ этотъ раздѣлялся на 2 разряда: А и В по 75 милл. долл. каждый. Было вычислено, что 140 милл. долл. хватило бы для погашенія всего долга общества и для покупки бумагъ компаній, владѣвшихъ линіями, которыя общество арендовало. Ежегодное сбереженіе выразилось бы въ суммѣ 3.657.116 долл.

Въ извѣстномъ отношеніи изложенный планъ можно было признать удовлетворительнымъ, но многое въ немъ было рассчитано только на эффектъ. Проектъ объединенія долговъ путемъ выпуска 5^o/_o облигацій общей ипотеки упрощалъ счетоводство и понижалъ обязательные платежи. Но, съ другой стороны, какое значеніе могло имѣть уменьшеніе обязательныхъ платежей на 2.700.000 долларовъ для общества, которое только что закончило годъ съ дефицитомъ въ 2 милліона? Къ тому же планъ слишкомъ мало считался съ обстоятельствами: держателей облигацій заставляли идти на уступки и за это даже не предлагали имъ привилегированныхъ акцій. Далѣе, Гоуэнъ рекомендовалъ выпустить дивидендныя облигаціи на неопредѣленное время, держатели которыхъ могли требовать уплаты дивиденда лишь послѣ того какъ таковой былъ выданъ по

обыкновеннымъ акціямъ. Какое основаніе было вообще называть подобную бумагу «облигаціей»? Даже самъ Гоуэнъ относился къ ней скептически и предлагалъ выпустить «облигаціи» по курсу третьей части ихъ номинальной цѣны. Очевидно, Гоуэнъ просто хотѣлъ «осѣдлатъ» кредиторовъ по обязательствамъ, необезпеченнымъ имуществомъ предпріятія, давъ имъ въ руки ничего не стоящія бумаги съ громкимъ наименованіемъ «облигацій». Выручка отъ реализаціи дивидендныхъ облигацій должна была дать 10.200.000 долл. Кромѣ того, предполагалось дополнительно реализовать на 5 милл. долл. облигацій общей ипотеки послѣ выпуска дивидендныхъ облигацій. Гоуэнъ рассчитывалъ на выгодную реализацію облигацій общей ипотеки по номинальной цѣнѣ, при условіи успѣшнаго размѣщенія дивидендныхъ облигацій. Всего образовалось бы 15.200.000 долл., т. е. на 1 милл. болѣе того, что требовалось для удовлетворенія ближайшихъ нуждъ общества, по уплатѣ комиссіи синдикату банкировъ.

Несмотря на всѣ слабыя стороны проекта, синдикатъ лондонскихъ банкировъ въ ноябрѣ 1880 г. согласился внести въ любой изъ американскихъ банковъ 2.058.000 долл. въ обезпеченіе реализаціи всѣхъ дивидендныхъ (income bonds) боновъ, неразобранныхъ акціонерами. Кромѣ того общество имѣло право удержать до 1 милл. долл. изъ упомянутой суммы для уплаты 4 долл. второго взноса по бонамъ, неразобраннымъ акціонерами. Лондонскій «Times» высказалъ по этому поводу предположеніе, что дивидендныя облигаціи сдѣлаются предметомъ самой нездоровой спекуляціи, а шансы ихъ держателей на дивидендъ весьма проблематичны.

Въ декабрѣ планъ Гоуэна былъ одобренъ американскимъ комитетомъ и правленіемъ общества. Въ то же время собраніе акціонеровъ и облигаціонеровъ въ Лондонѣ единогласно вотировало довѣріе Гоуэну. Въ оппозицію стала вліятельная лондонская фирма Бр. Макъ-Кальмонтъ. Борьба сосредоточилась вокругъ годовыхъ выборовъ, назначенныхъ на 10 января 1881 г. Въ декабрѣ президентъ Гоуэнъ

выпустилъ циркуляръ слѣдующаго содержанія: «Уѣзжая по дѣламъ общества въ Европу и не будучи увѣренъ въ возможности вернуться домой въ началѣ января, я считаю необходимымъ обратить ваше вниманіе на то, чтобы на годичномъ собраніи въ Филадельфіи присутствовало какъ можно большее число акціонеровъ. Вѣроятно, на собраніи оппозиція употребитъ всѣ усилія къ тому, чтобы захватить въ свои руки управленіе дѣлами общества въ интересахъ конкурирующихъ дорогъ. Если усилія оппозиціи увѣнчаются успѣхомъ, то положеніе желѣзнодорожнаго общества Филадельфія-Ридингъ едва ли будетъ лучше положенія общества Филадельфія—Эри или компаніи Сѣверной центральной желѣзной дороги».

Въ Лондонѣ Гоуэнъ занялся размѣщеніемъ дивидендныхъ облигацій, и ему повидимому, удалось добиться успѣха. О предстоявшихъ выборахъ онъ нисколько не беспокоился. По его словамъ, оппозиція со стороны фирмы Макъ-Кальмонтъ не имѣла никакого значенія. Прежде всего избраніе его могло считаться обезпеченнымъ и безъ англійскихъ голосовъ, а разъ англійскіе облигаціонеры рѣшили его поддержать, то тѣмъ болѣе не въ чемъ было сомнѣваться. За шесть дней до выборовъ Гоуэнъ выпустилъ проспектъ новыхъ займовъ, дивиденднаго и ипотечнаго, и телеграфировалъ вице-президенту Кейму, что ипотечныя облигаціи А будутъ имъ размѣщены по 110, а ипотечныя облигаціи В по номинальной цѣнѣ.

Между тѣмъ, въ Америкѣ обѣ стороны обратились къ содѣйствию судебной власти. Бр. Макъ-Кальмонтъ требовали запрещенія выпуска дивидендныхъ облигацій (*deferred income bonds*), а друзья Гоуэна настаивали на отсрочкѣ дня выборовъ, чтобы дать время президенту вернуться изъ Европы. Въ результатѣ правленіе общества постановило отложить годичное общее собраніе акціонеровъ на неопредѣленное время. Братья Макъ-Кальмонтъ обжаловали рѣшеніе правленія въ филадельфійскій судъ. Рѣшеніе суда состоялось 24 января, и годичное собраніе акціонеровъ,

по соглашенію правленія съ фирмой Макъ-Кальмонтъ, было назначено на 14 марта.

Вопросъ о дивидендныхъ облигаціяхъ представлялся болѣе сложнымъ. Дѣло въ томъ, что Гоуэнъ имѣлъ отъ судебныхъ учрежденій разрѣшеніе на выпускъ облигацій. Бр. Макъ-Кальмонтъ просили судъ признать выданное имъ Гоуэну разрѣшеніе недѣйствительнымъ, либо обязать администраторовъ общества и служащихъ не выпускать облигацій, пока форма ихъ не будетъ установлена судомъ, и пока администраторамъ не будетъ внесено обезпеченіе въ суммѣ 2.058.000 долл. Бр. Макъ-Кальмонтъ рассчитывали такимъ способомъ выиграть время. Въ результатѣ въ Филадельфію была переведена полностью изъ Лондона сумма обезпеченія—2.058.000 долл. Въ февралѣ состоялось рѣшеніе суда о пріостановкѣ выпуска дивидендныхъ облигацій, а также о недѣйствительности соглашеній, заключенныхъ желѣзнодорожнымъ обществомъ Филадельфія—Ридингъ относительно предполагаемаго выпуска ипотечнаго займа на сумму въ 150 милл. долл.

Въ январѣ состоялось годовое общее собраніе акціонеровъ Coal & Iron Company. Никакихъ инцидентовъ не произошло, и Гоуэнъ былъ избранъ президентомъ общества. По мѣрѣ приближенія общаго собранія акціонеровъ желѣзнодорожнаго общества, обѣ стороны усиливали агитацію за и противъ Гоуэна. Послѣдній убѣждалъ акціонеровъ спасти свое имущество отъ перехода въ руки Pennsylvania Central Railroad Company, которая, по его словамъ, стояла за спиной Бр. Макъ-Кальмонтъ. Фирма Макъ-Кальмонтъ, энергично протестуя противъ инсинуацій со стороны Гоуэна, указывала вмѣстѣ съ тѣмъ, на то, что въ рукахъ правленія общества Philadelphia & Reading находилось лишь 16.500 акцій, и что нѣкоторые директора правленія едва располагали необходимымъ по уставу цензомъ. Кромѣ того, Бр. Макъ-Кальмонтъ заявили суду, что Гоуэнъ неправильно представилъ въ общее собраніе акціи, которыми обезпечивались краткосрочныя обязательства дороги.

12 марта состоялось постановление суда относительно порядка созыва общаго собранія и принятія имъ рѣшеній. Судъ предписалъ отдѣльно считать голоса по акціямъ, представленнымъ за три мѣсяца до выборовъ, и кромѣ того извѣстилъ правленіе, что всѣ спорные вопросы должны быть переданы на разрѣшеніе суда. Гоуэнъ встревожился и, опасаясь за исходъ выборовъ, за два дня до общаго собранія обратился съ письмомъ къ акціонерамъ. «До сихъ поръ, писалъ онъ, я собралъ голоса 1921 акціонера, располагающихъ 359.500 акцій. Это составляетъ значительное большинство общаго числа акцій, но, если собраніе произойдетъ черезъ два дня, и судъ признаетъ, что для получения права голоса акціи должны были быть представлены за три мѣсяца до назначеннаго срока, то, пожалуй, меньшинство одержитъ верхъ надъ нами. Я поэтому рѣшилъ не явиться въ собраніе и настоятельно прошу всѣхъ акціонеровъ, поддерживающихъ нынѣшній составъ правленія, послѣдовать моему примѣру. Такимъ путемъ роль меньшинства будетъ сведена къ нулю,—кворумъ не соберется».

Сторонники Гоуэна въ Англіи и Америкѣ поступили согласно письму, и 14 марта въ собраніе явились акціонеры, располагавшіе лишь 211.095 акціями изъ общаго числа 687.663 акцій. Почти единогласно президентомъ былъ избранъ Бондъ, ставленникъ Бр. Макъ-Кальмонтъ. Гоуэнъ, конечно, началъ дѣло о признаніи собранія 14 марта несостоявшимся. Судъ первой инстанціи (Court of Common Pleas) призналъ собраніе законно состоявшимся и новое правленіе правильно избраннымъ. Гоуэнъ обжаловалъ это рѣшеніе въ апелляціонный судъ и отъ передачи дѣлъ Бонду отказался. Когда 11 апрѣля новые директора явились въ помѣщеніе правленія Philadelphia & Reading, Гоуэнъ отказался впустить ихъ. Бондъ 22 апрѣля формально объявилъ о своемъ избраніи, Гоуэнъ же обѣщалъ немедленно очистить помѣщеніе по утверженіи апелляціоннымъ судомъ рѣшенія суда первой инстанціи. Однако, 19 апрѣля состоялось опредѣленіе суда объ отводѣ

подходящаго помѣщенія для занятій Бонда въ правленіи Philadelphia & Reading Company, а также о свободномъ допущеніи его ко всѣмъ книгамъ и документамъ. Въ маѣ апелляціонный судъ призналъ собраніе 14 марта законно состоявшимся. Гоуэнъ подалъ жалобу, которая была оставлена безъ послѣдствій, и въ іюнѣ, черезъ четыре мѣсяца послѣ собранія, передалъ, наконецъ, дѣла Бонду. Въ апрѣлѣ 1881 года Бр. Макъ-Кальмонтъ добились запрещенія выпуска дивидендныхъ облигацій, а затѣмъ и ипотечнаго займа въ 150 милл. долл.

Лишившись поста президента, Гоуэнъ приложилъ всѣ старанія къ тому, чтобы уговорить Бр. Макъ-Кальмонтъ принять его планъ. Въ воззваніи къ акціонерамъ онъ говорилъ, что, если будетъ принять планъ выпуска дивидендныхъ облигацій, то онъ, Гоуэнъ, откажется отъ должности администратора дороги, никогда не выставитъ своей кандидатуры на постъ президента и не преминетъ всячески содѣйствовать избранію новаго правленія. Въ видѣ альтернативы, онъ предлагалъ скунить акціи Бр. Макъ-Кальмонтъ по 40 долл. за штуку и грозилъ, въ случаѣ отказа, приготовить пораженіе противной партіи къ слѣдующимъ выборамъ. Въ сентябрѣ онъ увѣрялъ акціонеровъ, что легко можетъ поставить дорогу на ноги. «Если Бондъ и его товарищи уйдутъ, телеграфировалъ Гоуэнъ изъ Лондона, и извѣстятъ меня объ этомъ депешей, то до отъѣзда въ Америку я могу раздобыть авансомъ достаточно денегъ подъ дивидендныя облигаціи и новые 5⁰/₀ консоли для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ, свидѣтельствъ администраторовъ и всѣхъ недоимокъ по уплатѣ процентовъ». Наконецъ, обращаясь непосредственно къ самому Бонду, Гоуэнъ предлагалъ новому правленію принять его планъ съ измѣненіемъ формы облигацій, въ видѣ назначенія срока оплаты ихъ черезъ 100 или 200 лѣтъ. Бондъ на это не согласился. Онъ указалъ на то, что держатели дивидендныхъ облигацій будутъ постоянно мѣшать правленію производить необходимые расходы на нужды дороги изъ доходовъ

эксплоатации, такъ какъ всѣ ихъ старанія, очевидно, будутъ направлены на обезпеченіе доходности принадлежащихъ имъ бумагъ. Кромѣ того, Бондъ сомнѣвался въ правѣ общества выпускать облигаціи, необезпеченныя спеціальнымъ имуществомъ, ниже паритета. Наконецъ, представлялось неяснымъ, изъ какого источника должны были оплачиваться проценты по облигаціямъ, только-ли изъ суммъ чистаго дохода, или же доходность ихъ во всякомъ случаѣ не могла быть ниже дивиденда по обыкновеннымъ акціямъ. Такимъ образомъ, всѣ попытки Гоуэна сблизиться съ противниками окончились неудачей, и онъ началъ работать надъ подготовкой ихъ пораженія.

Между тѣмъ, президентъ Бондъ изготавилъ свой собственный планъ финансовой реорганизации дороги. Онъ подмѣтилъ три слабыя стороны въ проектѣ Гоуэна: 1) выпускъ массы дивидендныхъ облигацій, не имѣвшихъ никакой внутренней цѣнности; 2) высокій размѣръ обязательныхъ платежей при выпускѣ 5% займа въ 150 милл. долл.; 3) отсутствіе такой бумаги, доходность которой зависѣла бы отъ результатовъ эксплоатации, и которая могла бы быть предложена облигаціонерамъ взамѣнъ понесенныхъ ими матеріальныхъ потерь.

Бондъ предложилъ общую консолидированную ипотеку, которая обезпечивалась бы всѣмъ имуществомъ желѣзной дороги и Coal & Iron Company, а также всѣми интересами обоихъ обществъ въ другихъ предпріятіяхъ. По мѣрѣ изъятія изъ обращенія облигацій прежнихъ ипотекъ, должны были выпускаться добавочныя облигаціи новой ипотеки. Заемъ предполагался въ 150 милл. долл., раздѣленныхъ на двѣ серіи: серія А на 90 милл. долл. выпускалась на 50 лѣтъ; по облигаціямъ этой серіи въ первую очередь изъ доходовъ дороги уплачивались 4½% интереса; держатели облигацій, при неуплатѣ интереса въ теченіе 12 мѣсяцевъ, имѣли право требовать понудительнаго взысканія долга съ предпріятія; серія В выпускалась на 60 лѣтъ; по облигаціямъ уплачивалось 3% интереса, и держатели обли-

гацій имѣли право требовать понудительнаго взысканія съ предпріятія при неуплатѣ интереса въ теченіе трехъ лѣтъ.

Въ хорошіе годы облигаціи серіи В могли принести и бѣльшій доходъ. По условіямъ выпуска ипотеки, изъ суммъ чистаго дохода, подлежавшихъ выдачѣ въ дивидендъ, прежде всего уплачивались по облигаціямъ серіи В дополнительные $1\frac{1}{2}\%$, затѣмъ 3% по акціямъ, послѣ чего, изъ остатка вновь начислялись добавочные $1\frac{1}{2}\%$ на облигаціи В. Серію А Бондъ предполагалъ обратить на погашеніе старыхъ обязательствъ, дивидендныхъ облигацій, краткосрочныхъ обязательствъ, обезпеченныхъ дополнительнымъ залогомъ, закладныхъ на недвижимыя имущества и пр. Серія В предназначалась для погашенія займовъ позднѣйшаго происхожденія, отчасти же для пріобрѣтенія гарантированныхъ акцій или облигацій предпріятій, связанныхъ съ дорогой и Coal & Iron Company.

Сущность плана сводилась къ сохраненію неприкосновенности всѣхъ прежнихъ ипотекъ, тогда какъ позднѣйшіе займы подлежали погашенію путемъ выпуска новыхъ облигацій. Въ извѣстномъ отношеніи планъ Бонда приближался къ проекту Гоуэна,—разница заключалась въ раздѣленіи ипотеки на двѣ серіи, изъ которыхъ одна имѣла преимущество передъ другой. Кромѣ того, благодаря особой системѣ начисленія процентовъ на облигаціи серіи В, Бонду удалось понизить средній процентъ по всѣмъ облигаціямъ съ 5% (по плану Гоуэна) до 4% . Въ хорошіе годы облигаціи серіи В могли приносить до 6% дохода. Такъ какъ находившіяся въ обращеніи облигаціи котировались по разнымъ цѣнамъ, то Бондъ предложилъ уравнивать цѣны путемъ обмѣна болѣе дорогихъ облигацій на новыя плюсъ извѣстное количество акцій. Для этой цѣли акціонерный капиталъ общества долженъ былъ быть увеличенъ на одну треть. Краткосрочныя обязательства погашались наиболѣе обезпеченными бумагами общества,—облигаціями серіи А, а не наименѣе солидными, какъ предполагалъ Гоуэнъ (дивидендными облигаціями). Наконецъ, для пріобрѣтенія ак-

цій и облигацій линій второстепеннаго значенія Бондъ придумалъ довольно остроумную комбинацію. Онъ предложилъ конверсію 7% боновъ на сумму 10.527.900 долл. въ облигаціи серіи В. Конверсія освобождала соотвѣтствующую сумму акціонернаго капитала, отнесенную въ резервъ въ виду выпуска 7% боновъ.

Тѣмъ не менѣе, и планъ Бонда не былъ свободенъ отъ недостатковъ. Прежде всего, онъ носилъ, если можно такъ выразиться, слишкомъ мягкій характеръ, тогда какъ положеніе общества Philadelphia & Reading было близко къ критическому. По даннымъ самого Бонда, дефициты за пять лѣтъ составили 11.479.217 долл., въ среднемъ 2.295.853 долл. въ годъ. Чистый доходъ въ 1881 г. равнялся 8.418.009 долл., а обязательные платежи 11.265.666 долл. Президентъ Гоуэнъ, въ свое время, составилъ планъ уменьшенія обязательныхъ платежей съ 11 милл. долл. до 7 милл. долл., но самъ объяснилъ, что, въ виду невозможности сразу изъять изъ обращенія всѣ пріоритетные ипотечные займы (prior liens), сумма обязательныхъ платежей будетъ держаться на уровнѣ 8 милл. долл. Бондъ заявилъ, что, по его плану, сумма обязательныхъ платежей падаетъ до 6 милл. долл., но не сразу. Въ первое время она выразится въ 8.339.000 долл., т. е. чистый доходъ общества превыситъ ее едва на 100 т. долл. Что касается краткосрочныхъ обязательствъ, то планъ Бонда оставлялъ желать много лучшаго: онъ не предлагалъ никакихъ взносов, обязательныхъ для акціонеровъ, а говорилъ лишь о выпускѣ облигацій. Въ концѣ концовъ и планъ Бонда не получилъ осуществленія, хотя и не изъ-за краткосрочныхъ обязательствъ, а изъ-за интригъ со стороны Гоуэна.

Гоуэнъ все время укрѣплялъ свою позицію и въ концѣ концовъ сумѣлъ пріобрѣсти сильнаго союзника въ лицѣ Вандербильта. Послѣдній въ октябрѣ 1881 г. началъ скупать акціи дороги. Въ ноябрѣ Гоуэнъ выпустилъ циркулярное письмо къ акціонерамъ, въ которомъ указывалъ на то, что правленіе въ теченіе четырехъ мѣсяцевъ руково-

дительства дѣлами общества ровно ничего не сдѣлало для улучшенія финансоваго положенія дороги. Между тѣмъ, онъ, Гоуэнъ, если бы былъ президентомъ, сумѣлъ бы поправить дѣла путемъ размѣщенія дивидендныхъ облигацій и выпуска 5⁰/₁₀₀ консолидированныхъ ипотечныхъ облигацій. Въ результатѣ общество оказалось бы въ состояннн уплативать дивидендъ по акціямъ. Перспективы будущаго развитія дороги не оставляли желать ничего лучшаго, и только теперь выяснилась польза пріобрѣтенія каменноугольныхъ копей. Съ своей стороны, Бондъ указывалъ на неисполненіе Гоуэномъ прежнихъ обѣщаній, на непроизводительныя затраты денегъ, на спекуляцію, въ которую не разъ втягивалъ общество Гоуэнъ, на уплату дивидендовъ, въ то время какъ эксплуатація дороги давала дефициты, и пр.

Новые выборы состоялись 14 января 1882 г. Изъ 493.601 голосовъ Гоуэнъ получилъ 270.984, Бондъ 222.617. За Гоуэна голосовалъ Вандербильтъ, располагавшій 72.000 акцій. Общее собраніе акціонеровъ одобрило финансовыя комбинаціи Гоуэна. Со стороны суда препятствій къ ихъ осуществленію не встрѣтилось.

Планъ Гоуэна почти не измѣнился. Для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ предполагалось выпустить на 34.300.000 долл. дивидендныхъ облигацій, а сумму ипотечнаго займа увеличить со 150 милл. долл. до 160 милл. долл. Заемъ распредѣлялся на двѣ серіи А и В. Время нѣсколько отрезвило оптимизмъ Гоуэна: теперь уже онъ рассчитывалъ на сокращеніе обязательныхъ платежей до 8 милл. долл., а не до 7 милл. Но зато онъ былъ полонъ вѣры въ развитіе доходности предпріятія. «При чистомъ доходѣ въ 12 милл. долл., писалъ Гоуэнъ, и 8 милл. долл. обязательныхъ платежей, 4 милл. долл. остаются для распредѣленія между акціонерами и держателями дивидендныхъ облигацій. Акціонеры получаютъ 6⁰/₁₀₀, а по дивиденднымъ облигаціямъ общество уплатитъ 20⁰/₁₀₀ ихъ выпускной цѣны». Въ февралѣ администраторы по дѣламъ общества желѣзной дороги и Coal & Iron формально пере-

дали завѣдываніе обоими предпріятіями въ руки новаго правленія.

Однимъ изъ первыхъ дѣйствій правленія было снятіе въ аренду на 999 лѣтъ Центральной желѣзной дороги New Jersey. Эта дорога во многихъ отношеніяхъ составляла естественное дополненіе сѣти Reading. Она тоже перевозила уголь, приблизительно въ половинномъ количествѣ противъ дорогъ Reading и владѣла обширными копами въ округѣ Вайомингъ. По своему географическому расположенію она представляла какъ бы соединительную вѣтвь между сѣтью Reading и Нью-Йоркомъ. Впослѣдствіи Джозефъ Гаррисъ указывалъ, что всѣ грузы сѣти Reading съ юга и юго-запада на Нью-Йоркъ шли по Jersey Central. Съ другой стороны, грузы съ сѣверо-запада шли по Jersey Central изъ Скрантона до Виолеема, а тамъ передавались на Reading для перевозки въ Филадельфію. Начальникъ службы движенія Белль въ 1885 г. слѣдующимъ образомъ характеризовалъ выгоды для дороги Ридингъ отъ снятія въ аренду линіи Джерси: «Перевозка грузовъ по центральной желѣзной дорогѣ Нью-Джерси, помимо угля, увеличиваетъ доходъ сѣти Ридингъ на полтора милл. долл. Участокъ Lehigh-Susquehanna центральной желѣзной дороги протянулъ нашу сѣть отъ Филипсбурга до Скрантона черезъ всю долину Lehigh; этотъ районъ питаетъ наши линіи, расположенныя въ сѣверной Пенсильваніи. Тотъ же участокъ соединяетъ нашу сѣть съ сѣтью Катависса и является связующимъ звеномъ въ сѣти Аллентаунъ. Кромѣ того, центральная желѣзная дорога сокращаетъ путь во внутреннюю Пенсильванію и изъ сѣверо-западной Пенсильваніи къ нью-іоркскимъ озерамъ. Благодаря арендѣ центральной желѣзной дороги, мы подошли къ величайшимъ мѣсторожденіямъ графита въ Пенсильваніи и къ крупнѣйшимъ, за исключеніемъ Питсбурга, желѣзодѣлательнымъ заводамъ Соединенныхъ Штатовъ». Въ 1883 г. центральная желѣзная дорога обанкротилась и не имѣла никакихъ надеждъ на поправленіе своихъ дѣлъ въ ближайшемъ буду-

щемъ. Она, конечно, готова была итти на всякія соглашенія, лишь бы кто-нибудь другой платилъ проценты по ея долгамъ. Гоуэнъ, твердо вѣря въ успѣхъ своего плана финансовой реорганизациі, не задумался надъ новымъ обремененіемъ ресурсовъ дороги Филадельфія-Ридингъ.

Соглашеніе съ центральной жел. дорогой Нью-Джерси состоялось на слѣдующихъ условіяхъ: Дорога Ридингъ приняла на себя всѣ долги центральной жел. дороги, а также обязательство платить 6% по ея акціямъ и 18.000 долларовъ ежегодно правленію. Въ случаѣ изытія изъ обращенія какихъ-либо облигацій центральной жел. дороги или пониженія процентовъ по ея долгамъ, соотвѣтственно уменьшались платежи дороги Ридингъ. Путь и подвижной составъ центральной жел. дороги должны были поддерживаться въ прежнемъ состояніи, но, если бы общество Ридингъ призвело какія-либо работы по усиленію или улучшенію центральной дороги, или изъ своихъ собственныхъ средствъ погасило какіе-либо долги ея, то центральная дорога обязывалась выдать обществу Ридингъ соотвѣтствующія облигаціи доходностью не выше 6%. Договоръ объ арендѣ могъ быть прекращенъ по предварительномъ увѣдомленіи о семъ за 60 дней, въ случаѣ невыполненія арендаторомъ какихъ-либо условій. Чистый доходъ центральной жел. дороги въ 1882 г. равнялся 5.091.072 долл., обязательные платежи достигали 5.898.087 долл. Такимъ образомъ, общество Ридингъ обязалось уплачивать 6% на акціонерный капиталъ линіи, которой доходы не покрывали ея обязательныхъ платежей. Мало того, чтобы принять линію изъ рукъ администраціи, обществу Ридингъ пришлось переписать на себя краткосрочныя обязательства дороги на сумму 2 милл. долл. и войти въ соглашеніе съ нѣкоторыми кредиторами относительно отсрочки уплаты процентовъ по имѣвшимся у нихъ облигаціямъ. Наконецъ, 29 мая 1883 г. арендный договоръ былъ заключенъ. Въ тотъ же день состоялось другое соглашеніе, въ силу котораго центральной желѣзной дорогѣ были сданы въ аренду угольные и

желѣзнодорожныя предпріятія Lehigh Coal & Navigation Company за одну треть ихъ валовыхъ доходовъ, а общество Ридингъ гарантировало исполненіе договора. Общество Ридингъ согласилось на параллельное расширеніе угольныхъ копей Lehigh, такъ, чтобы производство ихъ относилось къ производству собственныхъ копей Ридингъ, какъ 28:72, вплоть до достиженія имъ цифры 3 милл. тоннъ. Арендная плата не могла быть ниже 1.414.400 долл. и выше 1.728.700 долл. до 1887 г. Въ періодъ 1887—1892 г.г. арендная плата не могла быть выше 1.885.800 долл., а послѣ 1892 г.—2.043.000 долл.

Съ 1883 г. началась какъ-бы новая эра въ жизни общества Ридингъ. По даннымъ правленія, валовой и чистой доходы возрастали, обязательные платежи тоже увеличивались, но сравнительно медленно, а чистая прибыль за 1883 г. увеличилась въ три раза. «Общество, писалъ Гоуэнъ, наконецъ вышло изъ затрудненій, которыя его постигли въ послѣдніе четыре достопамятныхъ года». Годовое общее собраніе акціонеровъ въ январѣ было настоящимъ торжествомъ Гоуэна. «Мы, сказалъ одинъ акціонеръ, съ глубокой благодарностью отмѣчаемъ ваши нечеловѣческія усилія, направленныя къ спасенію нашей дороги отъ банкротства. Несмотря на невѣроятныя затрудненія, вы сумѣли побороть объединенныя старанія нашихъ враговъ, стремившихся разорить насъ». Общее собраніе акціонеровъ прежде всего уполномочило правленіе на выпускъ обеспеченнаго дополнительнымъ залогомъ займа (collateral trust loan) въ 12 милл. долл. для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ, приобрѣтенія акціонернаго капитала центральной желѣзной дороги Нью-Джерси и погашенія ипотечированныхъ дивидендныхъ облигацій «income mortgage bonds». Что стало съ дивидендными облигаціями Гоуэна и консолями первой серіи, выпущенными на сумму 5 милл. долл. для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ, никто точно не зналъ. Что касается приобрѣтенія акцій центральной желѣзной дороги Нью-Джерси, то цѣль его заключалась

въ обезпеченіи дѣйствительнаго контроля надъ дорогой. Покупка акцій состоялась въ маѣ по курсу 78; въ январѣ 1884 г., когда обществу понадобились новыя средства, а положеніе денежнаго рынка было неблагопріятное, правленіе обратилось къ Вандербильту съ просьбой о временной ссудѣ, подъ залогъ пріобрѣтенныхъ акцій. Когда наступилъ срокъ погашенія ссуды, дѣла правленія нисколько не поправились, и Вандербильтъ, никогда не допускавшій вторженія филантропіи въ область денежныхъ комбинацій, продалъ акціи по курсу отъ 50 до 57. Общество Ридингъ, такимъ образомъ, потеряло разницу на курсѣ и не пріобрѣло тѣхъ выгодъ, на которыя рассчитывало.

Далѣе, общее собраніе акціонеровъ рѣшило выдать въ дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ, включая недоимки прежнихъ лѣтъ, 21⁰/₀, а по обыкновеннымъ 3⁰/₀. Дивидендъ долженъ былъ быть уплаченъ наличными деньгами, при условіи удачнаго размѣщенія новаго обезпеченнаго дополнительнымъ залогомъ займа. Общее собраніе постановило отсрочить приведеніе этого рѣшенія въ исполненіе на двѣ недѣли, для того, чтобы остальные акціонеры имѣли возможность разобратся въ положеніи дѣлъ. Черезъ двѣ недѣли дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ былъ одобренъ, а по обыкновеннымъ отвергнутъ. Едва ли нужно останавливаться на характеристикѣ безразсуднаго рѣшенія выдать громаднѣйшій дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ. На дѣлѣ планъ Гоуэна нисколько не удался. Обязательные платежи не уменьшились, потому что кредиторы не согласились принять новыя бумаги въ обмѣнъ на старыя, и кромѣ того оказалось рѣшительно невозможнымъ продать сколько-нибудь значительное число новыхъ бумагъ за наличныя. Между тѣмъ, аренда центральной желѣзной дороги Нью-Джерси и другія соглашенія взвалили новое бремя на дорогу, и если ея валовой доходъ увеличился, то только вслѣдствіе увеличенія эксплуатаціонной длины линій. Насколько мало дѣйствія Гоуэна соответствовали его словамъ, видно изъ того, что въ маѣ 1884 г.

дорога не была въ состояніи заплатить жалованье служащимъ и вознагражденіе поставщикамъ матеріаловъ. Въ конечномъ результатѣ 2 іюня общество вновь попало въ администрацію. Были назначены тѣ же администраторы, кромѣ Гоуэна, который отказался отъ должности президента и былъ замѣщенъ Кеймомъ.

Положеніе дѣлъ нисколько не измѣнилось, но теперь было больше шансовъ на то, что кредиторы согласятся на мѣропріятія радикальнаго характера. Даже самые упорные держатели облигацій дороги поняли, что полумѣры не приведутъ ни къ какому результату. Отчетъ администраторовъ былъ выпущенъ въ октябрѣ. По даннымъ отчета, въ періодъ 30 ноября 1883 г.—2 іюня 1884 г. убытокъ отъ эксплуатаціи желѣзной дороги составилъ 2.322.282 долл., отъ эксплуатаціи общества Coal & Iron 1.049,702 долл. Общая сумма облигаціоннаго долга достигала 94.613.042 долл. противъ 78.101.894 долл. въ предыдущее четырехлѣтіе. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ возросъ съ 10.254.766 долл. до 16.549.968 долл. Сумма обязательныхъ платежей равнялась 16.584.732 долл.

Первый планъ финансовой реорганизаціи общества былъ составленъ комитетомъ владѣльцевъ консолидированныхъ ипотечныхъ облигацій. Предсѣдатель комитета Уилень, принимая цифру обязательныхъ платежей въ 16.650.000 долл. и чистый доходъ за послѣдній финансовый годъ въ 12.900.000 долл., указалъ на необходимость уменьшенія суммы обязательныхъ платежей до размѣровъ чистаго дохода послѣдняго года. Кромѣ того, комитетъ предлагалъ сохранить въ неприкосновенности порядокъ первенства займовъ, такъ чтобы ни въ какомъ случаѣ проценты по облигаціямъ позднѣйшихъ выпусковъ не могли быть уплачены ранѣе, чѣмъ послѣдовалъ платежъ по облигаціямъ предшествующихъ выпусковъ. Наконецъ, комитетъ настаивалъ на изысканіи средствъ къ погашенію краткосрочныхъ обязательствъ.

Въ общихъ чертахъ планъ реорганизаціи заключался въ сохраненіи въ неприкосновенности ипотечныхъ займовъ первыхъ выпусковъ, въ фундированіи половины купоновъ по консолидированной ипотека на три года и въ конверсіи всѣхъ прочихъ облигацій въ дивидендныя. Привилегированныя кумулятивныя акціи предполагалось конвертировать въ некумулятивныя; арендная плата по всѣмъ арендуемымъ линіямъ, включая и центральную дорогу Нью-Джерси, должна была быть уменьшена до размѣровъ доходовъ предприятий; равнымъ образомъ, предполагалось уменьшить арендную плату другимъ предприятиямъ, понизить процентъ по займамъ, заключеннымъ для эксплуатаціи угольныхъ копей, и часть займовъ погасить наличными. Обсужденіе вопроса о краткосрочныхъ обязательствахъ комитетъ постановилъ на нѣкоторое время отложить. Если бы облигаціонеры согласились на сокращеніе объема своихъ претензій, то общество безъ труда могло бы изыскать наличныя средства при помощи выпуска обеспеченнаго дополнительнымъ залогомъ займа (*collateral loan*), въ противномъ случаѣ изыскивать средства пришлось бы владѣльцамъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. Комитетъ въ короткое время, имѣвшееся въ его распоряженіи, не могъ представить подробный планъ финансовой реорганизаціи, а потому нельзя сказать, насколько велики были бы сбереженія общества въ случаѣ осуществленія плана.

Какъ бы то ни было, комбинація, придуманная комитетомъ, заключала въ себѣ гораздо меньше недостатковъ, чѣмъ прежніе планы реорганизаціи. Въ прежнее время лучшая комбинація, какую могли придумать реорганизаторы, заключалась въ выпускѣ крупнаго ипотечнаго займа для обмѣна старыхъ облигацій. Какъ показалъ опытъ, владѣльцы старыхъ облигацій большею частью не соглашались обмѣнивать ихъ на новыя бумаги. Теперь комитетъ предлагалъ оставить владѣльцевъ старыхъ облигацій въ покоѣ и искалъ спасенія общества въ конверсіи нѣкоторыхъ облигацій изъ ипотечныхъ въ простыя. Недостатки плана заключались

въ неразумной отсрочкѣ вопроса о погашеніи краткосрочныхъ обязательствъ, въ предположеніяхъ о выпускѣ дивидендныхъ облигацій (которыя лучше было бы замѣнить акціями) и, наконецъ, въ слишкомъ незначительномъ сокращеніи суммы обязательныхъ платежей. Относительно краткосрочныхъ обязательствъ комитетъ высказалъ лишь предположеніе объ ихъ фундированіи либо въ ипотечныя облигаціи, либо въ дивидендныя. Въ первомъ случаѣ обязательные платежи увеличились бы, либо остальные держатели ипотечныхъ облигацій принуждены были бы согласиться на пониженный процентъ, во второмъ случаѣ увеличилось бы количество мало солидныхъ цѣнностей, либо держатели бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ должны были бы примириться съ уменьшеніемъ ихъ доходности. Вообще говоря, дивидендныя облигаціи принадлежатъ къ числу бумагъ, выпускъ которыхъ для желѣзнодорожныхъ обществъ слѣдуетъ признать нежелательнымъ. Планъ комитета въ сущности мало мѣнялъ положеніе дѣла, и въ результатѣ, несмотря на уменьшеніе арендной платы и пр., обязательные платежи общества врядъ-ли понизились бы на скольконибудь значительную сумму.

Правленіе одобрило планъ комитета съ незначительными измѣненіями. Однако, въ февралѣ собраніе владѣльцевъ облигацій общей ипотеки избрало комитетъ, извѣстный подъ именемъ Bartol Committee, которому поручило изготовить другой планъ финансовой реорганизациі, болѣе соответствующій ихъ интересамъ. Новый комитетъ вошелъ въ сношенія со старымъ, и оба избрали по два члена изъ своей среды для изготовленія плана финансовой реорганизациі общества. Переговоры не привели ни къ какому результату. Въ апрѣлѣ правленіе составило свой планъ погашенія краткосрочныхъ обязательствъ. Кредиторамъ предлагалось переписывать обязательства и получать 6% по нимъ черезъ каждые три мѣсяца въ теченіе трехъ лѣтъ, причемъ залогъ оставлялся въ ихъ владѣніи вплоть до погашенія всей суммы долга. Кредиторы на это не согласились.

Въ маѣ оба комитета Бартоля и Уилена представили новую комбинацію, предлагавшую обложить сборомъ облигаціи позднѣйшихъ выпусковъ и акціонерный капиталъ. Согласіе на принятіе плана должно было быть дано подѣ условіемъ, что будетъ собрана достаточная сумма денегъ на уплату долга по краткосрочнымъ обязательствамъ. Проценты по обязательствамъ въ теченіе не болѣе трехъ лѣтъ должны были уплачиваться ранѣе процентовъ по общей ипотекаѣ, причемъ преимущество въ теченіе этихъ трехъ лѣтъ ограничивалось той частью долга, которая была обезпечена залогомъ, приносившимъ достаточный для покрытія платежей доходъ. Предполагалось назначить семь уполномоченныхъ лицъ (trustees) для отобранія согласія у заинтересованныхъ сторонъ и для принятія и храненія бумагъ и взносовъ по нимъ на все время реорганизаціи, послѣ чего уполномоченные должны были возвратить бумаги съ надлежащимъ штемпелемъ ихъ владѣльцамъ. Уполномоченные должны были рѣшить вопросъ о достаточности полученныхъ ими утвердительныхъ отвѣтовъ по вопросу о планѣ реорганизаціи. Если бы шесть изъ нихъ до 1 мая 1886 г. рѣшили, что утвердительныхъ отвѣтовъ недостаточно, то имѣло бытъ созвано совѣщаніе правленія желѣзной дороги, администраторовъ и комитетовъ владѣльцевъ облигацій общей ипотеки и дивидендныхъ ипотечныхъ облигацій. Совѣщаніе должно было выработать планъ реорганизаціи, при условіи принятія его четырьмя представителями различныхъ интересовъ, причемъ во всякомъ случаѣ денежные взносы не могли бытъ увеличены. Вслѣдъ затѣмъ уполномоченные должны были приступить къ понудительному взысканію долга съ общества по претензіи владѣльцевъ облигацій той или другой ипотеки по ихъ усмотрѣнію. Планъ этотъ представлялъ извѣстный компромиссъ между двумя комитетами Бартоля и Уилена; достоинство его заключалось хотя бы въ отказѣ отъ идеи фондированія краткосрочныхъ обязательствъ. Правленіе общества одобрило планъ, но громадное большинство владѣльцевъ облигацій отказалось подчиниться ему.

Семь уполномоченныхъ лицъ имѣли множество засѣданій, но ни къ какому результату не приходили. Положеніе становилось все болѣе и болѣе затруднительнымъ. Въ сентябрѣ 1885 г. Дэнбаръ Локвудъ обратился къ одному изъ уполномоченныхъ, Джону Гаррету, съ письмомъ, въ которомъ сдѣлалъ нѣсколько интересныхъ указаній: 1) Уполномоченнымъ надлежитъ немедленно и безповоротно признать, что общество Philadelphia & Reading—банкротъ, и что активъ его недостаточенъ для покрытія обязательствъ; 2) два доллара долговъ не могутъ быть заплачены полутора долларами актива, и чѣмъ скорѣе всѣ заинтересованныя лица это признаютъ, согласившись на нѣкоторое сокращеніе капитальной суммы долга и процентовъ, съ цѣлью создать прочныя основанія для улучшенія финансоваго положенія предпріятія, которое отнынѣ должно усвоить себѣ принципъ экономіи въ эксплуатаціи линій, тѣмъ лучше это для нихъ самихъ; 3) уполномоченные должны отдавать себѣ ясный отчетъ въ дѣйствительномъ положеніи дѣлъ, а также стараться поставить дорогу въ нормальныя отношенія съ сосѣдними дорогами; 4) уполномоченные должны отнестись къ дѣлу такъ, какъ если бы рѣчь шла о торговой фирмѣ, прекратившей платежи. Передъ ними стоитъ вопросъ: что лучше,—продолжать эксплуатацію дороги или ликвидировать ея дѣла навсегда.

Гарретъ въ своемъ отвѣтѣ отмѣтилъ затрудненія, которыя приходится преодолевать уполномоченнымъ, и указалъ, что по его мнѣнію, конечная цѣль финансовой реорганизаціи должна заключаться въ возстановленіи кредита и, само собою разумѣется, въ надлежащемъ согласованіи интересовъ, съ одной стороны общества и конкурирующихъ съ нимъ дорогъ, а съ другой—государства.

Черезъ мѣсяць послѣ этого уполномоченные созвали совѣщаніе кредиторовъ, на которомъ рѣшено было прибѣгнуть къ понудительному взысканію долговъ съ общества (foreclosure). Въ ноябрѣ былъ предъявленъ искъ въ дополненіе къ аналогичному иску, начатому за годъ передъ тѣмъ. Какъ разъ

въ этотъ періодъ уполномоченные составили, наконецъ, свой планъ реорганизаціи, третій по счету. Первый планъ заключался въ конверсіи всѣхъ бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ въ дивидендныя облигаціи, а также въ фундированіи половины купоновъ консолидированной ипотеки на три года, второй планъ прибавилъ къ этому обложеніе сборомъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ и акціонернаго капитала. Третій планъ, сохраняя обложеніе сборомъ въ нѣсколько высшемъ размѣрѣ, предлагалъ кромѣ того конверсію облигацій общей ипотеки въ 3% облигаціи, а ипотекированныхъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ въ привилегированныя акціи. Для погашенія ипотечныхъ облигацій первыхъ выпусковъ предполагалось выпустить новую 5% ипотеку на 50 лѣтъ; разница между доходностью старыхъ облигацій и новыхъ выравнивалась при помощи 5% привилегированныхъ акцій, такъ что владѣльцы облигацій въ благополучные годы не могли бы жаловаться на уменьшеніе своихъ доходовъ. Привилегированныя акціи раздѣлялись на два разряда,—первый предназначался для удовлетворенія владѣльцевъ облигацій общей ипотеки и для компенсаціи взносовъ по облигаціямъ и акціямъ, а второй — для обмѣна облигацій позднѣйшихъ выпусковъ, вплоть до второй серіи 5% облигацій. Всѣ облигаціи, выпущенныя послѣ второй серіи, замѣнялись обыкновенными акціями. По этой схемѣ облигаціонный долгъ общества сокращался до 60.731.000 долл. (33.400.000 долл. приоритетными ипотечными облигаціями и 24.686.000 долл. новыми 3% облигаціями); акціонерный капиталъ увеличивался до громадной цифры 96.516.282 долл. Общая сумма взносовъ наличными деньгами должна была достигнуть, если бы держатели бумагъ согласились на обложеніе ихъ сборомъ, по проекту уполномоченныхъ, 13.506.620 долл. Этой суммы плюсъ остатокъ по счету акціонернаго капитала, какъ разъ хватило бы для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ. Сумма обязательныхъ платежей по новой схемѣ равнялась 7.064.830 долл.

Приведенная схема заслуживаетъ вниманія съ разныхъ точекъ зрѣнія. Впервые послѣ банкротства дороги 1880 г. было предположено выпустить два разряда бумагъ: по однимъ интересъ фиксировался въ опредѣленномъ размѣрѣ, по другимъ колебался въ зависимости отъ результатовъ эксплуатаціи. Президентъ Бондъ въ свое время рекомендовалъ выпускъ облигацій, по которымъ половина интереса фиксировалась, а другая половина ставилась въ зависимость отъ результатовъ эксплуатаціи, но его планъ въ отношеніи гибкости уступалъ схемѣ, предложенной уполномоченными. Правда, уполномоченные отнеслись суровѣе къ облигаціямъ позднѣйшихъ выпусковъ, но вѣдь и общая ипотека не избѣжала общей участи. Взносы по акціямъ и облигаціямъ были увеличены, и впервые правленіе дороги откровенно исключило изъ своихъ расчетовъ центральную желѣзную дорогу Нью-Джерси, какъ бы намекая и на возможность отказа отъ аренды этой линіи. Въ общемъ первые два плана развили идею взносовъ и конверсіи облигацій позднѣйшихъ выпусковъ въ дивидендные. Уполномоченные съ своей стороны включили въ основную схему привилегированныя акціи и, что еще важнѣе, комбинацію двухъ бумагъ для замѣны облигацій общей ипотеки. Въ принципѣ противъ плана уполномоченныхъ едва-ли могли существовать возраженія, но на практикѣ возникло не мало затрудненій. Особенно были недовольны держатели облигацій общей ипотеки. «Дѣло заключается въ томъ, писалъ одинъ изъ нихъ, что, хотя планъ уполномоченныхъ теоретически прекрасно обоснованъ, но на практикѣ онъ слишкомъ грубо нарушаетъ наши справедливыя претензіи». Такимъ образомъ, несмотря на принятіе плана комитетами Бартоля и Уилена положеніе нисколько не улучшилось.

Въ февралѣ 1886 г. уполномоченные получили письмо отъ Пирпонта Моргана и Джона Лоубера Уэльша. Письмо это настолько важно, что его нелишне привести подробно.

«Въ Америкѣ и Европѣ, писали Морганъ и Уэльшъ, образовался синдикатъ изъ солиднѣйшихъ банкировъ и ка-

питалистовъ, а также крупныхъ транспортныхъ и углепромышленныхъ предпріятій, который согласился собрать по подпискѣ въ общемъ 15 милл. долл. для облегченія финансовой реорганизаціи желѣзнодорожнаго общества Филадельфія—Ридингъ и связанныхъ съ нимъ линій. Синдикатъ не имѣетъ никакого отношенія къ постороннимъ цѣлямъ, преслѣдуемымъ какими-либо другими желѣзными дорогами или предпріятіями. Цѣль его заключается въ достиженіи такого положенія, при которомъ капиталъ, вложенный въ предпріятіе и затраченный на его улучшение, приносилъ бы достаточный доходъ какъ облигаціонерамъ, такъ и акціонерамъ. Синдикатъ желаетъ осуществить финансовую реорганизацію общества Филадельфія—Ридингъ на чисто коммерческихъ основаніяхъ въ интересахъ облигаціонеровъ, акціонеровъ и вообще кредиторовъ предпріятія.

«Для приведенія въ исполненіе намѣченнаго плана необходимо войти въ соглашеніе съ Пенсильванской желѣзной дорогой и другими дорогами, заинтересованными въ производствѣ и перевозкахъ угля, съ цѣлью установленія выгодныхъ цѣнъ на рынкѣ. Мы постараемся достигнуть этого, а пока прилагаемъ копію письма г. Робертса, президента Пенсильванской желѣзной дороги, изъ котораго вы усмотрите, что синдикатъ имѣетъ основаніе строить свои расчеты на заявленіяхъ, сдѣланныхъ названной дорогой.

«Пока будутъ происходить переговоры по поводу выработки плана реорганизаціи, мы употребимъ всѣ усилія къ тому, чтобы всѣ дороги, перевозящія антрацитъ, вошли въ соглашеніе съ желѣзной дорогой Филадельфія—Ридингъ, которой будетъ обеспечена справедливая доля участія въ перевозкахъ по выгоднымъ цѣнамъ.

«Синдикатъ полагаетъ, что вашъ планъ въ общихъ чертахъ соотвѣтствуетъ идеѣ финансовой реорганизаціи предпріятія, и что нынѣшній составъ правленія можетъ пользоваться довѣріемъ всѣхъ заинтересованныхъ лицъ. Поэтому синдикатъ предпочитаетъ войти въ соглашеніе съ

вами и именно вамъ помочь осуществить планъ реорганизациі. При этомъ все же синдикатъ признаетъ необходимымъ внести въ существующую организацію дѣла нѣкоторыя измѣненія:

1) Синдикатъ желаетъ, чтобы въ составъ правленія вошли еще два лица, по его выбору.

2) Планъ реорганизациі слѣдуетъ составить такимъ образомъ, чтобы въ случаѣ надобности, онъ могъ быть видоизмѣненъ соотвѣтственно выяснившимся потребностямъ.

3) Необходимо организовать исполнительный комитетъ изъ пяти лицъ, который займется судебнымъ процессомъ о понудительномъ взысканіи долговъ съ общества, покупкой его имущества, организаціей новой компаніи и т. д. Далѣе, надлежитъ избрать пятерыхъ довѣренныхъ лицъ съ правомъ голоса отъ имени акціонеровъ, причемъ это право должно быть сохранено за ними въ теченіе пяти лѣтъ и послѣ реорганизациі общества. Оба комитета должны быть образованы по взаимному уговору между синдикатомъ и довѣренными лицами. Въ случаѣ разногласія между синдикатомъ и довѣренными лицами, трое избираются синдикатомъ и двое довѣренными.

4) Синдикатъ за свои услуги получаетъ вознагражденіе въ размѣрѣ 5% съ суммы его капитала.

5) Синдикату уплачивается 6% годовыхъ по всѣмъ ссудамъ, какія онъ выдастъ обществу, пока не закончится финансовая реорганизація.

6) Въ договорѣ съ синдикатомъ долженъ быть опредѣленъ порядокъ обезпеченія возвращенія послѣднему суммъ, какія онъ можетъ выдать по облигаціямъ общей ипотеки въ періодъ преобразованія общества, а также въ случаѣ вступленія синдиката на мѣсто какого-либо кредитора или акціонера, который откажется отъ уплаты взноса по облигаціямъ или акціямъ. Проценты на эти суммы не должны превышать 4% годовыхъ. Синдикатъ намѣренъ уплачивать 4% годовыхъ по облигаціямъ общей ипотеки въ періодъ преобразованія общества, а также уплатить

взносы по облигаціямъ и акціямъ, въ случаѣ, если владѣльцы ихъ откажутся принять новыя бумаги согласно плану реорганизаціи».

Письмо Робертса заключало въ себѣ заявленіе, что Пенсильванская дорога не только не откажется отъ соглашенія съ обществомъ Филадельфія—Ридингъ, но наоборотъ, готова «самымъ дружескимъ образомъ устранить возможные разногласія».

Синдикатъ, съ своей стороны, не предлагалъ никакого плана,—онъ лишь принялъ планъ уполномоченныхъ съ немногими измѣненіями, но уже въ мартѣ 1886 г. синдикатъ до такой степени переработалъ соображенія уполномоченныхъ, что во многихъ отношеніяхъ получился какъ-бы совершенно новый планъ. Между прочимъ, по проекту синдиката, предполагалось пріоритетныя ипотечныя облигаціи замѣнить 4^o/_o облигаціями, общую ипотеку—замѣнить не 3^o/_o облигаціями, а 4^o/_o облигаціями и привилегированными акціями. Въ общемъ синдикатъ проектировалъ выпустить новую 4^o/_o общую ипотеку на 100 милл. долл. и четыре категоріи акціонернаго капитала: привилегированныя акціи, дивидендныя, консолидированныя и обыкновенныя. Изъ общей суммы облигацій общей ипотеки предполагалось 9.792.000 долл. отложить на затраты по усиленію и улучшенію дороги въ будущемъ, 38.422.000 долл. обратить на погашеніе первой ипотеки, 24.686.000 долл. обратить на погашеніе старой ипотеки, если бы долгъ по ней не былъ уплаченъ наличными деньгами, 15 милл. долл. предназначались для покупки акцій или облигацій линій, находившихся въ арендѣ, и 10 милл. долл. для выкупа различныхъ ипотечныхъ займовъ Coal & Iron Company. Въ теченіе пяти лѣтъ послѣ реорганизаціи имущество дороги не могло быть обременено никакой новой ипотекой безъ согласія большинства владѣльцевъ привилегированныхъ акцій. Изъ чистаго дохода прежде всего долженъ былъ уплачиваться дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ до 5^o/_o, а затѣмъ въ такомъ же размѣрѣ дивидендъ по ди-

дивиденднымъ и консолидированнымъ акціямъ. Вообще говоря, привилегированныя акціи должны были покрыть взносы, дивидендныя акціи предназначались для компенсаціи владѣльцевъ облигацій дивидендной ипотеки и конверсионныхъ обязательствъ, выпущенныхъ при прежнихъ реорганизаціяхъ, консолидированныя акціи компенсировали первую серію 5% облигацій и четверть капитала второй серіи 5% облигацій, обыкновенныя акціи замѣняли собою остальную часть второй серіи 5% облигацій, конверсионныя облигаціи, дивидендныя облигаціи и старыя привилегированныя и обыкновенныя акціи. Обязательные платежи по новой схемѣ выражались въ суммѣ 6.971.687 долл. Дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ повышалъ эту сумму до 8.198.636 долл. Синдикатъ обязался покрывать необходимые расходы въ періодъ реорганизаціи, включая и взносы, которыхъ не пожелали бы сдѣлать облигаціонеры или акціонеры. Синдикату уплачивалось 6% годовыхъ по всѣмъ ссудамъ и 5% комиссіи съ 15 милл. долл. капитала. Имущество дороги должно было быть продано по претензіи кредиторовъ, а вслѣдъ затѣмъ имѣла быть организована новая компанія. Размѣръ взносовъ колебался отъ 21—22% по дивиденднымъ облигаціямъ до 15% по нѣкоторымъ бумагамъ позднѣйшихъ выпусковъ. Взносы по акціямъ обѣихъ категорій были назначены въ размѣрѣ 10 долларовъ.

Ближайшій анализъ этого плана показываетъ, что составители его не упустили изъ виду ни одного изъ цѣнныхъ пріобрѣтеній, сдѣланныхъ предыдущими попытками улучшить финансовое положеніе дороги. Процентъ по облигаціямъ общей ипотеки былъ повышенъ въ надеждѣ на то, что владѣльцы ихъ окажутъ поддержку плану, а вмѣстѣ съ тѣмъ синдикатъ позаботился о надлежащемъ соблюденіи порядка первенства въ преимуществахъ, предоставленныхъ различнымъ категоріямъ бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ. Назначеніе уполномоченныхъ съ правомъ голоса (voting trustees) было новостью, и, конечно,

синдикатъ настаивалъ на этомъ съ цѣлью предупредить возможность возобновленія увлеченій, имѣвшихъ мѣсто въ періодъ завѣдыванія дѣломъ Гоуэна. Продажа дороги по претензіи кредиторомъ была предусмтрѣна въ планѣ въ виду крайней трудности примиренія столькихъ противоположныхъ интересовъ. Однако, при чистомъ доходѣ въ 12.026.309 долл. и суммѣ обязательныхъ платежей въ 6.971.687 долл. задача поддержанія платежеспособности общества въ будущемъ не могла казаться неосуществимой.

Комитетъ Локвуда не преминулъ стать въ оппозицію. Онъ указывалъ на несправедливость плана въ отношеніи нѣкоторыхъ категорій облигаціонеровъ, на крайнюю сложность и дороговизну проведенія плана, на рискъ, съ которымъ связана возможность внесенія въ планъ различныхъ измѣненій, и пр. Всѣ эти возраженія не отличались убѣдительностью. Если бы комитетъ Локвуда предложилъ какой-либо планъ съ своей стороны, или если бы схема синдиката появилась на свѣтъ въ самомъ началѣ перехода дороги въ вѣдѣніе администраціи, облигаціонеры, пожалуй, могли бы свободно заняться критикой. Но вѣдь многочисленныя попытки примиренія противоположныхъ интересовъ окончились неудачей, и будущее представлялось въ весьма мрачномъ видѣ. Облигаціонеры не получали процентовъ по своимъ облигаціямъ, и въ то же время расходы по содержанію администраціи росли. Съ другой стороны, синдикатъ нельзя было упрекнуть въ несправедливомъ отношеніи къ владѣльцамъ дивидендныхъ облигацій или бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ, если онъ предлагалъ въ первую очередь удовлетворять претензіи держателей ипотечныхъ облигацій, выпущенныхъ гораздо ранѣе.

Въ апрѣлѣ Уилень и Кэмбл, представители владѣльцевъ консолидированныхъ ипотечныхъ облигацій, заявили, что на принятіе плана синдиката они согласиться не могутъ. Незадолго передъ тѣмъ Гоуэнъ заявилъ, что самъ организуетъ синдикатъ и скоро будетъ въ состояніи произвести уплату недоимокъ по просроченнымъ купонамъ

облигацій общей ипотеки и, такимъ образомъ, предупредить продажу дороги по претензіи кредиторовъ этой категоріи. Гоуэнъ предлагалъ выпустить на 100 милл. долл. 4⁰/₀ облигацій консолидированной ипотеки срокомъ на 70 лѣтъ и, кромѣ того, замѣнить проектированныя синдикатомъ дивидендныя и консолидированныя акціи кумулятивными 4⁰/₀ привилегированными дивидендными облигаціями перваго разряда. Всѣ бумаги, которыя по схемѣ синдиката замѣнялись обыкновенными акціями, Гоуэнъ предложилъ замѣнить привилегированными кумулятивными 4⁰/₀ дивидендными облигаціями втораго разряда. Привилегированныя и обыкновенныя акціи старыхъ выпусковъ, а также дивидендныя облигаціи сохранялись въ неприкосновенности. Наконецъ, центральную желѣзную дорогу Нью-Джерси предполагалось удержать за обществомъ, измѣнивъ лишь условія аренды въ смыслѣ ограниченія арендной платы размѣромъ доходовъ линіи. Планъ Гоуэна не заслуживалъ серьезнаго къ себѣ отношенія. Единственнымъ его достоинствомъ въ глазахъ акціонеровъ было развѣ то, что такъ или иначе удалось бы избѣгнуть продажи имущества дороги въ судебномъ порядкѣ.

Въ послѣдующіе мѣсяцы враждебныя отношенія между Гоуэномъ и синдикатомъ сильно обострились. Гоуэнъ опредѣленно заявилъ, что не можетъ согласиться ни въ какомъ случаѣ на продажу имущества дороги судебнымъ порядкомъ и на передачу дороги въ вѣдѣніе уполномоченныхъ его противниковъ на пять лѣтъ. Гаррету Гоуэнъ написалъ письмо, въ которомъ рекомендовалъ принять его планъ и избрать для его осуществленія семерыхъ уполномоченныхъ отъ правленія общества. «Если вы со мною согласитесь, писалъ Гоуэнъ, то я обязуюсь образовать синдикатъ, который заплатитъ долгъ по всѣмъ облигаціямъ общей ипотеки, не предъявленнымъ къ обмѣну на новыя бумаги. Необходимый капиталъ будетъ гарантированъ президентами Bank of North America, the Farmers' and Mechanics' National Bank, the

Pennsylvania Company for Insurance of Lives и пр. и the Union Trust Company...» Письмо успѣха не имѣло.

Борьба окончилась компромиссомъ. Синдикатъ согласился увеличить капиталъ по подпискѣ на 4 милл. долларовъ, а число уполномоченныхъ довести до тринадцати, причемъ въ составъ ихъ должны были войти сторонники Гоуэна. Одинъ изъ послѣднихъ входилъ также въ составъ исполнительнаго комитета. Планъ синдиката долженъ былъ быть осуществленъ безъ продажи имущества дороги (при условіи согласія на его принятіе большинства держателей бумагъ); привилегированныя, дивидендные и консолидированныя 5⁰/₀ акціи замѣнялись 4⁰/₀ дивидендными облигаціями трехъ разрядовъ. Дивидендъ по облигаціямъ долженъ былъ уплачиваться только изъ суммъ чистаго дохода, и подъ чистымъ доходомъ подразумѣвалась прибыль, получавшаяся за вычетомъ расходовъ по эксплуатаціи, налоговъ, арендныхъ платъ, расходовъ по гарантіямъ и по уплатѣ процентовъ по долгамъ. Обязательные платежи указанныхъ категорій подлежали вычету изъ суммъ валового дохода, *но платежи по долгамъ и пр., возникшимъ позднѣе реорганизации, для опредѣленія размѣра чистаго дохода, во вниманіе не принимались.* Въ конечномъ результатѣ привилегированныя облигаціи перваго разряда предназначались для покрытія взносовъ, облигаціи втораго разряда для замѣны всѣхъ бумагъ, вмѣсто которыхъ были обѣщаны дивидендные или консолидированныя акціи, и облигаціи третьяго разряда для замѣны второй серіи 5⁰/₀ облигацій, конверсионныхъ облигацій и привилегированныхъ акцій. Предполагалось также уменьшить общую сумму платежей по арендамъ и гарантіямъ путемъ непосредственныхъ переговоровъ съ обществами. Рѣшено было ограничить арендную плату центральной дорогѣ Нью-Джерси, Schuylkill Navigation Company и Susquehanna Canal Company размѣромъ доходовъ названныхъ предпріятій, либо расторгнуть договоръ съ Schuylkill Navigation Company за извѣстное вознагражденіе. Составъ уполномоченныхъ съ правомъ голоса (voting trust) былъ дове-

день до пяти человекъ: трое избирались синдикатомъ, одинъ Гоуэномъ, пятый кооптировался четырьмя коллегами. Президентомъ общества рѣшено было избрать Остина Корбина.

Капиталь и обязательные платежи по новому плану представлялись въ слѣдующемъ видѣ:

	Капиталь.	Обязат. платежи.
Пріоритетныя ипотечныя облигаціи (prior mortgage liens)	85.807.920 долл.	4.233.055 долл.
Годовая арендная плата (максимумъ)		2.350.000 „
		<u>6.583.055 „</u>
Привилегированныя ипотечныя дивидендныя облигаціи I разр. (first preference income mortgage)	24.410.822 „	1.220.542 „
	<u>110.218.742 „</u>	<u>7.803.597 „</u>
Привилегированныя ипотечныя дивидендныя облигаціи II разр. (second preference income mortgage)	26.140.518 „	1.307.026 „
	<u>136.359.260 „</u>	<u>9.110.623 „</u>
Привилегированныя ипотечныя дивидендныя облигаціи III разр. (third preference income mortgage)	14.956.016 „	747.800 „
	<u>151.315.276 „</u>	<u>9.858.423 „</u>
Обыкновенныя акціи	38.369.076 „	
Дивидендныя облигаціи (deferred incomes) 20.751.090 доллар. по выпускной цѣнѣ	6.225.327 „	
	<u>195.909.679 долл.</u>	

Такова окончательная форма, въ которую вылился планъ финансовой реорганизациі желѣзнодорожной компаніи Philadelphia & Reading. Послѣ цѣлаго ряда неудачныхъ попытокъ примирить противоположные интересы удалось выработать схему, которая вызвала сравнительно немного возраженій и во всякомъ случаѣ значительно понизила обязательные платежи.

Корбинъ былъ назначенъ администраторомъ въ октябрѣ и избранъ президентомъ общества въ январѣ. Однако, изложенный планъ реорганизаціи не сразу былъ принятъ сочувственно. Комитетъ Локвуда называлъ его «несправедливымъ, ненадежнымъ и неопредѣленнымъ». Небольшая группа держателей первыхъ серій 5% облигацій тоже заявила протестъ. Срокъ для представленія бумагъ къ обмѣну, истекавшій 1 марта 1887 г., былъ продленъ до 31 марта. Къ этому времени было обезпечено согласіе держателей ипотечныхъ облигацій на 110.409.464 долл. изъ общей суммы въ 117.972.859 долл. Въ октябрѣ было получено согласіе владѣльцевъ многихъ другихъ облигацій. Владѣльцы первой серіи 5% облигацій на 3.348.000 долл. не пошли на уступки, и въ концѣ концовъ компанія выкупила ихъ облигаціи за наличныя. Съ нѣкоторыми дорогами были заключены новые договоры, но арендный договоръ съ центральной желѣзной дорогой Нью-Джерси не былъ возобновленъ. Весь годъ правленіе занималось выплатой недоимокъ, погашеніемъ краткосрочныхъ обязательствъ и пр. Наконецъ, 1 января 1888 г. желѣзная дорога Reading перешла безъ всякихъ формальностей въ вѣдѣніе акціонеровъ.

ГЛАВА IV.

Philadephia & Reading.

Съ 1888 г. въ исторіи желѣзнодорожнаго общества Ридингъ началась новая эра. Продолжительная борьба за возстановленіе кредитоспособности общества закончилась, и впервые за семь лѣтъ передъ дорогой открылась перспектива возможнаго въ будущемъ преуспѣянія. Финансовая реорганизація 1884—87 гг. въ значительной мѣрѣ оправдала возлагавшіяся на нее надежды. Обязательные платежи не должны были превышать 4.233.055 долл., въ 1888 г. они выразились въ суммѣ 4.516.433 долл., а въ 1889 г.—4.058.139 долл. Арендная плата не должна была превышать 2.350.000 долл., въ 1888 г. она выразилась въ суммѣ 2.882.582 долл., а въ 1889 г.—2.842.319 долл. При такихъ условіяхъ желѣзнодорожное общество получило возможность въ 1888 г. отмѣтить превышеніе доходовъ надъ расходами въ суммѣ 2 милл. долл., а, въ соединеніи съ угольными компаніями,—1.444.000 долл. Въ послѣдующіе годы значительныя суммы были затрачены на усиленіе и улучшеніе дороги. Къ 1 января 1889 г. почти на всемъ пути между Нью-Йоркомъ и Филадельфіей были уложены 85 и 90-фунтовые рельсы, смягчены уклоны, укрѣплены мосты и пр.

Менѣе удовлетворительными оказались результаты эксплуатаціи Coal & Iron Company. Прибыль въ 654.211 долл. въ 1887 г. превратилась въ убытокъ въ 806.222 долл. въ 1888 г. Въ 1889 г., вслѣдствіе слабаго спроса на уголь наряду съ удорожаніемъ эксплуатаціи копей, убытки предприятия возрасли до 974.373 долл. Президентъ Корбинъ объяснилъ по этому поводу, что до 1886 г. дефициты Coal & Iron Company обыкновенно покрывались за счетъ капиталовъ желѣзнодорожнаго общества. Если принять во вниманіе это обстоятельство, то результаты эксплуатаціи уголь-

наго предпріятія даже въ 1889 г. можно было бы признать скорѣе удовлетворительными. Въ ноябрѣ 1889 г. Гоуэнъ выпустилъ циркуляръ, въ которомъ, критикуя дѣйствія правленія, рекомендовалъ не жалѣть расходовъ на пріобрѣтеніе новыхъ товарныхъ вагоновъ для перегрузки угля, баржей и даже рудниковъ, въ расчетѣ на значительную прибыль въ будущемъ.

Дефициты Coal & Iron Company мѣшали желѣзной дорогѣ упрочить свое финансовое положеніе. Въ февралѣ 1889 г. обнаружили первые признаки общаго недовольства. Держатели значительнаго количества привилегированныхъ облигацій второго разряда заявили протестъ противъ исчисленія размѣровъ чистой прибыли, изъ которой должны были быть уплачены проценты по ихъ бумагамъ. Назначенный для обзрѣнія книгъ экспертъ пришелъ къ заключенію, что общество заработало $7\frac{1}{2}\%$ дивиденда, но облигаціонеры все равно не могли заставить правленіе измѣнить планъ распредѣленія прибыли. Въ слѣдующемъ году правленіе объявило, что чистый доходъ общества, за покрытіемъ обязательныхъ платежей, едва достигаетъ 100.000 долл., и что, такимъ образомъ, дивидендъ по привилегированнымъ облигаціямъ не можетъ быть уплаченъ. Держатели привилегированныхъ облигацій вновь потребовали экспертизы. Экспертъ Льюисъ пришелъ къ заключенію, что общество имѣло возможность уплатить по привилегированнымъ облигаціямъ перваго разряда 90.101 долл. интереса или $\frac{3}{8}\%$. Правленіе тотчасъ же уплатило эту сумму. Между тѣмъ, и акціонеры успокоились. Въ іюнѣ 1889 г. акціонеры потребовали устраненія уполномоченныхъ, облеченныхъ правомъ голоса, на томъ основаніи, что ихъ должно было быть пять, на самомъ же дѣлѣ было избрано лишь четыре лица.

Въ общемъ надо замѣтить, что финансовое положеніе дороги ухудшилось исключительно изъ за застоя въ каменноугольной промышленности. Пассажирское и товарное движеніе быстро прогрессировало. Въ первые три года

послѣ 1887 г. число перевезенныхъ пассажировъ увеличилось на 2.400.000 чел., выручка повысилась на 470.000 долл. Количество перевезенныхъ грузовъ возрасло на полтора милліона тоннъ, выручка на одинъ милліонъ долларовъ. Между тѣмъ, отчеты Coal & Iron Company указывали на пониженіе количества проданнаго угля, валового и чистаго доходовъ и выручки отъ перевозки угля. Правленіе общества пыталось улучшить положеніе путемъ соглашенія съ дорогами, заинтересованными въ производствѣ угля, съ цѣлью повышенія продажныхъ цѣнъ товара. Кромѣ того, имѣлось въ виду расширить сбытъ угля путемъ изученія новыхъ рынковъ. По настоянію Гоуэна, образовался синдикатъ съ цѣлью пріобрѣтенія большинства акцій Philadelphia & Reading. Синдикатъ скупилъ гораздо больше половины акцій, хотя самъ Гоуэнъ въ слѣдующемъ году умеръ. Правленіе нисколько не противилось скупкѣ акцій синдикатомъ. Въ іюнѣ 1890 г. президентъ Корбинъ подалъ въ отставку, и на его мѣсто былъ избранъ Макъ-Леодъ.

Макъ-Леодъ повелъ энергичную политику расширенія предпріятія и вторично снялъ въ аренду центральную желѣзную дорогу Нью-Джерси. По законамъ штата Нью-Джерси, мѣстныя предпріятія не могли сдаваться въ аренду предпріятіямъ другого штата. Макъ-Леодъ инкорпорировалъ въ штатѣ Нью-Джерси Port Reading Company, и дорога Нью-Джерси заключила арендный договоръ съ этой новой компаніей. Port Reading обязалась платить 7% по акціямъ центральной желѣзной дороги въ теченіе 999 лѣтъ плюсъ половина превышенія чистаго дохода надъ указаннымъ дивидендомъ до 10%. Исполненіе контракта гарантировала компанія Philadelphia & Reading. Далѣе, Макъ-Леодъ снялъ въ аренду Lehigh Valley подъ гарантіей 5% на акціи до 31 мая 1892 г., 6% съ этого срока до 30 ноября и 7% послѣ 30 ноября на 999 лѣтъ. Съ точки зрѣнія контроля надъ добычей угля, новые контракты ставили дорогу въ весьма благоприятное положеніе. Въ 1891 году три дороги, Reading, центральная и Lehigh, перевезли

53,3% общаго количества производства угля въ 40.448.000 тоннъ; въ 1890 г. — 55,5%; въ 1889 г. — 57,75%. Кромѣ того, общество Reading скупило большую часть акцій Delaware, Lackawanna & Western и тѣмъ обезпечило за собой еще 15,1% перевозокъ, такъ что въ 1891 г. дорога перевезла 68,1% общаго количества производства угля. При всемъ томъ, условія арендъ были чрезвычайно тяжелы, и, хотя дорога находилась въ лучшемъ положеніи, нежели пять лѣтъ назадъ, она не была въ состояніи уплачивать полностью проценты по привилегированнымъ облигаціямъ. Компаніи, съ которыми дорога заключала договоры, не выработывали достаточныхъ доходовъ для уплаты обѣщанныхъ дивидендовъ, — не хватало почти 330.000 долл., а экономія въ расходахъ эксплуатаціи казалась невозможной. Въ концѣ концовъ выяснилось, что дорога Reading просто на просто обязалась приплачивать извѣстную сумму къ доходамъ Lehigh Valley и Jersey Central, а эти общества заключили договоръ, на выполненіе котораго едва-ли можно было рассчитывать. Впослѣдствіи Райсъ, давая объясненія въ правительственной промышленной комиссіи, заявлялъ, что соглашеніе не имѣло успѣха, такъ какъ, вмѣсто пониженія цѣнъ на уголь, участники его сразу подняли цѣны. Еще задолго до начала совмѣстной дѣятельности дорогъ, возникла ожесточенная агитація противъ повышенія цѣнъ на антрацитъ. Губернаторъ штата Нью-Джерси Абботъ наложилъ свое вето на рѣшеніе обѣихъ палатъ, коимъ соглашеніе дорогъ было признано законнымъ. Въ іюнѣ генеральный прокуроръ потребовалъ уничтоженія договора объ арендѣ New Jersey Central. Цѣны на уголь не понизились несмотря на агитацію, и въ октябрѣ генеральный прокуроръ Нью-Джерси выступилъ съ обвиненіемъ Philadelphia & Reading, New Jersey Central и Port Reading въ принятіи противозаконныхъ мѣръ, направленныхъ къ повышенію цѣнъ на уголь. Прокуроръ требовалъ назначенія администратора для наблюденія за тѣмъ, чтобы дорога Reading не могла пользоваться линіей Джерси для пере-

возки угля, пока не наступитъ пониженіе цѣнъ. Канцлеръ Макъ-Гилль поддержалъ генеральнаго прокурора, и только официальное увѣдомленіе со стороны Reading о прекращеніи аренды приостановило дальнѣйшее развитіе конфликта. Что касается аренды Lehigh Valley, то искъ о прекращеніи договора, начатый однимъ изъ акціонеровъ, не имѣлъ успѣха.

Между тѣмъ, въ поискахъ новыхъ рынковъ, дорога Reading дошла до Новой Англій. Тутъ важно было приобрести контроль надъ дорогой Boston & Maine, соединявшей Нортгемптонъ и Бостонъ (Массачузетсъ) съ Портландомъ (Мэнъ) и при этомъ не находившейся ни въ какой зависимости отъ большихъ магистралей. Правленіе Reading постепенно скупило значительное число акцій Boston & Maine (хотя и менѣе половины), и въ октябрѣ 1892 г. публика съ удивленіемъ узнала объ избраніи Макъ-Леода президентомъ дороги. Однако, было ясно, что новое соглашеніе не можетъ дать никакихъ выгодъ, пока не заполненъ пробѣлъ между Reading и Boston & Maine. Поэтому правленіе сняло въ аренду линію Poughkeepsie Bridge черезъ Гудсонъ и приобрѣло значительное число акцій желѣзной дороги Central, New England & Western. Впослѣдствіи общества Central, New England & Western и Poughkeepsie Bridge были объединены въ общество Philadelphia Reading & New England, причемъ президентомъ вновь былъ избранъ Макъ-Леодъ. Вмѣстѣ съ тѣмъ, правленіе скупило акціи жел. дороги Нью-Йоркъ — Новая Англія. Въ конечномъ результатѣ общее протяженіе сѣти Reading возрасло до 5.000 миль.

Опасность для Reading была двоякая: во первыхъ, никакое соглашеніе не могло гарантировать прибыльность эксплуатаціи каменноугольныхъ копей, а во вторыхъ, въ случаѣ неудовлетворительнаго хода эксплуатаціи дорогъ въ Новой Англій, результаты должны были отразиться на финансовомъ положеніи Reading.

Случилось и то и другое. Раннее прекращеніе аренд-

наго договора съ Jersey Central ослабило вліяніе Reading на цѣны, и хотя суровая зима 1893 года способствовала поддержанію ихъ на высокомъ уровнѣ, расходы по эксплуатаціи рудниковъ настолько возросли, что доходы желѣзнодорожнаго общества за три мѣсяца до 1 марта 1893 г. оказались ниже причитающихся за то же время обязательныхъ платежей на 933.443 долл., а доходы Coal & Iron Company— на 468.362 долл. Мало того: дорогѣ Reading пришлось покрыть убытки Lehigh Valley въ суммѣ 616.351 долл. Правленіе покрыло убытки, нарушивъ при этомъ условія выпуска дивидендныхъ облигацій, обезпечивавшихся ипотекой. Президентъ Макъ-Леодъ поступалъ точно такимъ же образомъ и въ отношеніи другихъ бумагъ общества Reading. Представитель облигаціонеровъ Райсъ, провѣрявшій книги общества, выяснилъ впослѣдствіи, что въ сентябрѣ Макъ-Леодъ приобрѣлъ 24.036 акцій желѣзнодорожнаго общества Boston & Maine и 32.000 акцій общества New York & New England въ кредитъ. Въ октябрѣ онъ взялъ изъ кассы общества, не будучи на то уполномоченъ правленіемъ и не объясняя своихъ намѣреній, 30.000 облигацій общей ипотеки, которыя, какъ потомъ оказалось, понадобились ему для совершенія упомянутой выше операціи. Въ ноябрѣ 1892 г. были взяты облигаціи, обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ на сумму 713.000 долл., а также привилегированныя облигаціи на сумму 99.000 долл., для тѣхъ же цѣлей. Въ книгахъ общества нѣтъ абсолютно никакихъ указаній на комбинацію съ приобретеніемъ акцій желѣзнодорожныхъ обществъ,—упоминается лишь о томъ, что президентъ взялъ бумаги, выдавъ квитанцію за своей подписью. Въ декабрѣ правленіе одобрило дѣйствія Макъ-Леода. Въ январѣ 1893 г. Макъ-Леодъ внесъ на свой счетъ еще на 250 тыс. долл. облигацій, обезпеченныхъ дополнительнымъ залогомъ, доведя первоначальную сумму до 963 тыс. долларовъ. Наконецъ, 15 февраля Макъ-Леодъ сдѣлалъ распоряженіе о передачѣ приобретенныхъ имъ за

свой счетъ акцій желѣзнодорожныхъ обществъ—компаніи Reading.

Оставляя въ сторонѣ вопросъ о правильности дѣйствій президента Макъ-Леода, необходимо замѣтить, что методы его во всякомъ случаѣ вызывали громадныя расходы со стороны общества. Дорогѣ все время приходилось заключать краткосрочныя займы въ Нью-Йоркѣ и Филадельфіи изъ очень высокаго процента, тогда какъ она могла бы прибѣгать, въ случаѣ нужды въ деньгахъ, къ продажѣ акцій или облигацій. По свидѣтельству президента Гарриса, въ 1892 году дорога платила въ среднемъ по своимъ краткосрочнымъ обязательствамъ 9⁰/₁₀. Если бы рѣчь шла о приобрѣтеніи временнаго контроля надъ обществами, то комбинацію Макъ-Леода можно было бы просто считать спекулятивною, дорога могла бы рассчитывать на повышение расцѣнки приобрѣтенныхъ ею акцій и полученной прибылью покрыла бы расходы по своему спеціальному текущему счету. Но Макъ-Леодъ имѣлъ въ виду обезпечить за дорогой Reading контроль надъ желѣзнодорожными обществами навсегда, а не на время. Результаты могли обнаружиться лишь черезъ нѣсколько лѣтъ.

Въ началѣ 1893 г. Макъ-Леоду удалось закончить свои планы объединенія дорогъ, заинтересованныхъ въ производствѣ угля, и расширенія сѣти Ридингъ до Новой Англій. Въ февралѣ, вслѣдствіе финансовыхъ затрудненій, правленіе попыталось взять ссуду подъ облигаціи, обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ, collateral trust bonds, на сумму 10 милл. долл. Спейеръ и Ко. согласились произвести выпускъ, но фирма Дрексель наотрѣзъ отказалась отъ размѣщенія облигацій и наоборотъ выбросила на рынокъ массу бумагъ общества. Конечно, бумаги рѣзко понизились въ цѣнѣ съ 46³/₄ до 40⁵/₈ 17 февраля и до 28—20 февраля. Въ этотъ день по опредѣленію филадельфійскаго суда, Макъ-Леодъ, Вильбуръ и Паксонъ были назначены администраторами по дѣламъ общества Reading. «Мнѣ очень жаль, сказалъ между прочимъ президентъ

Макъ-Леодъ, что мы попали въ администрацію, но иного исхода у насъ не было. Кредитъ общества былъ настолько подорванъ, что у насъ не было возможности покрывать платежи по нашимъ обязательствамъ. Дѣло заключается въ томъ, что мы, дѣйствительно, слишкомъ широко развивали операціи, имѣя въ своемъ распоряженіи очень небольшой капиталъ» Недостатокъ денегъ постоянно тревожилъ правленіе. Впослѣдствіи Макъ-Леодъ рассказывалъ, что, когда онъ снялъ въ аренду Lehigh Valley и Jersey Central, то для осуществленія новой комбинаціи ему понадобились 13 милл. долл. Изъ этой суммы пришлось 8 милл. добыть путемъ займа. Между тѣмъ, наступила паника 1893 года. Макъ-Леодъ для погашенія восьмимилліоннаго долга рѣшилъ продать нѣкоторыя бумаги общества, но капиталисты, съ которыми онъ вошелъ въ соглашеніе, имѣли въ своемъ распоряженіи шесть мѣсяцевъ для уплаты денегъ за проданныя имъ бумаги, а такъ какъ началась паника, то ничего и не осталось дѣлать, какъ передать дорогу въ руки администраціи. Макъ-Леодъ совершенно правильно указывалъ на недостатокъ капитала, но дѣло въ томъ, что деньги у дороги были: она лишь такъ помѣстила ихъ, что не имѣла возможности въ нужное время использовать свои наличныя средства. Значительныя суммы денегъ были помѣщены въ угольные предпріятія, а также въ акціи и облигаціи желѣзныхъ дорогъ Новой Англій. Несостоятельность общества Ридингъ въ 1893 г. явилась результатомъ не столько недостаточности доходовъ для покрытія обязательныхъ платежей, сколько несоответственнаго развитія операцій, изъ-за котораго не разъ разорялись самыя солидныя предпріятія. Вообще угольныя дѣла общества Ридингъ не имѣли успѣха, но убытки все-же не были столь значительны, чтобы разорить дорогу въ одинъ годъ; истинная причина банкротства заключалась въ стараніяхъ, при помощи спекуляціи съ акціями и краткосрочныхъ займовъ, увеличить масштабъ операцій въ гораздо

большей степени, нежели позволяло состояніе ресурсовъ дороги.

Послѣ банкротства облигаціонеры прежде всего рѣшили отдѣлаться отъ Макъ-Леода. Собраніе кредиторовъ въ Лондонѣ избрало свой комитетъ, который потребовалъ удаленія Макъ-Леода изъ числа администраторовъ на томъ основаніи, что имущество общества едва ли могло оставаться въ вѣдѣніи лица, уже приведшаго дорогу въ столь печальное положеніе. Комитетъ владѣльцевъ облигацій общей ипотеки въ Нью-Йоркѣ вынесъ аналогичную резолюцію, и Дрексель заявилъ президенту, что онъ долженъ отказаться отъ должности. Макъ-Леодъ неохотно уступилъ свой постъ Джозефу Гаррису, извѣстному специалисту-желѣзнодорожнаго дѣла. Гаррисъ много лѣтъ завѣдывалъ сѣтью Lehigh Valley, а въ 1880 г. ему была поручена оцѣнка каменноугольныхъ копей общества Ридингъ.

Администраторы выпустили свой отчетъ въ мартѣ. Общая сумма долга по краткосрочнымъ обязательствамъ достигла 18.472.828 долл. Въ активѣ общества для покрытія этой суммы значились 15.779.784 долл., изъ нихъ 4.985.276 долл. представляли собою стоимость запасовъ каменнаго угля, а 8.861.065 долл. заключались въ векселяхъ, долгахъ по расчетамъ съ другими дорогами, и проч. Отчетъ администраторовъ выяснилъ, что, съ одной стороны, спекулятивныя операціи Макъ-Леода привели къ крупнымъ финансовымъ затрудненіямъ, а съ другой стороны убытки по эксплуатаціи каменноугольныхъ копей вызвали необходимость выдачи краткосрочныхъ ссудъ линіямъ второстепеннаго значенія, которыя не были въ состояніи погасить ихъ. Напримѣръ, Coal & Iron Company не была въ состояніи уплачивать причитавшіяся съ нея провозныя платы, въ доходахъ фигурировали всѣ суммы полностью, а на дѣлѣ общество Ридингъ все болѣе и болѣе увеличивало свой вексельный портфель.

Однако, положеніе дѣлъ представлялось значительно менѣе сложнымъ, нежели въ прежніе годы. Необходимо

было, конечно, понизить расходы эксплуатации, сбавить арендную плату, продать акции Boston & Maine и пр. Съ своей стороны, облигаціонеры должны были притти къ соглашенію относительно способовъ изысканія наличныхъ средствъ и улучшенія финансоваго положенія общества.

Въ мартѣ и въ іюнѣ администрація и правленіе общества исходатайствовали разрѣшеніе на выпускъ свидѣтельствъ администраторовъ (certificates) для покрытія неотложныхъ платежей. Въ маѣ Макъ-Леодъ отказался отъ поста президента Boston & Maine, и одновременно съ этимъ президентъ Гаррисъ сократилъ число вице-президентовъ общества Ридингъ съ пяти до одного. Въ іюль администраторы получили разрѣшеніе отказаться отъ соглашенія съ желѣзнодорожнымъ обществомъ Pennsylvania, Poughkeepsie & Boston, а въ августѣ былъ назначенъ отдѣльный администраторъ для Philadelphia, Reading & New England, исключая Poughkeepsie Bridge. Этимъ какъ бы закрѣплялась мысль объ окончательномъ отказѣ отъ расширенія сѣти въ Новой Англии. Между тѣмъ, состоялось соглашеніе съ Lehigh Valley, въ силу котораго арендная плата была понижена на два года съ 7% до 5% подъ условіемъ, что общество Ридингъ уплатитъ дополнительную сумму по истеченіи этого срока, если Lehigh Valley докажетъ, что заработала больше 10%. Арендный договоръ съ Lehigh Valley все же возбудилъ сильное недовольство со стороны облигаціонеровъ, которые справедливо утверждали, что арендная плата должна была идти въ пользу кредиторовъ основного общества Ридингъ, а не Lehigh Valley. Облигаціонеры предъявили искъ, и 8 августа 1893 г. постановленіемъ суда договоръ съ Lehigh Valley былъ расторгнутъ. Президентъ Lehigh Valley Вильбуръ отказался отъ должности администратора общества Ридингъ, и на его мѣсто былъ назначенъ Вельшъ.

Два комитета облигаціонеровъ: одинъ владѣльцевъ облигацій общей ипотеки, другой владѣльцевъ дивидендныхъ облигацій предъявили три требованія. Прежде всего

они настаивали на удаленіи Макъ-Леода изъ состава администраціи, затѣмъ на прекращеніи аренды Lehigh Valley и, наконецъ, на провѣркѣ книгъ общества. Первыя два требованія, какъ указано выше, были выполнены. Что касается провѣрки книгъ, то дѣло это было поручено Стефену Литтлю.

27 мая 1893 г. правленіе представило свой планъ реорганизаціи общества. Сумма долга по краткосрочнымъ обязательствамъ была опредѣлена въ 19.991.941 долл. Правленіе предлагало покрыть ее путемъ выпуска обеспеченныхъ дополнительнымъ залогомъ облигацій (collateral trust bonds) на 22 милл. долл. по курсу 95. Облигаціи могли быть выкуплены во всякое время по курсу 110. Особый довѣренный уполномочивался обращать излишекъ доходовъ или выручку отъ продажи какихъ бы то ни было бумагъ, представленныхъ въ залогъ, до 1898 г. и впослѣдствіи, въ размѣрѣ, по усмотрѣнію желѣзнодорожнаго общества, на покупку означенныхъ облигацій по наивыгоднѣйшей цѣнѣ. Владѣльцамъ облигацій общей ипотеки и привилегированныхъ облигацій первыхъ трехъ разрядовъ предоставлялось подписаться на новыя облигаціи въ размѣрѣ 10% нарицательной стоимости цѣнностей, находившихся въ ихъ рукахъ; владѣльцамъ дивидендныхъ облигацій предоставлялось подписаться въ размѣрѣ 4% нарицательной стоимости ихъ бумагъ, акціонерамъ — въ размѣрѣ 24%. Кромѣ 22 милл. долл. ежегодно предполагалось выпускать на 2 милл. долл. добавочныхъ облигацій для образованія оборотнаго капитала и пріобрѣтенія имущества. Владѣльцы облигацій общей ипотеки получали взамѣнъ купоновъ по 1 января 1898 г. свидѣтельства уполномоченныхъ (trust certificates) на равнозначущую сумму. Арендная плата Lehigh Valley должна была быть понижена, а акціонерный капиталъ общества Ридингъ передавался на семь лѣтъ въ распоряженіе пяти уполномоченныхъ лицъ, облеченныхъ правомъ голоса. Для осуществленія плана требовалось къ 21 іюня

согласіе владѣльцевъ 90% облигацій общей ипотеки и 60% акціонернаго капитала.

При нормальныхъ обстоятельствахъ изложенный планъ, конечно, не могъ бы привести къ какимъ-либо результатамъ. Когда банкротство является результатомъ сложныхъ причинъ, оздоровленіе предпріятія должно носить фундаментальный характеръ. Когда безпрестанное накопленіе задолженности обусловливается неспособностью общества покрывать обязательные платежи, тогда единственный исходъ заключается въ сокращеніи суммы обязательныхъ платежей, хотя бы до того пришлось прибѣгнуть къ продажѣ имущества. Въ данномъ случаѣ положеніе представлялось въ иномъ видѣ: банкротство наступило не вслѣдствіе длительного истощенія ресурсовъ общества, но какъ результатъ бесплодныхъ усилій достигнуть большаго, чѣмъ позволяли финансовыя средства предпріятія. Задача администраціи заключалась въ измѣненіи политики желѣзной дороги, а планъ финансовой реорганизациі былъ необходимъ лишь постольку, поскольку онъ облегчалъ выполненіе основной задачи. Надо замѣтить, впрочемъ, что рѣшивъ удержать за собою Lehigh Valley, правленіе въ концѣ концовъ мало уклонилось отъ политики президента Макъ-Леода. Попытки монополизировать производство антрацита нѣсколько разъ оканчивались неудачей, сохраненіе Lehigh Valley за собою попрежнему создавало для дороги Reading искушеніе развивать покупки копей, а въ то же время едва-ли можно было ручаться за то, что даже, при пониженной арендной платѣ, Lehigh Valley окажется въ состояніи оправдать расходы на нее общества Ридингъ. Общество Ридингъ нуждалось въ одномъ,—въ спокойномъ и внимательномъ отношеніи къ своему собственному дѣлу, безъ вмѣшательства въ дѣла чужихъ дорогъ. Такая политика была бы наиболѣе экономичной и въ концѣ концовъ способствовала бы преуспѣянію предпріятія независимо отъ его заинтересованности въ каменноугольной промышленности. Планъ президента Гарриса во многихъ отно-

шеніяхъ могъ считаться удовлетворительнымъ, онъ давалъ возможность правленію общества вступить на путь оздоровленія предпріятія, но, наряду съ этимъ, онъ нисколько не избавлялъ общество отъ вліянія ошибокъ, совершенныхъ Макъ-Леодомъ.

Въ іюнѣ президентъ Гаррисъ писалъ: «Я убѣжденъ, что предлагаемый мною планъ не требуетъ большихъ жертвъ отъ кредиторовъ общества. Если онъ будетъ осуществленъ, то, при разумномъ и тщательномъ веденіи дѣла, пережитый нами кризисъ не повторится. Акціонеры и облигаціонеры сдѣлаютъ большую ошибку, если отвергнутъ планъ, такъ какъ въ будущемъ помощь, въ которой сейчасъ нуждается общество, едва ли будетъ оказана на болѣе выгодныхъ условіяхъ». Съ другой стороны, противъ плана возражали владѣльцы облигацій 4% консолидированной ипотеки. Онѣ указывали на то, что правленіе будетъ имѣть возможность уплачивать дивидендъ по дивиденднымъ облигаціямъ, въ то время какъ оплата купоновъ по 4% ипотечнымъ облигаціямъ не будетъ производиться въ виду ихъ фундированія. Въ передовой статьѣ лондонскій «Standard» писалъ: «Продажа имущества дороги прольетъ свѣтъ на многія неясности въ финансовомъ положеніи общества. вмѣстѣ съ тѣмъ выдающіеся американскіе финансовые дѣятели поймутъ, наконецъ, истинное значеніе сомнительныхъ операцій съ краткосрочными обязательствами. Въ настоящее время долгъ по этимъ обязательствамъ умышленно увеличиваютъ въ полной увѣренности, что, будучи фундированъ, онъ легко будетъ покрытъ ранѣе ипотечныхъ долговъ. Владѣльцы ипотечныхъ облигацій должны энергично защитить свои интересы».

Вслѣдствіе краткости срока, назначеннаго для представленія облигацій и акцій, планъ не могъ быть осуществленъ. Въ теченіе цѣлаго года происходила борьба различныхъ интересовъ. Въ борьбѣ этой выдвинулся Райсъ, который былъ членомъ синдиката, избравшаго Макъ-Леода президентомъ, и исполнялъ обязанности представителя об-

щества за границей. По возвращеніи изъ Европы, Райсъ провѣрилъ книги общества Ридингъ и рѣзко выступилъ не только противъ Макъ-Леода, но и противъ администраторовъ, назначенныхъ на его мѣсто. Въ маѣ 1893 г. Райсъ отказался отъ должности члена правленія общества Ридингъ, — въ сентябрѣ выступилъ изъ комитета владѣльцевъ дивидендныхъ облигацій, а въ декабрѣ требовалъ устраненія администраторовъ, обвиняя ихъ въ грубомъ пренебреженіи интересами акціонеровъ, а также въ умышленномъ игнорированіи финансовыхъ операцій Макъ-Леода, имѣвшихъ мѣсто до банкротства дороги.

При всемъ томъ, Райсъ надѣялся на возможность восстановленія кредита общества безъ предварительной продажи его имущества. Между тѣмъ, администрація работала надъ составленіемъ новаго плана, который она и представила въ январѣ 1894 г. Оставляя въ сторонѣ долгъ по *car trusts* въ суммѣ около пяти милл. долл., администрація опредѣлила размѣръ долга по краткосрочнымъ обязательствамъ въ $12\frac{1}{4}$ милл. долл. Для покрытія этого долга администрація предложила выпустить на 6 милл. долл. свидѣтельствъ уполномоченныхъ (*trust certificates*) срокомъ на 10 лѣтъ изъ 6%, подъ залогъ запасовъ каменнаго угля, и на 10 милл. долл. 5% обезпеченныхъ дополнительнымъ залогомъ облигацій (*collateral trust bonds*). Такимъ путемъ администрація надѣялась сохранить $2\frac{1}{2}$ милл. долл. для нуждъ оборотнаго капитала и пр. Купоны по общей ипотека администрація предложила фундировать на пять лѣтъ, причемъ, въ видѣ альтернативы, предполагалось образовать синдикатъ для покупки купоновъ, при наступленіи сроковъ ихъ оплаты, за наличныя. Такимъ образомъ, новый планъ сводился къ изысканію способовъ покрытія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и къ временному фундированію платежей по ипотека. Этотъ новый планъ уже не ставилъ кредиторовъ по краткосрочнымъ обязательствамъ въ привилегированное положеніе сравнительно съ владѣльцами ипотека, — къ кредиторамъ обще-

ства администрація вообще проявила большую мягкость,— и тѣмъ не менѣе, планъ не могъ быть осуществленъ. Владѣльцы облигацій общей ипотеки отказались фундировать свои купоны даже на два года и настаивали на продажѣ имущества дороги въ случаѣ неуплаты процентовъ по облигаціямъ. «Въ виду этого, писали администраторы, мы считаемъ излишнимъ продолжать наши работы по финансовой реорганизаціи предпріятія...» Сущность дѣла заключалась въ томъ, что владѣльцы облигацій общей ипотеки безусловно могли рассчитывать на полное удовлетвореніе ихъ претензій при продажѣ имущества дороги, а, съ другой стороны, недавняя финансовая реорганизація общества, при которой кредиторамъ пришлось многимъ пожертвовать, была еще слишкомъ свѣжа въ памяти.

Въ апрѣлѣ 1894 г. на мѣсто Симмонса, предсѣдателя комитета владѣльцевъ облигацій старой общей ипотеки, вступилъ Фитцджеральдъ. Комитетъ тотчасъ же выпустилъ циркуляръ, въ которомъ указалъ, что администрація имѣла полную возможность ознакомиться съ положеніемъ дѣлъ общества, теперь же наступило время для осуществленія правъ владѣльцевъ облигацій общей ипотеки. Въ маѣ 1894 г. комитетъ заявилъ, что затрудненія, связанныя съ продажей имущества дороги и ея финансовой реорганизаціей, въ значительной степени преувеличены. Опасность во всякомъ случаѣ угрожаетъ бумагамъ позднѣйшихъ выпусковъ, а не ипотечнымъ облигаціямъ.

Въ сентябрѣ 1894 г. комитеты облигаціонеровъ по такъ называемому соглашенію Olcott — Earle предложили погасить долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ путемъ продажи обезпеченныхъ дополнительнымъ залогомъ облигацій на 10 милл. долл., находившихся въ кассахъ общества, и фундировать купоны по общей ипотекаѣ на пять лѣтъ. Образовался синдикатъ, который согласился покупать купоны, по мѣрѣ наступленія сроковъ ихъ оплаты. Реорганизаціонный комитетъ долженъ былъ распоряжаться акціонернымъ капиталомъ вплоть до погашенія всѣхъ ссудъ

которыя пришлось бы выдать синдикату, т. е. до іюня 1898 г. Другой синдикатъ гарантировалъ размѣщеніе обезпеченныхъ дополнительнымъ залогомъ облигацій по курсу 70. Отъ владѣльцевъ привилегированныхъ облигацій потребовали отказа отъ всякихъ претензій по уплатѣ процентовъ вплоть до погашенія купоновъ по общей ипотецѣ. Обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ облигаціи размѣщались среди владѣльцевъ привилегированныхъ облигацій и акціонеровъ въ размѣрѣ 10⁰/₀ нарицательной стоимости принадлежавшихъ имъ бумагъ. Облигаціонеру предоставлялось уплатить 3⁰/₀ нарицательной стоимости имѣвшихся у него облигацій и ничего не получить вмѣсто того, чтобы уплатить 10⁰/₀ и зато получить обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ облигаціи. Акціонерамъ и облигаціонерамъ былъ данъ 60-дневный срокъ для изъявленія согласія на принятіе плана. Въ случаѣ невыполненія этого требованія, комитетъ предполагалъ продать имущество общества для удовлетворенія интересовъ только тѣхъ кредиторовъ, которые примкнутъ къ плану. На будущее время комитетъ предполагалъ договориться съ желѣзнодорожнымъ обществомъ о предоставленіи одинаковыхъ правъ владѣльцамъ облигацій и акціонерамъ въ общихъ собраніяхъ. Рѣшенія должны были приниматься по большинству голосовъ, въ соотвѣтствіи съ нарицательной стоимостью бумагъ, принадлежавшихъ облигаціонерамъ или акціонерамъ.

Планъ комитетовъ въ общемъ мало отличался отъ первоначальнаго плана администраціи. Измѣненіе заключалось въ обязательности подписки на обезпеченныя дополнительнымъ залогомъ облигаціи. Кромѣ того, комитеты рѣшили предоставить право голоса владѣльцамъ облигацій и въ большей мѣрѣ использовать готовность синдикатовъ оказать услуги дорогѣ. О пониженіи обязательныхъ платежей въ планѣ не упоминалось. Въ общемъ кредиторы не добились особенно значительныхъ уступокъ со стороны правленія.

Незмотря на изъявленное владѣльцами общей ипо-

теки согласіе принять планъ, выработанный комитетами, и эта новая схема не могла получить осуществленіе вслѣдствіе оппозиціи со стороны владѣльцевъ дивидендныхъ ипотечныхъ облигацій. Въ этомъ нѣтъ ничего удивительнаго, такъ какъ съ желаніями держателей дивидендныхъ облигацій дѣйствительно никто не считался. Пока вырабатывались планы финансовой реорганизациі, вопросъ шелъ лишь о томъ, какимъ способомъ обезпечить принятіе ихъ владѣльцами облигацій общей ипотеки. Объ облигаціяхъ позднѣйшихъ выпусковъ упоминалось лишь вскользь, а между тѣмъ интересамъ ихъ держателей дѣйствительно грозила серьезная опасность.

Въ январѣ 1895 г. было выпущено слѣдующее официальное объявленіе: «Планъ финансовой реорганизациі общества отъ 1 октября 1894 г. не встрѣтилъ согласія достаточнаго количества владѣльцевъ дивидендныхъ облигацій и акціонеровъ. Комитетъ имѣетъ въ своемъ распоряженіи большинство облигацій общей ипотеки и, на основаніи соглашенія съ облигаціонерами, извѣстилъ довѣренныхъ владѣльцевъ облигацій общей ипотеки о немедленномъ принятіи мѣръ къ взысканію долга по облигаціямъ путемъ принудительной продажи имущества дороги.» Искъ объ уплатѣ долга путемъ продажи имущества былъ предъявленъ 2 марта, причемъ къ участию въ искѣ былъ допущенъ вновь образовавшійся комитетъ защиты интересовъ владѣльцевъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ (Junior Securities Protection Committee).

Между тѣмъ, комитеты Фитцджеральда и Олькотта сообща изготовили окончательный планъ финансовой реорганизациі общества. Ихъ схема носила болѣе радикальный характеръ. Предположено было произвести слѣдующіе выпуски:

4% золотыя облигаціи общей ипотеки срокомъ на 100 лѣтъ (General mortgage 100-year 4 per cent gold bonds)	114.000.000 долл.
--	-------------------

4^o/о привилегированныя акціи пер-
ваго разряда съ правомъ позднѣйшаго
выпуска на 21 милл. долл. (4 per cent
first preferred stock) 28.000.000 долл.

4^o/о привилегированныя акціи вто-
рого разряда (4 per cent second pre-
ferred stock) 42.000.000 »

Обыкновенныя акціи съ правомъ
позднѣйшаго выпуска на 21 милл. долл.
(Common stock) 70.000.000 »

Въ случаѣ уплаты 4^o/о дивиденда по привилегирован-
нымъ акціямъ перваго разряда въ теченіе двухъ лѣтъ подъ
рядъ, обществу предоставлялось право конвертировать по-
ловину привилегированныхъ акцій второго разряда въ
привилегированныя акціи перваго разряда, а другую поло-
вину въ обыкновенныя акціи по номинальной цѣнѣ. Вновь
выпускаемыя бумаги предназначались для окончательнаго
погашенія бумагъ старыхъ выпусковъ, покрытія расходовъ
по реорганизациі и всякаго рода затратъ на усиленіе и
улучшеніе дороги. Такъ какъ, однако, пріоритетныя ипо-
течныя облигаціи (prior liens) не могли быть изъяты
изъ обращенія до наступленія срока ихъ погашенія,
то изъ общей суммы облигацій общей ипотеки значитель-
ная часть (44.550.000 долл.) была отчислена въ резервъ
для погашенія ипотечныхъ облигацій въ срокъ. Такимъ
образомъ, вмѣсто старыхъ облигацій общей ипотеки, при
трехъ разрядахъ привилегированныхъ облигацій, обыкно-
венныхъ акціяхъ и дивидендныхъ облигаціяхъ, капиталы
общества состояли изъ новыхъ облигацій общей ипотеки
при четырехъ разрядахъ акцій. Старая общая ипотека за-
мѣнялась новой 4^o/о ипотекой, привилегированныя обли-
гаціи—привилегированными акціями второго разряда и
обыкновенными акціями, а старыя обыкновенныя акціи и
дивидендныя облигаціи—новыми обыкновенными акціями.
По общей ипотека часть денегъ была уплачена наличными,
на 4 милл. долл. облигацій взялъ синдикатъ, но въ общемъ

владѣльцы пріоритетныхъ ипотечныхъ облигацій и облигацій общей ипотеки въ новомъ обществѣ заняли такое же положеніе, какое занимали въ старомъ обществѣ; владѣльцы дивидендныхъ облигацій обмѣнили свои облигаціи, обеспеченныя доходами предпріятія, на акціи съ правомъ на полученіе дивиденда; кредиторы по краткосрочнымъ обязательствамъ и синдикатъ получили такія же права, какъ и владѣльцы облигацій общей ипотеки.

Имущество общества не могло быть обременено никакимъ добавочнымъ залогомъ, дополнительные выпуски привилегированныхъ акцій перваго разряда могли быть произведены лишь съ согласія держателей большинства акцій, выраженнаго въ собраніи акціонеровъ, специально созванномъ для разрѣшенія даннаго вопроса, а также съ согласія большинства владѣльцевъ обыкновенныхъ акцій, представленныхъ въ собраніе. Каждый разрядъ акціонеровъ голосовалъ отдѣльно другъ отъ друга. Аналогичными постановленіями регулировались выпуски привилегированныхъ акцій втораго разряда. Изъ общей суммы облигацій общей ипотеки 20 милл. долл. были отчислены въ резервъ. Предполагалось выпускать ежегодно не болѣе полутора милліоновъ долл. этихъ облигацій для усиленія и улучшенія дороги и пр. Добавочныя облигаціи общей ипотеки предназначались для погашенія облигацій Philadelphia & Reading Terminal и Coal & Iron Company на 21 милл. долл.

Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, исчисленный въ 25.150.000 долл., покрывался отчасти путемъ обложенія облигацій и акцій сборомъ, отчасти путемъ продажи бумагъ за наличныя синдикату; привилегированныя дивидендныя облигаціи трехъ разрядовъ были обложены 20⁰/₀, акціи также 20⁰/₀, а дивидендныя облигаціи позднѣйшихъ выпусковъ 4⁰/₀. Синдикатъ согласился взять на 4 милл. долл. новыхъ облигацій общей ипотеки и на 8 милл. долл. новыхъ привилегированныхъ акцій перваго разряда. Сборъ долженъ былъ дать 20.862.289 долл., а синдикатъ 7.300.000 долл., такимъ образомъ, въ распоряженіи прав-

ленія оставался наличный фондъ въ 3 милл. долл. Кромѣ того, синдикатъ гарантировалъ уплату взносовъ по дивиденднымъ облигаціямъ и акціямъ, а также отсрочку платежей по ипотечнымъ облигаціямъ Coal & Iron Company, либо погашеніе ихъ при наступленіи срока. На значительное пониженіе суммы обязательныхъ платежей правленіе не разсчитывало. На будущее время обязательные платежи опредѣлялись въ суммѣ 9.300.000 долл. при чистомъ доходѣ въ 9.839.971 долл. въ 1894 г. Погашеніе срочныхъ облигацій должно было въ свою очередь дать сбереженіе въ 500.000 долл.

Изложенный планъ, очевидно, былъ составленъ всецѣло въ интересахъ владѣльцевъ облигацій общей ипотеки. Съ ихъ стороны не требовалось никакихъ жертвъ, если не считать добавочныхъ 4 милл. долл., на которые увеличилась общая сумма общей ипотеки. Никакого фундирования купоновъ, а равно и пониженія интереса по облигаціямъ не предлагалось; сверхъ того право голоса по всѣмъ разрядамъ акцій новаго общества передавалось тремъ довѣреннымъ, изъ которыхъ въ самомъ планѣ намѣчались двое: Морганъ и Олькоттъ. Столь привилегированное положеніе владѣльцевъ облигацій общей ипотеки явилось результатомъ того, что дорога вырабатывала необходимыя средства для оплаты интереса по облигаціямъ ипотеки. При такихъ условіяхъ, конечно, ничто не могло заставить облигаціонеровъ принять какую-либо иную комбинацію, которая въ меньшей степени удовлетворяла бы ихъ интересы. Пострадали, главнымъ образомъ, владѣльцы ипотекъ и акцій позднѣйшихъ выпусковъ. Они заплатили расходы по реорганизаціи, покрыли долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, потеряли право на полученіе процентовъ изъ доходовъ общества до уплаты процентовъ по претензіямъ, возникшимъ позже, и взаменъ всего этого получили только акціи, большей частью привилегированныя второго разряда или обыкновенныя.

Въ маѣ 1896 г. судья Атчисонъ подписалъ приказъ

о продажѣ имущества желѣзнодорожнаго общества и Coal & Iron Company. Продажа состоялась 23 сентября. Костеръ, представитель фирмы Морганъ и Ко., и Стетсонъ уплатили 20.500.000 долл. Съ продажей имущества прекратилось дѣйствіе прежняго устава общества. Въ силу новой конституціи штата Пенсильваніи, изданной въ 1871 г., никакая желѣзная дорога не могла владѣть больше, чѣмъ 30.000 акровъ каменноугольныхъ копей. Поэтому правленію общества предстояло изыскать способъ объединенія интересовъ желѣзнодорожнаго общества Philadelphia & Reading и Philadelphia & Reading Coal & Iron Companies. Поиски правленія увѣнчались успѣхомъ. Нашли «National Company», уставъ которой былъ утвержденъ въ 1871 г. особымъ законодательнымъ актомъ. Эта компанія, первоначально извѣстная подъ именемъ Excelsior Enterprise Company, имѣла право пріобрѣтать имущество, пользоваться имъ и распоряжаться въ столь же широкой мѣрѣ, какъ общество Ридингъ до продажи имущества. Компанія перемѣнила свое наименованіе на Reading Company; чрезвычайное собраніе акціонеровъ постановило соотвѣтственно увеличить акціонерный капиталъ и вмѣстѣ съ Coal & Iron Company уполномочило правленіе на выпускъ ипотеки для обезпеченія облигацій до 135 милл. долл. Между тѣмъ, была учреждена Philadelphia & Reading Railway Company, къ которой перешли имущество и права прежняго желѣзнодорожнаго общества, съ капиталомъ въ 20 милл. долл., раздѣленныхъ на акціи въ 50 долл. каждая. Уставъ Coal & Iron Company сохранился въ прежнемъ видѣ, несмотря на продажу имущества компаніи. Вслѣдъ затѣмъ общество Ридингъ замѣнило свои облигаціи и акціи облигаціями консолидированной ипотеки и акціями двухъ названныхъ компаній, по взаимному соглашенію съ ними. Облигаціи и акціи Philadelphia & Reading Railway Company и Philadelphia & Reading Coal & Iron Company хранились въ кассахъ общества Ридингъ, а въ рукахъ публики остались однѣ лишь пріоритетныя ипотечныя облигаціи (prior

liens). Такимъ путемъ общество Ридингъ приобрѣло абсолютный контроль надъ обѣими компаніями, а въ будущемъ, при наступленіи сроковъ тиража приоритетныхъ ипотечныхъ облигацій, облигаціи эти, въ свою очередь, должны были быть замѣнены облигаціями главнаго общества. Желѣзнодорожное общество и Coal & Iron Company сохранили каждое свою особую организацію, и о противозаконномъ соглашеніи между ними не могло быть и рѣчи.

Правленіе изложило свой планъ генеральному прокурору Пенсильваніи Макъ-Кормику, который 2 января 1895 г. высказался за утверженіе устава общества Ридингъ. «По внимательномъ разсмотрѣніи соображеній правленія, писалъ Макъ-Кормикъ, я весьма неохотно прихожу къ заключенію, что правительство Пенсильваніи лишено возможности оспаривать права общества Ридингъ; по моему мнѣнію, уставъ общества уполномочиваетъ его производить тѣ же операціи, которыми оно занималось до 1 января 1874 г. Операціи эти носятъ такой же общій характеръ, какой общество предполагаетъ придать своей совмѣстной дѣятельности съ желѣзнодорожнымъ обществомъ и Coal & Iron Company».

Подобно другимъ желѣзнодорожнымъ обществамъ, общество Ридингъ въ значительной мѣрѣ использовало благопріятныя условія послѣдняго десятилѣтія. Общій доходъ всѣхъ трехъ обществъ Ридингъ возросъ съ 48.422.971 долл. въ 1898 г. до 95.715.088 долл. въ 1907 г. Чистый доходъ увеличился съ 13.586.710 долл. въ 1898 г. до 29.190.316 долл. въ 1907 г.; за вычетомъ всѣхъ платежей, излишекъ доходовъ за то же время возросъ съ 1.376.420 до 8.741.454 долл. При этомъ надо замѣтить, что увеличеніе доходовъ и чистой прибыли обусловливается не только благопріятнымъ положеніемъ производства антрацита. Возрасли и перевозки другихъ грузовъ, а также другихъ сортовъ каменнаго угля. Стачка рабочихъ въ 1900 и 1902 г.г. задержала ростъ производства антрацита Coal & Iron Company, но усиленіе спроса для внутренняго потребленія подняло добычу съ

4.849.002 тоннъ въ 1897 г. до 10.034.713 тоннъ въ 1907 г. Значительныя суммы были затрачены на усиленіе и улучшеніе дороги. Въ періодъ 1896—1907 г.г. изъ доходовъ Philadelphia & Reading Railway Company на эту цѣль было обращено 15.300.000 долл., а Coal & Iron Company израсходовала свыше 10 милл. долл. на оборудованіе каменноугольныхъ копей. Расходы на ремонтъ пути и подвижного состава также достигли крупныхъ размѣровъ. Обыкновенно расходъ въ 1.300—1.500 долл. на нормальный ремонтъ мили одиночнаго пути признается достаточнымъ, общество же тратило на милю 1700 долл. въ первые три года послѣ 1897 г. и 2.600 долл. на милю въ послѣдніе семь лѣтъ. Въ общемъ эти расходы выразились въ суммѣ 73 долл. въ годъ на товарный вагонъ, 609 долл. на пассажирскій вагонъ и 3.244 долл. на паровозъ. Въ результатъ средняя стоимость паровоза возрасла въ періодъ 1896—1906 г.г. съ 4.906 долл. до 8.393 долл.; средняя стоимость товарнаго вагона съ 383 долл. до 622 долл., паровыхъ перевозочныхъ судовъ и буксирныхъ съ 41.533 долл. до 55.451 долл., средняя стоимость баржей съ 7.930 долл. до 21.074 долл. средняя нагрузка поѣздовъ равнялась 194 тоннамъ въ 1897 г. и 403 тоннамъ въ 1907 г. Количество тонно-милъ возрасло за тотъ же періодъ на 15%, а количество поѣздо-милъ только на 27%.

Затраты на усиленіе и улучшеніе дороги производились изъ суммъ чистаго дохода, обязательныя платежи при этомъ не увеличивались. Уполномоченные, по истеченіи срока ихъ полномочій въ 1904 г., заявили, что обязательныя платежи съти Ридингъ на 1.018.065 долл. меньше обязательныхъ платежей 1896 г.

Такимъ образомъ, финансы общества Ридингъ, хотя и оставляютъ желать лучшаго, все же гораздо удовлетвори-тельнѣе чѣмъ 30 лѣтъ назадъ. Обязательныя платежи, налоги и эксплуатаціонныя расходы составили 86% валового дохода 1907 г. Для того чтобы общество оказалось не въ состояніи оплачивать проценты по своимъ облигаціямъ,

чистый доходъ его долженъ уменьшиться почти на 12 милл. долл. Впервые дивидендъ по обыкновеннымъ акціямъ былъ уплаченъ въ 1905 г., теперь общество платитъ 4% по акціямъ всѣхъ разрядовъ.

Значительное количество акцій дороги Ридингъ находится во владѣніи Baltimore & Ohio и Lake Shore. Общество Ридингъ вновь приобрѣло контроль надъ центральной желѣзной дорогой Нью-Джерси, владѣетъ кромѣ того пароходной линіей и свыше 500 миль другихъ линій. Громадные доходы сѣти, недоразумѣнія съ рабочими, значительное вліяніе на снабженіе населенія предметами первой необходимости, наконецъ, смѣшеніе желѣзнодорожныхъ операцій съ операціями по добычѣ и сбыту угля, все это дѣлаетъ общество Ридингъ постоянной мишенью для нападокъ со стороны правительствъ штата и федеральнаго. Въ 1907 г. департаментъ юстиціи поднялъ вопросъ о расторженіи соглашенія между обществомъ Ридингъ и центральной желѣзной дорогой Нью-Джерси. Въ 1906 г. законъ запретилъ желѣзнодорожнымъ обществамъ перевозить изъ одного штата въ другой какіе-либо грузы кромѣ лѣса, въ производствѣ которыхъ они сами заинтересованы. Разрѣшается перевозить лишь такіе грузы, которые необходимы для собственныхъ надобностей дороги, какъ возчика. Трудно сказать, удастся ли правительству лишить общество Ридингъ возможности одновременно производить желѣзнодорожныя операціи и операціи по добычѣ и сбыту угля. Въ концѣ концовъ, обществу, вѣроятно, придется работать подъ строгимъ контролемъ правительства.

ГЛАВА V.

The Southern.

Въ настоящее время югъ Соединенныхъ Штатовъ прорѣзывается пятью большими желѣзнодорожными магистралями: Atlantic Coast Line, Seaboard Air Line, Southern Railway, Louisville & Nashville Railroad и Illinois Central Railroad. Сѣтъ эта покрываетъ все пространство между Атлантическимъ океаномъ и рѣкою Миссиссиппи.

Восточная часть сѣти Южной желѣзной дороги составлена изъ линій, принадлежащихъ обществамъ Richmond & Danville и East Tennessee, Virginia & Georgia Companies. Дорога Richmond & Danville вмѣстѣ съ побочными линіями простиралась отъ Вашингтона и Ричмонда на сѣверѣ до Атланты и Гринвилля на югѣ и западѣ; дорога East Tennessee простиралась отъ Бристоля до океана у Брунсвика, а при посредствѣ линіи Mobile & Birmingham примыкала непосредственно къ заливу у Мобиль.

Желѣзная дорога Ричмондъ-Данвилль была открыта въ 1856 г. между Ричмондомъ и Данвиллемъ въ штатѣ Виргиніи. Правительство этого штата владѣло въ 1865 г. 60% акціонернаго капитала дороги; выдало кромѣ того дорогѣ ссуду въ 400 тыс. долл. и гарантировало заемъ ея въ 200 тыс. долл. Изъ шести директоровъ правленія трое избирались штатомъ. Однако, штатъ черезъ короткое время получилъ возможность переуступить большую часть своихъ акцій, а къ 1 сентября 1871 г. всѣ акціи, принадлежавшія штату, были скуплены обществомъ Пенсильванской желѣзной дороги. Послѣ 1866 г. желѣзная дорога Ричмондъ-Данвилль стала постѣпенно распространяться на югъ. Цѣль патронировавшаго ее общества Пенсильванской дороги заключалась въ установленіи прямого рельсоваго сообщенія отъ крупныхъ сѣверныхъ городовъ къ центру Сѣверной и Южной Каролинъ и Георгіи. Въ 1871 г. общество Ричмондъ-

Данвилль сняло въ аренду желѣзную дорогу North Carolina протяженіемъ въ 223 мили. на 30 лѣтъ за ежегодную плату въ 260.000 долл. Далѣе общество соединилось съ компаніей Atlanta & Richmond Air Line, проектированной для сооруженія желѣзной дороги между Атлантой и Шарлоттой. Въ 1878 г. общество приобрѣло большую часть акцій Charlotte, Columbia & Augusta Railroad. Общество Пенсильванской желѣзной дороги отъ времени до времени выдавало ссуды новому предпріятію, а когда его задолженность по краткосрочнымъ обязательствамъ достигла чрезмѣрной величины, подписалось на 1 милл. долл. новыхъ ипотечныхъ облигацій, выпущенныхъ для покрытія краткосрочныхъ обязательствъ.

Между тѣмъ, была учреждена компанія East Tennessee, Virginia & Georgia Railroad для эксплуатаціи линій, расположенныхъ къ западу отъ дороги Ричмондъ-Данвилль. Компанія эта явилась результатомъ сліянія въ 1869 г. желѣзной дороги East Tennessee & Virginia отъ Бристоля на границѣ между Виргиніей и Теннесси до Ноксвилля и линіи East Tennessee & Georgia отъ Ноксвилля до Дальтона. Обѣ дороги пользовались субсидіей отъ штата Теннесси. Въ 1870 г. новая компанія погасила свой долгъ штату, уплативъ 4.117.761 долл. облигаціями штата. Вскорѣ послѣ окончанія постройки линіи отъ Бристоля до Дальтона, общество East Tennessee подпало подъ контроль Пенсильванской желѣзной дороги. Для объединенія всѣхъ интересовъ Пенсильванской желѣзной дороги къ югу отъ Вашингтона была образована компанія Southern Railway Security съ капиталомъ въ 5 милл. долл. Компаніи была передана большая часть акцій Richmond & Danville и East Tennessee. Кромѣ того, она владѣла большинствомъ акцій желѣзныхъ дорогъ прибрежнаго раіона отъ Ричмонда до Чарльстона и отъ Чаттануги до Мемфиса. Финансовые результаты этой комбинаціи оказались весьма печальными. Изъ побочныхъ линій East Tennessee въ періодъ 1872—1876 гг. платила хоть 3% по акціямъ, Richmond & Dan-

ville по акціямъ ничего не платила, а линія Мемфисъ-Чарльстонъ едва вырабатывала 3%, гарантированныхъ аренднымъ договоромъ. Въ 1873 г. состоялось чрезвычайное собраніе акціонеровъ Southern Railway Security Company для разрѣшенія вопроса о продажѣ части имущества компании. Въ 1874 г. компания отказалась отъ аренды линіи Мемфисъ-Чарльстонъ, а въ 1876 г. продала большую часть принадлежавшихъ ей желѣзнодорожныхъ бумагъ, кромѣ акцій Richmond & Danville.

Съ этого времени Пенсильванская желѣзная дорога прекращаетъ свое участіе въ эксплуатаціи южныхъ линій. Желѣзныя дороги на сѣверѣ Южной Каролины эксплуатировались тремя конкурировавшими между собою группами: Coast Lines, Richmond & Danville и East Tennessee, Virginia & Georgia. Въ направленіи съ запада на востокъ оперировала линія Мемфисъ-Чарльстонъ, уже находившаяся въ періодѣ серьезныхъ финансовыхъ затрудненій. Всѣ три группы были, такъ сказать, оставлены Пенсильванской дорогой на произволъ судьбы, но двѣ изъ нихъ приняли энергичныя мѣры къ защитѣ своихъ интересовъ. Наиболее агрессивный характеръ носила политика East Tennessee. Признавая необходимымъ обезпечить свои интересы на югѣ, востокѣ и западѣ, дорога сняла въ аренду въ 1877 г. линію Мемфисъ-Чарльстонъ. Собраніе акціонеровъ этой линіи согласилось заключить арендный договоръ изъ опасенія банкротства линіи. Въ самомъ дѣлѣ, чистыхъ доходовъ ея не хватало для оплаты процентовъ по облигаціямъ, и кромѣ того дорога не имѣла возможности погасить свой крупный долгъ штату Теннесси. Предстояло либо обложить извѣстнымъ сборомъ акціонеровъ, либо согласиться на арендный договоръ съ East Tennessee. Дорога предпочла аренду. Спустя два года арендный договоръ былъ продолженъ на 20 лѣтъ съ ежегодной платой въ 295.750 долл. Въ 1878 г. дорога приобрѣла линіи Georgia Southern и Selma, Rome & Dalton, и, такимъ образомъ, протянулась на югъ до рѣки Флинта въ Алабамѣ. Для покупки линій

были выпущены новыя 5% облигаціи на 10 милл. долл. Въ 1881 г. общество купило центральную желѣзную дорогу Алабамы протяженіемъ въ 96 миль къ югу отъ Сельмы. Въ томъ же году оно обезпечило за собою контроль надъ Mason & Brunswick въ Георгіи и предприняло сооруженіе дороги отъ Мекона до Рима, т. е. южно-атлантическаго побережья. Соглашеніе съ Norfolk & Western открыло обществу сообщеніе съ Бристолемъ и Норфолькомъ, а договоръ съ Louisville & Nashville и съ Kentucky Central о сооруженіи соединительной вѣтви съ линіей Кентукки-Теннесси давалъ возможность обществу развить свои операціи въ центральныхъ штатахъ Запада.

Между тѣмъ, общество Ричмондъ-Данвилль подпало подъ контроль группы капиталистовъ, которая уже владѣла большей частью акцій дорогъ атлантическаго побережья и East Tennessee. Капиталисты эти приобрѣли 24.000 акцій Ричмондъ-Данвилль отъ Пенсильванской желѣзной дороги. Общество Ричмондъ-Данвилль также расширяло свою сѣть. Въ 1881 г. оно сняло въ аренду Atlanta & Charlotte Air Line и нѣкоторыя линіи второстепеннаго значенія въ обѣихъ Каролинахъ и въ Георгіи. Въ 1882 г. общество начало строить дорогу на западъ отъ Атланты къ Миссисипи. Уставъ общества разрѣшалъ ему владѣть акціями лишь тѣхъ дорогъ, которыя непосредственно примыкали къ его собственнымъ линіямъ. Поэтому въ 1881 г. было образовано общество Richmond & West Point Terminal Railway & Warehouse Company съ правомъ приобретать акціи и облигаціи всѣхъ желѣзнодорожныхъ обществъ въ обѣихъ Каролинахъ, Теннесси, Кентукки, Георгіи, Алабамѣ, Миссисипи и другихъ штатахъ. Это общество увеличило свой капиталъ въ октябрѣ 1881 г. до 3 милл. долл., причемъ обществу Ричмондъ-Данвилль принадлежали акціи на сумму 1.515.000 долл. Наибольше важнымъ приобретеніемъ Richmond & Danville была желѣзная дорога Virginia Midland отъ Александрии до Данвилля.

Самостоятельная политика расширенія сѣти Richmond

& Danville и East Tennessee привела къ новой комбинаціи, которая объединила большую часть линій прежней Security Company. Въ августѣ 1883 г. выяснилось, что синдикатъ капиталистовъ изъ 50.000 акцій Ричмондъ-Данвилль владѣлъ 28.000. Кромѣ того, подъ фактическимъ контролемъ синдиката находились желѣзная дорога East Tennessee, Virginia & Georgia и пароходное общество Chesapeake & York River, поддерживавшее сообщеніе между West Point и Балтиморой. Съ обществомъ Clyde, котораго пароходы совершали рейсы между Нью-Йоркомъ и Филадельфіей и всѣми южными портами, синдикатъ заключилъ особое соглашеніе. Цѣль синдиката заключалась въ объединеніи желѣзнодорожныхъ и пароходныхъ предпріятій въ интересахъ наивыгоднѣйшей ихъ эксплуатаціи.

Возвращеніе къ старой комбинаціи явилось результатомъ близкой аналогіи интересовъ двухъ группъ желѣзныхъ дорогъ. Въ 1882 году линія Western North Carolina прорѣзала горы Сѣверной Каролины, вслѣдствіе чего грузы съ East Tennessee пошли уже не на Norfolk & Western, а на Ричмондъ-Данвилль. Движеніе въ новомъ направленіи должно быть значительно усилиться въ будущемъ. Сліянію дорогъ способствовали также угрожавшія East Tennessee серьезныя финансовыя затрудненія. Было очевидно, что общество East Tennessee, быстро расширяя сѣть, нѣсколько переоцѣнило свои силы. До 1876 г. его финансовое положеніе казалось достаточно прочнымъ. Дорога фактически монополизировала мѣстныя перевозки между Чаттанугой и Бристолемъ и кромѣ того составляла часть кратчайшаго пути между Нью-Йоркомъ, Филадельфіей, Балтиморой и Вашингтономъ, съ одной стороны, и городами штатовъ Теннесси, Алабамы и Миссисипи съ другой. Развитіе сѣти въ значительной степени измѣнило положеніе дѣлъ. Правда, оно открыло доступъ дорогъ къ рѣкѣ Миссисипи и Атлантическому океану, увеличивъ, если можно такъ выразиться, ея боевыя силы, но вмѣстѣ съ тѣмъ оно обременило дорогу крупными расходами по эксплуатаціи плохо оборудо-

ванныхъ и убыточныхъ линій, расположенныхъ въ мѣстности, которая издавна служила ареной борьбы конкурентовъ. Линія Сельма-Римъ-Дальтонъ была пріобрѣтена тотчасъ же послѣ принудительной продажи ея имущества по претензіи кредиторовъ, линія Меконъ-Брунsvикъ едва покрывала свои эксплуатаціонные расходы, линія Мемфисъ-Чарльстонъ, какъ указано выше, заключила арендный договоръ съ East Tennessee только съ цѣлью избѣжать банкротства. Общество East Tennessee надѣялось слѣлать линіи прибыльными, но, къ несчастью, оно обладало слишкомъ малыми средствами для выполненія такой задачи. Къ тому же руководство финансами общества оставляло желать много лучшаго. Въ 1875 г., при общемъ протяженіи линій общества въ 269 миль, капитальная стоимость мили выражалась въ суммѣ 7.317 долл. акціями и 15.620 долл. облигаціями. Въ 1883 г. на милю приходилось 23.444 долл. ипотечныхъ облигацій, 15.404 долл. дивидендныхъ облигацій и 41.079 долл. акцій. Въ результатѣ за восемь лѣтъ капитальная стоимость мили главной линіи возрасла съ 22.937 долл. до 79.927 долл., а на каждую милю вновь пріобрѣтенныхъ линій приходилось почти на 100.000 долл. обязательствъ. Оплата процентовъ по всѣмъ категоріямъ обязательствъ поглощала 99% чистаго дохода, несмотря на то, что расходы по поддержанію путей и подвижного состава не превышали 630 долл. на милю. При такихъ условіяхъ, расходы на усиленіе и улучшеніе дороги представлялись невозможными, а правильному веденію дѣла мѣшало отсутствіе у акціонеровъ всякой надежды на полученіе дивиденда. На биржѣ обыкновенныя акціи расцѣнивались ниже 5 долл. за штуку. Въ нѣкоторыхъ отношеніяхъ расположеніе сѣти представлялось удачнымъ, но дорогѣ приходилось выдерживать жестокую конкуренцію, а ея конечный пунктъ на Атлантическомъ побережьѣ—Брунsvикъ, разумѣется, не могъ идти въ сравненіе съ такими цвѣтущими городами, какъ Саванна и Норфолькъ. Въ результатѣ слияніе дорогъ не оправдало ожиданій синдиката.

Превышеніе доходовъ надъ расходами попрежнему выражалось въ ничтожныхъ размѣрахъ, а въ 1883 г. долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ возросъ до такой степени, что пришлось выпустить на 1.200.000 долл. облигацій для его погашенія. Когда въ 1884 г. на биржѣ произошла паника, дорога прекратила платежи. Особая комиссія директоровъ выяснила, что въ 1885 г. дорога должна уплатить 1.476.506 долл. процентовъ плюсъ 280.954 долл. капитальнаго долга по *car trusts* и проч., всего 1.757.460 долл. Въ 1886 г. эти же платежи должны были выразиться въ суммѣ 1.739.196 долл., въ 1887 г.—1.720.931 долл. Затѣмъ сумма платежей постепенно понижалась и въ 1895 г. не должна была превысить 1.295.970 долл. Чистый доходъ въ 1885 и 1886 гг. долженъ былъ выразиться въ суммѣ 1.400.000 долл. Такимъ образомъ, дефицитъ равнялся 350.000 долл. Сюда надо было еще добавить неотложный расходъ въ 1 милл. долл. на покупку рельсовъ, укрѣпленіе мостовъ и проч. Комиссія директоровъ полагала, что необходимыя для покрытія указанныхъ расходовъ суммы не могутъ быть изысканы путемъ краткосрочныхъ займовъ. Вступивъ на такой путь, общество не избавилось бы отъ затрудненій и нисколько не упрочило бы своего финансоваго положенія. Съ другой стороны, ипотекой обезпечивались дивидендныя облигаціи, и общество поэтому не могло выпустить новый ипотечный заемъ. Оставался одинъ выходъ: фундировать купоны и такимъ образомъ освободить часть чистаго дохода дороги. Поэтому комиссія рекомендовала: 1) фундировать четыре купона срокомъ съ 1 января 1885 г. по 1 іюля 1886 г. по 5% консолидированнымъ облигаціямъ. Владѣльцы облигацій должны были представить купоны *Central Trust Company* въ Нью-Йоркѣ и получить взаменъ ихъ 6% облигаціи общества срокомъ на десять лѣтъ съ 1 іюля 1885 г. Облигаціи эти могли быть выкуплены обществомъ черезъ три года въ любой срокъ ранѣе истеченія десяти лѣтъ, по номинальной цѣнѣ, при условіи предварительнаго увѣдомленія владѣльцевъ за три мѣсяца до выкупа. Общая сумма вновь

выпускаемыхъ облигацій не должна была превысить 1.467.400 долл.; 2) фундировать четыре купона срокомъ съ 1 марта 1885 г. по 1 сентября 1886 г. по 6^o/_o облигаціямъ первой ипотеки Cincinnati & Georgia Division на сумму 2 милл. долл. Новыхъ облигацій взамѣнъ купоновъ предполагалось выпустить на сумму 240.000 долл.; 3) уплату долга по простымъ облигаціямъ (debentures), срокъ оплаты коихъ наступаетъ въ 1885 и 1886 гг., отсрочить на десять лѣтъ. Взамѣнъ этихъ облигацій выдать такія же простыя облигаціи срокомъ отъ пяти до десяти лѣтъ на сумму 373.200 долл.; 4) уплату долга по сертификатамъ (car trust certificates) серіи А въ 1885 и 1886 гг. въ размѣрѣ 100.000 долл. въ годъ отсрочить на десять лѣтъ.

Положеніе общества до нѣкоторой степени оправдывалось значительнымъ превышеніемъ, сравнительно со смѣтными исчисленіями, дѣйствительной стоимости 190 миль новыхъ линій, построенныхъ въ послѣдніе годы. Эксплоатація крайне затруднялась плохимъ оборудованіемъ, какъ главной, такъ и побочныхъ линій. Комиссія директоровъ полагала, что разъ затрудненія East Tennessee возникли вслѣдствіе невозможности изыскать наличныя средства для затратъ на усиленіе и улучшеніе дороги, а отсрочка платежей на нѣсколько лѣтъ позволить израсходовать на эту потребность значительныя суммы изъ чистаго дохода, то общество получитъ именно то, въ чемъ нуждается. Явятся надежды на улучшеніе условій эксплоатаціи и на увеличеніе доходовъ въ будущемъ. Но комиссія ошибалась. Общество находилось въ столь печальномъ положеніи, что однѣхъ этихъ мѣръ для поправленія его финансовъ было недостаточно. Реформа должна была носить гораздо болѣе радикальный характеръ, и если комиссія оказала практическую услугу обществу, то только въ томъ отношеніи, что выяснила серьезность его положенія. Впрочемъ, комиссія не обольщала себя чрезмѣрными надеждами, и сама рѣшила предупредить событія. Въ январѣ, по просьбѣ правленія общества, судъ назначилъ администраторомъ Генри

Финка. Одновременно съ этимъ обнаружилась ошибка въ расчетахъ комиссіи директоровъ. Доходы общества продолжали уменьшаться, и надеждъ на достиженіе 1.400.000 долл. чистаго дохода, исчисленныхъ комиссіей, не было. Планъ комиссіи самъ собою рушился.

Въ 1886 г., послѣ совѣщанія съ крупными облигационерами въ Европѣ, Нельсонъ Робинсонъ, владѣвшій большею частью акцій East Tennessee, приступилъ къ выработкѣ плана финансовой реорганизации общества. Реорганизационный комитетъ былъ составленъ изъ числа представителей крупныхъ банковыхъ предпріятій. Въ февралѣ 1886 г. комитетъ выработалъ схему, заключающую въ себѣ слѣдующіе пункты: 1) пониженіе суммы обязательныхъ платежей; 2) замѣна старыхъ облигацій новыми облигациями и привилегированными акціями; 3) обложеніе сборомъ бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ; 4) принудительная продажа имущества дороги по претензіи владѣльцевъ консолидированной ипотеки. Предполагалось выпустить новую 5% консолидированную ипотеку срокомъ на 70 лѣтъ. Извѣстную часть облигацій этой ипотеки рѣшено было отчислить въ резервъ для погашенія ипотечныхъ облигацій болѣе раннихъ выпусковъ по мѣрѣ наступленія сроковъ ихъ оплаты. Остатокъ долженъ былъ быть обращенъ на выкупъ ипотечныхъ консолидированныхъ облигацій, находившихся въ обращеніи, облигацій Cincinnati & Georgia division и простыхъ облигацій (debentures), выпущенныхъ на десять лѣтъ. Комитетъ исчислилъ, что въ результатѣ обмѣна бумагъ обязательные платежи должны понизиться съ 1.757.460 долл. до 994.737 долл. На самомъ дѣлѣ сокращеніе обязательныхъ платежей не могло быть столь значительнымъ. Обязательные платежи во всякомъ случаѣ не могли быть ниже 1.167.000 долл. Конечно, владѣльцы бумагъ прежнихъ выпусковъ должны были понести крупныя жертвы. Такъ, по старымъ облигациямъ консолидированной ипотеки, приносившимъ 5%, предполагалось выдать лишь въ размѣрѣ 60% ихъ номинальной стоимости новыя кон-

солидированныя облигаціи, приносившія тѣ же 5⁰/₀: По старымъ 6⁰/₀ облигаціямъ Cincinnati & Georgia division выдавались консоли въ размѣрѣ 48⁰/₀ номинальной стоимости облигацій, причемъ интересъ понижался съ 6⁰/₀ до 5⁰/₀. Потери облигаціонеровъ компенсировались выдачей привилегированныхъ акцій, а также правомъ въ теченіе пяти лѣтъ избирать большинство директоровъ правленія, если бы до тѣхъ поръ новое общество не оказалось въ состояніи уплатить изъ своего чистаго дохода 5⁰/₀ дивиденда по привилегированнымъ акціямъ два года подрядъ. По облигаціямъ Cincinnati & Georgia division было выдано 62⁰/₀ ихъ номинальной стоимости новыми привилегированными акціями перваго разряда. По консолидированнымъ облигаціямъ было выдано 50⁰/₀ ихъ номинальной стоимости новыми привилегированными акціями перваго разряда. Владѣльцы простыхъ облигацій, debentures, получили то же, что и владѣльцы облигацій Cincinnati & Georgia division. Привилегированныя акціи втораго разряда и обыкновенныя акціи были выпущены для удовлетворенія владѣльцевъ старыхъ дивидендныхъ облигацій и акцій. По дивиденднымъ облигаціямъ было выдано 100⁰/₀ новыми привилегированными акціями втораго разряда, по старымъ привилегированнымъ акціямъ 100⁰/₀ новыми обыкновенными акціями, а по старымъ обыкновеннымъ акціямъ 40⁰/₀ новыми обыкновенными акціями. Владѣльцы дивидендныхъ облигацій получили привилегированныя акціи перваго разряда только за взносы наличными деньгами, а владѣльцы обыкновенныхъ акцій даже за взносы наличными деньгами получили привилегированныя акціи втораго разряда. Взносы были опредѣлены въ размѣрѣ 5⁰/₀ на дивидендныя ипотечныя облигаціи и 6⁰/₀ на новыя обыкновенныя акціи. Путемъ взносовъ комитетъ рассчитывалъ получить 2.475.000 долл. Суммы этой плюсъ излишекъ новыми бумагами въ кассахъ общества въ 1.534.000 долл. хватило бы для ликвидаціи долга по car trusts, а также для снабженія

общества извѣстнымъ фондомъ наличныхъ средствъ на будущее время.

Изложенный планъ страдалъ во многихъ отношеніяхъ недостатками. Прежде всего въ немъ не было удѣлено надлежащее вниманіе будущимъ потребностямъ общества, какъ желѣзнодорожнаго предпріятія. Тѣхъ суммъ, на которыя указывалъ реорганизаціонный комитетъ, было, конечно, недостаточно для затратъ на усиленіе и улучшеніе дороги. Съ финансовой точки зрѣнія едва ли можно было считать удачнымъ распределеніе привилегированныхъ акцій. Такъ, владѣльцы облигацій Cincinnati & Georgia division получили на 10% больше номинальной стоимости облигацій, представленныхъ ими въ обмѣнъ. То же слѣдуетъ сказать и о владѣльцахъ простыхъ облигацій (debenture bonds). Но при всемъ томъ планъ реорганизаціи прекрасно разрѣшалъ весьма трудную задачу. Въ основу его были положены совершенно правильные принципы — комитетъ избѣгнулъ фундированія краткосрочныхъ обязательствъ, обложилъ взносами тѣхъ именно участниковъ предпріятія, которые больше всѣхъ были заинтересованы въ развитіи доходности дороги, наконецъ, выполнилъ весьма важную реформу, изъявъ изъ обращенія 60% обыкновенныхъ акцій, почти лишенныхъ всякой внутренней цѣнности. Правда, владѣльцы бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ рѣзко протестовали противъ плана реорганизаціи. Въ концѣ февраля въ Нью-Йоркѣ группа акціонеровъ постановила воспрепятствовать продажѣ имущества по претензіи кредиторовъ. Къ реорганизаціонному комитету былъ предъявленъ искъ. Группа акціонеровъ обвиняла синдикатъ, поддерживавшій реорганизацію, въ преувеличеніи пассива общества. Однако, протесты акціонеровъ не имѣли успѣха, и 18 марта комитетъ реорганизаціи получилъ разрѣшеніе на продажу имущества дороги. Къ 1 мая почти всѣ владѣльцы консолидированныхъ и дивидендныхъ облигацій, а также большинство владѣльцевъ привилегированныхъ акцій изъявили согласіе на принятіе плана, и 25 мая 1886 г. желѣзная

дорога East Tennessee, Virginia & Georgia была продана представителю реорганизаціоннаго комитета за 10.250.000 долл. Вслѣдъ затѣмъ организовалось общество East Tennessee Virginia & Georgia Railway, которое 1 іюля вступило во владѣніе желѣзной дорогой East Tennessee, Virginia & Georgia и ея вѣтвями, большинствомъ акцій линіи Ноксвилль-Огайо, а также желѣзнодорожнаго общества Мемфисъ-Чарльстонъ.

Въ теченіе этого времени общество Ричмондъ-Данвилль, въ свою очередь, энергично работало. Какъ указано выше, въ 1883 г. капиталисты, руководившіе East Tennessee и приморскими линіями, приобрѣли бѣольшую часть акцій общества Ричмондъ-Данвилль съ цѣлью сосредоточенія въ однѣхъ рукахъ желѣзнодорожныхъ и пароходныхъ сообщеній для наивыгоднѣйшей эксплуатаціи всей сѣти. Капиталисты вскорѣ убѣдились въ недостаточности доходовъ общества Ричмондъ-Данвилль и въ необходимости крупныхъ затратъ на усиленіе и улучшеніе дороги. Чистый доходъ 1882 г. былъ признанъ капиталистами недостаточнымъ для оплаты процентовъ по простымъ облигаціямъ (debentures). Весь чистый доходъ—говорили они—поглощается обязательными платежами и расходами на обновленіе подвижнаго состава. Простыя облигаціи debenture bonds представляли собою кумулятивныя дивидендныя облигаціи, по которымъ уплачивалось 6% изъ чистаго дохода, по уплатѣ обязательныхъ платежей и покрытіи расходовъ на ремонтъ и поддержаніе путей и подвижнаго состава, такъ что капиталисты имѣли полную возможность задержать уплату процентовъ по debenture bonds. Въ теченіе трехъ предыдущихъ лѣтъ общество успѣло накопить значительный долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ. Новое правленіе уменьшило его болѣе чѣмъ наполовину къ концу 1885 г. Долгосрочныя обязательства постепенно накоплялись, но зато явилась возможность израсходовать болѣе или менѣе значительныя суммы на усиленіе и улуч-

шеніе дороги. Въ общемъ, однако, особенно крупныхъ сбереженій капиталисты не добились.

Стараясь сократить расходы, правленіе общества Ричмондъ-Данвилль невольно занялось вопросомъ о положеніи Richmond & West Point Terminal Company. Въ 1884 г. эта компанія владѣла 1815,8 милями рельсовыхъ путей, заключавшихъ въ себѣ всѣ важныя вѣтви дороги Ричмондъ-Данвилль, кромѣ дороги North Carolina отъ Гольдсборо до Шарлотты и Atlanta & Charlotte Air Line отъ Шарлотты до Атланты. Въ предыдущемъ году компаніи пришлось выпустить свидѣтельства (notes) для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ; вообще говоря, у нея не было никакихъ доходовъ кромѣ дивидендовъ по акціямъ, находившимся въ ея владѣніи, и никакихъ расходовъ, кромѣ содержанія правленія и оплаты процентовъ по только что упомянутымъ свидѣтельствамъ и краткосрочнымъ обязательствамъ. Возможно, что съ существованіемъ этой компаніи были связаны нѣкоторыя неудобства для общества Ричмондъ-Данвилль: общество несло извѣстный непроеизводительный расходъ, причемъ непосредственнаго контроля надъ побочными линіями не имѣло. Первоначально учрежденіе компаніи было необходимо, потому что по уставу своему общество Ричмондъ-Данвилль могло владѣть акціями лишь тѣхъ дорогъ, которыя примыкали къ его главной линіи. Въ 1885 г. это ограниченіе было снято, и такимъ образомъ, открывалась возможность консолидировать предприятие.

Въ началѣ 1886 г. правленіе общества Ричмондъ-Данвилль избрало комиссію для составленія проекта соединенія общества съ компаніей Richmond & West Point Terminal. Повидимому, комиссія рекомендовала упразднить компанію, потому что въ апрѣлѣ общество Ричмондъ-Данвилль пыталось купить у Terminal Company акціи нѣкоторыхъ наиболѣе важныхъ вѣтвей, которыя раньше находились подъ его контролемъ. Въ апрѣлѣ же общество Ричмондъ-Данвилль сняло въ аренду Virginia Midland

Railway, гарантировавъ оплату процентовъ по облигаціямъ этой дороги на сумму 12.500.000 долл., и Western North Carolina; въ маѣ оно купило Charlotte, Columbia & Augusta и Columbia & Greenville, въ июнѣ Northeastern of Georgia и въ октябрѣ Washington, Ohio & Western, всего 1.483 мили изъ 1.839, находившихся во владѣніи центральной компаніи. Одновременно общество Ричмондъ-Данвилль переложило въ свои кассы 13.617.400 долл. акціями и облигаціями побочныхъ линій, выдавъ взаменъ держателямъ бумагъ 25.000 акцій компаніи Terminal и обязавшись гарантіей облигацій общей ипотеки Virginia Midland. Вслѣдъ затѣмъ общество выбросило на рынокъ остальные находившіяся въ его владѣніи акціи Terminal. Въ результатѣ этой комбинаціи, компанія Terminal осталась ни съ чѣмъ, обществу Ричмондъ-Данвилль она уже была ненужна, потому что оно вступило въ непосредственное соглашеніе со своими побочными линіями, а продолжать существовать самостоятельно компанія, конечно, не могла, такъ какъ большая часть дорогъ находилась въ рукахъ общества Ричмондъ-Данвилль.

Къ счастью для мелкихъ акціонеровъ компаніи Terminal, случилось такъ, что крупные капиталисты заинтересовались ихъ участіемъ. Подъ руководствомъ этихъ капиталистовъ, компанія Terminal начала, въ свою очередь, скупать акціи Ричмондъ-Данвилль. Платили за акціи очень дорого,—около 200 долл. за штуку. Компанія Terminal для этой цѣли выпустила на 5 милл. долл. новыхъ привилегированныхъ и на 9 милл. долл. обыкновенныхъ акцій. Всѣ привилегированныя акціи и обыкновенныя на сумму 7.500.000 долл. были проданы, причемъ 100 старыхъ акцій давали право подписаться въ размѣрѣ $\frac{1}{3}$ номинальной ихъ стоимости на новыя бумаги и получить $33\frac{1}{3}$ новыхъ привилегированныхъ и 50 обыкновенныхъ акцій. Выручивъ такимъ образомъ 5 милл. долл. наличными деньгами и прибавивъ сюда остатокъ обыкновенныхъ акцій въ суммѣ полутора милл. долл., компанія Terminal обратила всю сумму

на покупку акцій общества Ричмондъ-Данвилль. Всего компанія приобрѣла 25.000 акцій. Вслѣдъ затѣмъ она вступила въ переговоры съ обществомъ East Tennessee, Virginia & Georgia. Въ 1887 г. состоялось соглашеніе, по которому группа Брайсъ-Томасъ продала компаніи Terminal 65.000 привилегированныхъ акцій перваго разряда East Tennessee за 4 милл. долл. наличными и 50.000 новыхъ обыкновенныхъ акцій Terminal. Одновременно компанія Terminal выпустила на 5.500.000 долл. 6% обеспеченныхъ дополнительнымъ залогомъ облигацій (collateral trust bonds) и на 16 милл. долл. обыкновенныхъ акцій для покрытія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и для приобрѣтенія остальныхъ находившихся въ обращеніи акцій общества Ричмондъ-Данвилль.

Такимъ образомъ, компанія Richmond & West Point Terminal была спасена, и главныя желѣзнодорожныя линіи въ восточномъ и западномъ направленіяхъ вновь объединены. Однако, новая группировка была слабѣе старой, такъ какъ въ нее не были включены приморскія линіи. Вмѣстѣ съ тѣмъ, контроль надъ East Tennessee, Virginia & Georgia оставялъ желать многого. Компанія Richmond Terminal владѣла большей частью привилегированныхъ акцій перваго разряда East Tennessee. Согласно плану реорганизациі 1886 г., эти акціи предоставляли право ихъ владѣльцамъ въ теченіе пяти лѣтъ избирать большинство директоровъ правленія, если бы по нимъ два года подрядъ не былъ уплаченъ 5% дивидендъ. Такимъ образомъ, компанія Terminal фактически приобрѣла контроль надъ East Tennessee, но контроль далеко недостаточный, такъ какъ онъ основывался на владѣніи одними лишь привилегированными акціями перваго разряда. Въ 1887 г. въ дивидендъ по этимъ акціямъ было выдано 4%, а 1888 г. — 5%. Въ томъ же году общество Ричмондъ-Данвилль сняло въ аренду дорогу на 99 лѣтъ. Въ теченіе первыхъ четырехъ лѣтъ оно обязалось уплачивать $33\frac{1}{3}\%$ валового дохода, въ теченіе слѣдующихъ пяти лѣтъ — 35% и такъ далѣе до 37%.

съ тѣмъ оно гарантировало оплату всѣхъ обязательныхъ платежей East Tennessee, включая 5⁰/₁₀₀ годовыхъ по находившимся въ обращеніи привилегированнымъ акціямъ перваго разряда.

Несомнѣнно, правильность заключенія аренднаго договора съ East Tennessee представлялась весьма спорной. Реорганизационный комитетъ предоставилъ извѣстныя права владѣльцамъ привилегированныхъ акцій общества лишь на время,—использовать эти права для того, чтобы связать общество договоромъ на многіе годы представлялось несправедливымъ по отношенію къ другимъ акціонерамъ и противорѣчило истинному смыслу финансовой реорганизаціи.

Неудивительно, что владѣльцы привилегированныхъ акцій втораго разряда и акцій позднѣйшихъ выпусковъ предъявили искъ и добились назначенія администратора судомъ. Истцы утверждали, что, заключивъ арендный договоръ съ обществомъ Ричмондъ-Данвилль, правленіе злоупотребило своей властью. Арендный договоръ заключенъ имъ всецѣло въ интересахъ владѣльцевъ привилегированныхъ акцій перваго разряда, остальные акціонеры никогда не смогутъ извлечь изъ договора никакой прибыли, договоръ не даетъ никакихъ гарантій и во многихъ отношеніяхъ является невыгоднымъ. Канцлеръ штата Теннесси Гибсонъ, разсмотрѣвъ иски къ правленію East Tennessee, въ просьбѣ о лишеніи владѣльцевъ привилегированныхъ акцій перваго разряда права избранія большинства директоровъ правленія на ближайшихъ выборахъ отказалъ, на томъ основаніи, что сами истцы въ теченіе двухъ лѣтъ владѣли сертификатами, на которыхъ ясно и точно были изложены условія ихъ выпуска, права владѣльцевъ привилегированныхъ акцій перваго разряда не могли возбуждать сомнѣнія. Но, съ другой стороны, Гибсонъ призналъ, что общество East Tennessee не имѣло права по уставу сдать въ аренду свою дорогу, такъ какъ соединеніе East Tennessee и Richmond & Danville противорѣчитъ законамъ штата Теннесси, воспрещающимъ сляніе конкури-

рующихъ дорогъ въ одно предпріятіе. Аналогичныя ограниченія, содержавшіяся въ законахъ и конституціи штата Георгіи, носили настолькоъ суровый характеръ, что общество East Tennessee изъ-за аренднаго договора могло рисковать даже своимъ существованіемъ. Въ результатѣ арендный договоръ былъ расторгнутъ, и хотя компанія Richmond Terminal сохранила за собою контроль надъ East Tennessee, ей пришлось скупить большую часть всѣхъ акцій East Tennessee, для того чтобы этотъ контроль удержать навсегда. Использовать временное право, предоставленное небольшой категоріи акціонеровъ, для проведенія неприятнаго большинству соглашенія на 99 лѣтъ, оказалось невозможнымъ.

Завладѣвъ дорогами Richmond & Danville, East Tennessee и ихъ побочными линіями, компанія Richmond Terminal на этомъ не остановилась. Она приобрѣла Central Railroad & Banking Company въ Георгіи. Важность этой мѣры не подлежитъ сомнѣнію. Центральная компанія владѣла наиболѣе значительными линіями въ Георгіи и въ восточной Алабамѣ. Сѣтъ ея простиралась отъ Саванны и Портъ-Рояля на Атлантическомъ побережьѣ до Спартанбурга въ Южной Каролинѣ на сѣверѣ, до Атланты, Бирмингама и Монтгомери на западѣ и до Альбани и Колумбіи на югѣ. Эта сѣтъ была образована путемъ соединенія въ 1872 г. центральной желѣзной дороги отъ Саванны до Мекона съ желѣзной дорогой Mason & Western отъ Мекона до Атланты. До 1 іюня 1847 г. Central Railroad Company выдала семь дивидендовъ общей сложностью 10,68% на капиталъ. Съ 1 іюня 1847 г. до іюня 1889 г. Central Railroad и Central Railroad & Banking Company уплатили всего 75 дивидендовъ общей сложностью 337,5%, не считая 8% дивидендовъ по акціямъ въ 1854 г. и 12% въ 1861 г., а также 40% дивиденда по долговымъ сертификатамъ въ 1881 г. Компанія платила 8% въ 1888 г., когда общество Ричмондъ-Данвилль платило 5%, а общество East Tennessee съ торжествомъ отмѣчало возможность вы-

дачи 5% по привилегированнымъ акціямъ перваго разряда.

Стремленія компанії Richmond Terminal приобрѣсти столь прибыльную желѣзную дорогу представляются вполне естественными, особенно, если принять во вниманіе, что съ покупкой ея East Tennessee избавлялась отъ одного изъ опаснѣйшихъ своихъ конкурентовъ. Однако, съ точки зрѣнія грузового движенія, выгоды отъ такого слиянія представлялись сомнительными. Мѣстное движеніе на центральной дорогѣ едва ли сильно возрасло бы, а транзитное могло уменьшиться. Въ интересахъ Central Railroad было перевозить грузы изъ Георгіи, Алабамы и западныхъ штатовъ въ Саванну, а оттуда отправлять ихъ на сѣверъ при посредствѣ пароходнаго общества, находившагося подъ ея контролемъ (въ 1889 г. Central Railroad получила $\frac{1}{5}$ всего чистаго дохода пароходнаго общества); съ другой стороны, въ интересахъ Richmond Terminal было отправлять эти самые грузы на сѣверъ сушей, для того, чтобы большую часть пути они проходили по ея дорогамъ. Выгоды отъ слиянія предприятий зависѣли, конечно, и отъ цѣны, за которую компания Richmond Terminal могла приобрѣсти центральную желѣзную дорогу. Покупка дороги состоялась по высокой цѣнѣ, и впоследствии выяснилось, что сдѣлка явилась не столько результатомъ расчета, хотя бы и ошибочнаго, сколько стремленія обезпечить значительную прибыль отдѣльнымъ капиталистамъ, заинтересованнымъ въ дѣлахъ обѣихъ компаний Central Railroad и Richmond Terminal.

Наибольшую роль среди акціонеровъ Central of Georgia въ то время играли представители финансовой группы Логанъ-Райсъ. Эта группа скупала акціи компании въ 1886 г. по средней цѣнѣ 130 съ цѣлью перепродать ихъ по болѣе высокому курсу. Скупивъ 40.000 акцій, группа добавила 400.000 долл. наличныхъ денегъ и обратила весь капиталъ на учрежденіе новой «Georgia Company», за что получила 4 милл. долл. 5% облигаціями и 12 милл. долл.

акціями Georgia Company. Вслѣдъ затѣмъ группа повела энергичную агитацію противъ правленія Richmond Terminal. Группа обвиняла правленіе Richmond Terminal въ томъ, что желѣзная дорога East Tennessee была имъ пріобрѣтена исключительно въ цѣляхъ личной наживы. Комитетъ Райса предъявилъ цѣлый рядъ запросовъ правленію Richmond Terminal: 1) почему правленіе купило 65.000 привилегированныхъ акцій перваго разряда East Tennessee по номинальной цѣнѣ, тогда какъ было бы достаточно купить 55.001 акцію, и акціи котировались въ то время по 80? 2) Почему оставшіяся въ обращеніи акціи желѣзной дороги Ричмондъ-Данвилль были въ тоже время пріобрѣтены по цѣнѣ около 200 долл. за штуку, т. е. съ преміей въ 100%? 3) Правда ли, что большинство членовъ комиссіи, назначенной для веденія переговоровъ о покупкѣ акцій East Tennessee Company, состояло изъ числа директоровъ Terminal Company, владѣвшихъ значительной частью акцій общества Ричмондъ-Данвилль? Финансовая группа Логанъ-Райсъ предлагала въ президенты Richmond Terminal генерала Александра, а правленіе Terminal поддерживало Джона Инмана.

Правленіе, съ своей стороны, писало: «По нашимъ свѣдѣніямъ, большинство кандидатовъ, рекомендуемыхъ нашими противниками, владѣютъ значительной частью акціонернаго капитала Georgia Company. Этому обществу принадлежатъ желѣзныя дороги, которыхъ интересы во всѣхъ отношеніяхъ противорѣчатъ интересамъ нашей сѣти: всякое измѣненіе направленія грузовъ, благопріятное Georgia Company, способно нанести неисчислимые убытки нашей сѣти... Съ другой стороны, если бы, въ результатъ вмѣшательства Georgia Company въ дѣла нашего общества, новое правленіе пожелало пріобрѣсти акціи Georgia Company отъ кандидатовъ, рекомендуемыхъ группой Логанъ-Райсъ, то такая операція вызвала бы увеличеніе акціонернаго капитала Richmond Terminal на многіе милліоны, либо пришлось бы выпустить новыя облигаціи. О томъ, какое

вліяніе имѣла бы та или другая финансовая операція на положеніе предпріятія, распространяться нечего».

Выборы правленія Terminal состоялись 31 мая, и президентомъ былъ избранъ Инманъ. Партія Райса, какъ будто, потерпѣла жестокое пораженіе, но на дѣлѣ, благодаря вліянію ея друзей, вошедшихъ въ составъ новаго правленія Richmond Terminal, она выгодно распродала бумаги Georgia Company. Въ октябрѣ 1888 г. общество Richmond Terminal приобрѣло акціи Georgia Company по 35 долл. за штуку, а затѣмъ купило и облигаціи. Въ конечномъ результатѣ Инманъ, Голлинсъ К^о. нажили по 60 долл. на акцію, а общество Richmond Terminal, разумѣется, потеряло. Для приобретенія облигацій на 4 милл. долл. и 120.000 акцій Georgia Company общество выпустило на 8.200.000 долл. 5^о/_о обеспеченныхъ залогомъ облигацій, collateral bonds, съ ежегодной оплатой процентовъ по нимъ въ 410.000 долл. Указанныя акціи и облигаціи обезпечивались 40.000 акцій Central of Georgia, и доходность ихъ всецѣло зависѣла отъ размѣра дивиденда по акціямъ Central of Georgia. Между тѣмъ, это общество никогда не платило больше 8^о/_о, т. е. по 40.000 акцій 320.000 долл. Разница въ 90.000 долл. въ годъ представляла собою прямой убытокъ Richmond Terminal.

Обезпечивъ за собою контроль надъ Central of Georgia, East Tennessee и Richmond & Danville, общество Richmond Terminal рѣшило на этомъ не останавливаться. Въ 1890 г. оно приобрѣло значительную часть акцій сѣти дорогъ «Erlanger» отъ Цинциннати на сѣверѣ до Чатануги, Меридіана, Виксбурга и Шривпорта. Общее протяженіе сѣти равнялось 1157 милямъ. Въ 1888 г. общество Ричмондъ-Данвилль вступило въ соглашеніе съ Атлантической приморской дорогой, въ 1889 г. оно сняло въ аренду Georgia Pacific, а два года спустя заключило договоръ съ Missouri Pacific. Въ 1891 г. Georgia Pacific сняла въ аренду Central Railroad & Banking Company of Georgia на 99 лѣтъ съ уплатою 7^о/_о на акціонерный капиталъ.

Сѣтъ Richmond Terminal заключала въ себѣ, такимъ образомъ, въ 1890 г. три большія сѣверныя и южныя магистралі: одну отъ Цинциннати черезъ Бирмингамъ до Іорка, другую отъ Бристоля черезъ Римъ до Сельмы и третью отъ Александріи черезъ Данвилль и Атланту до Монтгомери. Одну магистраль питали грузы, направлявшіеся изъ Индіаны, Иллинойса и сѣверныхъ и центральныхъ штатовъ Запада, другую—грузы изъ Балтиморы и Филадельфіи и съ Востока, наконецъ третья магистраль питалась грузами, какъ съ Запада, такъ и съ Востока; всѣ три магистралі подходили къ заливу у Мобилы. Кромѣ того, сѣтъ заключала въ себѣ три параллельныя линіи на Востокъ и на Западъ: отъ Чаттануги до Мемфиса, отъ Бирмингама до Арканзаса, и отъ Меридіана до Шривпорта. На атлантическомъ побережьѣ дороги сѣти примыкали къ Чарльстону, Портъ-Роялю, Саваннѣ и Брунсвику. Мѣстное движеніе на всемъ пространствѣ къ востоку отъ Алабамы, югу отъ Кентукки и Теннесси и къ сѣверу отъ Флориды также тяготѣло къ сѣти. Общая длина дорогъ равнялась 8.558,5 миль, а валовой доходъ, не считая сѣти Erlanger, достигалъ 41.361.095 долл. Единственнымъ конкурентомъ Richmond Terminal была желѣзная дорога Луизвилль-Нашвилль, протяженіемъ въ 2.383,4 мили. Несмотря на все это, группа Terminal была близка къ разоренію. Многія линіи, входившія въ составъ сѣти, были убыточны, финансовыя комбинаціи главарей группы представлялись въ достаточной мѣрѣ сомнительными, не могла считаться безспорной и правильность договоровъ и соглашеній, заключенныхъ группою послѣ 1888 г. Въ 1893 г. фирма Дрексель, Морганъ и Ко. опубликовала результаты своего изслѣдованія финансоваго положенія сѣти, содержащія весьма мало утѣшительныхъ данныхъ.

«Хотя, вообще говоря, главныя линіи Richmond & Danville, гласиль отчетъ фирмы, находятся въ хорошемъ состояніи, во всякомъ случаѣ лучшемъ, нежели линіи East Tennessee, (за исключеніемъ участковъ магистралі между

Бристолемъ и Чаттанугой, линій Cincinnati, New Orleans & Texas Pacific и Alabama Great Southern), рельсы почти всюду отличаются чрезмѣрною легкостью—отъ 50 до 60 фунтовъ, тогда какъ на главныхъ линіяхъ вѣсъ ихъ долженъ былъ бы быть не ниже 70—75 фунтовъ. Значительное количество мостовъ преимущественно на дорогахъ East Tennessee недостаточно крѣпки, вслѣдствіе чего дороги эти лишены возможности пользоваться тяжелыми паровозами, столь необходимыми для достиженія наибольшей экономичности эксплуатаціи. Балласта во многихъ мѣстахъ совсѣмъ нѣтъ, или крайне недостаточно. Паровозы и вагоны большей частью малы и слабосильны, къ тому же и количество ихъ при увеличеніи движенія окажется недостаточнымъ. Складочныя помѣщенія, мастерскія и пр., за немногими исключеніями, плохо оборудованы. На вѣтвяхъ и побочныхъ линіяхъ, особенно сѣти Richmond & Danville, положеніе еще хуже. Повидимому, не дѣлается ровно ничего для поддержанія путей и подвижного состава въ надлежащемъ состояніи даже съ точки зрѣнія потребностей умѣреннаго движенія. На протяженіи почти 700 миль побочныхъ линій и вѣтвей Richmond & Danville (включая сюда около 200 миль узкоколейныхъ дорогъ), до сихъ поръ уложены *желѣзные рельсы*. Къ 1 іюля 1872 г. желѣзные рельсы встрѣчались на главной линіи East Tennessee на протяженіи 72 миль. Необходимо немедленно затратить на улучшение одного подвижного состава нѣсколько милліоновъ долларовъ, но если бы даже такая затрата была возможна, она по существу явится бесполезной, пока не будутъ проведены вторые пути, улучшены складочныя помѣщенія, а равно и переустроены паровозныя и вагонныя мастерскія».

Детальный обзоръ побочныхъ линій обрисовалъ положеніе въ еще болѣе мрачныхъ краскахъ. Такъ, линію Колумбія—Гринвилль отчетъ назвалъ «соединеніемъ слабыхъ дорогъ, цѣнность которыхъ постоянно падаетъ», линію Мобиль—Бирмингамъ—«неимѣющей рѣшительно никакой цѣнности для Terminal», а линію Мемфисъ—Чарльстонъ—

«выгодной, но по своему оборудованію совершенно несоответствующей современнымъ потребностямъ».

Между тѣмъ, въ январѣ 1889 г. генеральному прокурору штата Виргиніи было подано заявленіе о неправильномъ приобрѣтеніи правленіемъ Richmond and West Point Terminal большей части акцій East Tennessee, Virginia & Georgia Railway и Virginia Midland. Скупка акцій явилась, по мнѣнію авторовъ заявленія, нарушеніемъ общественныхъ интересовъ, а вмѣстѣ съ тѣмъ противорѣчила конституціи и законамъ штата Виргиніи. Заявленіе не было принято къ разсмотрѣнію генеральнымъ прокуроромъ по формальнымъ соображеніямъ. Правленіе Richmond Terminal воспользовалось неудачей противниковъ для упроченія своего положенія. Въ февралѣ 1889 г. правленіе объявило о выпускѣ обезпеченной дополнительнымъ залогомъ ипотеки на 24.300.000 долл. (collateral trust mortgage) для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ и нѣкоторыхъ категорій облигацій, а также для приобрѣтенія остававшихся въ обращеніи обыкновенныхъ акцій Central of Georgia и Richmond & Danville и привилегированныхъ акцій перваго разряда East Tennessee. Вслѣдъ затѣмъ общество выпустило обыкновенныя акціи (взамѣнъ облигацій) для приобрѣтенія привилегированныхъ акцій перваго разряда East Tennessee. Ему удалось скупить акцій на сумму около 2 милл. долл. Акціи Richmond & Danville были изъяты изъ обращенія путемъ выпуска новыхъ обезпеченныхъ залогомъ облигацій (collateral bonds) по 85 плюсъ 26 долл. за акцію наличными. Въ связи съ этой операціей, правленіе продало на выгодныхъ условіяхъ акціонерамъ новыя акціи и обезпеченныя залогомъ облигаціи на 5.700.000 долл., чтобы изъ выручки покрыть долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ.

Буря разразилась въ августѣ 1891 г. Въ New York Herald появилась рѣзкая статья, направленная противъ правленія Terminal. Въ статьѣ указывалось, что въ 1890 г. доходы сѣти Richmond & Danville оказались ниже суммы, необходимой для покрытія обязательныхъ платежей, на

526.560 долл. Обстоятельство это было скрыто правленіемъ при помощи всякаго рода сомнительныхъ выкладокъ въ книгахъ; уплачивавшіеся по акціямъ Central of Georgia 8% дивиденды на самомъ дѣлѣ въ послѣдніе годы не выработывались; цѣна, за которую были приобрѣтены акціи Central of Georgia, представлялась непомерно высокою, East Tennessee едва покрывала расходы по эксплуатаціи; наконецъ, что касается другихъ линій, то онѣ не выходили изъ полосы постоянныхъ дефицитовъ. Правленіе общества энергично опровергло данныя, содержащіяся въ статьѣ «New York Herald,» но какъ разъ въ то время для Terminal неожиданно возникли серьезныя финансовыя затрудненія. Для покрытія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ пришлось продать 2.000 акцій желѣзной дороги Балтимора — Огайо, начать переговоры о 6% краткосрочномъ займѣ, объ отсрочкѣ платежей по другимъ займамъ и. т. д.

25 ноября правленіе избрало комиссію для всесторонняго изслѣдованія финансоваго положенія Terminal Company и для выработки плана реорганизаціи предпріятія. Правленіе указывало на то, что финансовыя затрудненія возникли исключительно вслѣдствіе промышленнаго застоя въ странѣ. Накопленіе крупнаго долга по краткосрочнымъ обязательствамъ заставило правленіе пригласить рядъ представителей солидныхъ кредитныхъ учрежденій для выработки наилучшаго плана финансовой реорганизаціи предпріятія.

Комиссія 8 декабря заявила, что, по ея мнѣнію, необходимо прежде всего отсрочить выборы правленій всѣхъ обществъ, входящихъ въ составъ предпріятія, до окончательнаго устройства дѣлъ Terminal. Кромѣ того, комиссія высказалась за назначеніе особаго эксперта или экспертовъ для обслѣдованія имущества предпріятія и провѣрки счетовъ его. Правленіе не согласилось съ этими соображеніями, и комиссія сложила съ себя полномочія.

На слѣдующій день акціонеры поручили выработку плана финансовой реорганизаціи предпріятія Олькотту.

Новая комиссія Олькотта была противъ радикальныхъ мѣръ, но сразу заявила, что выработка плана реорганизаціи потребуеть болѣе или менѣе продолжительнаго времени. Схема Олькотта дѣйствительно появилась лишь въ мартѣ 1892 г. Прежде всего Олькоттъ предложилъ консолидацію дорогъ Richmond Terminal, Richmond & Danville и East Tennessee. Что касается дорогъ Central of Georgia и Erlanger, то онѣ въ планъ реорганизаціи не включались; для погашенія стоимости акцій этихъ дорогъ, находившихся во владѣніи Richmond Terminal и East Tennessee, предполагалось выпустить новую ипотеку. Далѣе Олькоттъ предложилъ принять мѣры къ пониженію суммы обязательныхъ платежей и, наконецъ, распродать часть бумагъ, принадлежавшихъ Terminal, для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ.

Консолидація отдѣльныхъ частей предпріятія рекомендовалась по цѣлому ряду соображеній. Нѣкоторыя компаніи давали прибыль, другія дефицитъ, отдѣльныя дороги эксплуатировались безъ отношенія къ выгодамъ всего предпріятія и даже между собою конкурировали. Единственный исходъ заключался въ объединеніи отдѣльныхъ предпріятій, поскольку это оказалось бы возможнымъ, въ одно цѣлое подъ однимъ управленіемъ, а также въ консолидаціи ихъ обязательствъ. Для достиженія этой цѣли комиссія Олькотта предлагала выпустить на 170 мил. долл. 4% золотыхъ облигацій первой ипотеки срокомъ на 35 лѣтъ (first mortgage 35 year gold bonds). Выпускъ этотъ должна была произвести новая компанія, образованная путемъ слиянія Richmond & Danville Railroad Company и Richmond & West Point Terminal Railway and Warehouse Company. Далѣе рекомендовался выпускъ на 70 милл. долл. 5% привилегированныхъ акцій и на 110 милл. долл. обыкновенныхъ акцій.

Новыя облигаціи должны были замѣнить старыя облигаціи, а новыя обыкновенныя акціи—старыя обыкновенныя и привилегированныя акціи. Новыми привилегиро-

ванными акціями предполагалось разбавлять облигаціи, для того чтобы сдѣлать обмѣнъ старыхъ обязательствъ на новыя болѣе привлекательнымъ. Такъ, владѣльцы консолидированныхъ 6^o/_o облигацій Richmond & Danville должны были получить 120^o/_o номинальной стоимости облигацій новыми облигаціями и 45^o/_o новыми привилегированными акціями, владѣльцы 7^o/_o первой ипотеки East Tennessee—120^o/_o новыми облигаціями и 45^o/_o новыми привилегированными акціями, владѣльцы обыкновенныхъ акцій Richmond Terminal—100^o/_o новыми обыкновенными и 50^o/_o новыми привилегированными акціями. Въ общемъ принципъ распредѣленія новыхъ бумагъ между владѣльцами различныхъ категорій акцій и облигацій прежнихъ выпусковъ не отличался устойчивостью. Отдѣльныя колебанія въ сторону отъ нормальнаго, такъ сказать, соотношенія между бумагами не всегда соответствовали относительному достоинству цѣнностей, насколько его выражала биржевая котировка. Напримѣръ, 7^o/_o облигаціи первой ипотеки East Tennessee котировались въ декабрѣ 1891 г. по 113¹/₂, а обеспеченныя залогомъ 6^o/_o облигаціи Richmond Terminal по 83; между тѣмъ, по 7^o/_o облигаціямъ East Tennessee предполагалось выдать 120^o/_o ихъ номинальной стоимости новыми облигаціями и 35^o/_o привилегированными акціями, а по 6^o/_o облигаціямъ Richmond Terminal 120^o/_o и 40^o/_o. Въ октябрѣ 1891 г. 7^o/_o облигаціи первой ипотеки Atlanta & Charlotte котировались по 118¹/₂, а по нимъ предполагалось выдать 120^o/_o номинальной стоимости облигаціями и 40^o/_o привилегированными акціями, консолидированныя 6^o/_o облигаціи Richmond & Danville котировались по 109, а владѣльцы ихъ должны были получить 120^o/_o облигаціями и 45^o/_o привилегированными акціями. Ясно, что комиссія Олькотта старалась понизить процентъ по различнымъ категоріямъ облигацій. Въ видѣ компенсаціи она предлагала выдавать привилегированныя акціи, по которымъ проценты уплачивались лишь при наличности достаточнаго чистаго дохода. Сбереженіе въ обязательныхъ

платежахъ исчислялось въ 1.819.837 долл., капиталы же общества, вслѣдствіе обмѣна старыхъ акцій и облигацій на новыя, увеличивались болѣе, чѣмъ на 50 милл. долл. Обязательные платежи по плану финансовой реорганизаціи равнялись 7.666.000 долл. На самомъ дѣлѣ они должны были быть выше, потому что часть старыхъ облигацій осталась бы необмѣненной, и кромѣ того въ эту сумму не входили проценты по займамъ, которые могли быть выпущены для покрытія расходовъ на усиленіе и улучшеніе сѣти. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ предположено было погасить путемъ продажи на 18.235.800 долл. новыхъ облигацій первой ипотеки и на 6.382.530 долл. привилегированныхъ акцій. Реализація бумагъ была гарантирована синдикатомъ, но акціонерамъ, а также владѣльцамъ обезпеченныхъ залогомъ 5⁰/₀ облигацій предоставлялось подписываться въ размѣрѣ 16⁰/₀ номинальной стоимости ихъ бумагъ на новыя облигаціи первой ипотеки въ суммѣ 800 долл. и на новыя акціи въ суммѣ 350 долл. Предполагалось также выпустить на 10 милл. долл. новыхъ облигацій исключительно для пріобрѣтенія новыхъ линій. Сверхъ этой суммы, для выпуска новой ипотеки подъ обезпеченіе имущества, обремененнаго первой ипотекой, требовалось согласіе большинства владѣльцевъ привилегированныхъ акцій.

Таковъ былъ планъ финансовой реорганизаціи, предложенный акціонерамъ и облигаціонерамъ. Реорганизаторы имѣли въ виду значительно понизить сумму обязательныхъ платежей, хотя и не настолько, чтобы окончательно вывести общество изъ опаснаго положенія, а также сильно повысить общую сумму акціонернаго и облигаціоннаго капиталовъ. Планъ не имѣлъ успѣха, потому что по существу былъ несправедливъ. Условія обмѣна различныхъ категорій старыхъ облигацій на новыя отличались неравномѣрностью; реорганизаторы къ тому же относились съ явнымъ пристрастіемъ къ интересамъ акціонеровъ. Съ акціонеровъ не требовали никакихъ взносовъ, ихъ не принуж-

дали подписываться на новыя бумаги, и только въ трехъ комбинаціяхъ предусматривалось пониженіе номинальной стоимости акцій. Привилегированныя акціи Richmond Terminal котировались въ декабрѣ 1891 г. по 45. Согласно плану реорганизации, по этимъ акціямъ предполагалось выдать 100% ихъ стоимости новыми облигаціями и 20% новыми привилегированными акціями. Между тѣмъ, по консолидированномъ 5% облигаціямъ Richmond & Danville, котировавшимся въ томъ же декабрѣ 1891 г. по 75, предположено было выдать 100% новыми облигаціями и 40% новыми привилегированными акціями. Неудивительно, что владѣльцы пріоритетныхъ ипотечныхъ облигацій не согласились на принятіе такого плана. Срокомъ для представленія старыхъ облигацій къ обмѣну было назначено 14 апрѣля 1892 г., затѣмъ срокъ былъ продленъ до 16 мая, но безрезультатно.

Неудача реорганизаторовъ явилась тяжкимъ ударомъ для всѣхъ, кто надѣялся на возможность быстрого и сравнительно легкаго поправленія финансовъ Richmond Terminal. Лишь только неуспѣхъ плана комиссіи Олькотта окончательно выяснился, какъ акціонеры избрали комиссію изъ трехъ членовъ, которой поручили выработать новую схему финансовой реорганизации предпріятія. Одинъ изъ членовъ комиссіи, генераль Томасъ, черезъ недѣлю представилъ планъ реорганизации одной лишь дороги Richmond & Danville. Генераль Томасъ предлагалъ ликвидировать дѣла общества Richmond Terminal и замѣнить его учредить новую компанію съ капиталомъ въ 43 милл. долл. привилегированными акціями и 70 милл. долл. обыкновенными. Владѣльцы 6% облигацій должны были получить 170 за 100 новыми привилегированными акціями, 5% облигаціи и привилегированныя акціи предполагалось замѣнить новыми привилегированными акціями *al pari*; обыкновенныя акціи замѣнялись новыми обыкновенными акціями, также *al pari*, и кромѣ того владѣльцы ихъ обязаны были подписаться въ суммѣ 8 милл. долл. на обез-

печенныя залогомъ 6% свидѣтельства срокомъ на два года (collateral trust two-year 6 per cent notes) по курсу 92¹/₂. Эта обязательная подписка была равносильна взносу въ 10% на обыкновенную акцію. Генераль Томасъ не предлагалъ погасить изъ полученныхъ такимъ образомъ суммъ долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, а рекомендовалъ лишь скупить претензіи, переданныя банкамъ, кредиторами. На случай, если бы владѣльцы обыкновенныхъ акцій не подписались на всю сумму, право подписки на неиспользованный остатокъ предоставлялось владѣльцамъ привилегированныхъ акцій. Отказъ владѣльца обыкновенныхъ акцій отъ подписки на 6% свидѣтельства лишалъ его всякаго права на полученіе новыхъ обыкновенныхъ акцій.

Конечно, изложенная схема носила гораздо болѣе радикальный характеръ, чѣмъ планъ комиссіи Олькотта. Однако, серьезныхъ попытокъ къ ея осуществленію не было сдѣлано. По предложенію генерала Томаса, собраніе акціонеровъ поручило его комиссіи кооптировать 15 новыхъ членовъ съ правомъ совѣщательнаго голоса для окончательной выработки плана реорганизации *). Однако, новая комиссія спустя короткое время примкнула къ группѣ крупныхъ кредитныхъ учрежденій, обратившихся къ фирмѣ Дрексель, Морганъ и К^о съ просьбой принять на себя трудъ по составленію плана финансовой реорганизации предпріятія. Фирма Дрексель, Морганъ и К^о согласилась заняться изученіемъ финансоваго положенія Richmond Terminal Company, но черезъ мѣсяць отказалась отъ выполненія порученной ей задачи, въ виду отсутствія увѣренности въ поддержкѣ со стороны Клайда.

Такимъ образомъ, одна за другой всѣ попытки составить планъ финансовой реорганизации предпріятія оканчивались неудачей. Отдѣльныя общества, входившія въ со-

*) Это такъ называемая «самостоятельная комиссія семнадцати» (Independent Committee of Seventeen).

ставъ Richmond Terminal, не будучи въ состояніи поправить свои финансы, занялись болѣе легкимъ дѣломъ: почти всѣ они вступили въ ожесточенную борьбу между собою. Въ этой сферѣ особенно отличалась компанія Central of Georgia. Приблизительно за двѣ недѣли до опубликованія плана Олькотта, по дѣламъ этой компаніи была назначена администрація. Едва ли можно сказать, что выходъ Central of Georgia изъ состава сѣти Richmond Terminal былъ непріятенъ послѣдней. Правленіе Richmond & Danville еще до того отказалось гарантировать дивидендъ по акціямъ Central of Georgia, пока она не представитъ облигацій въ обезпеченіе причитавшагося съ нея долга. Президентъ Окманъ поспѣшилъ извѣстить временно назначеннаго администраторомъ Central of Georgia генерала Александра, что Richmond & Danville, по окончаніи срока полномочій администраціи, намѣрена прекратить эксплоатацію Central of Georgia. Когда же, однако, Central of Georgia не только пастояла на своемъ выходѣ изъ состава сѣти Richmond Terminal, но даже просила судью Спейера (штата Георгіи) о назначеніи администратора по дѣламъ желѣзной дороги Ричмондъ-Данвилль на томъ основаніи, что дорога эта задолжала ей 2.459.670 долл., которыхъ уплатить не въ состояніи, правленіе Richmond & Danville поняло, что настала пора дѣйствовать, пока не поздно. По просьбѣ правленія, судья Бондъ (штата Виргиніи) назначилъ по дѣламъ Richmond & Danville двухъ администраторовъ.

«Назначеніе администраторовъ судьей Бондомъ, объясняла группа финансовыхъ дѣятелей съ Клайдомъ во главѣ, нисколько не препятствуетъ ни финансовой реорганизациі, ни возстановленію кредита желѣзной дороги Ричмондъ-Данвилль; наоборотъ, мѣра эта въ значительной степени облегчитъ выполненіе задачи упроченія финансоваго положенія предиріятія. Другое дѣло, если бы рѣшеніе о назначеніи администраціи было постановлено судомъ штата Георгіи... Тогда финансовая реорганизациія дороги сдѣлалась

бы невозможной. Необходимость такого шага съ нашей стороны тѣмъ болѣе ясна, что уже въ теченіе нѣсколькихъ недѣль общество Ричмондъ-Данвилль не можетъ держать ни одного доллара въ банкахъ штата Георгіи. Лица, имѣющія претензіи къ нашей желѣзной дорогѣ, хватаются за каждый долларъ; даже деньги, отправленные скорымъ поѣздомъ для уплаты жалованья служащимъ, были задержаны обществомъ скорыхъ поѣздовъ. Намъ каждый разъ приходилось выдавать на огромную сумму обязательствъ, чтобы освободить эти деньги»...

Съ назначеніемъ администраціи по дѣламъ общества Ричмондъ-Данвилль, правленіе дороги получило возможность нанести ударъ Central of Georgia въ самое слабое ея мѣсто. Въ августѣ комиссія семнадцати Terminal Company объявила, что, по даннымъ, собраннымъ одной изъ ея подкомиссій, нѣкоторые уполномоченные Terminal Company заработали на продажѣ акцій Central of Georgia обществу Richmond Terminal отъ 3 до 4 милл. долл. Кромѣ того, по словамъ комиссіи, общество Terminal купило на 1.800.000 долларовъ облигацій штата Георгіи по номинальной цѣнѣ. Облигаціи эти приносили лишь $3\frac{1}{2}\%$ въ годъ, тогда какъ само общество не могло получить деньги дешевле 6% . Далѣе, общество погасило на значительную сумму векселя, выданные директорами правленія, но въ книгахъ по этому поводу никакихъ оправдательныхъ документовъ не содержится. Къ концу года акціи и облигаціи Georgia Company были предъявлены группѣ капиталистовъ, у которой онѣ первоначально были куплены, но она отказалась принять ихъ. Въ декабрѣ былъ предъявленъ искъ о признаніи покупки акцій и облигацій Georgia Company недѣйствительной на томъ основаніи, что ни законъ ни обычай не знаютъ никакихъ постановленій, коими акціонеры могли бы быть ограничены въ ихъ правѣ отвергнуть подобную сдѣлку. Истцы доказывали, что договоръ, заключенный правленіемъ ихъ общества и синдикатомъ противной стороны о покупке акцій и облигацій Georgia Company, въ дѣйствительности

ничего не стоившихъ, по цѣнамъ, которыя дали громадную прибыль правленію и синдикату, истцамъ же причинили крупный убытокъ, по существу является недобросовѣстнымъ и противозаконнымъ. Контрактъ отъ 26 октября 1888 г. и всѣ дѣйствія, совершенныя въ связи съ покупкой акцій и облигацій Georgia Company, а равно и позаимствование изъ актива и средствъ истцовъ свыше 7 милл. долл. наличныхъ денегъ, которыя попали въ карманы безчестныхъ директоровъ правленія, все это было задумано и выполнено самимъ Инманомъ или по его указаніямъ для осуществленія упомянутой выше сдѣлки съ синдикатомъ... На семъ основаніи истцы просили судъ признать договоръ о покупкѣ акцій и облигацій Georgia Company ничтожнымъ.

Всѣ эти обвиненія и контръ-обвиненія по существу не имѣли непосредственнаго отношенія къ дѣлу финансовой реорганизациі предпріятія. Между тѣмъ, нужда въ реорганизациі становилась все болѣе и болѣе неотложной. Компаніи Richmond Terminal, Richmond & Danville и Central of Georgia находились каждая въ рукахъ различныхъ администраторовъ, недоимки по оплатѣ процентовъ накапливались, а въ 1893 г. валовой доходъ сѣти значительно понизился. Пришлось вновь обратиться къ фирмѣ Дрексель, Морганъ и К°. Въ февралѣ фирма получила за подписью пяти лицъ: Клайда, Стона, Стронга, Мабена и Райана слѣдующее письмо:

«Милостивые государи: съ того времени, какъ васъ просили взяться за реорганизацию сѣти Richmond Terminal, прошло довольно много времени. Продолжительное и тщательное изученіе дѣла привело насъ къ заключенію, что неудовлетворительное финансовое положеніе предпріятія, а также общее недовѣріе ко всѣмъ планамъ возстановленія его кредита, требуютъ порученія задачи его финансовой реорганизациі такому учрежденію, которое, съ одной стороны, пользовалось бы довѣріемъ, какъ участниковъ предпріятія, такъ и широкой публики, а съ другой стороны, имѣло бы въ своемъ распоряженіи и достаточныя средства,

необходимыя для достиженія цѣли. Мы поэтому просимъ васъ принять на себя финансовую реорганизацію компаніи Richmond Terminal и прочихъ связанныхъ съ нею предприятий, причемъ каждый изъ насъ гарантируетъ вамъ свою личную поддержку и содѣйствіе, въ полной увѣренности, что акціонеры и облигаціонеры компаніи не преминутъ просить васъ о томъ же.

Мы сознаемъ громадность труда и отвѣтственности, связанныхъ съ выполненіемъ поручаемой вамъ задачи, а потому мы готовы приложить всѣ свои усилія къ тому, чтобы вамъ была предоставлена полная свобода дѣйствій въ отношеніи выработки плана реорганизаціи. Нашихъ друзей и вообще всѣхъ участниковъ предприятия мы убѣдимъ передать вамъ акціи и облигаціи безъ соблюденія обычныхъ въ такихъ случаяхъ формальностей.»

Одновременно съ этимъ обѣщаль свою поддержку фирмѣ и Олькоттъ, президентъ Central Trust Company. Фирма Дрексель, Морганъ и К^о., получивъ такія гарантіи со стороны заинтересованныхъ лицъ, согласилась принять на себя финансовую реорганизацію предприятия. Всѣ казались удовлетворенными. Членъ комитета реорганизаціи Central of Georgia Голлинсъ выражалъ удовольствіе по поводу возложенія столь отвѣтственной задачи на пользующуюся заслуженной репутаціей фирму. Директоры Richmond Terminal и комитетъ Клайда энергично рекомендовали акціонерамъ и облигаціонерамъ передавать принадлежавшія имъ бумаги фирмѣ Дрексель, Морганъ и К^о.

Не прошло и трехъ недѣль, какъ фирма представила планъ финансовой реорганизаціи предприятия. Планъ касался Richmond Terminal, Richmond & Danville и East Tennessee, но исключалъ Central of Georgia. Сущность его заключалась въ слѣдующихъ двухъ положеніяхъ:

Прежде всего фирма находила нужнымъ изыскать значительную сумму денегъ для покрытія затратъ на улучшение сѣти, затѣмъ понизить обязательные платежи до размѣра, покрываемаго доходами предприятия.

Дороги, входившія въ составъ предпріятія, были чрезвычайно плохо оборудованы. «Прежде всего, заявляла фирма Дрексель, Морганъ и К^о, къ поддержанію путей и подвижного состава въ надлежащемъ видѣ и къ ремонту ихъ руководители предпріятія относились, повидимому, съ большимъ пренебреженіемъ. Въ то время, какъ всѣ желѣзныя дороги въ Соединенныхъ Штатахъ старались приводить свои пути въ возможно лучшее состояніе, обновляли подвижной составъ, совершенствовались разнаго рода матеріалы и принадлежности, и пр., южныя дороги, постоянно находясь въ стѣсненномъ положеніи, вслѣдствіе крупной задолженности и необходимости уплаты дивидендовъ компаніи Richmond Terminal для покрытія ея обязательствъ, не имѣли никакой возможности приспособить свое оборудованіе къ потребностямъ новѣйшаго времени. Въ результатѣ въ данное время дороги эти надо признать въ значительной степени отстающими и неспособными вести эксплуатацію на началахъ экономичности, а, значитъ, и неспособными конкурировать съ другими дорогами». Въ видѣ примѣра авторы плана реорганизаціи указывали, что вся сѣтъ Ричмондъ-Данвилль затратила въ теченіе финансоваго года, окончившагося 30 іюня 1890 г., лишь 20.000 долл. на обновленіе рельсовъ. Въ послѣдующіе два года расходы на эту надобность въ отчетѣ сѣти вовсе не показаны. Очевидно, всѣ затраты причислялись къ капитальной стоимости дорогъ, между тѣмъ какъ въ эксплуатационные расходы необходимо было включать по крайней мѣрѣ 100—150 тыс. долл. ежегодно на замѣну старыхъ рельсовъ новыми.

Финансовое положеніе сѣти представлялось столь же неблагоприятнымъ. Обязательные платежи Richmond Terminal, Richmond & Danville и East Tennessee, т. е. проценты по облигаціямъ, арендныя платы, отчисленія въ фондъ погашенія, проценты по краткосрочнымъ обязательствамъ и по сертификатамъ администраторовъ, и проч. достигали 9.900.000 долл. въ годъ. Весь чистый доходъ за финансовый годъ, окончившійся 30 іюня 1893 г., равнялся 7 милл.

долл. Дефицитъ, такимъ образомъ, выразался въ суммѣ 2.900.000 долл. Столь безотрадное положеніе предпріятія, несомнѣнно, требовало крупныхъ жертвъ со стороны той или другой категоріи его участниковъ. Планъ Олькотта ясно показалъ нецѣлесообразность попытокъ обречь на такія жертвы владѣльцевъ хорошо обеспеченныхъ облигацій прежнихъ выпусковъ. Планъ фирмы Дрексель предлагалъ поэтому заставить поступиться своими интересами владѣльцевъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ и акціонеровъ. «Въ обращеніи въ данный моментъ, говорила фирма, находится на 74 милл. долл. облигацій и гарантированныхъ акцій Richmond & Danville и East Tennessee. Эти облигаціи и акціи большей частью вполне обеспечены, а потому въ планѣ финансовой реорганизациі о нихъ нѣтъ рѣчи. Приблизительно на 50 милл. долл. (большой частью недавняго происхожденія) имѣется ипотечныхъ облигацій, не вполне обеспеченныхъ, либо обременяющихъ новыя линіи, мало надежныя въ смыслѣ доходности. Владѣльцы этихъ облигацій, въ своихъ собственныхъ интересахъ, должны пойти на извѣстнаго рода уступки, требуемая обстоятельствами, а въ видѣ компенсаціи они получаютъ привилегированныя или обыкновенныя акціи вновь организуемаго общества»...

Согласно плану финансовой реорганизациі, предполагались слѣдующіе новые выпуски: на 140 милл. долл. 5^o/_o облигацій первой консолидированной ипотеки и обеспеченныхъ залогомъ 5^o/_o облигацій срокомъ на 100 лѣтъ. Эти облигаціи обезпечивались ипотекой и залогомъ всего имущества новаго общества. Означенная сумма могла быть впослѣдствіи увеличена для пріобрѣтенія всей сѣти Georgia Central или части ея, также для пріобрѣтенія Cincinnati Southern Railway, либо другой линіи. На 75 милл. долл. предполагалось выпустить 5^o/_o привилегированныхъ акцій и на 160 милл. долл. обыкновенныхъ акцій.

«Вообще говоря, заявляли авторы плана въ своей объяснительной запискѣ, предполагается замѣнить нѣкото-

рыя категоріі старыхъ облигацій (disturbed bonds) новыми 5% облигаціями, насколько это допускаютъ доходы и финансовое положеніе имущества, обеспечивающаго существующія въ данный моментъ ипотеки; новыми привилегированными акціями предполагается замѣнить остальную часть капитала. Что касается облигацій, обеспечиваемыхъ имуществомъ, которое сейчасъ не даетъ дохода и не позволяетъ рассчитывать на большіе доходы въ будущемъ, то владѣльцамъ ихъ придется въ значительной мѣрѣ поступиться своими интересами. Съ другой стороны, если облигаціи обеспечиваются такимъ имуществомъ, которое обѣщаетъ въ болѣе или менѣе непродолжительномъ времени увеличеніе дохода,—то съ этимъ надо считаться, и владѣльцамъ подобныхъ облигацій необходимо дать добавочную компенсацію. Наконецъ, въ особую категорію выдѣлены облигаціи, обеспечиваемыя имуществомъ, потеря котораго можетъ неблагоприятно отразиться на интересахъ всей остальной сѣти». На дѣлѣ старыя акціи и облигаціи сомнительнаго достоинства были замѣнены не только облигаціями и привилегированными акціями, но и привилегированными и обыкновенными акціями, а иногда даже только обыкновенными акціями.

Для полученія наличныхъ средствъ реорганизаторы предложили три мѣры, затрагивавшія интересы исключительно владѣльцевъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ и акціонеровъ. Прежде всего было рѣшено обложить акціонеровъ взносами. Обыкновенныя акціи Richmond Terminal предполагалось обложить въ размѣрѣ 12½ долл. за штуку, привилегированныя акціи перваго разряда East Tennessee въ размѣрѣ 3 долл., привилегированныя акціи второго разряда—6 долл. и обыкновенныя акціи—9 долл.; въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ выдавались взамѣнъ новыя привилегированныя акціи. Схема эта имѣла въ своей основѣ идею оплаты акціонерами каждой желѣзной дороги ея долга по краткосрочнымъ обязательствамъ. Желѣзная дорога Richmond & Danville имѣла около 7 милл. долл. этого долга,

East Tennessee около 3 милл. долл., а Richmond Terminal около 100.000 долл. Однако, такъ какъ Richmond Terminal владѣла почти всѣми акціями Richmond & Danville и значительною частью акцій East Tennessee, то ея акціонерамъ пришлось бы внести всю сумму 8.300.000 долл. Остальная потребность въ наличныхъ средствахъ должна была быть удовлетворена путемъ продажи новыхъ облигацій на 8 милл. долл. по курсу 85 и новыхъ обыкновенныхъ акцій на 35.333.000 долл. по курсу 15. Лица, представившія облигаціи Terminal Company любой категоріи, а равно и облигаціи другихъ дорогъ, выпущенныя въ связи съ реорганизаціей, пользовались правомъ подписки въ суммѣ 1.000 долл. на новыя облигаціи и въ суммѣ 4.000 долл. на сертификаты по новымъ акціямъ на каждыя 22.000 долл. номинальной стоимости представленныхъ ими акцій или облигацій. Особый синдикатъ гарантировалъ реализацію новыхъ акцій и облигацій *).

Что касается потребностей будущаго времени, то ихъ предполагалось покрыть, главнымъ образомъ, путемъ выпуска новыхъ облигацій. Въ резервъ было отчислено на 35.383.000 долл. новыхъ 5% облигацій, для покрытія расходовъ на новыя работы, для покупки подвижнаго состава и расширенія сѣти. Ежегодный расходъ изъ резерва не могъ превышать 2.500.000 долл.; кромѣ того, не свыше

*) Потребность въ наличныхъ средствахъ исчислялась слѣдующимъ образомъ.

Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, включая equip- ment notes	12.900.000	долларовъ.
Расходы на новыя работы и подвижной составъ за два года .	8.000.000	»
Расходы по реорганизаціи и на непредвидѣнныя надобности	2.350.000	»
<hr/>		
Всего	23.250.000	долларовъ.

Источники полученія наличныхъ средствъ:

Взносы по акціямъ Terminal Company	8.750.000	долларовъ.
Взносы по акціямъ East Tennessee	2.700.000	»
Выручка отъ реализаціи новыхъ обыкновенныхъ акцій на 33.333.000 долл.	5.000.000	»
Выручка отъ реализаціи новыхъ облигацій на 8 милл. долл.	6.800.000	»
<hr/>		
Всего	23.250.000	долларовъ.

3 милл. долл. могли быть ассигнованы съ согласія всѣхъ уполномоченныхъ акціонеровъ (stock-trustees) на расширение сѣти, если бы такое было предпринято въ теченіе трехъ лѣтъ послѣ выпуска новой ипотеки. Имущество, приобрѣтенное путемъ выпуска облигацій, обременялось новой ипотекой. Сверхъ того, на усиленіе и улучшеніе Richmond & Danville и East Tennessee ассигновывались 8 милл. долл. наличныхъ денегъ изъ выручки отъ обложенія акціонеровъ взносами и реализаціи облигацій и акцій. Наконецъ, планъ предусматривалъ ограниченіе въ правѣ производства новыхъ выпусковъ облигацій, назначеніе довѣренныхъ съ правомъ голоса и консолидацію сѣти Terminal Company.

«Конечная цѣль финансовой реорганизациі, гласила объяснительная записка (исключая Georgia Central Company), состоитъ въ приобрѣтеніи новымъ обществомъ желѣзнодорожныхъ предпріятій Richmond & Danville и East Tennessee, а также различныхъ категорій акцій и облигацій, которыми теперь владѣетъ Terminal Company, и цѣнностей, обезпечивающихъ долги Richmond & Danville и East Tennessee по краткосрочнымъ обязательствамъ...

Обѣ категоріи акцій новаго общества передаются тремъ уполномоченнымъ акціонеровъ (Stock Trustees), которые будутъ назначены, по окончаніи реорганизациі или ранѣе, фирмой Дрексель, Морганъ и К^о. Акціи будутъ находиться во владѣніи уполномоченныхъ и ихъ преемниковъ въ теченіе пяти лѣтъ и болѣе, вплоть до уплаты наличными 5% дивиденда по привилегированнымъ акціямъ. Уполномоченнымъ предоставляется, по ихъ усмотрѣнію, сложить съ себя полномочія и ранѣе истеченія указаннаго срока.

Имущество, приобрѣтенное новымъ обществомъ, не можетъ быть обременено никакой новой ипотекой, а равно и не можетъ быть увеличено количество привилегированныхъ акцій, безъ согласія въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ большинства владѣльцевъ привилегированныхъ акцій. Новое общество имѣетъ право во всякое время выкупить свои привилегированныя акціи по номинальной цѣнѣ».

Результатъ осуществленія всѣхъ этихъ предположеній долженъ былъ выразиться въ погашеніи долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, въ пониженіи суммы обязательныхъ платежей и въ сокращеніи числа ипотечныхъ облигацій. Одновременно увеличивалось число акцій. Согласно плану реорганизациі, предполагалось изъять изъ обращенія на 65.617.900 долл. облигацій и замѣнить ихъ новыми на 19.806.700 долл. Съ другой стороны, взамѣнъ 111.819.550 долл. старыхъ акцій предлагались новыя акціи на сумму 165.559.514 долл. Такимъ образомъ, капитальная стоимость сѣти должна была увеличиться менѣе, чѣмъ на $4\frac{1}{2}\%$. Если принять во вниманіе выпускъ новыхъ обыкновенныхъ акцій на 33.300.000 долл. и новыхъ облигацій на 8 милл. долл., для погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ въ 12.900.000 долл. и прочихъ цѣлей, то и тогда увеличеніе капитальной стоимости не превышало 6% . Авторы плана опредѣляли капитальную стоимость сѣти въ 10.000 долл. привилегированными акціями на милію, въ 25.000 долл. обыкновенными акціями и въ 20.000 долл. облигаціями. Что касается суммы обязательныхъ платежей, то въ 1893 г. она равнялась 9.900.000 долл., а согласно плану финансовой реорганизациі обязательные платежи понижались до 6.789.000 долл. Въ этомъ, однако, заключалась слабая сторона плана. Предусмотрѣвъ всевозможные способы изысканія наличныхъ средствъ, планъ въ то же время недостаточно понизилъ сумму обязательныхъ платежей. Чистый доходъ въ 1892 г. равнялся 7.725.000 долл., въ 1893 г. сами авторы плана реорганизациі исчислили его въ 7 милл. долл. Такимъ образомъ, въ 1892 г. превышеніе чистаго дохода надъ обязательными платежами выражалось въ суммѣ 936.000 долл., а въ 1893 г. лишь въ суммѣ 211.000 долл., т. е. не болѣе 3% . Этого, конечно, было недостаточно. Не только не могло быть рѣчи о выдачѣ какого-либо дивиденда на 200 милл. долл. акціонернаго капитала, но исключалась возможность расходованія какихъ либо денегъ изъ доходовъ сѣти на ея усиленіе и

улучшеніе. Къ тому же сѣтъ при такихъ условіяхъ, находилась въ полной зависимости отъ самаго незначительнаго уменьшенія валового дохода. По сравненію съ размѣрами обязательныхъ платежей прежнихъ лѣтъ, планъ, конечно, дѣлалъ значительный шагъ впередъ, но съ точки зрѣнія размѣра доходовъ дорогъ, входившихъ въ составъ сѣти, положеніе оставалось далеко неблагоприятнымъ.

Въ іюнѣ около 95% владѣльцевъ акцій и облигацій предпріятія изъявили свое согласіе на принятіе плана реорганизациі. Къ сожалѣнію, къ тому времени доходы сѣти значительно упали. Валовой доходъ Richmond & Danville понизился, по сравненію съ 1892 г., на 15%, доходъ Terminal съ 6.100.000 долл. въ 1892 г. уменьшился до 5.300.000 долл. въ 1893 г. По смѣтѣ на слѣдующій годъ доходъ исчислялся лишь въ 4.250.000 долл. Въ періодъ съ 1 января по 1 іюля 1893 г. долгъ Terminal Company по краткосрочнымъ обязательствамъ увеличился на 2.600.000 долл. Въ періодъ съ 1 іюля по 1 марта онъ вновь возросъ, по крайней мѣрѣ, на 1 милл. долл. Расчеты авторовъ плана финансовой реорганизациі на то, что администраторы различныхъ дорогъ, входившихъ въ составъ сѣти, окажутся въ состояніи оплачивать проценты по облигаціямъ, которыя предполагалось сохранить въ неприкосновенности, и вмѣстѣ съ тѣмъ накопить достаточную сумму для оплаты процентовъ по облигаціямъ другихъ категорій (disturbed securities) послѣ реорганизациі, не оправдались. Пришлось внести въ планъ финансовой реорганизациі соотвѣтствующія измѣненія.

Въ февралѣ 1894 г. были опубликованы новыя предположенія фирмы Дрексель, Морганъ и К°. Они сводились къ слѣдующему: 1) исключить изъ плана реорганизациі нѣкоторыя убыточныя линіи. Къ числу такихъ линій отнести кромѣ Erlanger, Memphis & Charleston и Mobile & Birmingham, также Northeastern Railroad of Georgia, Macon & Northern и пять другихъ побочныхъ линій; 2) фондировать на годъ или два купоны по новымъ облигаціямъ,

коими будутъ замѣнены нѣкоторыя категоріи старыхъ облигацій, и вообще постановить, чтобы новыя облигаціи до 1895 или 1896 гг. не приносили процентовъ; 3) уменьшить размѣръ взноса по обыкновеннымъ акціямъ Richmond Terminal и East Tennessee и выдать по всѣмъ акціямъ, обложеннымъ взносомъ, 25% суммы взноса облигаціями и 75% привилегированными акціями вмѣсто 100% привилегированными акціями.

Вмѣстѣ съ тѣмъ предполагалось уменьшить количество вновь выпускаемыхъ акцій и облигацій: вмѣсто 140 милл. долл. 5% облигацій выпустить облигацій на 120 милл. долл., вмѣсто 75 милл. долл. привилегированныхъ акцій— выпустить таковыхъ на 60 милл. долл. и вмѣсто 160 милл. долл. обыкновенныхъ акцій выпустить таковыхъ на 125 милл. долл.

Фундированіе купоновъ способствовало, само собою разумѣется, дальнѣйшему пониженію суммы обязательныхъ платежей вплоть до того момента, когда предпріятіе могло бы нѣсколько оправиться. Авторы плана реорганизации опредѣляли сумму обязательныхъ платежей въ 1894 г. въ 4.100.000 долл., въ 1895 г.— въ 4.700.000 долл., а въ 1896 г.— въ 5.400.000 долл. Принимая коэффициентъ эксплоатации въ 70, авторы плана исчислили вѣроятный размѣръ чистаго дохода въ ближайшіе годы въ 6.600.000 долл.

Пониженіе размѣра взносовъ по акціямъ сдѣлалось возможнымъ, благодаря уменьшенію эксплоатационной длины сѣти. Несмотря на увеличеніе долга по краткосрочнымъ обязательствамъ *), на 2.600.000 долл., всего по новому плану 1894 г. краткосрочныхъ обязательствъ имѣлось на 12.200.000 долл. Кромѣ того, потребность въ наличныхъ средствахъ для покрытія расходовъ на новыя работы опредѣлилась на 3 милл. долл. менѣе, а излишекъ на всякаго

*) Richmond & Danville задолжала 1.200.000 долл. по car trusts, причемъ, до опубликованія плана финансовой реорганизации, долгъ этотъ не былъ показанъ ни въ книгахъ желѣзнодорожной компаніи ни въ счетахъ администраціи по ея дѣламъ. Между тѣмъ, о существованіи долга всѣ отлично знали.

рода непредвидѣнные расходы достигалъ 1.380.000 долл. Взносы были опредѣлены въ размѣрѣ 10 долл. на обыкновенную акцію Richmond Terminal вмѣсто 12¹/₂ долл.; въ 7,2 долл. на обыкновенную акцію East Tennessee вмѣсто 9 долл. и въ 3 и 6 долл. по привилегированнымъ акціямъ перваго и втораго разрядовъ East Tennessee. Количество новыхъ акцій и облигацій, предназначенныхъ къ реализаціи, было сокращено до 8 милл. долл. облигацій и 25 милл. обыкновенныхъ акцій. Наконецъ, количество облигацій, предназначенныхъ для покрытія расходовъ на работы по усиленію и улучшенію сѣти, было понижено съ 35.383.000 долл. до 19 милл. долл., причемъ ежегодно разрѣшалось расходовать не свыше 2 милл. долл. (вмѣсто 2.500.000 долл.). Остальные предположенія первоначальнаго плана остались безъ измѣненія.

Видоизмѣненный такимъ образомъ планъ получилъ, наконецъ, осуществленіе. Въ принципѣ онъ немногимъ улучшалъ дѣло. Первоначальный планъ предусматривалъ излишекъ въ 211.000 долл. сверхъ обязательныхъ платежей въ 1893 г. Новый планъ исчислялъ обязательные платежи въ 1894 г. въ 4.100.000 долл., а чистый доходъ въ 4.250.000 долл. О дивидендахъ и возможности покрывать расходы на улучшеніе сѣти изъ суммъ доходовъ по-прежнему нельзя было помышлять. Съ финансовой точки зрѣнія выдавать облигаціи акціонерамъ за то, что они дѣлали взносы, едва ли могло казаться правильнымъ; равнымъ образомъ, многое можно было возразить противъ фундирования купоновъ по новымъ ипотечнымъ облигаціямъ. Если, тѣмъ не менѣе, видоизмѣненный планъ имѣлъ успѣхъ, и предпріятіе возстановило свой кредитъ, то это объясняется быстро наступившимъ ростомъ доходовъ.

Въ мартѣ владѣльцы свыше 75% облигацій сѣти выразили свое согласіе на принятіе плана. Реорганизаціонный комитетъ покупалъ одну за другой всѣ линіи прежней сѣти, по мѣрѣ того, какъ онѣ продавались съ аукціона по претензіямъ кредиторовъ. Наконецъ, 15 іюня было орга-

низовано общество Южной желѣзной дороги (the Southern Railway Company). Уставъ его былъ утвержденъ штатомъ Виргиніей. Во владѣніе общества перешли линіи протяженіемъ въ 4.607 миль. Президентомъ былъ избранъ Самуэль Спенсеръ. Изъ состава новаго общества были исключены 30 предпріятій и соотвѣтственно этому 30 правленій.

Новыя акціи и облигаціи были выпущены въ положенные сроки, причемъ обыкновенныя и привилегированныя акціи были переданы тремъ уполномоченнымъ, облеченнымъ правомъ голоса (voting trustees), которые взамѣнъ ихъ выдали сертификаты.

Отдѣльныя дороги прежней сѣти, не фигурировавшія въ планѣ финансовой реорганизаци Richmond Terminal Company, въ послѣдующіе годы были приобрѣтены обществомъ Южной желѣзной дороги. Въ 1895 г. общество скупило большую часть акцій Alabama Great Southern, въ 1898 г. приобрѣло линію Memphis & Charleston, въ 1898 г. сняло въ аренду дорогу Richmond & Mecklenburg, а въ 1899 г. Mobile & Birmingham. Въ 1899 г. была также куплена желѣзная дорога Northeastern of Georgia. Новая сѣть все же не вернулась къ прежнему положенію. Наибольшее значеніе имѣла, конечно, утрата желѣзной дороги Central of Georgia. Въ періодъ 1892—93 гг. Голлинсъ всячески пытался реорганизовать эту дорогу. Главнѣйшія затрудненія заключались въ значительномъ накопленіи долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и въ недостаткѣ средствъ, необходимыхъ для приведенія путей и подвижнаго состава въ надлежащее состояніе. Первый планъ финансовой реорганизаци не имѣлъ успѣха вслѣдствіе значительнаго пониженія доходовъ дороги, второй планъ, составленный въ 1894 г. былъ осуществленъ. Желѣзная дорога Central of Georgia Railroad была продана съ аукціона въ 1895 году, а вмѣсто нея появилась Central of Georgia Railway, уставъ которой былъ утвержденъ штатомъ Георгіей.

Въ періодъ 1895—1897 гг. общество Южной желѣз-

ной дороги значительно поправило свои финансы. Съ теченіемъ времени оно приобрѣло не только линіи, входившія въ составъ сѣти Terminal, но и дороги, расположенныя къ югу до Джексонвилля и Палатки, къ востоку до Чарльстона и къ западу отъ Луисвилля до С.-Луи. Мало того: скупивъ половину акцій Monon, общество протянуло свою линію Луизвилль-С.-Луи до Чикаго. Вслѣдъ затѣмъ общество приобрѣло половину акцій Cincinnati, New Orleans & Texas Pacific и большую часть акцій Mobile & Ohio, прорѣзывающей четыре штата отъ С.-Луи до Мобилы. Эксплоатаціонная длина сѣти возрасла съ 4.392 миль въ 1895 г. до 7.546 миль въ 1908 г. Доходы сѣти возрастали быстрѣе ея протяженія. Промышленное оживленіе послѣ 1897 г. съ особенной силой проявилось на югѣ. Въ результатѣ валовой доходъ общества Южной желѣзной дороги утроился, а ея чистый доходъ удвоился. Пассажирское движеніе дало 4.329.499 долл. въ 1895 г. и 14.683.006 долл. въ 1907 г. Выручка отъ перевозки грузовъ возрасла за то же время съ 10.816.024 долл. до 37.368.095 долл.

Благодаря столь значительному увеличенію доходовъ, удалось затратить крупныя суммы на усиленіе и улучшеніе сѣти. Расходы на поддержаніе путей достигаютъ теперь 1.000 долл. на милю вмѣсто прежнихъ 630 долл. Расходы на паровозо-милю увеличились съ 4,19 цента въ 1895 г. до 7,54 цента въ 1907 г.; расходы на пассажирскую вагономиллю увеличилось до 0,83 до 1,03 цента, на товарную вагономиллю съ 0,47 до 2,18 цента. Конечно, размѣры паровозовъ и вагоновъ въ настоящее время гораздо больше, а рельсы тяжелѣе, но этимъ все же нельзя объяснить указанную разницу въ расходахъ. На сѣти безусловно введены значительныя улучшенія: уложены новые рельсы, улучшенъ балластъ и проч. По даннымъ на 1906 г., всего было израсходовано на улучшеніе сѣти 5 милл. долл. сверхъ 15 милл. долл., уплаченныхъ изъ суммъ доходовъ за подвижной составъ. Вмѣстѣ съ тѣмъ крупныя суммы были затрачены за счетъ капиталовъ сѣти. Планъ финансовой

реорганизациі предусматривалъ эти расходы въ общей суммѣ 19 милл. долл., распредѣленныхъ на 8¹/₂ лѣтъ. Къ 1 февраля 1906 г. общество реализовало на 13 милл. долл. облигацій, отчисленныхъ въ резервъ, согласно плану финансовой реорганизациі, для покрытія расходовъ на улучшение сѣти, и сверхъ того употребило на ту же надобность на 23 милл. долл. облигацій.

Потребность въ дальнѣйшихъ крупныхъ расходахъ на усиленіе и улучшеніе сѣти привела къ необходимости озаботиться въ 1906 г. изысканіемъ новыхъ капиталовъ. Въ февралѣ на разсмотрѣніе уполномоченныхъ былъ представленъ планъ выпуска ипотеки на 200 милл. долл., изъ которыхъ 15 милл. долл. предполагалось реализовать немедленно, а остальные облигаціи отчислить въ резервъ. Изъ 15 милл. долл. 4.962.774 долл. предназначались для погашенія расходовъ на подвижной составъ, причисленныхъ къ капитальной стоимости сѣти, 3.501.000 долл.—для погашенія облигацій побочныхъ дорогъ, а также выданныхъ имъ ссудъ, 6.536.226 долл. для покрытія расходовъ по сооруженію вторыхъ путей, складочныхъ помѣщеній и проч. Изъ резерва 65.164.000 долл. предназначались для разнаго рода расходовъ, 20 милл. долл. для удовлетворенія нуждъ нѣкоторыхъ побочныхъ линій и 99.834.000 долл. для расходовъ на усиленіе и улучшеніе всей сѣти и приобрѣтенія новаго подвижного состава, съ тѣмъ, чтобы эти расходы не превышали 5 милл. долл. ежегодно. Кромѣ того, изъ этой суммы предполагалось погашать облигаціи первой ипотеки, причемъ сумма погашенія не должна была превышать дѣйствительной стоимости линій, которыя могли быть приобрѣтены въ будущемъ. Другими словами, половина всего займа назначалась для затратъ на улучшеніе сѣти, а другая половина на погашеніе произведенныхъ затратъ и на расходы по приобрѣтенію новыхъ линій. Правленіе дороги заявляло, что общество свободно можетъ платить проценты по новому займу, не подвергая никакой опасности дивиденды по привилегированнымъ акціямъ. Дальнѣйшій

рость доходовъ вполнѣ обезпечиваль увеличеніе обязательныхъ платежей. Переговоры по поводу заключенія новаго займа велись съ фирмой Морганъ и К^о, которая согласилась реализовать заемъ по курсу 96¹/₂.

Результаты затратъ на улучшение сѣти слѣдуетъ признать весьма ощутительными. Въ 1895 г. общество Южной желѣзной дороги имѣло 623 паровоза, въ 1907 г. — 1536. Въ 1895 г. общество имѣло 487 пассажирскихъ и 18.924 товарныхъ вагоновъ, въ 1907 г. число вагоновъ соответственно увеличилось до 995 и 56.225. Въ 1895 г. рельсы вѣсомъ 65 фунтовъ ярдъ имѣлись на пространствѣ лишь 370 миль, въ 1907 г. они были уложены на протяженіи 3.100 миль. Все же до сихъ поръ на пространствѣ 3.690 миль имѣются рельсы вѣсомъ въ 62 фунта и менѣе ярдъ, т. е. рельсы, непригодные для эксплуатаціи паровозовъ новѣйшей конструкціи. Двойного пути имѣется лишь 206 миль, а развѣздныхъ путей — 1.981 миля. Подвижной составъ во многихъ отношеніяхъ не соответствуетъ современнымъ потребностямъ, скорость движенія оставляетъ желать многого.

При такихъ условіяхъ, финансовое положеніе сѣти нельзя считать достаточно прочнымъ. Капитальная стоимость въ 72.000 долл. на милю, *) неудовлетворительное оборудованіе многихъ линій, отсутствіе новѣйшихъ усовершенствованій, повышающее коэффициентъ эксплуатаціи до 76, наличіе малоходныхъ побочныхъ линій,—все это въ значительной мѣрѣ препятствуетъ росту излишка доходовъ надъ расходами. Правленіе дороги, съ своей стороны, всячески старается повысить цѣнность ввѣреннаго ему предпріятія. Въ теченіе 1907 г. правленіе реализовало болѣе, чѣмъ на 32 милл. долл. облигацій и боновъ по номинальной цѣнѣ для покрытія расходовъ на усиленіе и улучшеніе сѣти. Безспорно, въ положеніи предпріятія наступило зна-

*) По даннымъ Interstate Commerce Commission, относящимся къ 1900 г., дѣйствительная стоимость Южной желѣзной дороги въ ея нынѣшнемъ видѣ едва-ли достигаетъ 40.000 долл. на милю.

чительное улучшение. По мѣрѣ развитія промышленности въ районѣ дѣятельности Южной желѣзной дороги, явятся надежды на получение дивиденда и по обыкновеннымъ акціямъ. Однако, въ ближайшіе годы на это нельзя рассчитывать.

Г Л А В А VI.

Atchison, Topeka & Santa Fe.

Желѣзная дорога Atchison подвергалась финансовой реорганизаціи два раза: въ 1889 г. и въ 1893—95 г.г. Финансовая реорганизація явилась результатомъ въ обоихъ случаяхъ значительнаго расширенія сѣти. Люди, руководившіе дорогой до 1889 г., дали ей то положеніе, которое она сейчасъ занимаетъ въ ряду другихъ дорогъ Соединенныхъ Штатовъ, но, вмѣстѣ съ тѣмъ, ихъ дѣятельность привела къ необходимости первой финансовой реорганизаціи предпріятія, переоцѣнившего свои силы.

Уставъ желѣзной дороги Atchison, Topeka & Santa Fe былъ утвержденъ въ Канзасѣ въ 1863 г. Сѣть дороги быстро развивалась во всѣхъ направленіяхъ: на западъ, юго-западъ, югъ и сѣверо-востокъ. Штатъ Канзасъ оказывалъ дорогѣ субсидіи въ видѣ бесплатнаго отвода земель, но финансовое положеніе дороги зависѣло, главнымъ образомъ, отъ притока частныхъ капиталовъ. Штатъ Канзасъ самъ по себѣ не представлялъ особенно широкаго поприща для желѣзнодорожнаго строительства. Территорія Канзасъ была преобразована въ штатъ лишь въ 1861 г.; на квадратную милю въ 1870 г. едва приходилось два человѣка. Впрочемъ, колонисты быстро заселяли западную часть штата, а въ Колорадо были открыты значительныя минеральныя богатства. Такимъ образомъ, желѣзной дорогѣ приходилось самой заботиться о развитіи движенія, города и селенія располагались вдоль рельсовыхъ путей. Особенность Канзаса заключалась въ его центральномъ положеніи, допускавшемъ осуществленіе самыхъ широкихъ плановъ желѣзнодорожнаго строительства. Можно было провести желѣзную дорогу отъ одного конца штата до другого и затѣмъ одинаково легко протянуть ее до Калифорніи, Чикаго или моря. Грузы поступали бы изъ центральныхъ штатовъ Запада

по всѣмъ направленіямъ. Правленіе дороги Atchison отлично сознавало выгоды географическаго положенія Канзаса и энергично и настойчиво взялось за осуществленіе задачи частичнаго расширенія сѣти, скрывая свои дальнѣйшія намѣренія до наступленія болѣе благопріятнаго времени.

Работы по систематическому расширенію сѣти желѣзныхъ дорогъ Atchison можно раздѣлить на четыре части:

1) Сооруженіе рельсоваго пути черезъ Канзасъ до Колорадо, въ соотвѣтствіи съ уставомъ дороги, а затѣмъ черезъ долину Ріо-Гранде до Альбукерки.

2) Установленіе сообщенія съ тихоокеанскимъ побережьемъ посредствомъ постройки желѣзнодорожныхъ линій, аренды вѣтвей и разнаго рода соглашеній.

3) Установленіе сообщенія съ Мексиканскимъ заливомъ.

4) Установленіе сообщенія съ Чикаго.

По мѣрѣ завершенія плана расширенія сѣти Atchison, правленіе дороги строило также вѣтви и побочныя линіи, но въ размѣрахъ, далеко превышавшихъ на многіе годы потребности раіона. Періодъ усиленнаго строительства (1884—1888 г.г.) заслуживаетъ особаго вниманія, и о немъ будетъ сказано ниже.

Постройка первой желѣзной дороги была начата въ 1869 г. Послѣ безконечныхъ проволочекъ линія была доведена до западной границы штата Канзасъ 28 декабря этого года. Отсюда она была протянута сначала на западъ, а затѣмъ на юго-западъ до Альбукерки. Расходы по сооруженію первой дороги были покрыты изъ выручки отъ реализаціи акцій и облигацій. Отъ Альбукерки дальнѣйшее расширеніе сѣти Atchison представляло множество вариантовъ. Желѣзная дорога Southern Pacific была доведена до Эль-Пазо; пунктъ этотъ имѣлъ большое значеніе для Atchison въ смыслѣ привлеченія грузовъ съ запада. Общество Atchison могло вступить въ соотвѣтствующее соглашеніе съ Southern Pacific. Съ другой стороны, оно могло само построить линію до Деминга близъ Эль-Пазо, прорѣзать рѣчныя долины сѣверо-западной Мексики и подойти, такимъ образомъ, къ Гіямасъ

у Калифорнійскаго залива. Наконецъ, можно было вести желѣзную дорогу прямо на западъ отъ Альбукерки. Правленіе разсмотрѣло всѣ три варианта и постепенно ихъ осуществило.

Въ мартѣ 1881 г. желѣзныя дороги Atchison были доведены до Деминга. По соглашенію съ Southern Pacific, общество Atchison получило право пользоваться желѣзными дорогами Southern Pacific отъ Деминга до Бенсона (штатъ Аризона), а вмѣстѣ съ тѣмъ разрѣшеніе на постройку рельсоваго пути къ югу отъ этого пункта въ Мексику; общество Southern Pacific по соглашенію получало 51% платы за провозъ грузовъ, проходившихъ по его линіямъ. Такимъ образомъ, возникъ второй сквозной путь для грузовъ въ направленіи съ востока, который уже въ сентябрѣ 1881 г. успѣлъ отвлечь четверть всѣхъ грузовъ Central Pacific. Линія до Гіямасъ была куплена. Общество Atchison выдало свои акціи замѣнъ акцій уже существовавшей желѣзной дороги Сонора въ пропорціи 1:2 и гарантировало оплату процентовъ по 7% облигаціямъ первой ипотеки Сонора. Всѣхъ акцій Сонора было выпущено на 5.400.000 долл., капиталъ этотъ былъ замѣненъ акціями Atchison на 2.700.000 долл. Общій итогъ 7% облигацій первой ипотеки равнялся 4.050.000 долл. Кромѣ того, желѣзная дорога Сонора получила субсидію въ 2.608.200 американскихъ долларовъ, что составляло 11.270 мексиканскихъ долларовъ на милю. Въ 1896 г. вопросъ объ этой субсидіи былъ урегулированъ путемъ передачи обществу Atchison 3% облигацій мексиканскаго внутренняго консолидированнаго долга на 1.159.800 долл.

Стараясь подойти къ океану, президентъ Стронгъ рѣшилъ вступить въ соглашеніе съ желѣзнодорожнымъ обществомъ St. Louis & San Francisco и использовать права устава компаніи Atlantic & Pacific, принадлежавшей этому обществу. Компанія Atlantic & Pacific, согласно уставу, утвержденному въ 1886 г., имѣла право построить желѣзную дорогу отъ С.-Луи до Калифорніи. Но на самомъ дѣлѣ

железная дорога была доведена на западъ лишь до Виниты. Президентъ Стронгъ и Frisco *) согласились между собою продолжать постройку дороги подъ фирмой компани Atlantic & Pacific одновременно отъ Виниты и отъ Альбукерки. Общество Atchison получило тѣ же права по уставу Atlantic & Pacific, что и Frisco, директоры правленія избирались обоими обществами, а расходы по сооруженію рѣшено было покрыть при помощи займа въ 25 милл. долл., который оба общества, Atchison и Frisco, совмѣстно гарантировали. Однако, до окончанія новыхъ работъ, общество St. Louis & San Francisco успѣло подпасть подъ контроль Гульда и Гунтингтона, которые, будучи собственниками дорогъ Texas & Pacific и Southern Pacific, конечно, воспротивились расширенію сѣти дорогъ Atlantic & Pacific до моря. Въ результатѣ общество Atchison согласилось довести свои линіи на западъ лишь до рѣки Колорадо. Въ этомъ пунктѣ сѣть Atchison должна была соединиться съ сѣтью Southern Pacific при помощи линіи отъ Моевы. Общество Southern Pacific гарантировало оплату процентовъ по облигаціямъ Atlantic & Pacific въ суммѣ 25% валового дохода отъ перевозки транзитныхъ грузовъ по линіямъ Atlantic & Pacific. Эта послѣдняя компанія сохраняла всѣ свои права на сооруженіе рельсовыхъ путей въ Калифорніи. Соглашеніе оказалось невыгоднымъ, потому что общество Southern Pacific постоянно отклекало грузы на Огденъ и Эль-Пазо. Въ 1884 г. было заключено новое соглашеніе, въ силу котораго компанія Atlantic & Pacific приобрѣла участокъ Southern Pacific между Нидльсъ (рѣка Колорадо) и Моевой, протяженіемъ въ 242 мили, по 30.000 долл. за милю. Такъ какъ участокъ былъ обремененъ ипотекой, то, впредь до погашенія долга, компанія сняла его въ аренду съ уплатою 6% годовыхъ съ покупной цѣны. Далѣе, соглашеніе предусматривало пользованіе путями Southern Pacific между Моевой, Оклендомъ и Санъ-Франциско.

*) Frisco—сокращенный способъ обозначенія St. Louis & San Francisco.

Общество Atchison (а также St. Louis & San Francisco) обязалось приобрести отъ Pacific Improvement Company облигации первой ипотеки и прочія обязательства, выпущенныя Atlantic & Pacific на номинальную сумму въ 3.096.768 долларовъ по цѣнѣ, уплаченной Improvement Company т. е. за 1.524.356 долл.

Вслѣдъ за тѣмъ, общество Atchison построило новую дорогу отъ Ватермана, приблизительно за 70 миль къ востоку отъ Моявы (Atlantic & Pacific) до Кольтона на Southern Pacific, и обезпечило за собою контроль надъ калифорнійской южной желѣзной дорогой отъ Кольтона до Санъ-Діэго. Въ 1885 г. сѣтъ Atchison была доведена до Лосъ-Анжелесъ путемъ аренды линій Southern Pacific отъ Кольтона до этого пункта.

Расходы по столь значительному расширенію сѣти были покрыты путемъ реализаціи акцій и облигаций, но, главнымъ образомъ, акцій. Правленіе предпочитало выпускать акціи, избѣгая обремененія желѣзныхъ дорогъ крупнымъ облигаціоннымъ долгомъ. Несмотря на рискъ, связанный со смѣлыми финансовыми комбинаціями общества Atchison, правленію легко удавалось реализовать акціи почти по номинальной цѣнѣ.

Въ 1884 г. сѣтъ Atchison подошла, такимъ образомъ, къ тихоокеанскому побережью. Осуществивъ эту задачу, правленіе Atchison занялось вопросомъ о возможномъ расширеніи сѣти до Гальвестона и Чикаго. Желѣзныя дороги Atchison въ 1884 г. еще не прорѣзывали южной границы штата Канзасъ. Однако, нѣкоторые акціонеры неофициально были заинтересованы въ эксплуатаціи желѣзной дороги Gulf, Colorado & Santa Fe, соединявшей Гальвестонъ на югѣ съ Индійской территоріей на сѣверѣ, протяженіемъ приблизительно въ 200 миль. Въ 1884 г. была учреждена желѣзнодорожная компанія Southern Kansas, съ исключительной цѣлью сооруженія рельсовыхъ путей къ югу отъ города Арканзаса. Одновременно съ этимъ компанія Gulf, Colorado & Santa Fe получила разрѣшеніе

на постройку дорогъ въ сѣверномъ направленіи. Лѣтомъ 1887 г. обѣ начатыя постройкой дороги встрѣтились въ Пурселлѣ. Въ 1886 г. общество Atchison рѣшило приобрести сѣтъ Gulf, Colorado & Santa Fe. Акціонерный капиталъ компаніи равнялся въ то время 4.560.000 долл., а облигаціи были выпущены въ суммѣ 17.000 долл. на милю. Общество Atchison согласилось уплатить акціонерамъ 8.000 долл. за милю своими акціями по номинальной цѣнѣ и принять облигаціонный долгъ на себя.

Оставалось еще обезпечить сообщеніе съ Чикаго. Первоначально общество рѣшило строить желѣзную дорогу на Чикаго. Въ Иллинойсѣ была учреждена желѣзнодорожная компанія Chicago, Santa Fe & California, а въ Айовѣ Chicago, Santa Fe & California Railway Company of Iowa. Въ 1887 г. общество получило возможность купить желѣзную дорогу Chicago & St. Louis, между Чикаго и Стреторомъ съ вѣтвью на Пекинъ, и, такимъ образомъ, строить пришлось меньше. Желѣзная дорога была открыта для движенія на всемъ протяженіи въ маѣ 1888 г.

Первый періодъ развитія сѣти Atchison закончился въ 1888 г. Мѣстная дорога въ Канзасѣ превратилась въ цѣлую сѣтъ желѣзныхъ дорогъ, перевозившую грузы изъ Чикаго въ Гальвестонъ и до Тихаго океана. Въ концѣ восьмидесятихъ годовъ конкуренція между желѣзными дорогами обострилась, и обществу Atchison пришлось изъ стратегическихъ соображеній усиленно строить новыя линіи. Изъ 7.000 миль въ 1888 г. болѣе 2.700 были построены съ января 1886 г., не для привлеченія новыхъ грузовъ, а для защиты района дѣятельности Atchison при помощи тарифныхъ войнъ. Тремя крупными желѣзнодорожными обществами Atchison, Missouri Pacific и Rock Island овладѣла какая-то манія проведенія желѣзнодорожныхъ путей въ Канзасѣ. Каждое общество старалось покрыть своими дорогами какъ можно бѣольшую территорію, не обращая никакого вниманія на характеръ мѣстности. Въ результатъ желѣзныя дороги строились тамъ, гдѣ въ теченіе десятилѣтій

въ нихъ не могло встрѣтиться надобности. Конечно, такія дороги не покрывали даже эксплуатаціонныхъ расходовъ. Въ Индійской территоріи, Оклагомѣ и Аризонѣ приходилось едва два человѣка на квадратную милю, въ Новой Мексикѣ и Нижней Калифорніи лишь половина общей поверхности была заселена нѣсколько гуще. А между тѣмъ мѣстное движеніе на дорогахъ Atchison могло развиваться, главнымъ образомъ, въ направленіи съ юго-запада.

Способы финансируванія новыхъ желѣзныхъ дорогъ были самые разнообразныя: иногда общество гарантировало капиталъ и оплату процентовъ по облигаціямъ вѣтвей; иногда хранило облигаціи въ своихъ кассахъ и выпускало въ обращеніе облигаціи, обезпеченныя залогомъ (*collateral bonds*); но большей частью общество снимало въ аренду новыя желѣзныя дороги, за что платило ежегодно сумму, равнозначащую процентамъ, причитавшимся по облигаціямъ дорогъ. Если бы новыя желѣзныя дороги вырабатывали достаточный доходъ для покрытія обязательныхъ платежей, общество Atchison фактически нисколько не обременяло бы своего бюджета, но большинство линій едва влачило свое существованіе, вслѣдствіе чего финансовое положеніе общества становилось все болѣе и болѣе затруднительнымъ. Въ 1888 г. общество израсходовало на арендныя платы и оплату процентовъ по облигаціямъ желѣзной дороги Сонора и прочихъ вѣтвей, всего 2.361.300 долл. Значительныя суммы были причислены къ капитальной стоимости дорогъ. Въ 1888 г. за арендованными, побочными и прочими дорогами, по счетамъ строительной ихъ стоимости, числилось всего 13.558.678 долл. долга. Сумма эта фигурировала въ активѣ счетовъ общества Atchison, тогда какъ на дѣлѣ она состояла изъ ссудъ, на погашеніе которыхъ надеждъ почти не было. Обществу приходилось нести значительные расходы помимо оплаты процентовъ по облигаціямъ дорогъ. Многія линіи не покрывали эксплуатаціонныхъ расходовъ, и общество принуждено было выдавать имъ ссуды для поддержанія и ремонта путей и подвижного состава. Теку-

щіе расходы на эту надобность составили въ 1888 году 1.008.554 долл. По векселямъ и счетамъ въ томъ же 1888 г. причиталось къ уплатѣ 6.553.775 долл., недоимки по уплатѣ процентовъ по обязательствамъ, по уплатѣ налоговъ и по отчисленіямъ въ фондъ погашенія составляли 915.337 долл. Нижеслѣдующая таблица показываетъ, какъ отразилось на финансовомъ положеніи сѣти ея быстрое развитіе въ періодъ 1884—1888 г.г.

	1884.	1888.
Протяженіе въ миляхъ	2.799	7.010
Облигаціонный долгъ	48.258.500 долл.	163.694.000 долл.
Акціонерный капиталъ (Atchison)	60.673.150 »	75.000.000 »
Валовой доходъ	16.699.662 »	28.265.339 »
Расходы по эксплуатаціи	9.410.424 »	21.958.195 »
Чистый доходъ отъ эксплуатаціи	7.289.267 »	6.307.145 »
Чистая прибыль за вычетомъ дивиденда	5.147.883 »	деф. 2.933.197 »
Чистая прибыль со включеніемъ дивиденда и процентовъ по краткосрочнымъ обязательствамъ (floating debt)	—	деф. 5.557.323 »

Такимъ образомъ, въ 1888 г. положеніе значительно измѣнилось къ худшему. Годъ былъ самъ по себѣ плохой, но нѣкоторыя обстоятельства, оказывавшія неблагоприятное вліяніе на финансовые результаты эксплуатаціи, носили постоянный характеръ. Газеты того времени (главнымъ образомъ «Railway Age») сознавали, что сѣть Atchison развилась слишкомъ быстро, но, вмѣстѣ съ тѣмъ, ростъ предпріятія какъ бы гипнотизировалъ и акціонеровъ и широкую публику. Тотъ же «Railway Age», специальное изданіе, называлъ сѣть Atchison «чудомъ желѣзнодорожной предпримчивости». Журналъ отказывался обозначать границы, какъ дальнѣйшаго развитія сѣти, такъ и плановъ президента общества, «напоминавшаго по широтѣ своихъ замысловъ Наполеона».

Въ 1887 г. правленіе общества Atchison повысило размѣръ дивиденда съ 6 до 7%. Мѣра эта вызвала бурю

протестовъ. Правленіе защищалось, какъ умѣло. «Необходимо, писали директора правленія въ своемъ годовомъ отчетѣ, припомнить, что чистый доходъ сѣти за шесть мѣсяцевъ по 1 іюля 1887 г. превысилъ чистый доходъ за первые шесть мѣсяцевъ 1886 г. болѣе, чѣмъ на 1.200.000 долл. Доходъ продолжалъ повышаться, и было полное основаніе предполагать, что выручка сѣти во вторую половину года, какъ всегда, значительно опередитъ результаты эксплуатаціи за первые шесть мѣсяцевъ... Но 1887 годъ составилъ въ этомъ отношеніи рѣдкое исключеніе. Валовой доходъ во вторую половину года увеличился лишь на 278.096 долл., а чистый на 204.144 долл. Засуха, неурожай, ожесточенная конкуренція, низкіе тарифы, ошибки законодательства, стачки рабочихъ и пр.,—все это крайне вредно отразилось на интересахъ нашего общества. Правленіе не могло знать напередъ, что ему придется имѣть дѣло со столькими бѣдствіями».

Приведенныя соображенія представляются весьма мало убѣдительными. Повышеніе дивиденда—слишкомъ крупная мѣра, которую оправдать можно только увеличеніемъ чистаго дохода, фактически уже полученнаго сѣтью. Къ тому же, причины уменьшенія валового дохода, на которыя ссылались правленіе, были уже извѣстны въ то время, когда дивидендъ выдавался, или во всякомъ случаѣ ихъ легко было предвидѣть. Говорили даже, что пониженіе валового дохода явилось результатомъ не плохого сбора хлѣбовъ или застоя въ торговлѣ, а уменьшенія количества строительныхъ матеріаловъ, которые общество отправляло на Западъ для сооруженія новаго пути.

Къ концу 1888 г. общество должно было уплачивать процентовъ по облигаціямъ побочныхъ линій и арендъ 8.625.365 долл. За четыре года протяженіе желѣзныхъ дорогъ, входившихъ въ составъ сѣти Atchison, возрасло на 150%, облигаціонный долгъ увеличился на 239%, обязательные платежи на 216%; валовой доходъ за то же время увеличился лишь на 69%. Какъ всегда бываетъ въ

такихъ случаяхъ, долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ быстро возрасталъ. Съ 3.317.446 долл. въ 1884 г. онъ увеличился до 8.076.059 долл. въ 1888 г. Для покрытія долга правленіе въ октябрѣ 1888 г. объявило подписку на свидѣтельства «гарантированного фонда», срокомъ на три года, въ суммѣ 10 милл. долл. (three-year notes guaranteed fund). Предполагалось выпустить не всѣ свидѣтельства сразу, а отъ времени до времени взыскивать съ подписчиковъ причитающуюся сумму, причемъ свидѣтельства съ момента ихъ выпуска въ обращеніе приносили 6⁰/₀. Затѣмъ правленіе занялось проведеніемъ строгой экономіи въ расходахъ. Оклады всѣмъ служащимъ, начиная съ президента, были уменьшены на 10⁰/₀, размѣръ дивиденда съ 7⁰/₀ пониженъ сначала до 6⁰/₀, потомъ до 2⁰/₀, а спустя короткое время сведенъ къ нулю. Всѣ эти мѣры не привели ни къ какому результату. Положеніе было настолько критическимъ, что ничто кромѣ финансовой реорганизаціи не могло спасти предпріятіе.

Въ сентябрѣ 1889 г. была образована комиссія въ составѣ: Либби, Аббота, Пибоди и Беринга для разработки плана финансовой и общей реорганизаціи сѣти. Въ октябрѣ планъ уже былъ готовъ. Облигаціонный долгъ общества Atchison представлялся въ слѣдующемъ видѣ:

	Капиталь.	Проценты.
Облигаціи и свидѣтельства гарантированного фонда	160.786.000 долл.	9.203.620 долл.
Добавочный выпускъ облигацій	775.000 »	38.750 »
Car trusts	1.445.660 »	86.739,6 »
	163.006.660 долл.	9.329.109,6 долл.
За вычетомъ процентовъ по облигаціямъ и свидѣтельствамъ гарантированного фонда, находившимся во владѣніи общества		253.340 долл.
		9.075.769,6 долл.
Фондъ погашенія (Sinking Fund)		359.000 »
Налоги		1.221.000 »
Арендныя платы		502.000 »
		11.157.769,6 долл.

Изъ общаго числа облигацій 56.498.000 долл. обезпечивались магистральями сѣти Atchison, принося отъ 4½ до 7% дохода, а 104.288.000 долл.—32 побочными линиями.

Комиссія Либби предложила уменьшить обязательные платежи и погасить долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ. Въмѣсто 41 категоріи находившихся въ обращеніи облигацій коммисія предложила выпустить 4% облигаціи общей ипотеки на 150 милл. долл. и 5% дивидендныя облигаціи на 80 милл. долл. Изъ реализованныхъ суммъ 13.750.000 долл. предназначались для удовлетворенія потребности въ наличныхъ средствахъ. *) Старыя облигаціи въ суммѣ 163 милл. долл. замѣнялись новыми въ суммѣ 216 милл. долл., но обязательные платежи должны были уменьшиться, потому что часть новыхъ облигацій оплачивалась процентами лишь при наличности достаточнаго дохода. Комиссія капитализировала среднюю доходность сѣти изъ 4%, затѣмъ вычислила разницу между доходностью сѣти и прежними доходами облигаціонеровъ и капитализировала эту разницу въ дивидендныя облигаціи. Каждый облигаціонеръ имѣлъ, такимъ образомъ, шансы на получение дохода въ прежнемъ размѣрѣ, но его право требовать уплаты процентовъ ограничивалось суммой доходовъ сѣти.

Проектировавшееся комиссіей Либби пониженіе обязательныхъ платежей имѣло, конечно, громадное значеніе. Въ 1888 г. оно могло бы превратить дефицитъ сѣти Atchison въ весьма солидную прибыль. Комиссія не предлагала

*) Потребность въ наличныхъ средствахъ представлялась въ слѣдующемъ видѣ:

Для погашенія долга по найму подвижнаго состава	1.445.660 долл.
Для окончанія работъ по сооруженію на существующихъ дорогахъ и приобрѣтенія новаго подвижнаго состава	5.000.000 »
Для погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ	3.554.340 »
	<hr/>
	10.000.000 долл.
Сумму эту предполагалось добыть путемъ реализаціи.	
4% облигацій общей ипотеки на	12.500.000 долл.
5% дивидендныхъ облигацій »	1.250.000 »
	<hr/>
	13.750.000 долл.

никакого обложенія сборами акціонеровъ. Но если бы реорганизація была предпринята въ періодъ общаго промышленнаго кризиса, едва-ли продажа бумагъ за наличныя могла бы быть осуществлена. Акціонеры пострадали лишь въ томъ отношеніи, что облигаціонный капиталъ предприятия былъ увеличенъ на 67 милл. долл. Зато они въ теченіе многихъ лѣтъ получали крупные дивиденды, какъ акціями, такъ и наличными деньгами. Облигаціонеры не получили права голоса въ собраніяхъ акціонеровъ. Повидимому, они пошли на уступки только, потому что не желали доводить дѣло до продажи съѣти съ аукціона. Правленіе, подвергая планъ финансовой реорганизаціи на обсужденіе акціонеровъ и облигаціонеровъ, въ энергичныхъ выраженіяхъ рекомендовало принять его, «иначе—говорило оно—предстоитъ продажа съѣти съ аукціона со всѣми неприятными ея послѣдствіями».

Къ концу ноября бóльшая половина облигаціонеровъ изъявила свое согласіе на принятіе плана финансовой реорганизаціи съѣти, который былъ опубликованъ лишь за мѣсяць передъ тѣмъ. Между тѣмъ, въ составѣ правленія произошли нѣкоторыя перемѣны. Президентъ Стронгъ въ сентябрѣ подалъ въ отставку, а на его мѣсто вступилъ Алленъ Менвилль, директоръ-распорядитель желѣзной дороги St. Paul, Minneapolis & Manitoba.

Послѣ реорганизаціи общество Atchison продолжало политику широкаго развитія съѣти. Въ 1890 г. оно приобрѣло съѣть St. Louis & San Francisco, которая начиналась у С. Луи и шла далѣе на западъ и юго-западъ черезъ Миссури, Канзасъ, Арканзасъ и Индійскую территорію; въ Парижѣ (штатъ Техасъ) она соединялась съ линіей Gulf, Colorado & Santa Fe, а при посредствѣ линій Atlantic & Pacific соединяла Альбукерку въ Новой Мексикѣ съ Барстоу въ Южной Калифорніи. Общее протяженіе съѣти Frisco равнялось 1.329 милямъ. Это было самое крупное приобретеніе общества Atchison. Условія покупки были чрезвычайно выгодны для акціонеровъ Frisco, но для

общества Atchison результаты не оправдали ожиданий. Хотя соединеніе дорогъ устранило всякаго рода затрудненія, связанныя съ совмѣстнымъ владѣніемъ Atlantic & Pacific, и хотя борьба за грузы на Gulf, Colorado & Santa Fe значительно облегчилась, правленіе общества Atchison въ 1891 г. заявило, что предпріятіе (Frisco) не сумѣло улучшить свои финансы и ликвидировать долги. Надеждъ на достиженіе благопріятныхъ результатовъ въ будущемъ правленіе также не питало. По мнѣнію правленія, предпріятіе нуждалось въ значительныхъ средствахъ для надлежащаго оборудованія сѣти мастерскими, станціонными и иными постройками, для переустройства мостовъ и обновленія подвижнаго состава.

Въ 1890 г. общество приобрѣло желѣзную дорогу Colorado Midland протяженіемъ въ 346 миль, по которой перевозилась главнымъ образомъ руда. Въ августѣ 1890 г. мексиканское правительство возобновило выдачу субсидіи желѣзной дорогѣ Сонора послѣ восьмилѣтняго перерыва. Въ 1890 г. чистый доходъ общества Atchison возросъ на 48⁰/₀, но въ 1891 г. онъ вновь понизился. Не было никакихъ основаній опасаться за участь предпріятія, но вмѣстѣ съ тѣмъ нельзя было платить болѣе 2³/₄⁰/₀ по дивиденднымъ облигаціямъ или выдавать какой-либо дивидендъ по акціямъ.

Къ концу 1891 г. наступилъ срокъ платежа по свидѣтельствамъ гарантированнаго фонда. Эти свидѣтельства были выпущены въ 1888 г. и обезпечивались 4⁰/₀ облигаціями общей ипотеки. Правленіе, не желая выбрасывать ипотечныя облигаціи на рынокъ по курсу 83¹/₄, рѣшило отсрочить платежъ по свидѣтельствамъ на два года.

Отсрочка погашенія свидѣтельствъ гарантированнаго фонда нисколько не отражалась на общей суммѣ обязательныхъ платежей общества Atchison, --- она лишь отодвигала на два года пониженіе обязательныхъ платежей. Въ иномъ положеніи были дивидендныя облигаціи выпуска 1889 г. Эти облигаціи, какъ указано выше, оплачивались процен-

тами лишь при наличности достаточнаго чистаго дохода общества. Онѣ были выпущены вмѣсто привилегированныхъ акцій, вѣроятно, потому, что держатели облигацій общества съ большей охотой согласились взять ихъ, но въ скоромъ времени возникли затрудненія, которыхъ реорганизаторы не предвидѣли. По условіямъ выпуска, дивидендныя облигаціи обременяли имущество общества немедленно вслѣдъ за 4% облигаціями общей ипотеки. Этимъ создавалось серьезное препятствіе для выпуска новыхъ займовъ, а между тѣмъ съѣтъ постоянно требовала расходовъ на усиленіе и улучшеніе, которые не могли покрываться за счетъ доходовъ эксплуатаціи. Поставленное въ безвыходное положеніе, правленіе общества Atchison рѣшило пожертвовать пониженіемъ обязательныхъ платежей съ цѣлью добыть новые капиталы. «По мнѣнію правленія, гласиль годовой отчетъ 1882 года, наступило время, когда по всѣмъ обязательствамъ общества слѣдуетъ фиксировать опредѣленный доходъ, а вмѣстѣ съ тѣмъ и изыскать достаточныя средства для покрытія расходовъ на улучшеніе съѣти, по крайней мѣрѣ, въ теченіе ближайшихъ четырехъ лѣтъ. Что касается облигацій позднѣйшихъ выпусковъ и акцій, то и для нихъ тоже наступила пора болѣе устойчивой биржевой расцѣнки, причемъ облигаціямъ должна быть обезпечена опредѣленная доходность». Конверсія дивидендныхъ облигацій говорилъ, Рейнгартъ, является завершеніемъ финансовой реорганизаціи, произведенной въ октябрѣ 1889 г., и возвращаетъ обязательствамъ общества прочное и устойчивое основаніе.

Планъ конверсіи заключался въ выпускѣ новой второй ипотеки, въ видѣ 4% облигацій и въ обмѣнѣ на эти облигаціи находившихся въ обращеніи дивидендныхъ облигацій. Предполагалось выпустить два разряда облигацій второй ипотеки:

1) Облигаціи перваго разряда въ суммѣ 80 милл. долл. должны были замѣнить собою 5% дивидендныя облигаціи по номинальной цѣнѣ. Доходность ихъ опредѣлялась для

1892 г. въ $2\frac{1}{2}\%$, затѣмъ повышалась до 4% въ 1896 г. и оставалась неизмѣнной до наступленія срока погашенія.

2) Облигаціи второго разряда въ суммѣ 20 милл. долл. должны были приносить 4% . Облигацій предполагалось выпускать на сумму не свыше 5 милл. долл. въ годъ для прикрытія расходовъ на улучшение сѣти Atchison, за исключеніемъ Colorado Midland и St. Louis & San Francisco. За обществомъ оставалось право, по выпускѣ облигацій второго разряда на 20 милл. долл., вновь выпустить такія же облигаціи для тѣхъ же цѣлей на сумму до 50 милл. долл.

Планъ конверсіи былъ одобренъ годовымъ общимъ собраніемъ акціонеровъ въ 1892 г. и тотчасъ же осуществленъ. Результаты получились самые печальные. Обязательные платежи возрасли какъ разъ въ то время, когда разразилась паника 1893 г., и доходы желѣзныхъ дорогъ рѣзко понизились. Общество получило возможность выпускать новыя облигаціи, но этой возможности фактически не использовало, такъ какъ въ 1893 г. нечего было и думать о реализаціи какихъ-либо новыхъ бумагъ. Къ тому же, въ скоромъ времени должна была раскрыться тайна составленія отчетовъ общества Atchison.

Въ 1892 и 1893 г. г. президенту общества Atchison Рейнгарту приходилось нѣсколько разъ опровергать всякаго рода неприятные для него слухи, распространявшіеся на биржѣ и въ печати. Въ іюнѣ 1893 г. Рейнгартъ заявилъ, что желѣзнодорожное общество Atchison, строго говоря, не имѣетъ никакого долга по краткосрочнымъ обязательствамъ. Текущіе доходы съ избыткомъ покрываютъ текущіе расходы. Въ декабрѣ Рейнгартъ вновь заявилъ, что проценты по облигаціямъ общей ипотеки будутъ уплачены 1 января. По словамъ Рейнгарта, сомнѣнія относительно уплаты процентовъ появились исключительно благодаря дѣятельности спекулянтовъ, мало заинтересованныхъ въ ходѣ дѣлъ предпріятія. Опроверженія президента общества не разсѣяли опасеній. Правда, газета, «Boston News Bureau» полагала, что общество нуждается лишь въ «граціонныхъ

дняхъ» на время кризиса, но въ Англіи слухамъ о предстоящемъ назначеніи администраціи по дѣламъ общества придавали вѣру, хотя и считали ихъ преждевременными.

Въ концѣ года президентъ Рейнгартъ поѣхалъ въ Европу для заключенія займа. Успѣха онъ не добился, и по его возвращеніи была назначена администрація по дѣламъ общества. До послѣдняго момента правленіе надѣялось на возможность уплаты процентовъ по январьскимъ купонамъ облигацій, но англійскіе облигаціонеры отказались отъ подписки на новый заемъ, размѣстить облигаціи третьей ипотеки въ Соединенныхъ Штатахъ также не удалось, а въ довершеніе всего скончался Магунъ, одинъ изъ наиболѣе вліятельныхъ директоровъ правленія общества Atchison. Крахъ сталъ неизбѣжнымъ: текущіе долги превысили 10 милл. долл., кредитъ былъ совершенно подорванъ, и положеніе общества стало безнадежнымъ. Администрація по дѣламъ общества Atchison не касалась желѣзныхъ дорогъ Atlantic & Pacific, Colorado Midland, Gulf, Colorado & Santa Fe и южнокалифорнійскихъ. Компанія Gulf, Colorado & Santa Fe объявила, что будетъ сама эксплуатировать принадлежащія ей желѣзнодорожныя линіи и оплачивать свои обязательства.

Вслѣдъ за крахомъ одинъ за другимъ стали появляться комитеты облигаціонеровъ. Въ Бостонѣ образовался комитетъ въ составѣ шести членовъ, въ томъ числѣ Торндайка и Гиггинсона. Въ Нью-Йоркѣ Union Trust Company, Mercantile Trust Company, New York Life Insurance Company, Baring, Magoun & Co. и Giddes & Smith составили комитетъ подъ предсѣдательствомъ Эдуарда Кинга. Другой комитетъ въ Нью-Йоркѣ, подъ предсѣдательствомъ Сомерса Гейса, былъ образованъ по особому ходатайству самого общества Atchison. Правленіе, съ своей стороны, образовало комитетъ подъ предсѣдательствомъ Чиней. Владѣльцы облигацій перваго разряда второй ипотеки въ Лондонѣ образовали отдѣльный комитетъ. Дѣло въ томъ, что еще до 1888 г. англичане вложили большія деньги въ сѣтъ

Atchison, привлеченные радужными перспективами предприятия, которое должно было прорѣзать своими линиями западныя равнины. Говорили, что англичане не только сыграли большую роль въ составленіи плана финансовой реорганизациі 1889 г., но что съ тѣхъ поръ до 1893 г. въ управленіи участвовали лица, специально представлявшія англійскіе интересы. Въ рукахъ англичанъ сосредоточились, главнымъ образомъ, облигаціи второй ипотеки 1892 г., замѣнившія собою дивидендныя облигаціи 1889 г. Англичане разобрали около половины всѣхъ облигацій и теперь рѣшили защищать свои права противъ натиска акціонеровъ.

Планъ финансовой реорганизациі предприятия былъ выработанъ довольно скоро, причемъ были приняты во вниманіе, главнымъ образомъ, указанія англичанъ. Рѣшено было продать предприятие по претензіи владѣльцевъ облигацій общей ипотеки или второй ипотеки и образовать новое общество. Если бы продажа предприятия состоялась по претензіи владѣльцевъ общей ипотеки, то рѣшено было не платить по просроченнымъ купонамъ облигацій этой ипотеки и выпустить новыя облигаціи на подобіе существующихъ и въ такомъ же количествѣ. Если бы продажа предприятия состоялась по претензіи владѣльцевъ второй ипотеки, то просроченные купоны облигацій должны были быть оплачены, и кромѣ того общество обязывалось уплатить капиталъ и проценты по облигаціямъ общей ипотеки. Акціонерный капиталъ сохранялся въ неприкосновенности. Предполагалось выпустить новыя дивидендныя ипотечныя облигаціи на сумму 115 милл. долл., изъ которыхъ 84 милл. долл. предназначались для замѣны облигацій перваго разряда второй ипотеки, а 5.600.000 долл. для замѣны облигацій второго разряда этой ипотеки; изъ остатка часть предназначалась для выдачи акціонерамъ взаменъ сдѣланныхъ ими взносовъ, а часть для приобрѣтенія облигацій или акцій другихъ предприятий, если бы это оказалось выгоднымъ для общества. Дивидендныя облигаціи должны были приносить 5⁰/₁₀₀ дохода, и держатели ихъ пользова-

лись правомъ голоса въ собраніяхъ акціонеровъ. Кромѣ того, предполагалось выпустить облигаціи второй ипотеки на сумму до 35 милл. долл., изъ которыхъ 5 милл. долл. должны были быть реализованы немедленно для погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и для иныхъ цѣлей, а 3 милл. долл. предполагалось выпускать ежегодно для покрытія расходовъ на улучшение сѣти. Новыя акціи передавались уполномоченнымъ (trustees) впредь до уплаты въ теченіе трехъ лѣтъ сряду 5% годовыхъ наличными по новымъ дивиденднымъ облигаціямъ. Наконецъ, акціонеры облагались сборомъ въ размѣрѣ 12 долл. съ акціи. Полученная такимъ образомъ сумма предназначалась для уплаты долговъ стараго общества, включая проценты по облигаціямъ общей ипотеки.

Въ общемъ изложенная схема должна была вернуть сѣть общества Atchison къ тому положенію, въ которомъ она находилась въ 1889 г. Съ этой точки зрѣнія схема представлялась пріемлемой. Болѣе осторожные руководители предпріятія относились отрицательно къ конверсіи дивидендныхъ облигацій, произведенной въ 1892 г. Новая схема финансовой реорганизации какъ-бы подчеркивала сдѣланную тогда ошибку. Что касается затрудненій относительно изысканія средствъ въ будущемъ, то они устранялись путемъ предусмотрѣнныхъ въ схемѣ реорганизации ежегодныхъ выпусковъ облигацій второй ипотеки. Характерной чертой схемы является стремленіе облигаціонеровъ оградить въ возможно большей степени свои интересы. Условіемъ своего согласія на обратную конверсію облигацій и на выпускъ второй ипотеки въ суммѣ 35 милл. долл. они поставили не только премію въ 5% новыми дивидендными облигаціями, но и предоставленіе владѣльцамъ послѣднихъ права голоса въ собраніяхъ акціонеровъ, обложеніе акціонеровъ сборомъ въ размѣрѣ 12 долл. съ акціи, наконецъ, выпускъ добавочныхъ облигацій на 5 милл. долл. Журналъ «Railway Review» писалъ по этому поводу: «Дивидендныя облигаціи будутъ выданы акціонерамъ,

которые согласятся сдѣлать взносы наличными деньгами, но трудно понять, почему эти облигаціи ставятъ выше акцій общества... Развѣ лишь въ томъ отношеніи, что владѣльцы ихъ не должны ничего вносить наличными деньгами».

Въ іюлѣ комитетъ лондонскихъ облигаціонеровъ высказался за принятіе новаго плана финансовой реорганизаціи предпріятія. Въ общемъ, хотя планъ не могъ считаться вполнѣ удовлетворительнымъ съ точки зрѣнія интересовъ облигаціонеровъ, послѣдніе признали, что авторы его сдѣлали все, что было въ ихъ силахъ. Между тѣмъ, въ Нью-Йоркѣ акціонеры заявили протестъ противъ плана и образовали свой собственный комитетъ.

Въ августѣ дальнѣйшему развитію конфликта между облигаціонерами и акціонерами былъ положенъ конецъ опубликованіемъ доклада эксперта, назначеннаго для проверки книгъ общества Atchison. Едва ли въ исторіи американскихъ желѣзныхъ дорогъ встрѣчались болѣе возмутительные примѣры подтасовки цифръ. Въ отчетахъ общества было показано, что чистый доходъ предпріятія постоянно возрасталъ съ 7.600.000 долл. въ 1890 г. до 12.100.000 долл. въ 1893 г. Суммъ чистаго дохода съ избыткомъ хватало для покрытія обязательныхъ платежей и для уплаты сверхъ того отъ 2 до $2\frac{3}{4}\%$ по дивиденднымъ облигаціямъ вплоть до ихъ конверсіи. Между тѣмъ, по даннымъ эксперта Литтля, оказалось, что чистый доходъ сѣти ни разу не превысилъ 8.085.608 долл.; съ 1891 г. наступила пора ежегодныхъ дефицитовъ, причемъ въ одномъ лишь 1894 г. дефицитъ достигъ солидной цифры 3 милл. долл. Положеніе общества представлялось гораздо болѣе печальнымъ, нежели можно было вообразить, а потому всѣ планы реорганизаціи слѣдовало признать негодными. Приводимъ наиболѣе характерныя выдержки изъ доклада Литтля:

«Доходы сѣти въ періодъ съ 1889 г. преувеличены правленіемъ общества на сумму приблизительно 7 милл.

долл. Неправильности, допущенныя правленіемъ, сводятся къ слѣдующему:

Скидки. За четыре года по 30 іюня 1894 г. общая сумма скидокъ грузоотправителямъ на сѣти Atchison достигла 3.700.776 долл., а на сѣти St. Louis & San Francisco 205.879 долл., всего 3.906.656 долл. Суммой этой дебетованъ не счетъ доходовъ отъ эксплуатаціи, какъ слѣдовало, а особый счетъ «Auditor's Suspended Account Special», и изъ года въ годъ она фигурировала въ активѣ. Въ дѣйствительности эта статья актива никакой цѣнности не представляла.

Преувеличеніе доходовъ и вычеты изъ расходовъ. Суммой въ 2.791.000 долл., по указаніямъ правленія, отъ времени до времени кредитовался счетъ доходовъ и расходовъ. Изъ этой суммы 2.010.000 долл. были причислены къ доходамъ, а 781.000 долл. вычтены изъ расходовъ эксплуатаціи, а всей суммой дебетованъ счетъ «Auditor's Suspended Account».

Расходы на улучшеніе сѣти. Въ теченіе разсматриваемаго періода 488.000 долл. были перенесены изъ счета эксплуатаціонныхъ расходовъ въ счетъ капиталовъ предпріятія, а затѣмъ отнесены въ счетъ Franchises and Property, который представляетъ стоимость желѣзной дороги и ея имущества.

Товарное движеніе. Въ ноябрѣ 1890 г. было заключено соглашеніе между обществомъ Atchison и нѣкоторыми другими компаніями по поводу направленія грузовъ. Соглашеніе это дѣйствовало до іюля 1881 г. Въ результатѣ контрагенты общества Atchison задолжали ему 305.843 долл. Получить эту сумму нѣтъ возможности. Поэтому, она должна была быть списана, а между тѣмъ она все еще фигурируетъ въ активѣ. Необходимо ее отнести на счетъ прибылей и убытковъ».

Наибольшаго вниманія заслуживаютъ два обстоятельства, выдвинутыя экспертизой Литтля: 1) Въ теченіе четырехъ лѣтъ общество Atchison нарушало законъ, предоставляя

грузоотправителямъ скидки съ тарифовъ; 2) для сокрытія нарушенія закона, а также для иныхъ цѣлей, записи въ книгахъ общества систематически фальсифицировались, — правленіе обманывало не только публику, помѣстившую свои сбереженія въ бумаги предпріятія, но и весь желѣзно-дорожный міръ.

Докладъ Литтля былъ переданъ Рейнгарту съ требованіемъ представленія объясненій не позже слѣдующаго дня. Рейнгартъ представилъ объясненія, которыя оказались неудовлетворительными. Указавъ на неправильность нѣкоторыхъ данныхъ, сообщенныхъ Литтлемъ, президентъ общества Atchison не могъ опровергнуть ни одного изъ тѣхъ обвиненій, которыя были предъявлены къ нему непосредственно. Въ настоящее время виновность Рейнгарта не подлежитъ никакому сомнѣнію; если онъ не былъ привлеченъ къ отвѣтственности, то, вѣроятно, вслѣдствіе недостаточности уликъ. Рейнгартъ, конечно, подалъ въ отставку, и администраторомъ на его мѣсто былъ назначенъ маіоръ Уокеръ. Спустя два мѣсяца Рейнгартъ и другіе директора правленія, а также нѣкоторые грузоотправители были привлечены къ отвѣтственности за противозаконное предоставленіе скидокъ съ тарифовъ и пользованіе ими. Рейнгартъ оправдывался тѣмъ, что, когда предоставлялись скидки, онъ былъ лишь ревизоромъ въ Бостонѣ и не имѣлъ никакого отношенія къ финансовой сторонѣ хозяйства сѣти. Прямыхъ доказательствъ виновности Рейнгарта не было, и дѣло пришлось прекратить.

Экспертиза Литтля совершенно измѣнила положеніе дѣла. Прежнія предположенія авторовъ плана финансовой реорганизации пришлось отбросить. Ипотечный долгъ общества Atchison въ 1895 г. достигъ 233.595.247 долл., изъ которыхъ облигаціи первой и второй ипотеки составляли 217.258.276 долл. Чистый доходъ предпріятія, согласно отчетамъ правленія распредѣлялся слѣдующимъ образомъ по годамъ:

1890	7.632.348	долл.
1891	7.631.598	»
1892	10.953.896	»
1893	12.126.866	»

По даннымъ доклада Литтля:

1891	5.204.880	долл.
1892	7.853.173	»
1893	8.085.608	»
1894	5.956.615	»

Ежегодные дефициты по даннымъ Литтля:

1891	1.964.285	долл.
1892	60.938	»
1893	134.825	»
1894	3.008.242	»

При такихъ условіяхъ представлялось совершенно очевиднымъ, что финансовая реорганизація предпріятія должна заключаться прежде всего въ пониженіи суммы обязательныхъ платежей.

Вскорѣ послѣ опубликованія заключительнаго доклада Литтля, въ ноябрѣ три комитета, именно: комитетъ общей реорганизаціи, (General Reorganization Committee) лондонскій комитетъ и фирма Гоппъ и К^о. въ Амстердамѣ образовали соединенный исполнительный комитетъ по реорганизаціи (Joint Executive Reorganization Committee) съ Эдуардомъ Кингомъ во главѣ. Къ нимъ примкнулъ комитетъ, избранный самимъ правленіемъ. Въ мартѣ 1895 г. появился новый планъ финансовой реорганизаціи, главныя основанія котораго заключались въ слѣдующемъ:

- а) пониженіе суммы обязательныхъ платежей;
- б) надлежащее обезпеченіе удовлетворенія потребности въ средствахъ въ будущемъ при условіи ограниченій выпуска облигацій для этой цѣли.
- в) ликвидація долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и принятіе надлежащихъ мѣръ къ погашенію долга по

облигаціямъ первой ипотеки, въ виду скорого наступленія срока платежа по нимъ;

г) возстановленіе порядка первенства между существующими облигаціями;

д) консолидація и объединеніе сѣти (насколько это окажется возможнымъ) съ цѣлью устраненія значительныхъ излишнихъ расходовъ.

Предположено было продать сѣть Atchison по претензіи владѣльцевъ общей ипотеки и затѣмъ образовать новое желѣзнодорожное общество, которое должно было произвести слѣдующіе выпуски:

Обыкновенныя акціи	102.000.000	долл.
5 ⁰ / ₀ привилегированныя акціи	11.486.000	»
4 ⁰ / ₀ облигаціи общей ипотеки	96.990.582	»
4 ⁰ / ₀ уравнивательныя облигаціи		
(adjustment bonds)	51.728.310	»

Изъ перечисленныхъ бумагъ обязательно оплачивались процентами только облигаціи общей ипотеки. По акціямъ дивидендъ выдавался очевидно только при наличности достаточнаго чистаго дохода, а что касается 4⁰/₀ уравнивательныхъ облигацій (adjustment bonds), то онѣ по существу ничѣмъ не отличались отъ дивидендныхъ облигацій. Планъ финансовой реорганизаціи предусматривалъ также выпускъ на сумму до 17 милл. долл. приоритетныхъ ипотечныхъ облигацій (prior lien bonds). Изъ этой суммы 12 милл. долл. предназначались для погашенія свидѣтельствъ гарантированнаго фонда, equipment notes и проч., а 5 милл. долл. для покрытія расходовъ на улучшеніе сѣти въ теченіе пяти лѣтъ. Общество не могло выпустить никакой новой ипотеки, кромѣ общей и уравнивательной, а равно и увеличить количество привилегированныхъ акцій, безъ согласія владѣльцевъ большинства привилегированныхъ акцій, выраженнаго въ собраніи акціонеровъ, специально для этой цѣли созванномъ, и большинства владѣльцевъ обыкновенныхъ акцій, въ это собраніе представленныхъ.

Перечисленные бумаги должны были замѣнить собою всѣ бумаги прежнихъ выпусковъ. Старыя обыкновенныя акціи замѣнялись обыкновенными акціями новаго общества. Акціонеры облагались сборомъ въ размѣрѣ 10 долл. съ акціи и за это получили 10 долл. новыми привилегированными акціями. Уплата взносовъ во всякомъ случаѣ гарантировалась синдикатомъ. Владѣльцы облигацій общей ипотеки должны были получить 75% номинальной стоимости принадлежавшихъ имъ бумагъ 4% облигаціями новой общей ипотеки и 40% — 4% уравнительными облигаціями (adjustment bonds). Владѣльцы дивидендныхъ облигацій и облигацій второй ипотеки облагались сборомъ въ размѣрѣ 4% и за это получали новыя привилегированныя акціи. Владѣльцы облигацій перваго разряда второй ипотеки получали 113% новыми привилегированными акціями, владѣльцы облигацій второго разряда — 118%. Авторы плана сочли полезнымъ конвертировать облигаціи второго разряда второй ипотеки въ 5% привилегированныя акціи, вмѣсто того, чтобы вновь превращать ихъ въ дивидендныя облигаціи. Съ акціонеровъ трудно было взыскать больше 10 долл. на акцію, а потому недостающая сумма должна была быть покрыта взносами со стороны владѣльцевъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. Владѣльцы ипотечныхъ облигацій перваго разряда должны были получить либо 4% облигаціи общей ипотеки послѣдующихъ выпусковъ (сверхъ 96.990.582 долл.) либо новыя пріоритетныя ипотечныя облигаціи. Въ послѣднемъ случаѣ облигаціи общей ипотеки предположено было выпустить позднѣе для окончательнаго погашенія ипотечныхъ облигацій. Расходы на новыя работы должны были покрываться путемъ ежегодныхъ выпусковъ облигацій общей ипотеки на 3 милл. долл. до 30 милл. долл., а также выпусковъ уравнительныхъ облигацій на 2 милл. долл. до 20 милл. долл. Облигаціи общей ипотеки послѣдующихъ выпусковъ на сумму до 20 милл. долл. могли быть обращены, согласно указаніямъ соединеннаго комитета, на пріобрѣтеніе желѣзныхъ дорогъ

Atlantic & Pacific, St. Louis & San Francisco и Colorado Midland; для тѣхъ же цѣлей могъ быть произведенъ выпускъ привилегированныхъ акцій на 20 милл. долл. Новая общая ипотека обезпечивалась всѣмъ имуществомъ, передававшимся новому обществу, а также всякимъ имуществомъ, которое могло бы быть приобрѣтено впоследствии на средства отъ реализаціи любой категоріи новыхъ облигацій. Соединенному комитету предоставлялось, однако, дѣлать исключенія для акцій и облигацій вѣтвей, эксплуатація которыхъ оказалась бы невыгодной для интересовъ всей сѣти. Сначала предполагалось поручить руководство предприятиемъ voting trust, но затѣмъ комитетъ отказался отъ этого намѣренія.

Сумма обязательныхъ платежей по плану финансовой реорганизаціи равнялась 4.528.547 долл. Если сравнить эту цифру съ данными Литтля о размѣрахъ чистаго дохода сѣти Atchison въ 1891--1894 г.г., то окажется, что общество имѣло возможность покрывать ее. Отъ взносовъ по акціямъ общество должно было получить 10 милл. долл., а отъ взносовъ по облигаціямъ второй ипотеки и по дивиденднымъ облигаціямъ—3.567.644 долл., всего 13.567.644 долл. Долги администраторовъ и долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ на 1 января 1895 г. выражались въ суммѣ 7.793.875 долл. Прочіе платежи наличными деньгами равнялись 5.773.769 долл. Такимъ образомъ, взносы по акціямъ, по облигаціямъ второй ипотеки и по дивиденднымъ облигаціямъ оказывались достаточными для удовлетворенія потребности общества въ наличныхъ средствахъ.

Изложенный планъ финансовой реорганизаціи, какъ и предыдущій (1889 г.), имѣлъ, главнымъ образомъ, въ виду замѣнить обязательства съ опредѣленной доходностью—обязательствами, по которымъ проценты должны были уплачиваться лишь при наличности достаточнаго чистаго дохода. Но планъ 1889 г. вводилъ дивидендныя облигаціи, тогда какъ новый планъ вводилъ кромѣ дивидендныхъ облигацій привилегированныя акціи. Слѣдуетъ имѣть въ

виду, что большая часть этих облигаций и привилегированных акций была размещена между держателями старых дивидендных облигаций и облигаций второй ипотеки, т. е. между англичанами, которые предпочитали дивидендные облигации акциямъ. Повидимому, авторы плана реорганизации желали сохранить за держателями облигаций общей ипотеки приоритетъ въ отношеніи залога имущества Atchison, но въ то же время часть облигаций они поставили въ зависимость (что касается оплаты купоновъ) отъ доходовъ сѣти. Если бы было рѣшено выпустить только дивидендные облигации или только привилегированныя акции, то пришлось бы ихъ распредѣлять между держателями облигаций, какъ общей, такъ и второй ипотеки (старыхъ дивидендныхъ облигаций); въ результатѣ владѣльцы облигаций общей ипотеки получили бы, пожалуй, большее количество бумагъ, но права ихъ въ отношеніи залога имущества Atchison ничѣмъ не отличались бы отъ правъ остальныхъ облигаціонеровъ. Согласно новому плану финансовой реорганизации, проценты по облигациямъ, выданнымъ взаменъ старыхъ 4% ипотечныхъ облигаций, должны были уплачиваться ранѣе процентовъ по облигациямъ позднѣйшихъ выпусковъ, произведенныхъ до реорганизации.

Авторы плана поняли истинное значеніе реорганизации 1889 г. Они не обольщали себя надеждами на возможность реализаціи какихъ-либо цѣнностей въ періодъ финансоваго кризиса и остановились на мысли о необходимости обложенія участниковъ предпріятія денежными взносами. Размѣръ взноса по обыкновеннымъ акциямъ значительно превышалъ биржевую цѣну акций, но авторы плана правильно рассуждали, что надежда на повышение цѣны въ будущемъ побудитъ акціонеровъ внести деньги. Уменьшеніе суммы обязательныхъ платежей на 5 милл. долл. съ избыткомъ вознаграждало акціонеровъ за увеличеніе количества облигаций, обременявшихъ имущество сѣти; акціонеры были отодвинуты нѣсколько дальше отъ этого имущества, но зато появилась надежда на полученіе

дивидендовъ. Ближайшій анализъ плана реорганизаціи показываетъ, что ни акціонеры, ни облигаціонеры фактически не были лишены ни одного изъ своихъ существенныхъ правъ. Облигаціонеры все равно не могли бы получить больше, чѣмъ выработывала сѣтъ, а прежній размѣръ дохода по принадлежавшимъ имъ облигаціямъ обезпечивался, при наличности достаточнаго дохода сѣти, посредствомъ новой комбинаціи ипотечныхъ и дивидендныхъ облигацій и привилегированныхъ акцій. За свои взносы наличными деньгами они получили право участія въ увеличеніи доходовъ предпріятія. Право это оказалось въ послѣдствіи весьма важнымъ.

Выполненіе плана реорганизаціи было гарантировано фирмой Бр. Берингъ и К^о и другими солидными банками. Печать привѣтствовала авторовъ плана, отдавая должное ихъ похвальнымъ усиліямъ разрѣшить столь трудную и сложную задачу, какъ упроченіе фннансоваго положенія Atchison. Оппозиція возникла со стороны меньшинства акціонеровъ, которые утверждали, что прежніе директора правленія, хотя и были устранены отъ веденія дѣлъ Atchison, сумѣли все же подобрать себѣ подходящихъ преемниковъ. Въ концѣ концовъ все должно было остаться по прежнему, и акціонеры не имѣли никакихъ гарантій относительно способовъ эксплуатаціи предпріятія въ будущемъ. Новое правленіе категорически опровергало эти обвиненія. Оппозиція въ общемъ не имѣла успѣха; начавъ агитацію въ августѣ, она къ ноябрю объединила лишь 250.000 акцій изъ общаго числа 1.020.000. Всѣ старанія обезпечить участіе представителей меньшинства акціонеровъ въ правленіи не привели ни къ какому результату.

Къ 21 сентября почти всѣ взносы были сдѣланы. Въ ноябрѣ былъ избранъ въ президенты Риплей, а въ началѣ декабря 1895 г. Уокеръ занялъ постъ предсѣдателя правленія новаго общества. Имущество общества Atchison 10 декабря 1895 г. было продано съ аукціона и пріобрѣтено за 60 милл. долл. Эдуардомъ Кингомъ, Чарльзомъ Биме-

номъ и Викторомъ Моравецъ, представителями реорганизаціоннаго комитета. Вслѣдъ затѣмъ 12 декабря 1895 г. была учреждена, по законамъ штата Канзаса, the Atchison, Topeka & Santa Fe Railroad Company. Тотчасъ же было избрано новое правленіе. Одновременно состоялась продажа желѣзныхъ дорогъ Atlantic & Pacific, Chicago, Santa Fe & California, и пр. Новое общество приобрѣло ихъ. Что касается St. Louis & San Francisco, то вопросъ о приобрѣтеніи сѣти служилъ предметомъ тщательнаго обсужденія правленія общества Atchison. Правленіе пришло къ заключенію, что обществу надлежитъ либо продать по выгодной цѣнѣ принадлежащія ему акціи Frisco, либо, наоборотъ, приобрести всѣ акціи сѣти, находящіяся въ обращеніи; для этой цѣли, конечно, пришлось бы выпустить новыя облигаціи и израсходовать, кромѣ того, значительныя суммы наличными деньгами. При всей важности приобрѣтенія полного контроля надъ Frisco, правленіе не могло не считаться съ финансовой стороною вопроса и рѣшило, что продажу акцій слѣдуетъ предпочесть ихъ скупкѣ. «Съ покупкой Frisco, говорилъ членъ соединеннаго исполнительнаго комитета Флемингъ, обязательныя платежи сѣти Atchison, протяженіемъ въ 7.780 миль, возрали бы съ 7.000 до 9.000 долл. на милью. Сѣть Atchison въ финансовомъ отношеніи гораздо сильнѣе—безъ Frisco».

Съ 1895 г. для общества Atchison наступаетъ періодъ непрерывнаго роста благосостоянія. Этимъ общество обязано отчасти уменьшенію обязательныхъ платежей, отчасти умѣлому веденію дѣла новымъ правленіемъ, но больше всего—громадному увеличенію работы всѣхъ вообще желѣзныхъ дорогъ въ Соединенныхъ Штатахъ.

Напомнимъ, что въ 1882 г. общество Atchison купило участокъ пути между Нидльсъ и Мойвой, но, такъ какъ право собственности на участокъ не могло быть передано обществу до истеченія срока погашенія ипотечныхъ облигацій, обременявшихъ его, то общество сдало участокъ въ аренду съ платой въ 6% годовыхъ съ покупной цѣны.

Въ 1897 г. арендный договоръ былъ расторгнутъ. Компания Southern Pacific и въ 1897 г. не могла передать право собственности на участокъ, но замѣнила долгосрочный договоръ на его аренду такимъ же договоромъ на аренду желѣзной дороги Сонора, вѣтви сѣти Atchison отъ Деминга до Гійямасъ. Соглашеніе это оказалось выгоднымъ для обѣихъ сторонъ. Желѣзная дорога Сонора была совершенно разобщена съ сѣтью Atchison, и до нея можно было добраться только при помощи Southern Pacific; съ другой стороны, Моявскій участокъ составлялъ какъ бы естественную опору Southern Pacific. Въ 1898 г. предсѣдатель исполнительнаго комитета общества Atchison объявилъ объ окончаніи переговоровъ по поводу покупки желѣзной дороги San Francisco & San Joaquin Valley, отъ Бэкерсфильда до Стоктона въ Калифорніи. Первый пунктъ находился въ 68 миляхъ отъ Моявы, а второй былъ расположенъ приблизительно въ такомъ же разстояніи отъ Санъ-Франциско. Тотчасъ же была начата постройка дороги отъ Стоктона до Санъ-Франциско и въ слѣдующемъ году закончена. Тогда же была образована компания Santa Fe Terminal съ капиталомъ въ 1 милл. долл. Общество Atchison вступило въ соглашеніе съ Southern Pacific, и съ 1 мая 1900 г. открылось сквозное движеніе для грузовъ отъ Чикаго до Санъ-Франциско. Съ іюля 1900 г. общество Atchison открыло прямое пассажирское сообщеніе между названными пунктами.

Въ 1901 г. общество приобрѣло двѣ трети облигацій и почти всѣ акціи Pecos Valley & Northeastern Railway Company, протяженіемъ въ 370 миль отъ Тексико, черезъ юго-восточныя провинціи Мексики до Пекосъ-Сити въ Техасѣ. Въ іюлѣ того же года оно приобрѣло Santa Fe, Prescott & Phoenix Railroad отъ Ашъ-Форка (Аризона) до Феникса, протяженіемъ около 195 миль. Между Беленомъ (Новая Мексика) къ югу отъ Альбукерки и Амарильо (Техасъ) построена желѣзная дорога для сокращенія пути изъ Калифорніи въ восточный Канзасъ. Въ настоящее

время разсматривается проект постройки желѣзной дороги для соединенія Gulf, Colorado & Santa Fe въ Браунвудѣ съ Беленской линіей въ Тексико. Эта дорога откроетъ прямое сообщеніе между Калифорніей и Мексиканскимъ заливомъ при посредствѣ сѣти Atchison.

Общее протяженіе сѣти Atchison возрасло съ 6.479 миль въ 1897 г. до 9.273 миль въ 1907 г. Валовой доходъ увеличился съ 30.621.230 долл. до 93.683.407 долл.; чистый доходъ—съ 7.754.041 долл. до 32.153.692 долл., чистая прибыль съ 1.452.446 долл. до 21.168.724 долл. Поразительный ростъ доходовъ сопровождался значительными затратами на усиленіе и улучшеніе сѣти. Эксплоатационные расходы, обязательные платежи и налоги составляли въ 1907 г. менѣе 77% валового дохода. Для того чтобы купоны реорганизаціонныхъ облигацій не были оплачены, чистый доходъ сѣти долженъ понизиться болѣе, чѣмъ на 21 милл. долл. При такихъ условіяхъ нѣтъ ничего удивительнаго въ томъ, что Гарриманъ въ 1906 г. приобрѣлъ на 10.395.000 долл. привилегированныхъ акцій Atchison за счетъ Union Pacific *). По обѣимъ категоріямъ акцій общество платитъ 5% дивиденда. Обществу принадлежатъ 1.791 паровозъ противъ 953 въ 1897 г.; 1.135 пассажирскихъ вагоновъ противъ 622; 49.770 товарныхъ вагоновъ противъ 26.776. Средняя нагрузка товарнаго поѣзда увеличилась съ 131 до 320 тоннъ. Число товарныхъ поѣздо-миль увеличилось лишь на 35%, а число тонно-миль болѣе, чѣмъ утроилось. Выручка съ товарной поѣздо-мили въ 1907 г. вдвое превышала выручку 1897 г. несмотря на пониженіе тарифовъ. Сѣть Atchison не зависитъ отъ какой-либо опредѣленной категоріи грузовъ. Уголь, руда и прочіе минералы составляли лишь 30,87% всего тоннажа сѣти въ 1907 г., земледѣльческіе продукты 25,34%, издѣлія—17,37%, лѣсные продукты—12,12%.

*) Президентъ Риплей въ 1907 г. заявилъ въ Interstate Commerce Commission, что за два года передъ тѣмъ Гарриманъ и его компаньоны приобрѣли на 30 милл. долл. акцій Atchison и обезпечили избраніе въ правленіе Atchison двухъ представителей своихъ интересовъ.

Долгъ сѣти возросъ съ 174.196.750 долл. въ 1897 г. до 284.171.550 долл. въ 1907 г. Акціонерный капиталъ нѣсколько уменьшился, а большая часть новыхъ облигацій была выпущена серіями подлежащихъ конверсіи debenture bonds, такъ что обязательные платежи увеличиваются сравнительно незначительно. Лишь въ 1906 г. акціонеры разрѣшили правленію выпустить по номинальной цѣнѣ 4% подлежащія конверсіи облигаціи на 26.060.000 долл., а въ 1908 г. обыкновенныя акціи на 98 милл. долл. для покрытія расходовъ на усиленіе и улучшеніе сѣти. Платежеспособность сѣти не подвергается, при такихъ условіяхъ, никакому риску.

Г Л А В А VII.

Union Pacific.

Сооруженіе сѣти Union Pacific было предпринято, благодаря отводу государственныхъ земель конгрессомъ и выпуску правительственныхъ облигацій. Конгрессомъ руководили стратегическія, политическія и экономическія соображенія: съ одной стороны, необходимо было закрѣпить за Соединенными Штатами обладаніе Калифорніей, положивъ предѣлъ агрессивнымъ стремленіямъ Англии, а съ другой—правительство желало открыть для продуктовъ восточныхъ штатовъ новый рынокъ сбыта въ обширной и богатой мѣстности.

Въ 1862 г. былъ проведенъ первый законъ объ отпускѣ средствъ на постройку желѣзной дороги и телеграфной линіи отъ рѣки Миссури до Тихаго океана и объ обезпеченіи для правительства пользованія означенной желѣзной дорогой для почтовыхъ, военныхъ и иныхъ цѣлей. На основаніи закона 1862 г. образовалось акціонерное общество подъ фирмой Union Pacific Railroad Company съ капиталомъ въ 100 милл. долл., раздѣленныхъ на 100.000 акцій по 1.000 долл. каждая, для постройки желѣзной дороги отъ сотога меридіана западной долготы отъ Гринича до западной границы территоріи Невада. Постройка должна была начаться на территоріи Небраски. Общество получало бесплатно землю для проведенія желѣзной дороги и кромѣ того по пяти добавочныхъ секцій на милю по обѣ стороны пути. Помимо отвода государственныхъ земель, правительство выдавало обществу облигаціи подъ обезпеченіе желѣзнодорожнаго имущества, въ видѣ первой ипотеки. Вознагражденіе за услуги, которыя желѣзная дорога должна была оказывать правительству, обращалось на уплату долга и процентовъ по облигаціямъ; по окончаніи постройки и впредь до погашенія капитала и процентовъ по облигаціямъ, не менѣе 5% чистаго дохода дороги должны

были ежегодно обращаться на погашеніе долга правительству. Директоровъ должно было быть не менѣе пятнадцати, изъ которыхъ двое назначались президентомъ Соединенныхъ Штатовъ. Правительство надѣялось, что предоставляемая имъ льготы окажутся достаточными для привлеченія частнаго капитала, но расчеты его не оправдались. Поэтому, въ 1864 г. былъ изданъ новый законъ въ измѣненіе закона 1862 г. Нарипательная цѣна акцій была понижена до 100 долл., а число ихъ увеличено до милліона. вмѣсто пяти секцій на милю рѣшено было отвести обществу по десяти секцій. Долгъ правительству фигурировалъ уже въ качествѣ второй ипотеки, а не первой. На погашеніе долга обращалась лишь половина вознагражденія за услуги, оказываемыя государству. Число директоровъ правленія было увеличено до двадцати, изъ которыхъ пять назначались президентомъ Соединенныхъ Штатовъ.

Таковы были условія сооруженія желѣзной дороги Union Pacific. Общество, по расчетамъ правительства, должно было покрыть такимъ образомъ большую часть расходовъ на сооруженіе дороги, а недостающія средства могли быть добыты путемъ выпуска собственныхъ облигацій первой ипотеки. Нельзя было опасаться при такихъ условіяхъ чрезмѣрной капитализаціи; участіе правительства въ концѣ концовъ должно было принести выгоды и ему и вообще всей странѣ, а что касается общества Union Pacific, то оно, въ свою очередь, могло бодро смотрѣть на будущее и рассчитывать на достиженіе прочнаго благосостоянія. Къ сожалѣнію, строительная стоимость дороги, а затѣмъ и капитализація ея, подъ вліяніемъ цѣлаго ряда причинъ, значительно превысили смѣтныя исчисленія. Во-первыхъ, работы по сооруженію дороги производились въ періодъ высокихъ цѣнъ, явившихся результатомъ не только обезцѣненія бумажныхъ денегъ, но и войны; во-вторыхъ, нормальный уровень цѣнъ повысился вслѣдствіе крайней спѣшности съ которой велись работы по

сооруженію; наконецъ, постройка дороги была поручена знаменитой фирмѣ *Crédit Mobilier*.

Сравнивая цѣны періода 1864 — 69 г. г. съ цѣнами 1860 г., комитетъ Ольдрича въ 1893 г. пришелъ къ слѣдующимъ результатамъ:

Г о д ы.	Сѣтныя припасы.	Полосовое жельзо.	Рельсы, жельзо.	Металлы и инструменты кромѣ кар- манныхъ но- жей.	Всѣ пред- меты.
1864 . . .	165,8	249,3	262,5	198	190,5
1865 . . .	216,5	181,1	205,5	218,7	216,8
1866 . . .	173,8	167	180,7	192,7	191
1867 . . .	163,9	148,2	173,2	178,9	172,2
1868 . . .	164,2	145,8	164,3	167,1	160,5
1869 . . .	162,9	139	160,9	157,9	153,5

Принимая во вниманіе лажъ на золото, получимъ слѣдующую таблицу:

1864 . . .	106,6	160,3	168,8	127,3	122,5
1865 . . .	100,1	83,7	95	101,1	100,3
1866 . . .	124,1	119,2	128,9	137,5	136,3
1867 . . .	121,8	110,1	128,6	132,9	127,9
1868 . . .	118,6	105,2	118,6	120,6	115,9
1869 . . .	120,1	102,5	118,6	116,4	113,2*)

Приведенныя таблицы показываютъ, что цѣны, считая на бумажныя деньги или на золото, были гораздо выше въ 1866 г., чѣмъ до войны и оставались на томъ же уровнѣ въ теченіе всего періода сооруженія *Union Pacific*. Заработная плата, въ свою очередь, была выше нормы подъ вліяніемъ тѣхъ же. Во время войны значительно усилился спросъ на рабочія руки и всякаго рода товары,—послѣ 1865 г. наступилъ періодъ колоссальнаго развитія промышленности въ Соединенныхъ Штатахъ, оживленіе продолжалось вплоть до паники 1873 г., причемъ частная инициатива

*) Цѣны золота по годамъ указаны въ альманахѣ 1878 г.:

1864 . . .	155,5	1866	140,1	1868	138,5
1865 . . .	216,2	1867	134,6	1869	135,6

интересовалась, главнымъ образомъ, желѣзнодорожнымъ строительствомъ. Въ результатѣ заработная плата и цѣны на товары чрезвычайно повысились. Помимо всего этого, американскія желѣзныя дороги какъ разъ въ то время переходили съ желѣзныхъ рельсовъ на стальные, — пришлось въ какія-нибудь десять лѣтъ свести на нѣтъ всю работу, стоившую громаднхъ денегъ.

Спѣшность сооружеія также сыграла крупную роль въ дѣлѣ повышения строительной стоимости дороги. Общество Union Pacific строило дорогу къ западу отъ рѣки Миссури, въ то же время общество Central Pacific строило дорогу къ востоку отъ Сакраменто, причемъ правительство предоставило ему такія же льготы, какъ и Union Pacific. Обѣ дороги должны были встрѣтиться на восточной границѣ Невады. Съ цѣлью поощрить скорѣйшее окончаніе постройки, правительство объявило, что то общество, которое раньше достигнетъ назначеннаго пункта, будетъ имѣть право продолжать постройку дороги на востокъ или на западъ до соединенія съ другой дорогой. Такъ какъ размѣръ земельныхъ отводовъ зависѣлъ отъ числа отстроенныхъ миль, то оба общества сооружали свои дороги съ лихорадочной поспѣшностью. Общество Union Pacific отправляло партіи рабочихъ на западъ за 200 миль отъ пункта, до котораго уже была построена его дорога. Общество Central Pacific осенью 1867 г. закончило постройку 105 миль пути къ востоку отъ Сакраменто, причемъ отправляло желѣзо и матеріалы черезъ горы, не ожидая прорытія тоннелей. Къ 1869 г., черезъ четыре года послѣ приступа къ сооруженію дороги, общество Union Pacific успѣло построить 1.038 миль, включая трудный переваль черезъ Скалистыя горы. Такимъ образомъ, общество Union Pacific обезпечило за собою дополнительный отводъ государственныхъ земель, но земли эти довольно долго не находили покупателей *), расходы же по постройкѣ дороги сильно увеличились.

*) *Прим. перев.* Ср. С. Кульжинскій, Передача государственныхъ земель желѣзнымъ дорогамъ въ Соединенныхъ Штатахъ Сѣверной Америки. СПб., 1910.

Наконецъ, какъ указано выше, чрезмѣрная стоимость дороги объясняется участіемъ въ ея постройкѣ фирмы *Crédit Mobilier*. Въ 1864 г. вице-президентъ *Union Pacific* Дюрантъ уговорилъ нѣкоего Гокси заключить съ нимъ контрактъ о постройкѣ желѣзной дороги отъ Омахи до сотога меридіана. Гокси, ничѣмъ не рискуя, подписалъ контрактъ съ товариществомъ, въ составъ котораго входили Дюрантъ и нѣсколько другихъ акціонеровъ *Union Pacific*. Между тѣмъ, Дюрантъ купилъ уставъ *Pennsylvania Fiscal Agency*. Спустя нѣкоторое время участникамъ строительнаго товарищества Дюранта были выданы акціи *Fiscal Agency*, предпріятія, которое теперь извѣстно подъ именемъ *Crédit Mobilier of America*. Акціонерамъ *Union Pacific* предоставлялось получать акціи *Crédit Mobilier* за взносы, сдѣланные по акціямъ *Union Pacific*. Такимъ образомъ, акціонеры *Union Pacific* одновременно сдѣлались акціонерами *Crédit Mobilier* и получили возможность заключать выгодные контракты съ самими собою, какъ строителями желѣзной дороги. Товарищество Дюранта сдало работы *Crédit Mobilier*. Впослѣдствіи нашли удобнымъ сдать работы частнымъ лицамъ, которыя передали ихъ семи уполномоченнымъ. Послѣдніе построили дорогу на средства, доставленныя *Crédit Mobilier*, и затѣмъ передали прибыль отъ постройки этой фирмѣ. Практически результатъ отъ этого не измѣнился. У акціонеровъ *Union Pacific* не осталось никакихъ побудительныхъ мотивовъ къ достиженію экономіи отъ постройки. Въмѣсто того, чтобы выиграть на дешевизнѣ постройки, они нажились на дороговизнѣ ея; вмѣсто того чтобы стараться по возможности уменьшить расходы по сооруженію, они стремились сдѣлать контракты какъ можно болѣе выгодными для лицъ, взявшихся за постройку дороги. Выгоды акціонеровъ общества *Union Pacific*, какъ участниковъ предпріятія *Crédit Mobilier*, одержали верхъ надъ соображеніями объ убыткахъ для нихъ, какъ хозяевъ *Union Pacific*. Размѣры прибыли, полученной *Crédit Mobilier*, представляются спорными. Уайтъ опредѣляетъ ее въ $27\frac{1}{2}\%$

т. е. въ 16.700.000 долл.; Дэвисъ полагаетъ, что она безусловно превысила 20 милл. долл. При этомъ Уайтъ опредѣляетъ прибыль въ процентахъ ко всей строительной стоимости дороги, Дэвисъ же утверждаетъ, что значительная часть капитала, лишь только заканчивалась постройка участка въ 20 миль, возмѣщалась выручкой отъ реализаціи правительственныхъ и желѣзнодорожныхъ облигацій и акцій. Хотя всего было затрачено отъ 50 до 70 милл. долл., но по всей вѣроятности дѣйствительный расходъ въ любой моментъ не превышалъ 10 милл. долл.; въ такомъ случаѣ прибыль въ 20 милл. долл., распределенная на четыре года, даетъ 5 милл. долл. въ годъ или 50% годовыхъ на затраченный капиталъ. Наконецъ, правительственная комиссія по дѣламъ Union Pacific опредѣлила дѣйствительную прибыль въ 23.366.320 долл., отмѣтивъ при этомъ, что долги общества составили гораздо бѣльшую сумму, такъ какъ облигаціи и акціи надо считать по нарицательной цѣнѣ *).

Результатомъ вліянія указанныхъ трехъ факторовъ явилось чрезвычайное возрастаніе облигаціоннаго долга общества. Стоимость дороги въ 1870 г. исчислялась въ 106.245.978 долл. или 102.951 долл. на милю. Капитализація выражалась въ суммѣ 107.907.300 долл. или 104.561 долл. на милю, изъ которыхъ 32.715 долл. приходилось на долю акцій, 26.080 долл. на долю правительственныхъ облигацій и 45.765 долл. на долю облигацій первой ипотеки и дивидендныхъ. Въ 1873 г. чистый доходъ дороги равнялся 4.092.032 долл., а проценты по облигаціямъ, не считая процентовъ по долгу правительству, — 3.403.660 долл. Въ 1874 г. цифры эти соотвѣтственно повысились до 5.291.243 долл. и 3.431.720 долл. Другими словами, общество начало эксплуатацію дороги, уже будучи обременено чрезмѣрнымъ долгомъ. Первоначально монопольное поло-

*) Правительство пыталось добиться признанія недѣйствительными вышеприведенныхъ контрактовъ о постройкѣ желѣзной дороги и возвращенія незаконно полученной прибыли, но проиграло дѣло въ высшемъ судѣ.

женіе дороги въ отношеніи перевозки грузовъ черезъ весь континентъ, позволяло не считаться съ этимъ обстоятельствомъ, но съ теченіемъ времени борьба становилась все болѣе и болѣе трудной. Въ 70-хъ годахъ общество Union Pacific работало прекрасно. Акціонерный капиталъ не увеличился, облигаціонный долгъ нѣсколько повысился, но коэффициентъ эксплуатаціи понизился. Первый дивидендъ былъ выданъ въ 1875 г.; въ 1876 и 1877 годахъ общество выдало 8⁰/₀, въ 1878 г.—5¹/₂⁰/₀, а въ 1879 г.—6⁰/₀. Въ 1880 г. состоялось сляніе Union Pacific съ желѣзными дорогами Kansas Pacific и Denver Pacific. Эта комбинація заслуживаетъ нѣсколько болѣе подробнаго разсмотрѣнія.

Общество Kansas Pacific, такъ же, какъ и Union Pacific, было учреждено на основаніи законовъ 1862 и 1864 г.г. Желѣзная дорога должна была итти отъ Канзасъ-Сити на западъ до соединенія съ Union Pacific на сотомъ меридіанѣ. Впослѣдствіи, закономъ 3 іюля 1866 г., обществу было разрѣшено измѣнить направленіе дороги и соединиться съ Union Pacific не далѣе 50 миль къ западу отъ меридіана Денвера въ Колорадо. Подобно Union Pacific, желѣзная дорога Kansas Pacific была построена съ подряда. Въ результатъ 638 миль дороги обошлись въ 9.437.950 долл. акціями и 22.651.000 облигаціями, или 14.793 долл. акціями и 33.455 долл. облигаціями на милю. Цифры эти надо признать высокими въ виду того, что дорога проходитъ по совершенно ровной мѣстности. Къ тому же дорога была неудовлетворительно построена, и эксплуатація ея велась ниже всякой критики. Проходя параллельно Union Pacific, она должна была выдерживать ожесточенную конкуренцію. Согласно отчету бухгалтера-эксперта правительственной Тихоокеанской желѣзнодорожной комиссіи, выпущенному въ 1887 г., валовой доходъ дороги въ періодъ 1867—1879 г.г. равнялся въ среднемъ 9.220.218 долл., тогда какъ обязательные платежи, кромѣ оплаты процентовъ по правительственнымъ облигаціямъ, достигали 15.749.287 долл. Такимъ образомъ, дефицитъ равнялся

6.525.069 долл., а со включеніемъ процентовъ по долгу правительству—11.330.772 долл. Въ 1874 г. дорога Kansas Pacific дошла до такого состоянія, что по ея дѣламъ была назначена администрація. Въ 1875 г., по соглашенію съ кредиторами, значительная часть неоплаченныхъ купоновъ была превращена въ долгосрочныя обязательства.

Въ 1878 г. группа облигаціонеровъ и акціонеровъ Kansas Pacific составила проектъ реорганизациі общества съ цѣлью передачи его изъ рукъ администраціи въ вѣдѣніе настоящихъ хозяевъ предпріятія-акціонеровъ и сліянія съ Union Pacific. Двѣнадцать крупныхъ облигаціонеровъ и акціонеровъ общества образовали «pool». Рѣшено было представить акціи и облигаціи въ общій фондъ съ опредѣленной оцѣнкой ихъ, причемъ интересы каждаго участника фонда опредѣлялись пропорціонально суммѣ оцѣнки представленныхъ имъ бумагъ. Взамѣнъ представленныхъ бумагъ участники «pool'я» должны были получить акціи по расчету одной новой акціи за восемь старыхъ, 10 акцій за дивидендныя облигаціи перваго разряда на сумму 2.000 долл. и 30 акцій за дивидендныя облигаціи втораго разряда на сумму 10.000 долл. По существу бумаги нарицательной стоимостью въ 17.330.350 долл. предполагалось замѣнить акціями нарицательной стоимостью въ 4.855.300 долларовъ. Это въ значительной степени облегчило бы положеніе дороги, но надо имѣть въ виду, что 17.330.350 долл. составляли едва половину общей суммы находившихся въ обращеніи акцій и облигацій. Проценты по многимъ облигаціямъ оплачивались лишь при наличности достаточныхъ доходовъ, а о долгѣ по краткосрочнымъ обязательствамъ планъ реорганизациі совершенно не упоминалъ.

Планъ потерпѣлъ неудачу, потому что остальные участники предпріятія, стоявшіе внѣ pool'я, не согласились на столь крупное обезцѣненіе принадлежавшихъ имъ бумагъ. По предложенію Гульда, вмѣсто акцій рѣшено было выпустить 6% облигаціи консолидированной ипотеки срокомъ на 40 лѣтъ. Облигаціи предполагалось выпустить на 30 милл.

долл., изъ которыхъ 24 милл. долл. должны были быть реализованы немедленно для погашенія долга по облигаціямъ прежнихъ выпусковъ и уплаты недоимокъ по процентамъ. Планъ Гульда, подобно предыдущему, предусматривалъ извѣстную очередь въ отношеніи капитала по облигаціямъ позднѣйшихъ выпусковъ, причемъ сохранялись тѣ же нормы обмѣна старыхъ облигацій на новыя. О старыхъ акціяхъ планъ ничего не говорилъ. Въ конечномъ результатѣ задолженность общества должна была увеличиться, то же слѣдуетъ сказать и объ обязательныхъ платежахъ. Однако, пониженіе процента по ипотечнымъ облигаціямъ въ январѣ 1879 г. съ 10⁰/₀ до 7⁰/₀ и отказъ въ уплатѣ части недоимокъ по процентамъ, временно облегчилъ положеніе дороги.

Желѣзная дорога Kansas Pacific прорѣзывала мѣстность къ западу отъ Денвера. Между Денверомъ и Шейенномъ проходила дорога Denver Pacific, протяженіемъ въ 106 миль, игравшая роль соединительнаго звена между двумя большими дорогами. Акціи Denver Pacific находились во владѣніи Kansas Pacific, причемъ 29.979 акцій въ 1877 г. были представлены въ залогъ, въ обезпеченіе 10⁰/₀ ипотечныхъ облигацій. Общій валовой доходъ Denver Pacific за время съ 1870 по 1879 г.г. равнялся 3.122.141 долл., расходы достигли 1.709.477 долл., чистый доходъ отъ эксплуатаціи составилъ 1.412.664 долл., въ среднемъ 141.266 долл. въ годъ. Въ первыя восемь лѣтъ упомянутого періода обязательные платежи достигли 185.000 долл. въ годъ.

Конкуренція между Union Pacific, Kansas Pacific и Denver Pacific естественно привела къ мысли о желательности какого-либо соглашенія или слянія. Kansas Pacific находилась въ полной зависимости отъ своего конкурента въ отношеніи доступа въ мѣстности, расположенныя на западѣ. Если-бы обществу удалось протянуть желѣзную дорогу до Огдена, эта зависимость была бы устранена, но финансовое положеніе Kansas Pacific совершенно не до-

пускало такого развитія сѣти. До 1879 г. капиталисты не проявляли никакого интереса къ предпріятію, — съ другой стороны, тарифы были низкіе, и общество Union Pacific въ борьбѣ съ Kansas Pacific понижало ихъ вплоть до уровня себѣстоимости перевозокъ.

Въ 1875 г. уже поговаривали о соглашеніи, по которому общество Kansas Pacific должно было отказаться отъ всѣхъ своихъ претензій на участіе въ перевозкахъ грузовъ, направлявшихся къ Тихому океану, взаменъ чего ему должна была быть предоставлена монополія обслуживания мѣстнаго движенія въ Колорадо. Въ связи съ соглашеніемъ, общество Kansas Pacific должно было пріобрѣсти Colorado Central Railroad путемъ выпуска акцій на сумму 10 милл. долл., которыя распредѣлялись по указанію Union Pacific. Это соглашеніе не было осуществлено. Въ 1878 г. предпріятіемъ заинтересовался Гульдъ. Сначала онъ скупилъ облигаціи, и въ качествѣ облигаціонера вступилъ въ «pool», образованный въ 1878 г. Скупивъ затѣмъ бумаги, находившіяся во владѣніи «St. Louis parties», Гульдъ пріобрѣлъ контроль надъ большинствомъ акцій Kansas Pacific. Одно изъ условій договора заключалось въ томъ, что, если къ 1 іюня 1878 г. гг. Гульдъ, Диллонъ и Эймсъ, крупные акціонеры Union Pacific, не будутъ обладать большинствомъ голосовъ въ pool'ѣ, то они пользуются преимущественнымъ правомъ пріобрѣтенія потребнаго количества акцій и облигацій за наличныя деньги. Хотя большинство голосовъ въ pool'ѣ не означало еще обладанія большею частью акцій, финансовыя операціи pool'я помогли Гульду пріобрѣсти столь нужный ему контроль надъ предпріятіемъ. Соглашеніе между Union Pacific и Kansas Pacific было, однако, весьма непрочнымъ. Гульдъ никогда не принималъ особенно близко къ сердцу интересы названныхъ обществъ и гораздо больше заботился объ обезпеченіи своей личной выгоды, которой скорѣе могъ достигнуть при конкуренціи между дорогами, чѣмъ при ихъ согласной дѣятельности. Купивъ акцій Kansas Pacific, Гульдъ продалъ изъ 200.000

принадлежащихъ ему акцій Union Pacific—173.000. Въ 1879 г. положеніе обѣихъ дорогъ почти не измѣнилось, и наблюдавшаяся гармонія отношеній носила весьма поверхностный характеръ. Въ положеніи Union Pacific произошла, однако, крупная перемѣна къ худшему; желѣзная дорога Kansas Pacific, хотя и неудовлетворительно оборудованная и зависѣвшая отъ Union Pacific въ отношеніи установленія тарифовъ, необходимыхъ для привлеченія грузовъ съ запада, успѣла заинтересовать въ своемъ предпріятіи группу капиталистовъ, которые могли финансировать развитіе сѣти до Огдена и даже организовать сообщеніе между Канзасъ-Сити и восточными штатами.

Въ 1879 г., очевидно опираясь на поддержку Kansas Pacific со стороны группы капиталистовъ, Гульдъ предложилъ правленію общества Union Pacific консолидировать Union, Kansas и Denver на условіяхъ полного равенства акцій этихъ предпріятій. Предложеніе Гульда представлялось совершенно абсурднымъ. Правительственный бухгалтеръ опредѣлялъ въ то время финансовое положеніе обществъ слѣдующимъ образомъ:

	Чистый доходъ на милію.	Обязательные пла- тежи на милію.
Union Pacific . .	5.617 долл.	3.185 долл.
Kansas Pacific .	1.602 »	2.295 »
Denver Pacific .	1.333 »	1.750 »

Общество Union Pacific давало излишки доходовъ надъ расходами, а два другихъ общества—дефициты; акціи общества Union Pacific котировались въ январѣ 1879 г. по 68½, акціи Kansas Pacific не выше 13. Гульдъ все это отлично зналъ, но его задача заключалась въ томъ, чтобы запугать общество Union Pacific легкостью, съ которой дорога Kansas Pacific могла быть превращена въ опаснаго конкуррента. Въ ноябрѣ 1879 г. Гульдъ купилъ желѣзную дорогу Missouri Pacific отъ Канзасъ-Сити до С.-Луи, вслѣдъ затѣмъ онъ купилъ двѣ линіи между Kansas Pacific и

Union Pacific въ Канзасѣ и объявилъ, что намѣренъ протянуть Kansas Pacific до Lake Salt City. Тамъ новая линія должна была соединиться съ Central Pacific, и, такимъ образомъ, возникалъ третій великій рельсовый путь черезъ континентъ. Въ результатѣ всѣхъ этихъ комбинацій правленіе общества Union Pacific согласилось на условія, предложенныя Гульдомъ, и 14 января 1880 г. состоялось соглашеніе, по которому Union Pacific и Kansas Pacific со всѣми ихъ активами и пассивами слились въ одно предприятие съ капиталами въ 36.762.300 долл. и 10 милл. долл., принятыми *al pari*; къ суммѣ капиталовъ Union Pacific и Kansas Pacific Гульдъ присоединилъ капиталъ Denver Pacific въ 4 милл. долл. Новое общество, подъ наименованіемъ Union Pacific Railway Company, имѣло, такимъ образомъ, капиталъ въ 50.762.300 долл. и облигаціонный долгъ въ 92.984.624 долл. Новое общество эксплуатировало 1.821 милю дорогъ противъ прежнихъ 1.042; оно имѣло 22.455.134 долл. валового дохода противъ 13.201.077 долл., расходы эксплуатации повысились съ 5.475.503 долл. до 10.545.119 долл. Сліяніе сильнаго предприятия съ двумя слабыми принесло выгоды лишь акціонерамъ Kansas Pacific и Denver Pacific. Обыкновенныя акціи Kansas Pacific, котировавшіяся по 13 въ январѣ 1879 г., стоили 59 въ іюнѣ и 92½ въ декабрѣ.

Львиная доля прибылей досталась Гульду, какъ главному акціонеру Kansas Pacific и владѣльцу почти всѣхъ акцій Denver Pacific. Но Гульду этого было мало. Въ его владѣніи находились еще облигаціи общества St. Joseph & Western Railroad Company на сумму 945.887. долл. и 5.013 акцій, облигаціи St. Joseph Bridge Company на 634.000 долл. и сертификаты администраторовъ St. Joseph & Denver Pacific Railroad на 59.000 долл. Въстѣ съ тѣмъ, чтобы побудить правленіе общества Union Pacific принять его планъ сліянія дорогъ, Гульдъ приобрѣлъ желѣзныя дороги Missouri Pacific, Kansas Central и Central Branch Union Pacific.

Всѣ эти линіи большихъ доходовъ не приносили. Дорога St. Joseph & Western была продана съ аукціона въ 1875 г. и съ тѣхъ поръ управлялась администраторомъ. Дорога эта имѣла значеніе съ точки зрѣнія предоставленія Union Pacific еще одного выхода на востокъ (черезъ Grand Island) кромѣ Омахи. Цѣнность облигацій Bridge Company и сертификатовъ администраторовъ находилась въ зависимости отъ доходовъ той-же дороги St. Joseph & Western. Что касается Kansas Central, то это была узкоколейная дорога, проданная съ аукціона въ апрѣлѣ 1879 г. Желѣзная дорога Central Branch Union Pacific должна была соединиться съ Kansas Pacific, но проектъ соединенія не былъ осуществленъ, послѣ того какъ Kansas Pacific не удалось придвинуть къ Union Pacific на сотомъ меридіанѣ. Въ моментъ слянія дорогъ, по даннымъ правительственной Тихоокеанской желѣзнодорожной комисіи, купоны за шесть лѣтъ не были оплачены, причемъ ими обезпечивались дивидендныя ипотечныя облигаціи. Компания Central Branch Union Pacific никогда не была въ состояніи оплачивать свои собственные купоны, не считая процентовъ по правительственнымъ облигаціямъ. Гульдъ платилъ отъ 40 долл. за облигаціи St. Joseph & Denver до 238 долл. за акціи Central Branch Union Pacific. Во всѣхъ случаяхъ онъ продавалъ купленные бумаги Union Pacific за ту же или высшую цѣну (кромѣ Missouri Pacific). За облигаціи St. Joseph & Western, стоившія ему 40 долл., онъ получилъ такое же количество акцій Union Pacific, которыя въ январѣ 1880 г. котировались по 94; за облигаціи на сумму 634.000 долл. и 4.000 акцій St. Joseph Bridge Company, стоившія Гульду 480.440 долл., онъ получилъ 6.340 акцій Union Pacific; за облигаціи на сумму 479.000 долл. и 2.521 акцію Kansas Central Гульдъ получилъ 4.790 акцій Union Pacific; наконецъ, за 7.616 акцій Central Branch Union Pacific, за которыя Гульдъ заплатилъ 1.826.500 долл., ему были выданы 6% облигаціи Union Pacific на 913.500 долларовъ и 6% облигаціи Kansas Pacific на такую же сумму.

Въ результатѣ общества значительно увеличили свой акціонерный капиталъ, а Union Pacific облигаціонный долгъ, не получивъ эквивалентныхъ цѣнностей.

Итакъ, Union Pacific Railway Company вступила въ 1880 г. съ худшими перспективами, нежели прежнее общество Union Pacific Railroad. Новое общество страдало не только отъ первоначальнаго чрезмѣрнаго увеличенія акціонернаго капитала и облигаціоннаго долга, но и отъ послѣдующаго «разбавленія водой» актива. Со включеніемъ правительственной субсидіи и процентовъ по этому долгу, общая сумма облигацій и акцій общества въ 1880 г. достигала 179.058.902 долл. или 98.329 долл. на милю, изъ которыхъ 27.876 долл. приходились на долю акцій, 45.372 долл. на долю ипотечныхъ облигацій и 25.081 долл. на долю правительственныхъ облигацій и процентовъ по нимъ. Цифры на милю немного понизились по сравненію съ 1870 г., и все же «воды» въ капитализаціи было больше, потому что средняя цѣнность актива стала еще меньше. Дивидендная дорога слилась съ бездивидендными линиями, въ результатѣ сильно нажились авторы плана консолидаціи, но много потеряло плетезеспособное предпріятіе.

Въ періодъ 1880—1883 г.г. было построено нѣсколько вѣтвей, и для покрытія расходовъ на ихъ сооруженіе акціонерный капиталъ общества былъ увеличенъ на 10 милл. долл. На эти деньги была построена линія Denver & South Park. Постройка линіи была поручена нѣсколькимъ строительнымъ обществамъ, въ дѣлахъ которыхъ Гульдъ былъ заинтересованъ въ размѣрѣ 25%. Въ видѣ дивиденда Гульдъ получилъ акціи Denver & South Park Railroad Company. Въ ноябрѣ 1880 г., дѣйствуя отъ имени Union Pacific Railway Company, онъ купилъ акціи желѣзной дороги Денверъ по номинальной цѣнѣ за наличныя деньги. Такимъ образомъ, въ качествѣ участника строительной компаніи (въ размѣрѣ 25% ея капитала), Гульдъ получилъ громадную прибыль, которая не досталась бы ему, если бы онъ не представлялъ интересовъ Union Pacific и не былъ

акціонеромъ этого общества. По поводу дороги Денверъ Чарльзъ Адамсъ въ послѣдствіи высказалъ, что главнымъ источникомъ ея дохода являлась перевозка рабочихъ и матеріаловъ въ Колорадо для разработки минеральныхъ богатствъ. Пока не выяснилось что никакихъ минеральныхъ богатствъ на самомъ дѣлѣ не было, движеніе на дорогѣ достигало громадныхъ размѣровъ. Болѣе важнымъ событіемъ въ жизни Union Pacific была организація въ 1881 г. Oregon Short Line Railway Company для постройки и эксплуатаціи желѣзной дороги отъ Гренджера на Union Pacific до штата Орегона, протяженіемъ въ 610 миль. Общество Northern Pacific переживало въ то время финансовыя затрудненія, и едва-ли было въ состояніи построить новую дорогу на свои средства. Во всякомъ случаѣ на это никто не рассчитывалъ. Однако, несмотря на то, что расчеты оказались ошибочными, и что новая дорога Oregon Short Line была второю по числу въ штатѣ Орегонъ, она принесла значительныя выгоды Union Pacific. Дорога была построена инженерами Union Pacific, а финансировала ее компанія, выпустившая акціи и облигаціи въ суммѣ 25.000 долл. на милю. Половина акцій хранилась въ кассахъ Union Pacific, причемъ общество гарантировало уплату процентовъ по облигаціямъ.

Гульдъ, получивъ отъ Union Pacific все, что было возможно, началъ спокойно разгружать свои запасы акцій. Сліяніе предпріятій въ 1880 г., въ связи съ покупкой убыточныхъ вѣтвей, чрезмѣрной капитализаціей и постоянно увеличивавшейся конкуренціей между трансконтинентальными дорогами, тяжело отразилось на финансовомъ положеніи Union Pacific. Въмѣстѣ съ тѣмъ наступилъ періодъ упадка благосостоянія страны: урожай пшеницы въ 1881 г. былъ на 25% ниже урожая 1880 г., урожай кукурузы оказался наименьшимъ съ 1874 г. Впрочемъ недородъ въ Канзасѣ и на дальнемъ западѣ не былъ такимъ крупнымъ, какъ въ штатахъ расположенныхъ къ востоку и югу отъ Омахи и Канзаса. Въ 1882 г., по свидѣтель-

ству Нойеса*), положеніе значительно ухудшилось, торговля постепенно падала, и кризисъ закончился паникой 1884 г.

Первымъ признакомъ затруднительности финансоваго положенія Union Pacific было возрастаніе долга по краткосрочнымъ обязательствамъ. Въ ноябрѣ 1882 г. президентъ Диллонъ опредѣлялъ сумму этого долга въ 3.400.000 долл. Для покрытія долга велись переговоры о выпускѣ займа въ 5 милл. долл. Въ годовомъ отчетѣ долгъ былъ показанъ въ суммѣ лишь 842.743 долл., но въ активѣ фигурировалъ долгъ въ 2.768.437 долл. за топливо и матеріалы, находившіеся на складѣ, а кромѣ того числилось 927.648 долл. долга за побочными линіями. Въ началѣ года акціонеры поручили правленію выпустить обеспеченныя залогомъ облигаціи (collateral bonds) для покрытія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ. Правленіе вошло въ соглашеніе съ New England Trust Company относительно выпуска облигацій въ размѣрѣ 90% стоимости бумагъ, которыя должны были служить ихъ обеспеченіемъ. Къ 1884 г. долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ возросъ съ 9.852.325 долл. до 11.306.595 долл. Увеличеніе долга, какъ обыкновенно бываетъ въ такихъ случаяхъ, произошло за счетъ векселей, выданныхъ правленіемъ. Выдача дивидендовъ была прекращена, и заработная плата и жалованье служащимъ уменьшены.

Въ это время Диллонъ подалъ въ отставку, и его мѣсто занялъ Чарльзъ Адамсъ. Диллону было уже 69 лѣтъ, и онъ жаловался на нездоровье, Адамсу было лишь 49 лѣтъ. Она былъ членомъ желѣзнодорожной комиссіи штата Массачузетсъ съ 1869 по 1879 г.г. и исполнялъ обязанности правительственнаго директора Union Pacific въ 1874 г. Въ качествѣ президента общества Адамсъ проявилъ неисчерпаемый запасъ энергіи, и, что важнѣе всего, сознаніе своего долга по отношенію къ облигаціонерамъ

*) Thirty years of American Finance, стр. 86—98.

и акціонерамъ. Благодаря Адамсу, въ расходахъ была проведена строгая экономія,—къ 28 іюня 1884 г. у общества находилось на службѣ около 10.000 человѣкъ вмѣсто 20.000, получавшихъ жалованье до вступленія Адамса въ должность президента. Во многихъ пунктахъ были закрыты мастерскія и проч., въ виду того, что иногда общество могло дешевле прибрѣтать рельсы и подвижной составъ въ другихъ мѣстахъ. Въ результатѣ образовались значительные излишки доходовъ, которыми можно было погасить долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ. Сверхъ того, въ періодъ 1884—1886 г.г. выручка отъ реализаціи облигацій и акцій, хранившихся въ кассахъ общества, составила 6.550.000 долл. Всего общество имѣло въ своемъ распоряженіи 16.200.000 долл., изъ которыхъ 8.251.368 долл. пошли на погашеніе долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, 6.708.632 долл. на улучшеніе дороги и сооруженіе вѣтвей и 1.240.000 долл. на увеличеніе подвижного состава. Для тѣхъ же цѣлей была обращена выручка отъ продажи земель. Въ августѣ президентъ Адамсъ объявилъ, что всѣ краткосрочныя обязательства, по которымъ наступилъ срокъ платежа, оплачены, въ ноябрѣ онъ подтвердилъ это заявленіе, а спустя два года всѣ краткосрочныя обязательства до послѣдняго цента были погашены.

Многое могъ сдѣлать энергичный президентъ, но многого онъ и не могъ сдѣлать. При всѣхъ своихъ выдающихся качествахъ, Адамсъ былъ не въ силахъ упрочить финансовое положеніе общества. Впервыхъ, постоянно усиливалась конкуренція. Въ 1881 г. сѣтъ Atchison, Topeka & Santa Fe была протянута до соединенія съ Southern Pacific въ Демингъ; въ 1883 г. въ годовомъ отчетѣ общества указывалось на то, что не только желѣзная дорога Рио-Гранде была протянута до Ордена и образовала въ соединеніи съ Atchison, Topeka & Santa Fe и Burlington & Missouri (продолженіемъ сѣти Chicago, Burlington & Quincy) прямой путь отъ Чикаго и важнѣйшихъ восточныхъ городовъ до общаго конечнаго пункта на западѣ, но и

общество Northern Pacific также развило свою сѣть соотвѣтственнымъ образомъ. Въ результатѣ возникли два новыхъ трансконтинентальныхъ пути, конкурировавшіе съ сѣтью Union Pacific. Въ 1887 г. общество Atchison построило новыхъ 450 миль, его примѣру почти въ такихъ же размѣрахъ слѣдовало общество Chicago, Rock Island & Pacific, такъ что Канзасъ и Небраска покрылись густой сѣтью желѣзнодорожныхъ линій, которыя совершенно измѣнили условія работы Union Pacific. Въ конечномъ результатѣ средняя выручка съ тонно-мили въ періодъ 1881—1890 г.г. понизилась на 45%, валовой доходъ увеличился весьма медленно по сравненію съ размѣрами работы сѣти, а чистый доходъ въ 1888 г. понизился на 3 милл. долл. противъ цифры, которой онъ достигалъ восемь лѣтъ передъ тѣмъ.

Обязательные платежи Union Pacific уменьшились незначительно. Въ моментъ вступленія Адамса въ управленіе обществомъ они достигали 7.626.626 долл., спустя пять лѣтъ—7.309.142 долл. Въ 1884 г. чистый доходъ общества равнялся 11.402.199 долл., въ 1889 г.—10.339.402 долл., въ 1890 г.—9.561.673 долл. Адамсъ сдѣлалъ все, что могъ. При немъ общая сумма долга общества уменьшилась съ 90.760.582 долл. въ 1884 г. до 82.090.585 долл. въ 1889 г. и 73.968.885 долл. въ 1890 г. Общество скупало свои обязательства, но условія борьбы были слишкомъ тяжелы, и для спасенія пришлось искать иныхъ путей.

Адамсъ полагалъ, что единственный способъ обезпеченія уплаты обязательныхъ платежей заключается въ быстромъ развитіи вѣтвей. Въ періодъ 1884—1890 г.г. общество построило и приобрѣло 3.132,45 миль различныхъ вѣтвей. Это были все отдѣльныя компаніи съ подчиненіемъ ихъ отчетности и правленія надзору и контролю чиновъ общества. Капиталъ, вложенный въ побочныя линіи, возросъ съ 28 милл. долл. въ 1881 г. до 41.879.724 долл. въ 1882 г. Побочныя линіи давали ежегодно дефициты, которыя покрывались за счетъ доходовъ Union Pacific или

причислялись къ долгу по краткосрочнымъ обязательствамъ. Согласно отчету правительственныхъ директоровъ за 1891 г., изъ 21.400.000 долл. 15 милл. долл. долга по краткосрочнымъ обязательствамъ явились результатомъ расходовъ на постройку вѣтвей и побочныхъ линій, ссудъ соотвѣтствующимъ компаніямъ и покупки акцій ихъ для цѣлей контроля. Въ 1887 г. Адамсъ заявилъ, однако, что вѣтви даютъ 5 милл. долл. въ годъ обществу, совершенно независимо отъ того, что появляется въ отчетахъ компаній, эксплуатирующихъ вѣтви. Въ письмѣ своемъ къ правительственнымъ директорамъ въ 1884 г. Адамсъ, между прочимъ, высказалъ, что вѣтви и побочныя линіи Union Pacific должны разсматриваться, какъ единственное реальное обезпеченіе долга правительству. Если бы не было этихъ вѣтвей и побочныхъ линій, дѣятельность общества Union Pacific ограничивалась бы незначительнымъ мѣстнымъ движеніемъ, которое питалось бы пунктами, расположенными непосредственно на магистрали, а также извѣстной долей трансконтинентальнаго движенія, уменьшившейся въ четыре раза вслѣдствіе постройки конкурирующихъ дорогъ. Наиболѣе важными вѣтвями были попрежнему Oregon Short Line и линія Oregon Railway & Navigation Company, которой общество Union Pacific окончательно завладѣло въ 1889 г. Эта послѣдняя линія долгое время считалась естественнымъ выходомъ Northern Pacific на тихо-океанское побережье, но въ 1887 г. общество Union Pacific черезъ посредство Oregon Short Line сняло ее въ аренду на 999 лѣтъ, съ гарантіей 9% дивиденда по акціямъ и уплаты процентовъ по облигаціямъ. Въ 1889 г. переговоры съ Northern Pacific закончились продажей акцій Oregon Railway & Navigation, находившихся во владѣніи Вилларда,—обществу Union Pacific. Впредь до выпуска ипотеки, обезпеченной дополнительнымъ залогомъ, акціи были переданы trust company, на соотвѣтствующую сумму была выдана расписка, а самая сумма причислена къ долгу по краткосрочнымъ обязательствамъ.

Новая дорога принесла много выгодъ обществу Union Pacific, открывъ ему независимый выходъ къ побережью, а также обезпечивъ прохождение по магистрали, на протяженіи болѣе 800 миль, всѣхъ обмѣнныхъ грузовъ. Способъ уплаты заключалъ въ себѣ нѣкоторую опасность, потому что сумма долга по краткосрочнымъ обязательствамъ сильно возрасла.

Въ 1891 г. Гульдъ вновь началъ скупать акціи Union Pacific. Адамсъ подалъ въ виду этого въ отставку, и его мѣсто занялъ Диллонъ. Смерть Гульда въ 1892 г. положила предѣлъ всякаго рода проектамъ развитія сѣти. Очередная задача заключалась въ покрытіи долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, выросшаго до небывалыхъ размѣровъ вслѣдствіе пріобрѣтенія вѣтвей, и особенно благодаря покупкѣ Oregon Railway & Navigation Company. Въ 1890 г. была реализована большая часть обезпеченныхъ залогомъ облигацій, осталъная сумма была удержана въ надеждѣ на лучшія цѣны. Въ ожиданіи этого времени, Гульдъ предложилъ отсрочить уплату долга по краткосрочнымъ обязательствамъ путемъ выпуска обезпеченныхъ залогомъ свидѣтельствъ (collateral notes) срокомъ на три года и гарантіи ихъ реализаціи синдикатомъ, въ составъ котораго входилъ онъ самъ и другія лица, заинтересованныя въ дѣлахъ общества. Свидѣтельства должны были приносить 6% и выпускались по 92¹/₂. Всего свидѣтельствъ предполагалось выпустить на 24¹/₂ милл. долл., причемъ свидѣтельства на 5¹/₂ милл. долл. должны были быть выпущены немедленно. Если бы общество Union Pacific не страдало отъ чрезмѣрной капитализаціи, и его обязательные платежи были значительно ниже доходовъ, и если бы въ 1894 г., когда истекалъ срокъ погашенія свидѣтельствъ, настроеніе денежнаго рынка было болѣе благоприятнымъ, чѣмъ въ 1891 г., то, вѣроятно, планъ Гульда временно улучшилъ бы положеніе. Такъ какъ всѣхъ этихъ условій въ наличности не было, то планъ Гульда лишь ускорилъ печальную развязку. Конечно, обстоятельства

сложились особенно неблагоприятно: тяжкій кризисъ разразился какъ разъ въ то время, когда дорога изнемогала подъ бременемъ непосильныхъ обязательствъ, но съ другой стороны дорога и въ благоприятные годы не была въ состояніи образовать запасный капиталъ.

Въ 1892 г. положеніе значительно осложнилось. Доходы общества Union Pacific за пять лѣтъ почти не увеличились, излишковъ доходовъ надъ расходами было недостаточно для предотвращенія накопленія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, черезъ два года наступалъ срокъ платежа по краткосрочнымъ свидѣтельствамъ, и въ довершеніе всего наступалъ срокъ погашенія долга правительству.

Исторія накопленія столь значительнаго долга общества Union Pacific въ общихъ чертахъ заключается въ слѣдующемъ: Согласно законамъ 1862 и 1864 г.г., правительство выпустило облигаціи по расчету извѣстнаго количества ихъ на милю участковъ, которые рѣшено было субсидировать для облегченія сооруженія сѣти. Облигаціи эти были выпущены на 30 лѣтъ, причемъ обезпечивались залогомъ имущества сѣти вслѣдъ за первой ипотекой. Облигаціи приносили 6% годовыхъ. Въ 1875 г. высшій судъ разъяснилъ, что общество Union Pacific не обязано уплачивать правительству недоимки по процентамъ до истеченія срока погашенія облигацій. Рѣшеніе суда состоялось въ пользу общества, но на самомъ дѣлѣ результатомъ его явилось постоянное накопленіе недоимокъ. Правительство удерживало половину вознагражденія за услуги, оказывавшіяся ему обществомъ, а также, по закону Турмана (Thurman Act), въ пользу правительства отчислялись дополнительные суммы не выше 850.000 долл.,—размѣръ этихъ суммъ опредѣлялся слѣдующимъ образомъ: сначала исчислялась вся сумма вознагражденія за услуги, оказываемыя желѣзной дорогой правительству, затѣмъ къ ней прибавлялись 5% чистаго дохода, согласно закону 1862 г. Послѣ этого выводилась сумма, которой не хватало до 25% чи-

стаго дохода, но лишь въ томъ случаѣ, если остальныхъ 75% было вполне достаточно для уплаты процентовъ по облигаціямъ первой ипотеки. Если этихъ 75% не хватало для покрытія расходовъ на указанную надобность, то министру финансовъ (Secretary of the Treasury) предоставлялось возвращать обществу соотвѣтствующую сумму. Законъ Турмана не оправдалъ возлагавшихся на него надеждъ. Высшій судъ въ 1891 г. призналъ, что, при опредѣленіи размѣра чистаго дохода, расходы на новыя работы и на приобрѣтеніе новаго подвижного состава не подлежатъ вычету изъ суммъ валового дохода. Между тѣмъ, наступили трудныя времена, максимумъ отчисленій въ фондъ погашенія не былъ достигнутъ, а, помѣщая средства фонда въ правительственныя облигаціи, министр финансовъ принужденъ былъ платить высокія цѣны и, слѣдовательно, понижалъ доходность фонда. Такимъ образомъ, съ начала постройки дороги до 1892 г. вопросъ о долгѣ правительству возбуждалъ постоянные споры и разногласія, внося элементъ неясности въ дѣла общества и создавая извѣстную враждебность отношеній между нимъ и правительствомъ. Въ 1892 г. необходимость притти къ какому-либо соглашенію стала очевидной. Долгъ правительству предстояло погасить въ слѣдующіе сроки:

1 ноября 1895 г.	640.000	долл.
1 января 1896 г.	1.440.000	»
1 февраля 1896 г.	4.320.000	»
1 января 1897 г.	6.640.000	»
1 января 1898 г.	17.342.512	»
1 января 1899 г.	3.157.000	»
	<hr/>	
	33.539.512	долл.

Вычтя изъ этой суммы деньги, уплаченныя правительству, и причитавшееся обществу вознагражденіе за разнаго рода перевозки, въ томъ числѣ почтовые, и прибавивъ къ ней недоимки по процентамъ, получимъ долгъ

правительству къ 1893 г. въ 52 милл. долл. Очевидно, обществу было чрезвычайно трудно уплатить такую сумму и въ 1892 и въ 1898 г., и во всякое другое время. Въ теченіе нѣсколькихъ лѣтъ и общество и правительство серьезно обсуждали вопросъ о погашеніи долга, а въ связи съ нимъ и вопросъ о выгодахъ или невыгодахъ казенной эксплуатаціи сѣти.

Такимъ образомъ, въ 1892 г. общество Union Pacific было обременено колоссальнымъ долгомъ. Если оно не было имъ раздавлено, то только потому, что невозможность погашенія долга со стороны общества представлялась слишкомъ очевидной, а съ другой стороны въ нецѣлесообразности казенной эксплуатаціи сѣти никто не сомнѣвался. При такихъ условіяхъ, готовность правительства пойти на уступки не могла возбуждать удивленія.

Въ 1893 г. истекалъ срокъ погашенія 8% облигацій Sinking Fund на сумму 5.176.000 долл. Платежъ былъ отчасти отсроченъ, а часть облигацій была погашена благодаря посредничеству синдиката, но это уже была послѣдняя попытка погашать срочныя обязательства. Въ теченіе 1893 г. валовой и чистый доходы общества рѣзко понизились вслѣдствіе общаго застоя въ торговлѣ во всей странѣ и главнымъ образомъ на тихо-океанскомъ побережьи. Въ отношеніи установленія тарифовъ господствовалъ полный хаосъ, и общество Union Pacific объявило, что 10 октября выступаетъ изъ состава Western Passenger Association. Положеніе становилось все болѣе затруднительнымъ. По свидѣтельству Джона Диллона, общество на 1 января 1893 г. имѣло излишекъ доходовъ надъ расходами въ 2 милл. долл. Въ сентябрѣ 1893 г. чистый доходъ понизился противъ соотвѣтствующаго періода предыдущаго года на 1,5 милл. долл., а за время съ 1 января по 31 августа—на 2½ милл. долл. На 1 октября долгъ общества рабочимъ и поставщикамъ матеріаловъ равнялся 1½ милл. долл., отчисленія въ фондъ погашенія и на уплату процентовъ въ сентябрѣ превышали 1 милл. долл., въ октябрѣ—

750.000 долл., въ ноябрѣ—850.000 долл., въ декабрѣ—1 милл. долл., въ январѣ 1894 г.—1 милл. долл. Дефицитъ за 1893 г. исчислялся по крайней мѣрѣ въ 3 милл. долл., и общество не имѣло никакихъ средствъ для его покрытія.

При такихъ условіяхъ, единственный исходъ заключался въ назначеніи администраціи по дѣламъ общества; только она могла предотвратить расползаніе сѣти, составленной изъ множества отдѣльныхъ желѣзныхъ дорогъ, и оградить интересы кредиторовъ. Въ октябрѣ администраторами по дѣламъ общества были назначены Кларкъ (президентъ Union Pacific), Минкъ (контролеръ) и Андерсонъ (правительственный директоръ). Кларкъ взялъ на себя завѣдываніе эксплуатаціей сѣти, а Минкъ и Андерсонъ—руководство финансовой и юридической сторонами желѣзнодорожнаго хозяйства. Спустя мѣсяць, по ходатайству генеральнаго прокурора, Доанъ и Кудертъ также были назначены администраторами въ качествѣ представителей интересовъ правительства.

Назначеніе администраціи по дѣламъ общества Union Pacific положило конецъ непосильной борьбѣ за поддержаніе его платежеспособности. Теперь явилась возможность осуществить то, чего не сумѣлъ сдѣлать Адамсъ, именно перестроить капитализацію сѣти, уменьшивъ такимъ путемъ обязательные платежи и обезпечивъ болѣе или менѣе достаточный излишекъ доходовъ для предотвращения банкротства, на случай значительнаго пониженія выручки по той или другой причинѣ. Въ этомъ заключалось основное условіе будущаго благосостоянія общества. Помимо того, необходимо было договориться съ правительствомъ относительно способовъ погашенія долга, изыскать наличныя деньги для уплаты долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, включая сюда и свидѣтельства 1891 г., выпущенныя на три года, и, наконецъ, принять мѣры къ упроченію положенія сѣти, какъ составнаго желѣзнодорожнаго предпріятія.

Какъ и слѣдовало ожидать, вопросъ о долгѣ прави-

тельству явился предметомъ наиболѣе страстныхъ сужденій. Разрѣшеніе его допускало четыре точки зрѣнія:

Во-первыхъ, правительство могло бы простить обществу долгъ, удовлетворившись громадной экономіей въ расходахъ, полученной благодаря перевозкѣ почтъ и прочимъ услугамъ, которыя общество Union Pacific оказывало государству. По официальнымъ даннымъ, за одно лишь семилѣтіе 1867—1873 г.г. правительство, благодаря Union Pacific имѣло 6.507.283 долл. сбереженій въ расходахъ по перевозкѣ войскъ и провіанта. Безъ сомнѣнія, къ 1896 г. правительство успѣло нѣсколько разъ съ процентами вернуть свой капиталъ. При всемъ томъ, представители правительства указывали на неправильности, допущенныя правленіемъ Union Pacific при исчисленіи доходовъ сѣти въ отношеніи закона Турмана,—неправильности, явившіяся слѣдствіемъ предосудительныхъ манипуляцій Гульда и К^о. вмѣстѣ съ тѣмъ, отказъ правительства отъ справедливой претензіи явился бы, по мнѣнію многихъ, чрезвычайно дурнымъ прецедентомъ.

Во-вторыхъ, правительство могло бы потребовать болѣе крупныхъ отчисленій въ фондъ погашенія и, не мѣняя нормы процентовъ, отсрочить уплату долга впредь до автоматическаго его погашенія. Къ этому именно сводилось предложеніе Гамптона, который внесъ поправку къ закону Турмана. Гамптонъ предложилъ распространить дѣйствіе закона Турмана на всѣ тихо-океанскія желѣзныя дороги, для которыхъ правительствомъ были выпущены облигаціи; въ фондъ погашенія общества должны были отчислять не 25% чистаго дохода, а 50%, долгъ правительству слѣдовало отсрочить впредь до его погашенія путемъ указанныхъ отчисленій. Если бы какое-либо общество отказалось отъ субсидируемой дороги или предприняло эксплуатацію дороги, не пользующейся субсидіей, вмѣсто прежней субсидируемой, то къ новой дорогѣ надлежало примѣнить тѣ же условія, какія были установлены относительно старой. Поправка эта заключала въ себѣ много слабыхъ сторонъ.

Прежде всего надо имѣть въ виду, что отчисленія въ фондъ погашенія помѣщались въ правительственныя облигаціи, приносившія весьма малый доходъ вслѣдствіе высокаго курса, по которому онѣ покупались. Удвоить размѣръ отчисленій значило бы удвоить капиталъ общества, помѣщенный въ малодоходныя бумаги, правительство же, повидимому, не было склонно разрѣшить обществамъ обращать отчисленія въ погасительный фондъ на пріобрѣтеніе собственныхъ облигацій. Къ тому же поправка Гамптона привела бы къ усилению правительственнаго надзора надъ обществами, а въ этомъ, можетъ быть, и заключалась наиболѣе вредная сторона закона Турмана.

Правительство могло бы, напримѣръ, согласиться на пониженіе процента по облигаціямъ. Представители общества энергично на этомъ настаивали. Представитель голландскихъ облигаціонеровъ Буассвенъ предложилъ выкупить облигаціи первой ипотеки путемъ реализаціи бумагъ, составлявшихъ фондъ погашенія, а по остальнымъ облигаціямъ понизить процентъ, выдавъ правительству взамѣнъ ихъ новыя 2⁰/₀ облигаціи срокомъ на 100 лѣтъ. Генеральный прокуроръ Ольней, въ свою очередь, предложилъ замѣнить облигаціи первой ипотеки новыми облигаціями съ доходностью не свыше 5⁰/₀, а въ удовлетвореніе претензій правительства выпустить 2⁰/₀ облигаціи срокомъ на 100 лѣтъ. Конгрессъ и правительственные директора въ 1894 г. склонны были принять гораздо менѣе льготныя условія. Правительственные директора предлагали произвести по облигаціямъ первой ипотеки платежъ наличными, а правительству выдать 3⁰/₀ облигаціи срокомъ на 100 лѣтъ, при одновременномъ установленіи соотвѣтствующаго порядка отчисленій въ фондъ погашенія. Правительство, съ своей стороны, предлагало почти такія же условія въ законопроектѣ, извѣстномъ подъ именемъ Reilly Bill. Въ отвѣтъ на это общество Union Pacific предложило произвести платежъ по облигаціямъ первой ипотеки наличными, если правительство согласится взять 2⁰/₀, а не 3⁰/₀ облигаціи срокомъ

на 50 лѣтъ. «Представляется совершенно невозможнымъ, говорили директора общества, получить весьма значительныя суммы отъ акціонеровъ, если за ихъ взносы имъ не будутъ выданы болѣе или менѣе солидныя бумаги. Одно изъ собраній акціонеровъ, недавно созванное по инициативѣ правленія, пришло къ заключенію, что условія Reilly Bill могутъ быть приняты, но процентъ по облигаціямъ долженъ быть пониженъ съ 3⁰/₁₀₀ до 2⁰/₁₀₀. Лишь въ этомъ случаѣ акціонеры общества постараются собрать необходимыя деньги для удовлетворенія претензій правительства». Наконецъ, представитель реорганизаціоннаго комитета Фитцджеральда Пирсъ предложилъ либо выдать правительству 4⁰/₁₀₀ облигаціи за ссуженный имъ капиталъ и привилегированныя акціи за проценты по капиталу, либо выдать ему 3⁰/₁₀₀ облигаціи первой ипотеки за капиталъ и безпроцентныя облигаціи второй ипотеки за проценты, либо, наконецъ, выдать правительству извѣстную сумму денегъ, равную цѣнности залога, которую онъ приблизительно опредѣлялъ въ 50⁰/₁₀₀ всей суммы долга. Планъ Пирса, пожалуй, наиболѣе практичный, не вполне соответствовалъ точкѣ зрѣнія правительства, которому все же приходилось добровольно отказываться отъ взысканія части долга. Съ другой стороны общество Union Pacific нисколько не избавлялось отъ правительственнаго контроля въ будущемъ.

Правительство могло бы, наконецъ, потребовать уплаты долга наличными деньгами. Для этого понадобилась бы громадная сумма, но вѣдь общество какъ никакъ успѣло накопить довольно значительный фондъ погашенія, и многіе думали, что ему удалось бы собрать недостающую сумму. Въ мартѣ 1896 г. представитель владѣльцевъ облигацій первой ипотеки Руней внесъ въ сенатскую комиссію предложеніе о томъ, чтобы правительство приобрѣло Union Pacific съ аукціона, а затѣмъ выпустило новую общую ипотеку съ пониженнымъ процентомъ и изъ выручки отъ реализаціи погасило, какъ облигаціи первой ипотеки, такъ

и правительственныя. Сѣтъ послѣ этого должна была поступить въ распоряженіе лицъ, которыя подписались бы на облигаціи общей ипотеки. Вслѣдъ за этимъ предложеніемъ возникъ цѣлый рядъ другихъ проектовъ, носившихъ характеръ компромисса. Реорганизаціонный комитетъ въ 1895 г. предлагалъ уплатить капитальную сумму долга правительству при условіи отказа отъ процентовъ по долгу; Андерсонъ въ 1896 г. предлагалъ погасить капитальную сумму долга, а за проценты выдать правительству 2⁰/₀ облигаціи срокомъ на 50 лѣтъ. Правительство, конечно, желало получить всю сумму наличными и не соглашалось ни на какія инныя комбинаціи. Съ другой стороны, облигаціонеры никакъ не могли согласиться на уплату долга полностью. Въ результатѣ засѣданія комиссій сената и конгресса ни къ чему не привели.

Между тѣмъ, въ ноябрѣ 1893 г. въ Нью-Йоркѣ состоялось совѣщаніе облигаціонеровъ и акціонеровъ общества, избравшее реорганизаціонный комитетъ въ составѣ слѣдующихъ лицъ: сенаторъ Брайсъ — предсѣдатель; Буасвенъ — представитель иностранцевъ, генераль Луи Фитцджеральдъ, — президентъ Mercantile Trust Company — представитель интересовъ Гульда, Карль — представитель Эймса, генераль Доджъ — представитель интересовъ желѣзныхъ дорогъ Denver и Gulf и полковникъ Гиггинсонъ представитель интересовъ Oregon Railway & Navigation. Впослѣдствіи въ составъ комитета вошелъ также Морганъ. Одновременно возникли многочисленныя комитеты, представлявшіе интересы владѣльцевъ различныхъ категорій облигацій.

Повидимому, комитеты дѣйствовали въ полномъ согласіи между собою. Почти все предложенія сводились къ уплатѣ долга по облигаціямъ первой ипотеки полностью и къ уменьшенію процента по облигаціямъ позднѣйшихъ выпусковъ; а въ одномъ планѣ предлагался даже отказъ отъ гарантіи акцій Oregon Railway & Navigation Company. Положеніе, вообще говоря, представлялось вполне яснымъ.

Необходимо было изыскать крупную сумму денег для погашения долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и для производства платежей, которыхъ могло потребовать правительство. Деньги могли дать владѣльцы облигацій позднѣйшихъ выпусковъ, но, главнымъ образомъ, акціонеры, какъ собственники предпріятія. Съ другой стороны, пониженіе обязательныхъ платежей могло быть достигнуто путемъ уступокъ со стороны владѣльцевъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. Относительно этого всѣ были согласны. Разногласія касались деталей. Слѣдуетъ ли доводить дѣло до продажи предпріятія съ аукціона или нѣтъ? Каковъ долженъ быть размѣръ взноса по акціямъ? Насколько велико должно быть пониженіе обязательныхъ платежей? Что дать владѣльцамъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ: облигаціи или акціи, или то и другое? Слѣдуетъ ли сохранить сѣтъ въ томъ видѣ, какъ она существуетъ, или выдѣлить изъ нея нѣкоторыя дороги?

Въ іюнѣ 1894 г. Буассвенъ заявилъ, что реорганизаціонный комитетъ будетъ имѣть возможность предложить вниманію акціонеровъ и кредиторовъ предпріятія совершенно готовый планъ финансовой реорганизации, какъ только конгрессъ одобритъ условія погашенія долга общества Union Pacific правительству. «По нашему мнѣнію, писалъ Буассвенъ, обязательные платежи будущаго общества не должны превышать $8\frac{1}{2}$ милл. долл. въ годъ. Нѣкоторыя категоріи облигацій, обезпечиваемыя залогомъ отдѣльныхъ участковъ сѣти, не могутъ быть затронуты и останутся въ неприкосновенности, потому что имущество, коимъ этотъ долгъ гарантируется, вырабатываетъ достаточный доходъ для уплаты причитающихся процентовъ. Другія облигація, цѣликомъ или отчасти, должны быть конвертированы въ такія бумаги, которыя не обременяли бы общество обязательными платежами. Реорганизаціонный комитетъ пока не имѣетъ опредѣленнаго плана, но онъ полагаетъ, что владѣльцы облигацій, подлежащихъ конверсіи,

а также прочіе кредиторы и акціонеры предпріятія могутъ быть удовлетворены на слѣдующихъ основаніяхъ:

а) новое общество выпуститъ 4⁰/₀ облигаціи общей ипотеки, которыя будутъ обезпечиваться залогомъ всей сѣти. Первенство останется за тѣми облигаціями, которыя, какъ указано выше, не предполагается замѣнять новыми бумагами, а также за долгомъ правительству, обременяющимъ главную линію и отдѣленіе Kansas Pacific.

б) новое общество выпуститъ: 5⁰/₀ привилегированныя акціи и

в) обыкновенныя акціи.

Въ планѣ финансовой реорганизациі должны быть также предусмотрѣны условія погашенія свидѣтельствъ trust notes, обезпечиваемыхъ залогомъ. Соотвѣтствующая сумма, а также прочія потребности въ наличныхъ средствахъ должны быть покрыты отчасти путемъ взносовъ со стороны акціонеровъ, отчасти же путемъ реализациі новыхъ бумагъ.

Правительственные директора въ 1894 г. составили планъ финансовой реорганизациі предпріятія, который, строго говоря, ничемъ существеннымъ не отличался отъ только что приведенной схемы. Правительственные директора предлагали фиксировать минимальный чистый доходъ сѣти и затѣмъ выпуститъ 3⁰/₀ облигаціи срокомъ на 100 лѣтъ на такую сумму, чтобы проценты по нимъ не превышали размѣра чистаго дохода. Реализациа части этихъ облигацій, въ связи съ обложеніемъ акціонеровъ взносами въ размѣрѣ 10 долл. съ акціи и использованіемъ фонда погашенія, дала бы возможность погасить ипотеки первыхъ выпусковъ. Вслѣдъ затѣмъ надлежало покрыть долгъ правительству, а остатокъ новыхъ 3⁰/₀ облигацій обратить на погашеніе облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. Для возмѣщенія разницы въ доходности старыхъ и новыхъ бумагъ слѣдовало выпуститъ привилегированныя акціи на сумму 20 милл. долл. Общая сумма 3⁰/₀ облигацій исчислялась правительственными директорами въ 150 милл. долл. Сверхъ того,

они предлагали выпустить на 61 милл. долл. новыхъ обыкновенныхъ акцій для замѣны старыхъ обыкновенныхъ акцій.

Оба изложенныхъ плана отличались неоспоримыми достоинствами, главнымъ образомъ, въ смыслѣ изысканія наличныхъ денегъ и использованія привилегированныхъ акцій. Буассвенъ предполагалъ наличными деньгами погасить долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ. Что касается долга правительству, то онъ надѣялся отсрочить его погашеніе. Правительственные директора намѣревались обратить наличныя деньги не только на уплату долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, но и на частичное погашеніе ипотечныхъ облигацій первыхъ выпусковъ. Такимъ образомъ, по схемѣ правительственныхъ директоровъ, обложеніе акціонеровъ взносами представлялось совершенно неизбѣжнымъ. Что касается привилегированныхъ акцій, то неизвѣстно, что собственно имѣлъ въ виду съ ними дѣлать Буассвенъ. Послѣдующія событія показали, что онъ предполагалъ замѣнять новыми облигаціями и привилегированными акціями облигаціи позднѣйшихъ выпусковъ. Такимъ образомъ, его идея не отличалась отъ идеи правительственныхъ директоровъ, — онъ хотѣлъ понизить процентъ по облигаціямъ позднѣйшихъ выпусковъ, но вмѣстѣ съ тѣмъ предоставлялъ ихъ владѣльцамъ возможность получать большій доходъ, если предпріятіе будетъ его вырабатывать. Однако, исчисленіе максимальной цифры обязательныхъ платежей, сдѣланное Буассвеномъ, надо признать высокимъ, и съ этой точки зрѣнія планъ правительственныхъ директоровъ далъ бы, пожалуй, лучшіе результаты. Различіе между двумя планами заключалось въ томъ, что правительственные директора рекомендовали продажу предпріятія съ аукціона, Буассвенъ же не имѣлъ въ виду доводить дѣло до такого конца.

Въ 1894—1895 гг. вопросъ о Union Pacific оживленно обсуждался и въ конгрессѣ и внѣ стѣнъ его. Реорганизаціонный комитетъ выработалъ, между тѣмъ, планъ финансовой реорганизаціи на основаніяхъ, изложенныхъ Бу-

ассвеномъ. Все зависѣло отъ условій, на которыхъ рѣшило настаивать правительство. Реорганизаціонный комитетъ надѣялся на конверсію долга правительству въ 2% облигаціи. Реорганизаторы обѣщали погасить облигаціи первыхъ выпусковъ, если правительство согласится взять 2% облигаціи срокомъ на 50 лѣтъ, распространить дѣйствіе Reilly Bill на комитетъ, которому будетъ поручена покупка имущества Union Pacific, и разрѣшить ему образовывать новое общество для цѣлей, изложенныхъ въ законахъ 1862 и 1864 гг. и съ тѣми же правами, привилегіями и льготами, какія осуществляли и какими пользовались другія желѣзныя дороги. Вслѣдъ затѣмъ реорганизаціонный комитетъ предлагалъ выплатить капитальную сумму долга правительству наличными деньгами, если казна откажется отъ полученія процентовъ. Если бы правительство отвѣтило отказомъ на предложеніе комитета и съ своей стороны не представило никакого плана, то, само собою разумѣется, не было смысла опубликовывать планъ финансовой реорганизаціи предпріятія.

Пока происходили переговоры, сѣть Union Pacific понемногу распадалась. Отчасти этому способствовали старанія администраторовъ избавиться отъ вѣтвей и соглашеній, ставшихъ для общества слишкомъ обременительными, отчасти же нежеланіе кредиторовъ побочныхъ линій терпѣливо ожидать рѣшенія конгресса и ихъ настойчивыя требованія продажи залоговъ. Въ августѣ 1893 г. бывшій губернаторъ Эвансъ, крупный акціонеръ Union Pacific, Denver & Gulf, требовалъ провѣрки отчетности Union Pacific, указывая на то, что главная линія высасывала соки изъ своей вѣтви. Когда состоялось назначеніе администраціи по дѣламъ Union Pacific, Эвансъ просилъ о назначеніи отдѣльнаго администратора для Union Pacific, Denver & Gulf. Просьба его была уважена. Администрація по дѣламъ общества Union Pacific пыталась добиться назначенія Андерсона вторымъ администраторомъ, но ея усилія не привели ни къ какому результату. Въ скоромъ вре-

мсни состоялась продажа линии съ аукціона, и она отдѣлилась отъ общества Union Pacific. Въ октябрѣ 1893 г. были назначены отдѣльные администраторы по дѣламъ Fort Worth & Denver City Railway Company, Denver, Leadville & Gunnison и St. Joseph & Grand Island. Въ апрѣлѣ 1894 г. попала въ администрацію Leavenworth, Topeka & Southwestern, а въ июнѣ Oregon Railway and Navigation Company. Иски о принудительной продажѣ имущества названныхъ компаній и другихъ вѣтвей въ большинствѣ случаевъ удовлетворялись. Съ другой стороны, администраторы старались избавиться отъ обременительныхъ соглашеній и убыточныхъ вѣтвей. Въ мартѣ 1894 г. они формально отказались отъ эксплуатаціи Leavenworth, Topeka & Southwestern, въ июлѣ 1894 г. они ходатайствовали объ освобожденіи ихъ отъ нѣкоторыхъ обязательствъ по гарантіи и контрактамъ. Вмѣстѣ съ тѣмъ, администраторы испрашивали инструкціи относительно эксплуатаціи нѣкоторыхъ линій. Судья Санборнъ въ С.-Полѣ назначилъ разбирательство дѣла на 15 ноября. Въ октябрѣ экспертъ по порученію судьи представилъ докладъ по поводу ходатайства администраторовъ. По мнѣнію эксперта, обществу Union Pacific надлежало продолжать эксплуатацію большинства линій, но вмѣстѣ съ тѣмъ онъ призналъ, что администраторы не связаны въ этомъ отношеніи договорами. Судья Санборнъ согласился съ докладчикомъ. Въ результатѣ общее протяженіе сѣти Union Pacific съ 8.167 миль въ концѣ 1893 г. уменьшилось до 4.469 миль въ маѣ 1895 г. Сверхъ того, искъ о продажѣ съ аукціона Oregon Short Line Railroad грозилъ отнять у сѣти еще 1.424 мили.

Въ началѣ 1895 г. конгрессъ отклонилъ Reilly Bill. Такъ какъ еще до того конгрессъ отклонилъ проектъ уплаты полностью долга по ипотечнымъ облигаціямъ первыхъ выпусковъ подъ условіемъ конверсіи долга правительству въ 2⁰/₀ облигаціи, то было очевидно, что къ обществу Union Pacific предъявляется требованіе уплатить

наличными деньгами и капиталъ и проценты. Реорганизаціонный комитетъ отказался выполнить такую задачу, и 8 марта объявилъ, что планъ финансовой реорганизаціи предпріятія не будетъ осуществленъ, представленныя же комитету бумаги возвращаются.

Оставшіеся комитеты представляли интересы отдѣльныхъ категорій облигаціонеровъ и по необходимости суживали рамки своей дѣятельности. Къ концу 1895 г. образовался, однако, новый комитетъ въ составѣ генерала Луи Фитцджеральда, Марвина Гуггита (президента Chicago & Northwestern), Депью (президента New York Central), Шиффа (представителя Kuhn, Loeb & Co.), Эймса (директора правленія Union Pacific) и Кулиджа (президента Old Colony Trust Company). Новый комитетъ соглашался на продажу предпріятія съ аукціона, соглашался поневолѣ, потому что соотвѣтствующіе иски уже были предъявлены. Что касается долга казнѣ, то комитетъ не выработалъ опредѣленнаго плана его погашенія. Равнымъ образомъ, комитетъ оставилъ безъ вниманія обезпеченныя залогомъ свидѣтельства 1891 г. (collateral trust notes). По поводу этихъ свидѣтельствъ комитетъ высказалъ, что они касаются преимущественно компаній, которыя въ силу судебныхъ рѣшеній о назначеніи отдѣльныхъ администраторовъ или продажъ съ аукціона, въ значительной степени утратили свой первоначальный характеръ составныхъ частей сѣти Union Pacific. Многія компаніи находились къ тому же въ стадіи независимой отъ общества Union Pacific реорганизаціи. Цѣли, ради которыхъ облигаціи многихъ побочныхъ линій были гарантированы обществомъ, фактически осуществлены путемъ сооруженія линій и проч. Послѣ реорганизаціи въ основу отношеній къ побочнымъ линіямъ во всякомъ случаѣ не будетъ положено ручательство общества за покрытіе подлежащими компаніями ихъ обязательныхъ платежей. Благодаря такой постановкѣ дѣла, новый комитетъ получилъ возможность дѣйствовать быстрѣе прежняго. Ему во всякомъ случаѣ не приходилось

ждать рѣшенія конгресса относительно порядка погашенія долга казнѣ.

Планъ комитета въ общемъ напоминалъ схему Брайса. Для погашенія всѣхъ ипотечныхъ облигацій предполагалось выпустить:

4°/о золотыя облигаціи первой ипотеки на государственныя земли, отведенныя желѣзной дорогѣ, срокомъ на 50 лѣтъ (first mortgage railway land grant 50-year 4 per cent gold bonds).	100.000.000	долл.
4°/о привилегированныя акціи	75.000.000	»
Обыкновенныя акціи	61.000.000	»

Къ исчисленію этихъ суммъ комитетъ пришелъ на основаніи слѣдующихъ данныхъ. Минимумъ чистаго дохода Union Pacific, отмѣченный въ 1894 г., равнялся 4.315.077 долл. Комитетъ предполагалъ выпустить на 100 милл. долл. 4°/о облигацій съ погашеніемъ въ 50 лѣтъ. Проценты по облигаціямъ составляли 4 милл. долл. Средній размѣръ чистаго дохода за 10 лѣтъ до 1894 г. равнялся 7.563.669 долл. Къ 100 милл. долл. облигацій комитетъ предполагалъ добавить 75.000.000 долл. привилегированныхъ акцій. Ежегодный дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ составлялъ 3 милл. долл. Такимъ образомъ, уплата процентовъ по облигаціямъ и привилегированнымъ акціямъ не вызывала дефицита. Чистый доходъ въ періодъ 1885—1894 гг. въ нѣкоторые годы достигалъ 9 милл. долл. Комитетъ разсчитывалъ изъ излишковъ чистаго дохода уплачивать, если бы это позволили обстоятельства, дивидендъ по обыкновеннымъ акціямъ, которыхъ предполагалось выпустить на 61 милл. долл.

Старыя обыкновенныя акціи замѣнялись новыми аl pari; новыя облигаціи и привилегированныя акціи предполагалось выдавать взамѣнъ старыхъ облигацій, причемъ остатокъ рѣшено было обратить на погашеніе долга казнѣ и на удовлетвореніе потребности въ наличныхъ средствахъ.

Основной принципъ реорганизаціи заключался въ томъ, что новыя 4^o/о облигаціи выдавались лишь тѣмъ облигаціонерамъ, коихъ бумаги обезпечивались имуществомъ, способнымъ приносить соотвѣтствующій доходъ. Вмѣстѣ съ тѣмъ, облигаціонеры получали достаточное количество привилегированныхъ акцій, которыя, въ благопріятные годы обезпечивали имъ прежній размѣръ дохода. Съ акціонеровъ рѣшено было взыскать по 15 долл. на акцію. Такова была цѣна акціи въ началѣ 1896 г. Синдикатъ банкировъ согласился выдать авансъ отъ 10 до 15 милл. долл. для оплаты срочныхъ купоновъ и покрытія разныхъ расходовъ, взаменъ чего онъ долженъ былъ получить 5 милл. долл. привилегированными акціями по курсу 59, или 19^o/о на капиталъ въ 15 милл. долл. Сверхъ того, банкиры, образовавшіе синдикатъ, получали 1 милл. долл. привилегированными акціями. Комитетъ имѣлъ въ виду также отчислить въ резервъ 13 милл. долл. 4^o/о облигаціями и 7 милл. долл. привилегированными акціями для погашенія облигацій, обезпечивавшихся подвижнымъ составомъ, и прочихъ непредвидѣнныхъ надобностей.

По окончаніи всѣхъ расчетовъ по облигаціямъ стараго общества, должны были остаться облигаціи первой ипотеки на 35.755.280 долл. и привилегированныя акціи на 20.864.000 долл., какъ фондъ для погашенія долга казнѣ. Въ круглыхъ цифрахъ капиталной суммѣ долга соотвѣтствовала равнозначащая сумма 4^o/о облигаціями, а процентамъ равнозначащая сумма привилегированными акціями. О порядкѣ погашенія долга казнѣ комитетъ не распространялся. «Мы желаемъ, писалъ Пирсъ, пойти навстрѣчу всякому предложенію правительства, мы готовы со своей стороны внести предложеніе въ предѣлахъ финансовыхъ силъ нашего предпріятія, и мы надѣемся, что правительство одобритъ нашъ планъ.» На случай упорства правительства комитетъ намѣревался продать предпріятіе съ аукціона. Правительство могло выступить лишь въ качествѣ владѣльца облигацій второй ипотеки, и, такимъ

образомъ, послѣ продажи предпріятіе освободилось бы отъ всѣхъ ипотекъ, включая и казенную. «Мы полагаемъ, писалъ Пирсъ, что, когда правительство стало позади владѣльцевъ облигацій первой ипотеки, то оно поступило сознательно. Правительство тѣмъ самымъ признало цѣлесообразность всѣхъ мѣръ, направленныхъ къ огражденію правъ владѣльцевъ облигацій первой ипотеки. Неотъемлемымъ правомъ этой категоріи кредиторовъ является продажа предпріятія съ аукціона. Если у правительства не было никакихъ скрытыхъ намѣреній, то оно, несомнѣнно, въ свое время предоставило это право продажи имущества владѣльцамъ облигацій первой ипотеки».

Переговоры съ облигаціонерами привели къ уменьшенію суммы выпуска ипотечныхъ облигацій до 75 милл. долл. Пострадали при этомъ консоли Kansas Pacific и 8^o/_o облигаціи Union Pacific Sinking Fund. Владѣльцы консолей получили 50^o/_o ихъ номинальной стоимости 4^o/_o облигаціями первой ипотеки и 110^o/_o привилегированными акціями, вмѣсто 80^o/_o облигаціями первой ипотеки и 50^o/_o привилегированными акціями. Владѣльцы 8^o/_o облигацій Union Pacific Sinking Fund получили 75^o/_o облигаціями первой ипотеки и 100^o/_o привилегированными акціями вмѣсто 100^o/_o и 50^o/_o. Благодаря этому измѣненію, сумма обязательныхъ платежей понизилась на 1 милл. долл.

Въ общемъ, схемъ, выработанной реорганизаціоннымъ комитетомъ, нельзя было отказать въ солидномъ построеніи. Обязательные платежи съ 7 милл. долл. понижались до 4 милл. долл., а то и до 3 милл. долл. Сѣтъ Union Pacific, по свидѣтельству авторитетныхъ лицъ, безусловно была въ состояніи выработать такую сумму. Къ тому же, въ періодъ администраціи предпріятіе избавилось отъ обременительныхъ контрактовъ и убыточныхъ вѣтвей. Если нѣкоторыя линіи было желательно удержать за собою, то вѣдь ничто не мѣшало обществу вновь пріобрѣсти ихъ. Облигаціонеры не могли жаловаться на ухудшеніе своего положенія: такъ или иначе они никогда не могли рассчитывать получить

по облигаціямъ больше, чѣмъ сѣтъ вырабатывала. Положеніе акціонеровъ улучшилось: въ періодъ 1883—1893 г.г. обязательные платежи одинъ только разъ падали ниже 7.300.000 долл., а теперь лишь 7 милл. долл. обращались на удовлетвореніе претензій другихъ участниковъ предпріятія ранѣе акціонеровъ. Между тѣмъ, валовой и чистый доходы сѣти быстро достигли прежняго уровня. Наконецъ, въ основу плана финансовой реорганизациі, какъ указано выше, были положены вѣрные принципы.

Срокомъ для представленія облигацій и акцій было назначено 31 декабря 1895 г., затѣмъ срокъ былъ продленъ до 15 января и до 29 января 1896 г. Реорганизационный комитетъ 8 января объявилъ, что большинство находившихся въ обращеніи облигацій первой ипотеки уже ему представлены. Вслѣдъ затѣмъ было получено согласіе большинства акціонеровъ. Фитцджеральдъ, въ письмѣ къ председателю правительственной комиссіи о тихо-океанскихъ желѣзныхъ дорогахъ, заявлялъ, что комитетъ представляетъ всѣхъ владѣльцевъ ипотечныхъ облигацій общества Union Pacific кромѣ правительства Соединенныхъ Штатовъ.

Процедура продажи съ аукціона предпріятія длилась очень долго. Въ январѣ 1897 г. правительство согласилось примкнуть къ прочимъ кредиторамъ, предъявившимъ искъ, при условіи гарантіи, что за предпріятіе будетъ предложена цѣна, равная, по крайней мѣрѣ, первоначальной суммѣ выпуска правительственныхъ облигацій съ начисленіемъ $3\frac{1}{3}\%$ годовыхъ. Гарантія должна быть дана наличными деньгами, такъ что послѣ продажи всѣ отношенія правительства къ имуществу предпріятія прекращались. Реорганизационный комитетъ принялъ предложеніе правительства, отчаявшись добиться болѣе выгодныхъ условій. Часть денегъ по гарантіи была покрыта изъ фонда погашенія въ суммѣ 17.062.664 долл. Оставалось добыть 28.691.336 долл. Реализацію этой суммы взялъ на себя тотъ самый синдикатъ банкировъ, который согласился выдать авансъ обществу для покрытія расходовъ по реорганизациі. Въ августѣ

1897 г. суды всѣхъ штатовъ, черезъ которые проходитъ сѣтъ Union Pacific, удовлетворили искъ о продажѣ главной линіи по претензіи владѣльцевъ облигацій первой ипотеки и правительства. Еще до того комитетъ приступилъ къ осуществленію плана реорганизаціи и подалъ къ утвержденію уставъ новаго общества, а въ срединѣ августа потребовалъ перваго взноса по акціямъ. Но тутъ произошло неожиданное замѣшательство. Правительство нашло постановленія судовъ о продажѣ сѣти не совсѣмъ правильными и стало готовиться къ подачѣ апелляціонной жалобы. Правительство, главнымъ образомъ, возражало противъ того, что ипотека обезпечивавшаяся Omaha Bridge, въ суммѣ около 1.200.000 долл. была оцѣнена выше претензіи правительства на эту часть пути между Омахой и Council Bluffs. Кромѣ того, находившіяся въ рукахъ администраторовъ деньги отъ эксплуатаціи дорогъ, по постановленію судовъ, поступали въ общую массу имущества, предназначеннаго къ продажѣ, между тѣмъ какъ ихъ слѣдовало держать въ запасѣ на случай невозможности выручить за вышеупомянутой участокъ назначенную цѣну. Реорганизаціонный комитетъ, ознакомившись съ возраженіями правительства, повысилъ свою гарантію болѣе, чѣмъ на 4 милл. долл., доведя всю сумму до 50 милл. долл. Генеральный прокуроръ заявилъ впослѣдствіи, что это повышение гарантіи устранило возраженія по поводу постановленій судовъ, поскольку они касались денежной стороны вопроса. Во всемъ остальномъ рѣшенія судовъ представлялись вполне справедливыми и удовлетворительными. Даже послѣ этого, отчасти, можетъ быть, по политическимъ соображеніямъ, правительство не было склонно разрѣшить продажу. Къ концу года оно объявило, что желаетъ отложить продажу до 15 декабря, для того, чтобы дать конгрессу возможность обсудить дѣло. Перспектива новой проволочки побудила реорганизаціонный комитетъ дѣйствовать энергичнѣе. «Мы пришли къ заключенію, заявилъ комитетъ, что интересы представляемыхъ нами обли-

гаціонеровъ и акціонеровъ, а также синдиката, выразившаго готовность снабдить насъ средствами, требуютъ осуществленія реорганизациі безъ дальнѣйшаго промедленія. Мы поэтому намѣрены воспрепятствовать всякой отсрочкѣ продажи главной линіи и предложить за нее, если понадобится, полностью всю сумму претензіи правительства. Съ нашей стороны это вызоветъ добавочный расходъ въ 8 милл. долл.» Что касается отсрочки продажи Kansas Pacific, то комитетъ на нее соглашался, оставляя за собою право выработки соотвѣтствующихъ условій оцѣнки линіи. Предложеніе комитета было передано по телеграфу въ Вашингтонъ и тотчасъ же принято. Оно означало побѣду правительства по всей линіи, поскольку дѣло шло о желѣзной дорогѣ Union Pacific въ тѣсномъ смыслѣ слова. Долгъ правительству былъ уплаченъ наличными деньгами, причемъ общество погасило не только капитальную сумму, но и проценты. Генеральный прокуроръ проявилъ большую энергію, но надо признать, что использованные имъ приемы едва ли были достойны того правительства, которое онъ представлялъ.

1 и 2 ноября состоялась продажа предпріятія по претензіямъ правительства и владѣльцевъ облигацій первой ипотеки. Цѣны были слѣдующія:

Главная линія Union Pacific	40.253.605 долл.
Облигаціи правительственнаго фонда погашенія	13.645.250 »
	<hr/> 53.898.855 долл.

Кромѣ того правительство получило наличными изъ фонда погашенія на 1 ноября	4.549.368 долл.
	<hr/> 58.448.224 долл.

По соглашенію съ правительствомъ, комитетъ обязался скупить облигаціи первой ипотеки на сумму 27.637.436 долл.

Всего облигацій первой и второй ипотеки имѣлось на 67.891.041 »

Сюда надо прибавить 13.645.250 долл.
 Наличными всего было заплачено за
 облигации свыше 81.500.000 »

12 февраля 1898 года реорганизаціонный комитетъ приобрѣлъ желѣзную дорогу Kansas Pacific, гарантировавъ правительству 6.303.000 долл., сумму равнозначущую долгу Kansas Pacific казнѣ *). Другія побочныя линіи также были приобрѣтены, и по мѣрѣ того какъ комитетъ продавалъ облигации, служившія обезпеченіемъ свидѣтельствъ 1891 г. (trust notes), Union Pacific Railroad Company покупала ихъ частями. Въ 1899 году акціонерный капиталъ Union Pacific былъ увеличенъ на 27.460.000 долл., и новыя акціи обмѣнены на акціи Oregon Short Line. Такимъ образомъ, эта важная линія вновь вошла въ составъ сѣти. Въ томъ же году состоялся новый выпускъ акцій для погашенія облигаций Oregon Short Line на 14 милл. долл. и привилегированныхъ акцій Oregon Railway & Navigation Company на 11 милл. долл. Дѣлалось это для предупрежденія распада сѣти. Въ 1892 г. общее протяженіе сѣти равнялось 7.673,59 миль, а въ 1899 г. лишь 5.399,01 миль. Главная линія отъ Портланда до Омахи и Канзасъ-Сити, черезъ Огденъ, Шейеннъ и Денверъ, оставалась нетронутой; изъ состава сѣти вышли преимущественно вѣтви, прорѣзывавшія Небраску и Канзасъ **).

Въ дальнѣйшей исторіи финансовыхъ операцій Union Pacific различаются три періода: первый періодъ характеризуется возстановленіемъ контроля надъ важнѣйшими побочными линіями и вѣтвями, вышедшими изъ состава

*) Общая сумма долга Kansas Pacific правительству достигала 12.891.900 долл. Послѣ продажи дороги правительство предъявило искъ объ уплатѣ остальной части долга, но судъ присудилъ въ его пользу лишь 821.898 долл.

**) Въ послѣднемъ своемъ засѣданіи въ 1898 г. реорганизаціонный комитетъ избралъ комиссію изъ пяти членовъ, которая должна была «постоянно представлять, на годовыхъ и иныхъ собраніяхъ, интересы владѣльцевъ обыкновенныхъ и привилегированныхъ акцій, выразившихъ желаніе поручить ей надзоръ за соблюденіемъ общихъ принциповъ управленія предпріятіемъ и его эксплуатаціи, намѣченныхъ реорганизаціоннымъ комитетомъ». Комиссіи, такимъ образомъ, были присвоены функціи voting trust.

сѣти, послѣ назначенія администраціи по ея дѣламъ; второй періодъ характеризуется скупкой акцій Southern Pacific и попыткой приобрѣсти контроль надъ Burlington. Вслѣдъ затѣмъ общество покупаетъ акціи Northern Pacific и учреждаетъ Northern Securities Company; въ теченіе третьяго періода общество распродаетъ акціи, приобрѣтенныя въ борьбѣ за Burlington, а затѣмъ покупаетъ акціи желѣзныхъ дорогъ Alton, Atchison, Baltimore & Ohio, Illinois Central и пр.

Въ 1900 г. Union Pacific, Oregon Short Line и Oregon Railroad & Navigation Company эксплуатировали 5.427,89 милл. Сѣть простиралась отъ Канзасъ-Сити и Council Bluffs до Огдена и подходила къ берегу Тихаго океана на сѣверо-западѣ въ Портландѣ. Общество не имѣло собственной линіи въ Калифорніи, въ Огденѣ и Портландѣ къ его дорогамъ примыкали линіи Southern Pacific. Сѣть Southern Pacific простиралась отъ Новаго Орлеана черезъ Техасъ, Новую Мексику и Аризону до Калифорніи а оттуда по морскому берегу до Сакраменто. Въ Сакраменто сѣть раздѣлялась: одна линія шла на сѣверъ до Портланда, а другая поворачивала на сѣверо-востокъ черезъ Неваду къ Огдену. Въ 1901 г. предпріятіе Southern Pacific продавалось. Кроккеръ, Станфордъ и Гунтингтонъ, руководители общества, умерли, а ихъ преемники не особенно дорожили независимостью предпріятія. Гарриманъ воспользовался случаемъ и въ 1901 г. купилъ для Union Pacific 750.000 акцій Southern Pacific изъ общаго числа 2 милл. Черезъ годъ въ рукахъ Гарримана сосредоточилось уже 900.000 акцій Southern Pacific. Операція эта была осуществлена путемъ выпуска обезпеченныхъ залогомъ облигацій. Она имѣла огромное значеніе. Сѣть Union Pacific не только обезпечила непосредственное соединеніе Огдена съ морскимъ побережьемъ, но и освободилась отъ одного изъ четырехъ крупныхъ конкурентовъ въ трансконтинентальномъ сообщеніи.

Къ сѣверу отъ линіи Огденъ-Санъ-Франциско поло-

женіе представлялось менѣе удовлетворительнымъ. Тутъ господствовали Northern Pacific и Great Northern, и въ 1901 г. они вели переговоры о покупкѣ Burlington для обезпеченія доступа въ Чикаго. Гарриманъ хотѣлъ также участвовать въ покупкѣ, но его старанія не увѣнчались успѣхомъ. Тогда онъ началъ скупать акціи Northern Pacific. Борьба между Гарриманомъ и Гиллемъ, вызвавшая панику на биржѣ въ маѣ 1901 г., окончилась учрежденіемъ Northern Securities Company, въ которой Гарриманъ все же не былъ хозяиномъ. Послѣ закрытія Northern Securities Company общество Union Pacific получило обратно акціи Great Northern на 25 милл. долл. и акціи Northern Pacific на 32 милл. долл. Биржевая цѣна этихъ акцій достигла 100 милл. долл.

Эпизодъ съ Northern Securities Company мало отразился на условіяхъ движенія въ сѣверо-западномъ направленіи, но имѣлъ огромное вліяніе на финансовую политику Union Pacific въ послѣдующіе годы. Благодаря закрытію Northern Securities Company, общество Union Pacific получило акціи Great Northern и Northern Pacific, которыя имѣли значеніе лишь какъ выгодное помѣщеніе капитала. Однако, въ скоромъ времени держать ихъ стало невыгодно. Выше было указано, что биржевая стоимость акцій, которыя получило общество Union Pacific, равнялась 100 милл. долл. Впослѣдствіи цѣна акцій значительно повысилась, и стоимость портфеля Union Pacific доходила до 145—150 милл. долл., между тѣмъ, доходность акцій едва достигала 3%. Тогда правленіе Union Pacific рѣшило продать часть своего портфеля за 118 милл. долл., оставивъ себѣ на 30 милл. долл. акцій *). Часть вырученныхъ

*) По этому поводу Гарриманъ давалъ показанія въ Interstate Commerce Commission. Акціи Northern Securities, принадлежавшія Union Pacific, были положены въ обезпеченіе 4% облигацій Oregon Short Line. Когда эти облигаціи были замѣнены новыми, то общество Union Pacific обезпечило ихъ всѣмъ, что могло получить въ обмѣнъ на Northern Securities, и всякаго рода иными акціями или облигаціями не выше 80% ихъ биржевой цѣны. Но для покупки акцій Southern Pacific и Northern Pacific еще до того были выпущены обезпеченныя залогомъ

денегъ была обращена на покупку акцій Chicago & Alton, а со второй половины 1906 г. Union Pacific и Oregon Short Line начали приобрѣтать громадными партіями акціи другихъ желѣзнодорожныхъ обществъ. На 41.442.028 долл. было куплено акцій Illinois Central, на 10.395.000 долл. привилегированныхъ акцій Atchison, на 45.466.960 долл. обыкновенныхъ и привилегированныхъ акцій Baltimore & Ohio, на 19.634.280 долл. акцій New York Central. Менѣ значительныя суммы были обращены на покупку акцій Chicago, Milwaukee & St. Paul, Chicago & Northwestern, St. Joseph & Grand Island, и др. Всего было затрачено 131.693.271 долл. въ теченіе семи мѣсяцевъ.

Таковы характерныя черты финансовой политики Union Pacific послѣднихъ лѣтъ. Крупныя покупки акцій другихъ дорогъ дали возможность обществу заключить выгодныя соглашенія съ Illinois Central и Baltimore & Ohio и ослабили конкуренцію съ Atchison. Въ настоящее время сѣть Union Pacific, включая Southern Pacific, простирается отъ Чикаго до Портланда, Санъ-Франциско, Лосъ-Анжелесъ и Мексиканскаго залива. Кромѣ того общество пользуется значительнымъ вліяніемъ въ двухъ главныхъ обществахъ, которыхъ дороги соединяютъ Чикаго съ Атлантическимъ побережьемъ.

Финансовая политика общества Union Pacific не разъ подвергалась критикѣ. Желѣзная дорога по существу является перевозочнымъ предпріятіемъ, а не спекулятивнымъ. Съ точки зрѣнія государства, которому желѣзная дорога оказываетъ извѣстнаго рода услуги, а также съ

облигаціи, подлежащія конверсiи (convertible collateral bonds); обезпеченіемъ для этихъ облигацій служили другія бумаги. Съ 1904 года акціи Union Pacific начали повышаться въ цѣнѣ, и конверсiя представлялась весьма желательной. Въ результатѣ конверсiи освободились бумаги, служившія обезпеченіемъ облигацій, которыя были выпущены для покупки акцій Southern Pacific и Northern Pacific. Освободившіяся бумаги, вмѣстѣ съ привилегированными акціями Southern Pacific на 18 милл. долл., выданными Union Pacific въ 1904 г. (плюсъ 2.460.960 долл. наличными) составили достаточное обезпеченіе для новыхъ облигацій Oregon Short Line, и, такимъ образомъ, общество получило возможность использовать акціи Great Northern и Northern Pacific для другихъ цѣлей.

точки зрѣнія акціонеро́въ, доходы желѣзнодорожнаго предприятия должны стоять въ зависимости отъ хода эксплуатаціи, руководимой отвѣтственнымъ правленіемъ общества, а не отъ случайностей, неподверженныхъ никакому контролю. Поскольку финансовыя операціи Union Pacific имѣли въ виду обезпечить выгодныя соглашенія съ другими дорогами или ослабить конкуренцію, онѣ покоились на солидномъ основаніи, но поскольку эти операціи заключали въ себѣ спекулятивный элементъ, онѣ шли вразрѣзъ съ истиннымъ характеромъ желѣзнодорожнаго предприятия, какъ такового.

Подобно большинству американскихъ желѣзныхъ дорогъ, Union Pacific перешла въ руки акціонеро́въ въ лучшемъ состояніи, нежели какой она попала въ администрацію, но съ оборудованіемъ, не соотвѣтствовавшимъ размѣрамъ движенія. Съ 1900 г. затраты на усиленіе и улучшеніе сѣти и на приобрѣтеніе новаго подвижного состава составили свыше 52 милл. долл. Изъ этой суммы 15 милл. долл. были израсходованы изъ доходовъ эксплуатаціи. Расходы на поддержаніе путей въ надлежащемъ видѣ, особенно въ послѣдніе годы, сильно возрасли. Правленіе не щадило средствъ на смягченіе уклоновъ, на замѣну деревянныхъ мостовъ стальными, легкихъ рельсовъ тяжелыми, на улучшеніе балласта и проч. Въ 1896 г. желѣзные рельсы встрѣчались на протяженіи 13% всей Union Pacific, а рельсы вѣсомъ болѣе 60 фунтовъ ярдъ на протяженіи лишь 24%. Въ 1907 г. желѣзныхъ рельсовъ нигдѣ не оставалось, и лишь на протяженіи 33% сѣти не было рельсовъ вѣсомъ болѣе 60 фунтовъ ярдъ. Въ 1898 г. средняя подъемная сила товарнаго вагона едва превышала 20 тоннъ, въ 1907 г. она равнялась 34 тоннамъ, причемъ появились новые товарные вагоны со средней подъемной силой въ 67 тоннъ.

Благодаря столь значительнымъ улучшеніямъ, сѣть Union Pacific легко справилась съ громаднымъ усиленіемъ движенія. Въ періодъ 1898—1907 г.г. число тонно-миль

возрасло съ 1.393.207.990 до 5.704.061.535, число пассажиро-милей—съ 167.117.388 до 680.278.509. Въ настоящее время средняя нагрузка товарнаго вагона равна 21 тоннѣ, и 32 такихъ вагона составляютъ поѣздъ. Въ 1899 г. средняя нагрузка товарнаго вагона равнялась 12 тоннамъ, и лишь 29 такихъ вагоновъ составляли поѣздъ. Въ 1907 г. поѣздъ перевозилъ въ среднемъ 66 пассажировъ, а въ 1899 г.—33. Такимъ образомъ, усиленіе движенія не вызвало пропорціональнаго увеличенія расходовъ. Расходы эксплуатаціи увеличились въ три раза, а размѣры движенія въ четыре раза.

Финансовое положеніе общества Union Pacific въ данное время представляется блестящимъ. Въ 1907 г. обязательные платежи къ круглой цифрѣ не превышали 8.600.000 долл., а чистый доходъ равнялся 45 милл. долл. Изъ чистаго дохода 23.500.000 долл. были выданы въ дивидендъ, 1.960.000 долл. израсходованы на усиленіе и улучшеніе сѣти и на приобрѣтеніе новаго подвижнаго состава, 10.700.000 долл. причислены къ прибылямъ слѣдующаго года. Съ 1906 г. оставалось на 69 милл. долл. векселей, для погашенія которыхъ собраніе акціонеровъ разрѣшило выпустить на 75 милл. долл. облигацій, подлежащихъ конверсіи. Акціонерный и облигаціонный капиталы продолжаютъ увеличиваться, но обязательные платежи лишь на 5 милл. долл. превышаютъ цифру 1899 г. Для того чтобы общество не было въ состояніи оплачивать проценты по облигаціямъ, его чистый доходъ долженъ уменьшиться на 81%. Если бы нѣчто подобное могло случиться, то и тогда удалось бы сохранить нѣкоторый излишекъ доходовъ, хотя бы путемъ сокращенія крупныхъ расходовъ на ремонтъ и поддержаніе путей и подвижнаго состава *).

*) Дивиденды по акціямъ Union Pacific:

	1898	1899	1900	1901—4	1905	1906	1907
Обыкновенныя	—	—	3 ¹ / ₂ %	4%	4 ¹ / ₂ %	8%	10%
Привилегированныя	1 ¹ / ₂ %	3 ¹ / ₂ %	4%	4%	4%	4%	4%

Г Л А В А VIII.

Northern Pacific.

Желѣзнодорожное общество Northern Pacific было учреждено въ 1864 г. и объявлялось несостоятельнымъ въ 1875 г. и 1893 г. Кромѣ того, общество часто испытывало финансовыя затрудненія, а потому при изученіи способовъ реорганизациі сѣверо-американскихъ желѣзныхъ дорогъ исторія Northern Pacific представляется во многихъ отношеніяхъ интересной.

Законъ 2 іюля 1864 г. предоставилъ право обществу Northern Pacific построить желѣзную дорогу отъ Верхняго озера въ штатѣ Миннезота или Висконсинѣ, на 45° сѣверной широты, приблизительно до Портланда (штатъ Орегонъ). Капиталь общества былъ опредѣленъ въ 1 милл. акцій, причемъ при учрежденіи подписка должна была быть объявлена на 20.000 акцій. На каждую милю пути въ территоріяхъ, которыя должна была пересѣчь желѣзная дорога, государство обязалось отвести по 40 секцій земли, а въ штатахъ по 20 секцій, по обѣ стороны пути. Столь щедрые отводы государственныхъ земель явились результатомъ, съ одной стороны, низкой стоимости земель на сѣверозападѣ, а съ другой—отказа правительства въ выдачѣ обществу какой-либо денежной субсидіи. Правительство должно было выдавать по мѣрѣ сооруженія участковъ пути въ 25 миль, патенты на земли и вмѣстѣ съ тѣмъ производить развѣдки на земляхъ на пространствѣ 40 миль по обѣ стороны дороги по мѣрѣ того, какъ постройка подвигалась впередъ. Общество должно было начать постройку черезъ два года послѣ своего учрежденія и закончить ее въ теченіе 12 лѣтъ. Въ случаѣ несоблюденія этихъ условій, конгрессъ имѣлъ право принять всѣ мѣры, необходимыя для скорѣйшаго окончанія постройки желѣзной дороги. Согласно уставу, общество не имѣло права выпускать ипотечныя облигаціи или обременять

желѣзную дорогу какимъ-либо залогомъ безъ разрѣшенія конгресса. Прежде чѣмъ начать постройку дороги въ какомъ-либо штатѣ, общество обязано было исходатайствовать соответствующее разрѣшеніе отъ правительства даннаго штата. Если бы въ теченіе двухъ лѣтъ обществу не удалось собрать по подпискѣ 2 милл. долл. акціонернаго капитала, по которому 10% должны были быть внесены, то правительство оставляло за собою право отобрать у него уставъ.

Смѣлый проектъ сооруженія желѣзной дороги въ сѣверо-западныхъ штатахъ и территоріяхъ, которые въ то время были слабо заселены, совершенно естественно не вызвалъ энтузіазма въ финансовыхъ кругахъ. Капиталисты, взявшіеся собрать капиталъ, не были въ состояніи выполнить эту задачу. Въ 1869 и 1870 г.г. произошли два событія, имѣвшія огромное значеніе для общества. Во-первыхъ, запрещеніе выпускать облигаціи, содержащееся въ уставѣ общества, было устранено, а во-вторыхъ, постройкой желѣзной дороги заинтересовался Джей Кукъ, едва-ли не самый выдающійся финансовый дѣятель того времени. Онъ обладалъ громадной личной энергіей, значительными средствами и большимъ вліяніемъ въ финансовыхъ кругахъ. Это былъ какъ разъ тотъ человѣкъ, въ которомъ общество нуждалось. Устраненіе запрещенія выпуска облигацій, наряду съ финансовой поддержкой Кука, дало возможность собрать капиталъ и начать постройку желѣзной дороги.

Въ 1869 г. фирма Джей Кукъ и К^о приняла на себя финансовую агентуру общества Northern Pacific. Въ іюль 1870 г. обществу разрѣшено было выпустить 7,3% облигаціи первой ипотеки на сумму 100 милл. долл. и на такую же сумму акціи. Облигаціи уступались агентамъ по 88; бóльшая часть акцій шла въ видѣ премии, въ пользу агентовъ или синдиката, съ которымъ агенты завязали сношенія. Фирма обязалась собрать 5 милл. долл. наличными деньгами въ теченіе 30 дней, для приступа къ сооруженію желѣзной дороги. Въ маѣ 1873 г. было построено уже

болѣе 500 миль. Положеніе, тѣмъ не менѣе, нельзя было назвать вполнѣ удовлетворительнымъ, потому что капиталисты неохотно помѣщали свои деньги въ новыя облигаціи первой ипотеки. Въ 1870 г. правленіе общества пыталось заинтересовать въ постройкѣ желѣзной дороги европейскіе рынки, но не имѣло успѣха, вслѣдствіе происходившей въ то время франко-прусской войны. Въ Америкѣ агитація въ пользу подписки на облигаціи также не привела къ сколько-нибудь ощутительнымъ результатамъ. Реализація облигацій подвигалась впередъ весьма туго вслѣдствіе цѣлаго ряда причинъ: облигаціи были выпущены по высокому курсу, предпріятіе само по себѣ считалось ненадежнымъ, а кромѣ того ходили слухи о растратахъ и злоупотребленіяхъ, допущенныхъ при постройкѣ первыхъ участковъ желѣзной дороги. Невозможность реализовать облигаціи тяжело отразилась на финансовомъ положеніи Northern Pacific. Эксплоатаціонные расходы достигали значительныхъ размѣровъ, накопившіеся долги требовали оплаты процентовъ. Съ другой стороны, доходы предпріятія были крайне незначительны. Въ результатѣ общество задолжало фирмѣ Джей Кукъ и К^о громадную сумму.

Въ сентябрѣ 1873 г. Фирма Джей Кукъ и К^о прекратила платежи. Это было тяжкимъ ударомъ для желѣзной дороги. Курсъ облигацій первой ипотеки упалъ со 100 до 11. Общество кое-какъ влачило свое существованіе. Въ декабрѣ 1873 г. рѣшено было прибѣгнуть къ фондированію процентовъ. Всѣ купоны по 1 января 1874 г. замѣнялись 7% купонными облигаціями на 5 лѣтъ, которыя подлежали конверсіи въ облигаціи первой ипотеки. Кромѣ того, владѣльцы купонныхъ облигацій могли получить земли общества со скидкой 25% съ рыночной цѣны. Въ апрѣлѣ 1874 г. общество урегулировало свои счета съ фирмой Джей Кукъ К^о, передавъ ей облигаціи первой ипотеки и прочія бумаги. Задолженность общества фирмѣ достигала полутора милл. долл. Мѣры эти принесли съ собой лишь временное облегченіе. Торговля во всей странѣ пережи-

вала періодъ застоя. Валовой доходъ общества за годъ по 30 іюня 1874 г. равнялся 988.131 долл. Въ то же время приходилось оплачивать проценты по 7,3⁰/₀ облигаціямъ на сумму 30.780.904 долл., а долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ достигалъ 777.335 долл. Общество не только не было въ состояніи покрывать свои обязательные платежи, но, повидимому, не имѣло никакихъ надеждъ на достиженіе сколько-нибудь значительнаго излишка доходовъ надъ расходами. Первоначальный проектъ потерпѣлъ полную неудачу. Единственное средство продолжать эксплуатацію дороги заключалось, повидимому, въ предоставленіи правительственной гарантіи облигаціямъ желѣзной дороги, либо въ коренной финансовой реорганизаціи.

Въ маѣ 1874 г. сдѣлана была попытка осуществить первый планъ. Въ конгрессъ былъ внесенъ билль о предоставленіи обществу права выпуска 5⁰/₀ облигацій на 30 лѣтъ въ суммѣ 50.000 долл. на милю всего протяженія дороги. Далѣе билль обязывалъ общество на каждыя 20 миль длины готовыхъ участковъ выдать правительству 7,3⁰/₀ облигаціи по расчету 50.000 долл. на милю, взаменъ чего общество должно было получить 40.000 долл. 5⁰/₀ облигаціями, по которымъ правительство гарантировало проценты, но не капиталъ, а остатокъ въ 10.000 долл. удерживало за собою въ видѣ резерва. Держатели 7,3⁰/₀ облигацій имѣли право замѣнить ихъ новыми 5⁰/₀ облигаціями на такихъ же условіяхъ. Въ вознагражденіе за гарантію процентовъ по облигаціямъ желѣзная дорога должна была возвратитъ правительству Соединенныхъ Штатовъ всѣ полученныя ею государственныя земли, которыя предназначались къ продажѣ по указаніямъ министра внутреннихъ дѣлъ. Сверхъ того, общество каждые полгода обязано было представлять въ распоряженіе федеральнаго правительства весь свой чистый доходъ. Правительство имѣло право продать 5⁰/₀ облигаціи Northern Pacific, если бы суммъ, вырученныхъ отъ продажи земель, и чистаго дохода предпріятія не хватило для оплаты гарантирован-

ныхъ процентовъ. Наконецъ, конгрессу предоставлялось право вводить по своему усмотрѣнію тарифы и проч., съ той лишь оговоркой, чтобы правительственный контроль не отразился на внутренней цѣнности облигацій дороги. Такимъ образомъ, капиталисты, заинтересованные въ дѣлахъ Northern Pacific, соглашались передать все предприятие въ руки правительства, лишь бы правительство его довело до конца. Однако, конгрессъ не обнаружилъ никакого желанія взять на себя столь большую отвѣтственность, и билль даже не подвергся его обсужденію.

Въ началѣ 1875 г., пока еще судьба билля не выяснилась, правленіе созвало общее собраніе облигаціонеровъ. Президентъ Кассъ привелъ слѣдующія данныя о финансовомъ положеніи общества. Общая сумма долга равнялась 30.441.300 долл. Изъ 7,3% облигацій, выпущенныхъ въ качествѣ залога, обезпечивавшаго долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, главнымъ образомъ, въ 1875 г., облигаціи на сумму 1.780.300 долл. были оцѣнены отъ 25 до 40 центовъ долларъ. Проценты по земельнымъ документамъ (land warrants), облигаціямъ и обязательствамъ, выданнымъ по фундированнымъ купонамъ, достигали 732.632 долл. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ равнялся 634.758 долл., изъ которыхъ 150.000 долл. должны были быть погашены черезъ нѣсколько дней, а 250.000 долл. причитались правленію въ возвратъ ссудъ, выданныхъ имъ для окончанія постройки участка дороги послѣ банкротства фирмы Джей Кукъ и К^о въ 1873 г. Чистый доходъ за все время составилъ 124.056 долл., акціонерный капиталъ равнялся 25.497.600 долл. Приведенныя данныя какъ будто указываютъ на нѣкоторое улучшеніе положенія съ іюня 1874 г., но, конечно, никакихъ надеждъ на поддержаніе платежеспособности общества не было. Наибольшее впечатлѣніе произвела цифра долга по краткосрочнымъ обязательствамъ: менѣе, чѣмъ въ пять лѣтъ, этотъ долгъ въ пять разъ превысилъ чистый доходъ, полученный за весь періодъ. Послѣ нѣкотораго обмѣна мнѣній, облига-

ціонеры избрали комитетъ въ составѣ семи членовъ для изготовленія доклада къ слѣдующему собранію. Комитетъ рекомендовалъ ходатайствовать о назначеніи администраціи по дѣламъ общества; правленіе не возражало, и 16 апрѣля генераль Кассъ занялъ должность администратора.

Къ этому времени надежды на помощь со стороны правительства исчезли; правленіе рѣшило не терять времени и сразу приняться за коренную реорганизацію предпріятія. Въ концѣ мая комитетъ облигаціонеровъ представилъ свой планъ, подвергшійся обсужденію облигаціонеровъ въ нѣсколькихъ общихъ собраніяхъ. Въ основу плана комитетъ положилъ совершенно простой и ясный принципъ, причемъ намѣтилъ вполне достаточныя мѣры для его осуществленія. Общество вырабатываетъ лишь 0,4% на свои долги: слѣдовательно, долги должны быть списаны. Обязательные платежи достигаютъ значительныхъ размѣровъ: ихъ слѣдуетъ совершенно устранить. Положеніе было таково, что въ сущности только такая мѣра и могла поправить дѣло. Но во всякомъ случаѣ заслуга комитета была велика хотя бы въ томъ отношеніи, что онъ сразу отказался отъ колебаній и разнаго рода экспериментовъ. Финансовая реорганизація должна была быть осуществлена путемъ продажи предпріятія съ аукціона. Для проведенія плана образовался комитетъ въ составѣ шести членовъ. Всѣ облигаціи замѣнялись привилегированными акціями, а всѣ обыкновенныя акціи новыми обыкновенными акціями. Краткосрочныя обязательства, въ свою очередь, замѣнялись привилегированными акціями, которыхъ предположено было выпустить на 51 милл. долл. для слѣдующихъ цѣлей:

а) для погашенія капитала по находившимся въ обращеніи 7,3% облигаціямъ и процентовъ по нимъ по 1 іюля 1878 г. по расчету изъ 8%.

б) для погашенія земельныхъ облигацій, капитала и процентовъ, по 1 января 1875 г.

в) для покрытія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, не предъявленнымъ ко взысканію.

г) для покрытія общихъ расходовъ по проведенію плана реорганизациі.

Владѣльцамъ привилегированныхъ акцій предоставлялись всѣ права и преимущества держателей обыкновенныхъ акцій, въ томъ числѣ право голоса въ общихъ собраніяхъ акціонеровъ. Изъ чистаго дохода по привилегированнымъ акціямъ уплачивалось 8⁰/₀, ранѣе выдачи какого-либо дивиденда по обыкновеннымъ акціямъ, сверхъ 8⁰/₀ дивидендъ распредѣлялся пополамъ, между привилегированными и обыкновенными акціями. Привилегированными акціи подлежали конверсiи *à pari* въ документы на владѣніе земельнымъ имуществомъ, которое числилось за обществомъ къ востоку отъ рѣки Миссури въ штатѣ Миннесота или территоріи Дакота; документы эти должны были оставаться во владѣніи держателей привилегированныхъ акцій, пока общество исправно платило проценты по новымъ облигаціямъ первой ипотеки. Выручка отъ продажи земель должна была обращаться на погашеніе привилегированныхъ акцій. Обыкновенныхъ акцій предположено было выпустить на 49 милл. долл. Для окончанія сооружеія желѣзной дороги и ея оборудованія рѣшено было выпустить облигаціи первой ипотеки не свыше въ среднемъ 25.000 долл. на милю уже отстроенной дороги, при условіи признанія работъ выполненными удовлетворительно, со стороны президента Соединенныхъ Штатовъ. Облигаціи обезпечивались первой ипотекой на всю желѣзную дорогу, какъ построенную, такъ и не законченную сооружеіемъ, и на подвижной составъ, имущество, земли и всѣ права и привилегіи предпріятія, включая и его уставъ. Принималось во вниманіе лишь право держателей привилегированныхъ акцій конвертировать ихъ въ земельное имущество. Капиталь долженъ былъ быть выплаченъ въ 40 лѣтъ. Никакія другія облигаціи не могли быть выпущены безъ согласія владѣльцевъ, по крайней мѣрѣ, ³/₄ привилегированныхъ акцій, выраженнаго въ собраніи, специально для сего созданномъ, причемъ предварительныя увѣдомленія о такихъ собраніяхъ должны

были имѣть мѣсто за 30 дней. Впослѣдствіи было постановлено, что держатели обыкновенныхъ акцій до 1 іюля 1878 г. не должны имѣть права голоса въ собраніяхъ, и что облигаціонеровъ не слѣдуетъ облагать никакими денежными взносами. Расходы по продажѣ предпріятія и пр. рѣшено было покрыть за счетъ актива и доходовъ общества.

При ближайшемъ разсмотрѣніи этого плана реорганизаціи, выясняется, что съ точки зрѣнія интересовъ самаго общества, онъ не оставлялъ желать ничего лучшаго. Торгово-промышленный кризисъ въ странѣ разразился въ то время съ особенной силой, а нужды желѣзной дороги Northern Pacific въ частности были такъ велики, что, при столкновеніи интересовъ облигаціонеровъ и общества, всѣ преимущества оказались на сторонѣ послѣдняго. Если бы реорганизаторы попробовали примѣнить принципъ обмѣна старыхъ облигацій на новыя облигаціи и акціи, а не только на акціи, то имъ пришлось бы назначить очень низкій процентъ по облигаціямъ, и, конечно, они отпугнули бы облигаціонеровъ. Если же реорганизаторы не ввели въ свой планъ дивидендныхъ облигацій, то, вѣроятно, вслѣдствіе отсутствія англійскаго капитала. Но реорганизаторы примѣнили весьма разумную мѣру: они изъяли изъ обращенія облигаціи, обременявшія доходы предпріятія, замѣнивъ ихъ акціями, которыя, конечно, представляли собою документы на право собственности, но по которымъ дивидендъ выдавался лишь тогда, когда онъ дѣйствительно былъ налицо. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ былъ погашенъ не денежными взносами, а путемъ выпуска новыхъ бумагъ. Находившіяся въ обращеніи акціи обладали весьма малою внутренней цѣнностью, и, по всей вѣроятности, держатели ихъ не согласились бы на денежные взносы. Съ другой стороны, не легко было бы собрать взносы по обезцѣненнымъ облигаціямъ, да и какъ было убѣдить облигаціонеровъ въ справедливости такого требованія, если къ акціонерамъ его не предъявляли? Во всякомъ случаѣ, замѣна

долга по краткосрочнымъ обязательствамъ акціями не увеличила обязательныхъ платежей предпріятія. Реорганизація позаботилась также объ удовлетвореніи потребности въ наличныхъ средствахъ. Въ общемъ, планъ реорганизаціи поставилъ общество на ноги. Опасность для будущаго заключалась въ одномъ: значительная часть желѣзной дороги еще не была построена, и сквозного движенія на ней не существовало; сѣверо-западный раіонъ слабо заселялся, и мѣстное движеніе не развивалось. Предстояло сдѣлать весьма многое, и общество, несмотря на всѣ пріобрѣтенныя имъ преимущества, снова могло обанкротиться по тѣмъ же причинамъ, по которымъ это случилось съ нимъ раньше.

Впервые планъ былъ опубликованъ 20 мая, а на обсужденіе облигаціонеровъ представленъ 30 іюня. Къ августу приблизительно двѣ трети облигаціонеровъ изъявили свое согласіе на принятіе плана. Въ маѣ было получено разрѣшеніе на продажу предпріятія; въ августѣ за облигаціонерами было признано право первенства сравнительно съ правленіемъ въ отношеніи выданныхъ ссудъ; 12 августа все имущество общества, за исключеніемъ зарегистрированныхъ земель, со всѣми правами, льготами и преимуществами, было продано съ аукціона и куплено комитетомъ за 100.000 долл. Говорили, что сумма нарочно была предложена столь низкая, для того чтобы заставить несогласныхъ облигаціонеровъ обмѣнять свои облигаціи на новыя акціи. Новое общество было организовано въ октябрѣ 1875 г. Президентомъ былъ избранъ Чарльзъ Райтъ изъ Филадельфіи.

Въ теченіе четырнадцати лѣтъ общество свободно развивало свою дѣятельность, и лишь въ 1889 г. начались толки о новой реорганизаціи. Въ продолженіе этого періода сѣтъ Northern Pacific должна была стать непрерывной отъ тихо-океанскаго побережья до Чикаго. Въ 1875 г. всего было построено 550 миль, въ 1893 г. эксплуатаціонная длина сѣти Northern Pacific равнялась 5.431,92 миль. Она простиралась отъ Ашленда, С.-Поля и Миннеаполиса на востокъ до Портланда, Олимпіи, Такомы и Ситтля на

западѣ. Въ 1875 г. валовой доходъ равнялся 414.722 долл., чистый доходъ 97.478 долл. Въ 1893 г. цифры эти соответственно повысились до 23.920.109 долл. и 11.416.283 долл. Въ то же время обязательные платежи возросли отъ 0 до 14.311.430 долл. Въ обращеніи находилось облигацій на 133.545.500 долл., кромѣ облигацій побочныхъ линій, гарантированныхъ обществомъ, на 15.349.000 долл. Такимъ образомъ, общество сумѣло найти средства для окончанія сооруженія желѣзной дороги, несмотря на то, что сѣверозападный районъ слабо заселялся, и сквозного сообщенія не существовало. Впослѣдствіи, когда эти причины исчезли, возникла конкуренція со стороны другихъ трансконтинентальныхъ дорогъ.

Со времени реорганизациі до 1879 г. обществу удалось сдѣлать, въ смыслѣ новыхъ работъ по сооруженію дороги, весьма немногое, вслѣдствіе финансоваго кризиса. Усилія отдалить окончательный срокъ, назначенный для постройки желѣзной дороги, не имѣли успѣха, а, между тѣмъ, обществу грозило отобраніе земель конгрессомъ. Въ 1878 г. дорога заключила небольшой заемъ, въ слѣдующемъ году новый заемъ на нѣсколько бѣльшую сумму, и постройка двинулась впередъ. Въ 1880—1881 г.г. на сооруженіе были затрачены болѣе значительныя суммы, такъ какъ обществу удалось реализовать, при помощи синдиката, 6% облигаціи общей ипотеки (подъ залогъ желѣзной дороги и земельныхъ отводовъ) на 40 милл. долл. Облигаціи эти выпускались по расчету 25.000 долл. на милю отстроеннаго пути и обезпечивались залогомъ всего имущества общества, кромѣ земель, расположенныхъ къ востоку отъ рѣки Миссури, предназначавшихся для выкупа привилегированныхъ акцій. Синдикатъ обязался реализовать 10 милл. долл. немедленно и выговорилъ себѣ преимущественное право реализовать въ теченіе трехъ слѣдующихъ лѣтъ по 10 милл. долл. Первый выпускъ былъ реализованъ по курсу 90, остальные по 92½. На дѣлѣ уже къ концу 1883 г. общество израсходовало всѣ 40 милл.

долл. Облигаціонный долгъ его увеличился съ 3.881.884 долл. въ 1880 г. до 39.522.200 долл. въ 1883 г., обязательные платежи возрасли съ 334.482 долл. до 2.478.939 долл., но зато общество получило деньги и оказалось въ состояніи предпринять постройку 1.000 миль дороги. Финансовыя затрудненія 1882 г., возникшія несмотря на поддержку со стороны синдиката, явились результатомъ непредвидѣнныхъ обстоятельствъ. По словамъ правленія, надлежало, во избѣжаніе напрасной траты времени и денегъ, строить дорогу одновременно съ обоихъ концовъ. Такая система сооружеія вызвала необходимость за много мѣсяцевъ впередъ отправлять къ Тихому океану всевозможные матеріалы и подвижной составъ; громадные расходы пришлось нести также изъ-за постройки линіи къ востоку отъ Скалистыхъ горъ; линія эта лишь спустя весьма продолжительное время сдѣлалась составной частью уже отстроенной сѣти. Расходы приходилось покрывать немедленно, а передача облигацій синдикату, по условіямъ договора, производилась лишь по мѣрѣ окончанія постройки очередныхъ участковъ дороги. Вотъ почему общество испытывало стѣсненіе въ деньгахъ. Однако, затрудненія носили временный характеръ, и довольно быстро были устранены при помощи синдиката и общества Oregon & Transcontinental, о которомъ сейчасъ будетъ рѣчь.

Подвигаясь на сѣверо-западъ и постепенно заполняя пробѣлъ между двумя конечными пунктами главной линіи, общество Northern Pacific столкнулось съ организаціей сѣверо-западныхъ компаній, извѣстной подъ именемъ Oregon Railway & Navigation Company. Въ то время руководящую роль въ организаціи игралъ Генри Виллардъ. Компанія имѣла пароходы, совершавшіе рейсы по рѣкамъ Вилламеттъ и Колумбіи въ Орегонѣ, а также по морю между Портландомъ и Санъ-Франциско. Въ связи съ водными путями сообщенія была построена узкоколейная желѣзная дорога по лѣвому берегу Колумбіи до соединенія близъ устья Змѣиной рѣки съ существовавшей уже узко-

колейной желѣзной дорогой къ городу Валла-Валла, въ юго-восточной части Вашингтона. Узкоколейная дорога въ 1880 г. перешивалась на ширококолейную. Эту именно мѣстность общество Northern Pacific намѣревалось использовать для устройства сообщенія съ берегомъ Тихаго океана; въ 1880 г. желѣзная дорога Northern Pacific прорѣзала Скалистыя горы и подошла къ мѣсту слиянія Колумбійи и Змѣиной рѣки. Въ октябрѣ 1880 г. общество Northern Pacific подписало контрактъ съ Oregon Railway & Navigation Company, по которому согласилось на разграниченіе упомянутой мѣстности рѣками Змѣиной и Колумбіей; взаменъ этого компанія Oregon Railway & Navigation согласилась протянуть желѣзную дорогу въ теченіе трехъ лѣтъ отъ конечнаго пункта Northern Pacific на западѣ, у устья Змѣиной рѣки, до Портланда, да предоставила Northern Pacific право отправлять свои поѣзда по этой линіи за извѣстную плату съ поѣздо-мили. Напомнимъ, что въ это время общество Northern Pacific испытывало финансовыя затрудненія. Поэтому оно охотно согласилось организовать сообщеніе съ морскимъ берегомъ такимъ способомъ, который не вызывалъ съ его стороны никакихъ расходовъ. Однако, вскорѣ по заключеніи договора, обществу удалось устроить заемъ въ 40 милл. долл., о которомъ была рѣчь выше. Виллардъ опасался, что, получивъ средства, общество построитъ свою собственную линію до Портланда. Съ цѣлью помѣшать этому, онъ задумалъ учрежденіе новой компаніи, которая должна была скупить большую часть акцій, какъ общества Northern Pacific, такъ и Oregon Railway & Navigation Company. Новая компанія, подъ фирмой Oregon & Transcontinental Company, долгое время играла выдающуюся роль въ дѣлахъ Northern Pacific. Она помогала обществу строить главную линію и вѣтви и отъ времени до времени снабжала его деньгами.

Образованіе Oregon & Transcontinental Company обезпечило Вилларду контроль надъ обществомъ Northern Pacific. Вилларда поддерживалъ, главнымъ образомъ, Deut-

sche Bank въ Берлинѣ, котораго онъ былъ представителемъ въ восьмидесятихъ годахъ. Самъ Виллардъ дѣйстви-тельно отличался выдающимися способностями; съ другой стороны, онъ вѣрилъ въ будущность дороги и сулилъ германскому банку блестящіе результаты. Первымъ дѣломъ общество объявило дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ. Въ годовомъ отчетѣ 1882 г. правленіе указало, что излишки доходовъ съ 1875 г. обращались на покрытие расходовъ по сооруженію дороги, тогда какъ ихъ слѣдовало выдать въ дивидендъ. Въ результатѣ за обществомъ числился долгъ въ 4.667.490 долл. по привилегированнымъ акціямъ. На этомъ основаніи правленіе рѣшило объявить дивидендъ въ 11,1⁰/₀, для каковой цѣли выпустить 6⁰/₀ облигаціи срокомъ на пять лѣтъ, съ правомъ выкупа облигацій, по усмотрѣнію общества, черезъ годъ, при условіи предварительнаго о томъ увѣдомленія за 30 дней, количествами не менѣе 20⁰/₀ общей суммы облигацій, находящихся во владѣніи каждаго отдѣльнаго держателя. По общему правилу, расходы по сооруженію новыхъ линій должны, конечно, причисляться къ капитальной стоимости дороги; но общество Northern Pacific находилось въ столь печальномъ положеніи, что правленіе не имѣло права ослаблять его ресурсы ни на одинъ долларъ. Въ 1883 г. правленіе должно было сознаться, что на сооруженіе новыхъ линій оно израсходовало на 7.986.508 долл. болѣе, чѣмъ составила выручка отъ реализаціи облигацій общей ипотеки на 40 милл. долл., привилегированныхъ акцій и проч. Въ октябрѣ того же года дефицитъ возросъ до 9.459.421 долл., а циркуляръ президента Вилларда указывалъ на неотложную потребность въ новыхъ наличныхъ средствахъ въ размѣрѣ 5¹/₂ милл. долл.

Спасенія пришлось искать въ новыхъ займахъ. Въ 1883 г. правленіе рѣшило выпустить облигаціи второй ипотеки на 20 милл. долл. Для этого требовалось согласіе владѣльцевъ ³/₄ привилегированныхъ акцій. Въ циркулярѣ правленіе оповѣщало о предложеніи фирмъ Дрек-

сель, Морганъ и К^о., Винслоу, Ланье и К^о. и Августа Бельмонта и К^о. реализовать облигаціи на 15 милл. долл. по курсу $87\frac{1}{2}$, за вычетомъ 5^о/_о комиссіи. Названныя фирмы требовали предоставленія имъ преимущественнаго права въ теченіе полугода реализовать еще на 3 милл. долл. облигацій на тѣхъ же условіяхъ. Акціонеры поневолѣ согласились, и въ результатѣ облигаціонный долгъ общества съ 39.522.200 долл. возросъ до 61.636.400 долл.

Въ августѣ 1883 г. пробѣлъ въ главной линіи Northern Pacific былъ заполненъ, и 8 сентября состоялось официальное открытіе движенія. Общая длина сѣти равнялась 2.365 милямъ, изъ которыхъ 1.952,5 миль приходилось на главную линію и 412,8 миль на вѣтви. Капитальная стоимость линій равнялась 59.304 долл., изъ которыхъ менѣе $\frac{1}{3}$ приходилось на облигаціи. Хотя въ слѣдующемъ году это соотношеніе нѣсколько увеличилось, но все же на долю ипотечныхъ облигацій приходилось значительно меньше половины капитальной стоимости дороги. Положеніе представлялось весьма благопріятнымъ, и въ немъ надо искать объясненія стойкости, съ которой общество Northern Pacific выдержало панику 1884 г. Съ окончаніемъ сооруженія главной линіи, доходы общества возрасли настолько значительно, что покрывали проценты по новымъ облигаціямъ, и хотя дорога никогда не могла рассчитывать на монополію въ трансконтинентальномъ сообщеніи, но въ февралѣ 1883 г. она вступила въ соглашеніе съ Union Pacific относительно сквозныхъ тарифовъ и разграниченія раіоновъ дѣятельности. Между тѣмъ, интересы Oregon & Transcontinental Company сильно пострадали вслѣдствіе пониженія цѣны акцій Northern Pacific, послѣ опубликованія отчета по сооруженію дороги. Несмотря на удачное размѣщеніе облигацій второй ипотеки Northern Pacific, Виллардъ почувствовалъ, что нѣтъ спасенія ни ему, ни Oregon & Transcontinental Company. Въ январѣ 1884 г. онъ подалъ въ отставку, и на его мѣсто былъ избранъ вице-президентъ общества Эри Робертъ Гаррисъ.

Послѣдующіе годы характеризуются безпрестанными недоразумѣніями во взаимныхъ расчетахъ между Oregon & Transcontinental и Northern Pacific. На обсужденіе былъ поставленъ вопросъ о снятіи обществомъ Northern Pacific въ аренду Oregon Railway & Navigation Company. Въ іюлѣ 1884 г. состоялось соглашеніе, по которому общество Northern Pacific гарантировало 6% по акціямъ Oregon Railway & Navigation Company на два года, 7%—на три года и 8% навсегда. Однако, соглашеніе это не было осуществлено, такъ какъ группа акціонеровъ Northern Pacific опротестовало его, признавъ условленную норму процентовъ слишкомъ высокой. Въ 1885 г. выдвинулся вопросъ о совмѣстной арендѣ компаниі обществами Northern Pacific и Union Pacific. Компанія Oregon Railway & Navigation обслуживала на сѣверо-западѣ обѣ названныя дороги, и заключеніе общаго аренднаго договора значительно упростило бы взаимныя отношенія между ними. Помимо того, совмѣстная аренда лишила бы компанію возможности чрезмѣрно повышать тарифы. Въ теченіе нѣсколькихъ лѣтъ почти непрерывно происходили переговоры. Однако, въ 1887 г. Navigation Company перешла въ аренду Oregon Short Line съ гарантіей Union Pacific. Возобновивъ переговоры и потерпѣвъ неудачу, Виллардъ продалъ принадлежавшія Oregon & Transcontinental акціи Oregon Railway & Navigation Company. Общество Northern Pacific успѣло за это время закончить постройку собственной линіи къ берегу Тихаго океана. Съ тѣхъ поръ роль Oregon & Transcontinental Company ограничивалась посредничествомъ при оказаніи финансовой поддержки обществу Northern Pacific *).

Пока шли переговоры съ Union Pacific, общество сочло цѣлесообразнымъ вновь прибѣгнуть къ займу. Къ облигаціямъ первой и второй ипотеки, о которыхъ была рѣчь выше, правленіе прибавило облигаціи третьей ипотеки

*) Въ 1890 г. Oregon & Transcontinental Company была преобразована въ North American Company.

на 12 милл. долл. Изъ этой суммы 8 милл. долл. были тотчасъ же реализованы синдикатомъ, а остальные 4 милл. долл. нѣсколько позже. Облигаціи выпускались для покрытія расходовъ на окончаніе новыхъ работъ и для погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ; кромѣ того, выручка отъ реализаціи предназначалась для выкупа и отсрочки дивидендныхъ свидѣтельствъ (dividend scrip), выданныхъ держателямъ привилегированныхъ акцій въ 1883 г. Часть долга по дивиденднымъ свидѣтельствамъ въ суммѣ 3.073.321 долл. была погашена наличными, уплата остальныхъ 1.567.500 долл. была отсрочена. Оставшіяся непогашенными дивидендные свидѣтельства предполагалось погасить въ 1907 г., они приносили 6% и могли быть выкуплены по усмотрѣнію правленія, при условіи предварительнаго о томъ увѣдомленія за 30 дней, въ 1892 г. и позднѣе въ любой срокъ оплаты купоновъ. До 1 января 1893 г. держателямъ дивидендныхъ свидѣтельствъ предоставлялось обмѣнить ихъ на облигаціи третьей ипотеки. Выпускъ третьей ипотеки могъ быть произведенъ лишь съ согласія держателей $\frac{3}{4}$ находившихся въ обращеніи привилегированныхъ акцій; соблюденіе этого требованія, повидимому, не составило особыхъ затрудненій для правленія.

Въ періодъ 1886—89 г.г. наблюдалось дальнѣйшее значительное развитіе сѣти общества Northern Pacific. Это было вообще время энергичной дѣятельности желѣзнодорожныхъ обществъ въ Соединенныхъ Штатахъ. Одновременно развивали свои сѣти общества Atchison, Union Pacific и другія. Сѣть Union Pacific увеличилась съ 5.825,6 миль въ 1886 г. до 6.996 миль въ 1889 г. т. е. болѣе чѣмъ на 1.100 миль; сѣть Chicago, Rock Island & Pacific увеличилась съ 1.384,2 до 1.592,7 миль; сѣть Chicago, Burlington & Quincy съ 4.036 до 5.140,8 миль; наконецъ, сѣть St. Paul, Minneapolis & Manitoba возрасла съ 1.509,4 до 3.030,1 мили. За тоже время общество Northern Pacific увеличило свою сѣть на 656,8 миль, въ среднемъ на 219

миль ежегодно. На дальнемъ сѣверо-западѣ большой тоннель черезъ Каскадныя горы почти былъ готовъ къ маю 1888 г. Къ концу 1889 г. открылось движеніе отъ Ашленда, въ штатѣ Висконсинъ, до Портланда въ штатѣ Орегонъ. Непрерывный путь имѣлъ большое значеніе для общества въ виду недоразумѣній съ Oregon Railway & Navigation Company, и благодаря его осуществленію, общество охотно отказалось отъ соглашенія съ компаніей. Въ 1888 г. происходили переговоры съ правительствомъ Канады по поводу постройки желѣзной дороги въ Манитобу. Въ томъ же году была приобрѣтена Coeur d'Alene Railroad & Navigation Company. Въ составъ этого предпріятія входило паровое сообщеніе и узко-колейная желѣзная дорога въ сѣверо-восточной части Вашингтона, пересѣкавшая горно-промышленный раіонъ штата. Вообще говоря, сѣтъ Northern Pacific сохранила характеръ одиночнаго трансконтинентальнаго пути съ немногочисленными вѣтвями. Развитие сѣти наблюдалось, главнымъ образомъ на востокъ, гдѣ она подошла къ Дулуту, Ашленду, Верхнему озеру, С.-Полю и Миннеаполису, а также на западъ. Здѣсь ея конечными пунктами были Валлула, Портландъ и Такома. Изъ другихъ вѣтвей наиболѣе важное значеніе имѣли вѣтви на Виннипегъ и къ горнымъ раіонамъ Монтаны и Вашингтона.

При всемъ томъ, общество Northern Pacific не могло назвать свое финансовое положеніе блестящимъ. Доходы отъ пассажирскаго движенія по прежнему были незначительны,—выручка 1888 г. отъ перевозки пассажировъ немногимъ превышала цифру 1884 г. Что касается перевозки грузовъ, то выручка возрасла съ 7.867.367 долл. въ 1884 г. до 10.426.245 долл. въ 1888 г. и 15.600.320 долл. въ 1889 г. Ростъ выручки отъ перевозки грузовъ настолько поглощался увеличеніемъ расходовъ эксплуатаціи, что чистый доходъ отъ перевозки пассажировъ и грузовъ увеличился лишь на 2.223.194 долл. Между тѣмъ, затраты на сооруженіе новыхъ линій вызвали увеличеніе задолженности общества на 15.202.000 долл., не считая облигацій вѣтвей на 20.981.000

долл., гарантированныхъ обществомъ въ 1889 г. Возрастала также долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ. Одновременно, по свидѣтельству Вилларда, начальники службъ энергично настаивали на отпускѣ крупныхъ суммъ на улучшение пути, замѣну деревянныхъ мостовъ металлическими, обновленіе подвижного состава, развитіе товарныхъ устройствъ и пр. Въ первые годы своего существованія общество стремилось какъ можно скорѣе построить желѣзную дорогу и мало заботилось о томъ, какъ она строилась; въ результатѣ большая часть работъ была исполнена на спѣхъ и крайне несовершенно, а затѣмъ пришлось исправлять недостатки.

Такимъ образомъ, общество нуждалось въ притокѣ новыхъ капиталовъ, а между тѣмъ увеличивать обязательные платежи становилось опаснымъ. Правленіе столкнулось съ трудной задачей, которую такъ или иначе надо было разрѣшить. Послѣ долгихъ размышленій, правленіе высказалось за заключеніе новаго крупнаго ипотечнаго займа для погашенія въ возможно скоромъ времени старыхъ ипотечныхъ облигацій. Если бы облигаціонеры согласились обмѣнять 6% облигаціи на новыя 4% или даже 5% облигаціи, то, по мнѣнію правленія, общество получило бы возможность выпускать новыя облигаціи, такъ какъ уменьшились бы обязательные платежи.

Въ сентябрѣ 1889 г. правленіе обратилось къ держателямъ привилегированныхъ акцій со слѣдующимъ циркуляромъ: «По мнѣнію правленія, наступило время удовлетворенія растущихъ нуждъ общества, для каковой цѣли необходимо прибѣгнуть къ новой финансовой операціи въ крупномъ масштабѣ. Валовой доходъ общества увеличивается, и въ нынѣшнемъ фискальномъ году можно ожидать повышенія его до 23 милл. или даже до 24 милл. долл. Но общество не могло и не можетъ использовать столь благопріятное положеніе, пока не обезпечитъ значительнаго притока капиталовъ. Къ тому же благосостояніе сѣти вызываетъ ростъ конкуренціи... Общество по необходимости

должно строить питательныя линіи всюду, гдѣ этого требуетъ развитіе торговли и промышленности, и гдѣ выгодныя позиціи могутъ очутиться въ рукахъ противниковъ... Серьезнымъ мотивомъ въ пользу обезпеченія притока новыхъ капиталовъ является также то обстоятельство, что общество владѣетъ обширными пространствами земли. Извлечь выгоды изъ земельной собственности общество можетъ лишь при условіи развитія поселеній въ районѣ желѣзнодорожныхъ линій. Правленіе полагаетъ, что наступилъ моментъ для надлежащаго использованія запаса земель, и что, вмѣстѣ съ тѣмъ, благопріятное финансовое положеніе общества позволяетъ принять мѣры къ пониженію обязательныхъ платежей».

Правленіе предложило выпустить облигаціи консолидированной ипотеки на 160 милл. долл. срокомъ на 100 лѣтъ. Облигаціи должны были приносить не свыше 5% и обезпечивались всѣмъ имуществомъ Northern Pacific, включая подвижной составъ, земли, вѣтви и облигаціи вѣтвей. Выпускъ предназначался для слѣдующихъ цѣлей:

для погашенія облигацій первой, второй и третьей ипотекъ на 77.430.000 долл.	75.000.000 долл.
для погашенія облигацій вѣтвей на 26.000.000 долл.	26.000.000 »
для постройки новыхъ вѣтвей по расчету не свыше 30.000 долл. на милю	20.000.000 »
для развитія станцій, приобрѣтенія подвижного состава, усиленія и улучшенія сѣти и иныхъ затратъ, не покрываемыхъ изъ доходовъ эксплуатаціи,	20.000.000 »
для уплаты премій по обмѣненнымъ облигаціямъ	10.000.000 »
для разныхъ другихъ цѣлей	9.000.000 »

Такимъ образомъ, предполагалось выпустить немедленно лишь часть облигацій. Въ близкомъ будущемъ предстояло

отпустить значительныя суммы на развитіе станцій и постройку новыхъ вѣтвей. Правленіе полагало, что часть облигацій вѣтвей могла бы быть погашена довольно быстро. Въ общемъ, правленіе рассчитывало, что немедленно придется выпустить лишь на 15 милл. долл. облигацій. Облигаціи должны были приносить не болѣе 5⁰/₀. Ихъ предположено было раздѣлить на три категоріи: къ первой категоріи отнести 5⁰/₀ облигаціи на 57 милл. долл., ко второй 4¹/₂⁰/₀ на 23 милл. долл. и къ третьей 4⁰/₀ облигаціи на 80 милл. долл. Предполагалось такимъ путемъ понизить обязательные платежи на 2 милл. долл. Десять милліоновъ долларовъ предназначались для уплаты премій: очевидно, правленіе заранѣе считалось съ необходимостью предложить держателямъ старыхъ облигацій не только новыя облигаціи въ равнозначущей суммѣ, а нѣчто большее. Въ предупрежденіе излишней щедрости, было постановлено, что резервъ въ 10 милл. долл. можетъ быть использованъ для уплаты премій, съ согласія, по крайней мѣрѣ, девяти членовъ правленія изъ тринадцати, если при этомъ уполномоченные письменно подтвердятъ, что въ конечномъ результатѣ общество получитъ сбереженіе на процентахъ.

Напомнимъ, что, согласно реорганизаціи 1875 г., для выпуска новой ипотеки требовалось согласіе владѣльцевъ ³/₄ привилегированныхъ акцій. Предположенное правленіемъ увеличеніе долга грозило держателямъ привилегированныхъ акцій отсрочкой выдачи дивидендовъ на неопредѣленное время, и, конечно, не могло встрѣтить съ ихъ стороны сочувствія. Имѣя это въ виду, правленіе рѣшило привлечь на свою сторону владѣльцевъ привилегированныхъ акцій путемъ предоставленія имъ трехъ различныхъ льготъ: 1) распредѣленія между владѣльцами привилегированныхъ акцій всѣхъ суммъ, затраченныхъ на развитіе сѣти изъ доходовъ эксплуатаціи; 2) регулярной уплаты дивидендовъ въ близкомъ будущемъ; 3) преимущественнаго права подписки на новыя облигаціи. Въ августѣ 1889 г. правленіе опредѣленно заявило, что всѣ суммы, затрачен-

ныя на развитіе сѣти изъ доходовъ эксплуатаціи прежнихъ лѣтъ, будутъ распределены между владѣльцами привилегированныхъ акцій. Общая сумма этихъ затратъ была официально исчислена въ 2.844.430 долл., и для покрытія ея рѣшено было отчислить въ резервъ соотвѣтствующую сумму новыхъ облигацій по курсу 85. На будущее время Виллардъ рассчитывалъ производить выдачу дивидендовъ въ размѣрѣ 4% съ 1 января 1890 г. Дивиденды должны были уплачиваться изъ суммъ чистаго дохода, а, если бы ихъ не хватило, изъ резервнаго фонда. Далѣе держателямъ привилегированныхъ и обыкновенныхъ акцій рѣшено было предоставить преимущественное право подписки на новыя облигаціи по курсу 85, въ размѣрѣ 15% номинальной стоимости акцій, принадлежавшихъ тому или другому держателю. Льготы эти расположили акціонеровъ въ пользу правленія. Владѣльцы привилегированныхъ акцій тотчасъ же потребовали распределенія между ними суммъ, затраченныхъ на развитіе сѣти въ прежніе годы изъ доходовъ эксплуатаціи. Въ октябрѣ 1889 г. собраніе акціонеровъ рѣшило требовать уплаты всѣхъ суммъ, причитающихся по привилегированнымъ акціямъ, согласно плану финансовой реорганизаціи, какъ только общество будетъ располагать достаточными для сего средствами. Въ томъ же году слѣдующее собраніе акціонеровъ постановило просить правленіе отчислить въ резервъ добавочныя суммы доходовъ, въ видѣ консолидированныхъ облигацій, и обсудить вопросъ объ увеличеніи дивиденда сверхъ 4% или назначенія по привилегированнымъ акціямъ супердивиденда.

Весьма вѣроятно, что планъ правленія не могъ бы быть проведенъ, если бы владѣльцамъ привилегированныхъ акцій не былъ обѣщанъ дивидендъ. Тѣмъ не менѣе, правленіе сдѣлало ошибку, давъ такое обѣщаніе. Деньги, вложенныя въ желѣзнодорожное предпріятіе Northern Pacific, обезпечивали его платежеспособность. Въ извѣстномъ смыслѣ онѣ способствовали увеличенію доходности предпріятія, но вѣдь не всѣ расходы этой категоріи, вліяю-

щіе на доходность дороги, должны причисляться къ ея капитальной стоимости. Впервыхъ, когда доходы не покрываютъ обязательныхъ платежей, или постоянно угрожаютъ опуститься ниже ихъ уровня, то капиталы, помѣщаемые въ предпріятіе, лишь помогаютъ ему держаться, такъ сказать, надъ водой, и нисколько не оправдываютъ увеличенія задолженности; во вторыхъ, расходы, являющіеся лишь средствомъ для поддержанія доходовъ на извѣстномъ уровнѣ, не могутъ причисляться къ капитальной стоимости предпріятія, даже въ томъ случаѣ, когда производятся въ связи съ сооруженіемъ вѣтвей, и еще меньше, когда касаются улучшенія существующей сѣти дорогъ. Если, такимъ образомъ, затраты изъ доходовъ эксплуатаціи, на которыя владѣльцы привилегированныхъ акцій предъявляли свои претензіи, поддерживали платежеспособность общества и помогали ему въ борьбѣ съ конкурентами, то аргументы собранія акціонеровъ въ 1889 г. не выдерживаютъ критики.

Что касается плана, составленнаго правленіемъ, то его слѣдуетъ разсматривать лишь какъ средство пріисканія новыхъ капиталовъ. Во многихъ отношеніяхъ планъ неясенъ. Правленіе рассчитывало понизить обязательные платежи путемъ обмѣна 6^c/_o облигацій на 5^o/_o, но какимъ образомъ могло быть осуществлено это пониженіе, оно не объясняло. Прежде всего срокъ погашенія облигацій представлялся въ достаточной степени отдаленнымъ, а потому и пониженіе платежей не могло наступить въ близкомъ будущемъ. Облигаціи первой ипотеки были выпущены въ 1881 году на 40 лѣтъ, облигаціи второй ипотеки—въ 1882 г. на 50 лѣтъ, а облигаціи третьей ипотеки, выпущенныя лишь годъ назадъ, подлежали выкупу не ранѣе 1937 г. По облигаціямъ отдѣленія Миссури и Pend d'Oreille срокъ наступалъ нѣсколько ранѣе (въ 1919 г.). Такимъ образомъ, о погашеніи ипотечныхъ облигацій, въ виду наступленія срока платежа по нимъ, не могло быть и рѣчи. Съ другой стороны, отъ облигаціонеровъ, очевидно,

нельзя было ждать добровольнаго согласія на обмѣнъ старыхъ облигацій, по которымъ срокъ еще не наступилъ, на новыя, безъ извѣстной преміи. Облигаціонеры во всякомъ случаѣ рассчитывали на сохраненіе прежняго размѣра доходности принадлежавшихъ имъ бумагъ. Кое-что они могли уступить въ виду большей отдаленности срока погашенія новыхъ облигацій и большей ихъ обеспеченности, но уступки эти едва ли существенно отразились бы на размѣрѣ обязательныхъ платежей. Къ тому же выпускъ новыхъ облигацій для покрытія расходовъ на улучшеніе сѣти вызывалъ увеличеніе ежегодныхъ платежей. Осуждать правленіе за это нельзя, потому что капиталы были ему необходимы, но во всякомъ случаѣ, при разсмотрѣніи финансоваго положенія желѣзной дороги и перспективъ будущаго, съ этимъ надо было считаться. Общество Northern Pacific фактически не могло сводить концы съ концами. Оно принуждено было выпустить на 20.867.000 долл. собственныхъ облигацій и кромѣ того гарантировать облигаціи побочныхъ линій на 20.981.000 долл. въ періодъ 1884—1889 г.г., для того чтобы обезпечить увеличеніе чистаго дохода въ 2.462.288 долл. Теперь оно снова вступило на путь займовъ, чтобы поддержать свою платежеспособность въ будущемъ.

Въ періодъ 1889—1892 г.г. движеніе на сѣти Northern Pacific усилилось, и чистый доходъ первое время возрасталъ быстрѣе, нежели обязательные платежи. Во главѣ правленія снова стоялъ Виллардъ, который въ сущности руководилъ всѣми финансовыми операціями до своего отъѣзда въ Европу въ 1890 г. Наиболѣе важной финансовой операціей слѣдуетъ считать снятіе въ аренду желѣзной дороги Wisconsin Central, вслѣдствіе чего конечный пунктъ сѣти Northern Pacific на востокъ былъ переведенъ изъ С.-Поля и Миннеаполиса въ Чикаго. Директора правленія, избранные съ Виллардомъ въ 1887 году, руководили вмѣстѣ съ тѣмъ дѣлами Wisconsin Central и компаніи Terminal, организованной для обезпе-

ченія доступа этойъ дороги къ Lake City. Можетъ быть, поэтому они рѣшили, что обществу Northern Pacific надлежало бы примкнуть къ трансконтинентальнымъ дорогамъ именно въ Чикаго, а не въ какомъ-либо другомъ пунктѣ къ западу отъ Чикаго. Вопросъ былъ представленъ ими на обсужденіе правленія въ 1889 и 1890 г.г. Въ іюль 1889 г. вступилъ въ силу договоръ, по которому общество Northern Pacific получило право пользоваться дорогой Wisconsin Central, взамѣнъ чего часть своихъ грузовъ обязалось направить на ея линіи. Согласно договору, обѣ дороги несли извѣстную долю эксплуатаціонныхъ расходовъ, когда коэффициентъ эксплуатаціи превышалъ 65%; когда же коэффициентъ эксплуатаціи падалъ ниже этого уровня, дороги дѣлили между собою прибыль. Компания Wisconsin Central сохраняла полную самостоятельность, въ отношеніи управленія своей дорогой, и общество Northern Pacific имѣло право лишь на извѣстную долю прибыли компаніи Terminal, когда эта прибыль превышала 800.000 долл. Желѣзная дорога Wisconsin Central дѣлила свой валовой доходъ на двѣ части: 35% она удерживала для собственныхъ нуждъ, а 65% обращала на покрытіе эксплуатаціонныхъ расходовъ и на нѣкоторыя улучшенія, цѣлью которыхъ было пониженіе расходовъ эксплуатаціи. Если расходы эксплуатаціи были ниже 65% валового дохода, компанія уплачивала половину разницы обществу Northern Pacific въ вознагражденіе за грузы, которые отъ него получала. Когда же расходы эксплуатаціи превышали 65% валового дохода, компанія Wisconsin Central уплачивала не свыше 2½% разницы изъ своихъ 35%; если, наконецъ, расходы эксплуатаціи превышали 67½% валового дохода, то половина разницы дѣлилась въ равной долѣ между Northern Pacific и Wisconsin Central. Общество Northern Pacific обязано было платить половину разницы лишь изъ будущихъ прибылей по договору. Въ апрѣлѣ 1890 г. былъ заключенъ новый договоръ, по которому общество Northern Pacific сняло въ аренду всѣ линіи, принадлежавшія

Wisconsin Central Company и Wisconsin Central Railroad Company, между С.-Полемъ и Чикаго, на 999 лѣтъ, включая соглашеніе съ Chicago & Northern Pacific Railroad Company въ Чикаго. «Правленіе, гласиль годовой отчетъ, признавало чрезвычайно важнымъ обезпечить дорогѣ доступъ къ Чикаго черезъ посредство собственной линіи. Вопросъ подвергся самому тщательному обсужденію правленія, и всѣ договоры и арендныя условія приняты послѣ внимательнаго ихъ изученія». Выгоды аренды для Wisconsin Central заключались въ большомъ количествѣ новыхъ грузовъ, для общества же Northern Pacific онѣ представлялись гадательными. Сообщение съ Чикаго было, конечно, желательно, но на дѣлѣ оказалось, что коэффициентъ эксплуатаціи Wisconsin Central выше 65, да къ тому же приобрѣтеніе линіи неизбежно должно было вызвать недовольство со стороны всѣхъ прочихъ дорогъ между Чикаго и С.-Полемъ. Ниже мы увидимъ, что общество поспѣшило отказаться и отъ аренднаго договора и отъ попытокъ сдѣлать Чикаго конечнымъ пунктомъ своей сѣти на востокѣ.

Въ 1891 г. движеніе на сѣти Northern Pacific вновь усилилось, но въ 1892 г. положеніе измѣнилось къ худшему. Прежде всего возрасли обязательные платежи, болѣе чѣмъ на 2 милл. долл., отчасти вслѣдствіе увеличенія задолженности, но главнымъ образомъ изъ-за повышенія арендныхъ платъ. Чистаго дохода не хватало для покрытія обязательныхъ платежей, и положеніе сразу стало весьма серьезнымъ. Повторные выпуски облигацій не могли создать финансовую устойчивость общества. Въ періодъ 1884—1892 г.г. лишь три раза чистый доходъ превысилъ сумму обязательныхъ платежей на 500.000 долл. Два года дали дефицитъ.

Въ мартѣ 1892 г. правленіе не выдало дивиденда по привилегированнымъ акціямъ. Но надо имѣть въ виду, что часть консолей была отчислена въ резервъ на десять лѣтъ для уплаты нормальныхъ дивидендовъ, на случай

отсутствія средствъ у общества. Правленіе сопроводило свое объявленіе о невыдачѣ дивиденда резолюціей о представленіи на обсужденіе владѣльцевъ привилегированныхъ акцій вопроса о срокахъ и способахъ распредѣленія консолидированныхъ облигацій изъ общей суммы 3.347.000 долл., отчисленной въ резервъ для удовлетворенія претензій держателей привилегированныхъ акцій. «Собраніе акціонеровъ, говорило правленіе, должно разрѣшить вопросъ о позаимствованіи изъ резерва такого количества облигацій, которое оказалось бы необходимымъ для покрытія разницы, въ настоящемъ или другомъ какомъ-либо фискальномъ году, между суммой чистаго дохода и суммой, потребной для выдачи 4% дивиденда по привилегированнымъ акціямъ». Акціонеры естественно встревожились. На годовомъ собраніи въ октябрѣ акціонеры избрали особый комитетъ для тщательной провѣрки отчетности общества *). Комитетъ былъ недружелюбно настроенъ по отношенію къ правленію. Въ своемъ предварительномъ докладѣ комитетъ призналъ техническую сторону хозяйства сѣти удовлетворительной, но финансовое положеніе общества онъ подвергъ рѣзкой критикѣ. Печальное финансовое положеніе предпріятія объяснялось, по словамъ комитета, безразсудствомъ правленія. Должностныя лица общества занимали двойственное положеніе и подчинили интересы общества Northern Pacific интересамъ Wisconsin Central. Многія вѣтви эксплуатировались съ убыткомъ. Краткосрочныя обязательства финансировались лично Виллардомъ, который бралъ съ

*) Главнѣйшія резолюціи собранія акціонеровъ сводятся къ слѣдующему: 1) облигаціи консолидированной ипотеки, находящіяся во владѣніи Farmers' Loan & Trust Company, учрежденія, представляющаго интересы держателей привилегированныхъ акцій, въ суммѣ 3.347.000 долл., не должны быть проданы ниже 90 съ процентами, 2) если не всѣ облигаціи окажется возможнымъ продать по 90 съ процентами, а лишь мелкія партіи, то правленію предоставляется право продать такое количество облигацій, какое необходимо для уплаты держателямъ привилегированныхъ акцій разницы между выданнымъ имъ дивидендомъ и 4% на акціи; 3) если правленіе когда-либо опредѣлитъ размѣръ дивиденда въ 4% или выше, то оно обязано продать на соответствующую сумму облигацій для выдачи держателямъ привилегированныхъ акцій супердивиденда въ 1%.

общества вдвое большій процентъ противъ рыночнаго. Комитетъ рекомендовалъ привлечь правленіе къ суду, если оно не представитъ гарантій, что отнынѣ дѣло будетъ вестись иначе. Правленіе отвѣтило подробнойъ объяснительной запиской, въ которой по очереди отвергло всѣ предъявленныя къ нему обвиненія. Постройка вѣтвей, по словамъ правленія, была безусловно необходима въ интересахъ развитія движенія на сѣти. Хотя нѣкоторыя вѣтви не покрывали обязательныхъ платежей, но, если причислить къ ихъ доходамъ 60% выручки отъ перевозки грузовъ, которые отъ нихъ получала главная линія, то окажется, что онѣ давали довольно значительную прибыль. Политика сооруженія вѣтвей встрѣчала единодушное одобреніе цѣлаго ряда правленій, за нее высказались и сами акціонеры въ 1886 г.; съ этой точки зрѣнія, возраженія противъ приобрѣтенія Wisconsin Central и другихъ линій представляются неосновательными. Что касается краткосрочныхъ обязательствъ, то ихъ дѣйствительно финансировали должностныя лица, заинтересованныя въ дѣлахъ общества. Но, по мнѣнію правленія, такой порядокъ заслуживаетъ всяческаго поощренія, а отнюдь не порицанія.

Трудно сказать, кто былъ правъ въ этомъ спорѣ: держатели привилегированныхъ акцій или правленіе. Въ 1905 г., черезъ нѣсколько лѣтъ послѣ своего ухода изъ общества Northern Pacific, Виллардъ писалъ слѣдующее: «Въ 1891 г. я въ послѣдній разъ предпринялъ оффиціальнѣйшій объѣздъ главной линіи и важнѣйшихъ вѣтвей Northern Pacific. Наболѣе тревожное впечатлѣніе я вынесъ отъ сознанія непосильнаго бремени, которое взвалило себѣ на плечи общество, купивъ и построивъ болѣе или менѣе значительныя вѣтви въ Монтанѣ и Вашингтонѣ. Я впервые узналъ о существованіи вѣтви Missoula къ рудникамъ Coeur d' Alene, сѣти рельсовыхъ и водныхъ путей Coeur d' Alene & Navigation, Seattle, Lake Shore & Eastern, желѣзныхъ дорогъ въ западной части Вашингтона, и пр. Всего наличными деньгами и облигаціями общество затра-

тило почти 30 милл. долл., а между тѣмъ перечисленные линіи едва покрывали свои эксплуатаціонные расходы. Приобрѣтеніе и сооруженіе убыточныхъ линій въ теченіе нѣсколькихъ лѣтъ поглотили значительное количество консолидированныхъ облигацій, отчисленныхъ въ резервъ для покрытія расходовъ на новыя работы, тогда какъ резервъ этотъ былъ рассчитанъ на значительно болѣе продолжительное время, и предполагалось, что его хватитъ на всѣ нужды». Никто, конечно, лучше Вилларда не могъ разобраться въ истинѣ относительно прибыльности или убыточности развитія сѣти Northern Pacific; его словамъ естественно придавали особое значеніе. То обстоятельство, что въ нѣкоторыхъ случаяхъ директора правленія Northern Pacific, пользуясь выгодами своего положенія, высказывались за покупку предпріятій, которыя цѣликомъ или отчасти имъ самимъ принадлежали, въ свою очередь, способно возбудить серьезныя подозрѣнія, къ тому же надо помнить, что финансовое положеніе сѣти Northern Pacific въ 1893 г. представлялось весьма неудовлетворительнымъ.

Еще до появленія отчета комитета акціонеровъ, правленіе занялось вопросомъ о способѣ погашенія краткосрочныхъ обязательствъ. Долгъ этотъ къ концу 1892 г. достигалъ 9.918.000 долл. Въ февралѣ 1893 г. рѣшено было погасить его путемъ продажи акцій St. Paul & Northern Pacific, хранившихся въ кассахъ общества, но это предположеніе вызвало бурю протестовъ. Желѣзная дорога St. Paul & Northern Pacific соединяла Бренердъ съ С.-Полемъ и Миннеаполисомъ и до приобретенія Wisconsin Central представляла собою крайнюю восточную вѣтвь сѣти Northern Pacific. Она по справедливости признавалась чрезвычайно важной составной частью главной линіи, и потерять ее для общества было бы равносильно тяжкому удару. Обезкураженное оппозиціей, правленіе отказалось отъ своего первоначальнаго проекта и предложило выпустить ипотечныя облигаціи, обеспеченныя залогомъ, для чего воспользоваться акціями и облигаціями, хранившимися въ кассахъ.

Комитетъ акціонеровъ имѣлъ въ виду приблизительно такую же комбинацію, о чемъ и писалъ президенту Оксу въ мартѣ и въ маѣ. «Ссылаясь на мое письмо отъ 15 марта, писалъ Брейтонъ Айвсъ, напоминаю вамъ, что мы имѣли въ виду выпустить обезпеченныя залогомъ облигаціи, для чего предполагали использовать 5⁰/₀ консолидированныя облигаціи Northern Pacific на 10 милл. долл., облигаціи первой ипотеки Chicago & Northern Pacific на 3 милл. долл. и всѣ принадлежащія обществу Northern Pacific акціи St. Paul & Northern Pacific, оцѣненные въ 7 милл. долл. Подъ обезпеченіе этихъ бумагъ мы предлагаемъ выпустить свидѣтельства (notes) на 12 милл. долл., подлежащія погашенію черезъ пять лѣтъ или въ менѣе продолжительный срокъ, по усмотрѣнію общества. Количество выпускаемыхъ свидѣтельствъ можетъ быть увеличено до 15 милл. долл. при условіи представленія добавочнаго залога, который синдикатъ банковъ признаетъ для себя приемлемымъ. Могу присовокупить, что, если правленіе согласится на избраніе семи директоровъ представителями синдиката, то всѣ свидѣтельства будутъ немедленно разобраны». Комитету акціонеровъ обѣщали свое содѣйствіе солидныя фирмы, въ томъ числѣ Mercantile Trust Company, Kuhn Loeb & Co, Equitable Life Assurance Company, и пр., которыя согласились реализовать новыя облигаціи на 7 милл. долл. по курсу 95 за вычетомъ 1¹/₂⁰/₀ комиссіи. Но правленіе не обратило никакого вниманія на письмо Айвса.

Правленіе опубликовало свой собственный планъ 1 мая 1893 г. Оно предложило выпустить 6⁰/₀ обезпеченныя залогомъ облигаціи на сумму 15 милл. долл., на пять лѣтъ, причемъ облигаціи на сумму 12 милл. долл. должны были быть реализованы немедленно. Произвести выпускъ поручалось комитету въ составѣ пяти членовъ, которому вмѣстѣ съ тѣмъ предоставлялось право продать обезпечивавшія заемъ бумаги, до наступленія срока погашенія свидѣтельствъ, не ниже опредѣленныхъ минимальныхъ цѣнъ. Впредь до погашенія всѣхъ свидѣтельствъ, общество не имѣло

права предпринимать сооруженіе новыхъ линій безъ согласія комитета, а равно и приобрѣтать или снимать въ аренду какія-либо желѣзнодорожныя или пароходныя линіи, гарантировать или покупать облигаціи или акціи другихъ компаній, либо по нимъ обязываться. Комитету предоставлялось право голоса по акціямъ, служившимъ обезпеченіемъ займа, а также понуждать общество къ исправной оплатѣ процентовъ. Общество имѣло право погасить свидѣтельства до срока послѣ 1 мая 1896 г., оплативъ ихъ по номинальной цѣнѣ съ процентами. Планъ правленія, какъ видно изъ изложеннаго, по существу ничѣмъ не отличался отъ плана Айвса. Тѣмъ не менѣе, планъ Айвса оно отвергло. Въ іюнѣ Виллардъ отказался отъ должности предсѣдателя и директора правленія, и директоромъ на его мѣсто былъ избранъ Рокфеллеръ.

Нѣсколько ранѣе, но несомнѣнно въ предвидѣніи такого исхода дѣла, синдикатъ согласился гарантировать реализацію обезпеченныхъ залогомъ облигацій *): къ концу года въ обращеніи находилось свидѣтельствъ на 10.275.000 долл., изъ которыхъ бѣльшая часть сосредоточилась въ рукахъ синдиката. Изложенный планъ правленія въ значительной степени напоминалъ комбинацію, осуществленную обществомъ Union Pacific въ 1891 г. Правленіе не задавалось цѣлью найти такое средство, при помощи котораго общество разъ навсегда избавилось бы отъ финансовыхъ затрудненій, оно заботилось лишь о настоящемъ, въ надеждѣ, что когда-нибудь наступитъ болѣе благоприятное время. Вотъ почему выпускъ свидѣтельствъ не оказалъ почти никакого вліянія на финансовое положеніе Northern Pacific.

Администрація по дѣламъ Northern Pacific была назначена 15 августа 1893 г., по заявленію о несостоятельности общества и объ отсутствіи у него средствъ для оплаты купоновъ 1 сентября, 1 октября, 1 ноября и 1 дека-

*) Право подписки на свидѣтельства было предоставлено акціонерамъ. На крупную сумму подписались Рокфеллеръ и Виллардъ.

бря. Правленіе общества признало справедливость заявленія, и судъ въ Мильвоки (штатъ Висконсинъ) назначилъ администраторами Генри Пейна, Томаса Окса и Генри Рауза. По дѣламъ большинства вѣтвей были назначены отдѣльные администраторы, съ которыми администраторы главной линіи не имѣли ничего общаго; впрочемъ, въ ноябрѣ имъ разрѣшено было заключать съ побочными линіями временныя соглашенія о направленіи грузовъ. Въ частности правленіе компании Wisconsin Central пыталось понудить общество Northern Pacific выполнить условія аренднаго договора, но судья Дженкинсъ въ Мильвоки далъ срокъ администраторамъ Northern Pacific до 15 сентября рѣшить, желаютъ они продолжать аренду или нѣтъ. Получивъ отъ нихъ отрицательный отвѣтъ, судья призналъ искъ Wisconsin Central неподлежащимъ удовлетворенію. Согласно представленнымъ судѣ отчетамъ, съ начала дѣйствія аренднаго договора общество Northern Pacific потеряло на эксплоатаціи Chicago & Northern Pacific 1.304.169 долл., а на эксплоатаціи Wisconsin Central 1.142.316 долл., и это, несмотря на значительное усиленіе движенія въ послѣдніе три года. Въ соотвѣтствіи съ рѣшеніемъ судьи, желѣзная дорога была передана компании Wisconsin Central въ сентябрѣ 1893 г., и общество Northern Pacific временно отказалось отъ мысли протянуть свою сѣть до Чикаго. Изъ другихъ арендъ судъ утвердилъ договоры съ St. Paul & Northern Pacific и Coeur d'Alene Railway & Navigation Company и разрѣшилъ администраторамъ производить необходимые платежи.

Несостоятельность общества Northern Pacific явилась сигналомъ къ возникновенію еще болѣе активной и ожесточенной личной борьбы между враждебными другъ другу партіями. Во главѣ оппозиціи стояли Брейтонъ Айвсъ и Августъ Бельмонтъ,—они пытались забрать въ свои руки управленіе дѣлами общества на годичныхъ выборахъ въ октябрѣ и добиться устраненія назначенныхъ судомъ администраторовъ. Наибольшую вражду они выказывали по отно-

шенію къ Вилларду, котораго считали виновникомъ плачевнаго финансоваго положенія общества. «Выдающіяся качества Вилларда, писалъ Айвсъ, послужили на пользу лишь ему самому. Синдикатъ Вилларда, Кольби, Аббота и Гойта и К^о., нажилъ милліоны на сдѣлкѣ съ Wisconsin Central, а на долю общества Northern Pacific пришлись одни убытки, которые оно несетъ и теперь». Акціонерамъ Айвсъ разослалъ циркуляры съ просьбой выслать ему довѣренности на веденіе дѣла противъ правленія. Съ другой стороны, директора правленія, въ своемъ воззваніи къ акціонерамъ, указывали на то, что, хотя общество обанкротилось въ періодъ ихъ завѣдыванія его дѣлами, но зато было время, когда, именно благодаря дѣятельности правленія, оно находилось въ блестящемъ положеніи. На будущее время правленіе рекомендовало сократить срокъ полномочій директоровъ съ трехъ лѣтъ до одного года. Въ общемъ, обстоятельства складывались крайне неблагопріятно для правленія, и на годовыхъ выборахъ партіи Бельмонта-Айвса легко удалось одержать рѣшительную побѣду. Айвсъ былъ избранъ президентомъ. Однако, эта побѣда не могла дать выдающихся реальныхъ результатовъ, потому что эксплуатація желѣзной дороги и распоряженіе ея средствами находились въ рукахъ администраторовъ. Въ январѣ президентъ Айвсъ ходатайствовалъ передъ федеральнымъ судомъ въ Мильвоки объ изыятіи изъ вѣдѣнія администраторовъ печати общества, книгъ, документовъ и сертификатовъ на акціи, а также объ истребованіи отъ нихъ достаточной суммы денегъ для того, чтобы дать возможность президенту нанять помѣщеніе и платить жалованье ревизору, секретарю и казначею, которые отказались отъ своихъ должностей *). Судъ отклонилъ ходатайство Айвса, и вновь избранное правленіе очутилось въ ненормальномъ положеніи.

Оппозиція вообще не теряла времени и постоянно обращалась къ судьямъ съ различными ходатайствами. Еще до

*) Эти лица отказались отъ своихъ должностей, потому что не получали жалованья.

избранія новаго правленія къ Генри Вилларду было предъявлено два иска: одинъ въ сентябрѣ Джономъ Свопомъ изъ Филадельфіи, о возвращеніи акцій и облигацій, полученныхъ Виллардомъ путемъ противозаконной сдѣлки, другой — въ октябрѣ, обществомъ Northern Pacific, о взысканіи съ Вилларда, Гойта и Кольби 2.600.000 долл., которые попали къ нимъ благодаря ряду недобросовѣстныхъ манипуляцій съ акціями и облигаціями Northern Pacific. Иски эти по существу напоминали обвиненія комитета акціонеровъ. Между прочимъ, истцы утверждали, что Виллардъ заработалъ на покупкѣ обществомъ Northern Pacific имущества въ Чикаго. Виллардъ клялся, что упомянутая сдѣлка интересовала его исключительно, какъ директора правленія, акціонера и облигаціонера общества Northern Pacific. Администраторы, съ своей стороны, изъявили готовность вчинить искъ къ Вилларду при условіи, что имъ будутъ представлены достаточныя доказательства его виновности. Судъ отложилъ разсмотрѣніе жалобы Айвса, но въ слѣдующемъ году предписалъ администраторамъ предъявить искъ къ Вилларду. Въ конечномъ результатѣ Айвсъ все же ничего не добился, и Виллардъ не былъ привлеченъ къ отвѣтственности.

Въ декабрѣ 1893 г. партія Айвса подала прошеніе въ судъ объ удаленіи администраторовъ. Мотивы, приведенные въ прошеніи, напоминали обвиненія Свопа. Партія Айвса утверждала, что правленіе общества, менѣе, чѣмъ въ годъ, обременило его ресурсы уплатой процентовъ на капиталъ въ 60 милл. долл., между тѣмъ какъ дороги, вошедшія въ составъ сѣти, вовсе не были нужны ей. Зато во многихъ дорогахъ руководители Northern Pacific были лично заинтересованы, извлекая изъ нихъ значительныя выгоды; когда же общество прекратило платежи, они передали управленіе дѣлами его администраторамъ, которыхъ сами назначили. Такимъ образомъ, во главѣ общества остались тѣ же лица, только подъ другими именами. Особенно тяжкія обвиненія были предъявлены къ Оксу, Вилларду и Росвеллю Роль-

сону, президенту Farmers' Loan & Trust Company; администраторовъ Пейна и Рауза партія ни въ чемъ не обвиняла, но настаивала на ихъ удаленіи, потому что случайно они очутились въ одной компаніи съ Оксомъ. Кромѣ того, партія Айвса указывала на то, что для побочныхъ линій отдѣльные администраторы были назначены совершенно напрасно, изъ-за чего расходы по управленію дѣлами общества чрезвычайно возрасли. Администраторы представили пространное объясненіе 3 февраля. Оксъ подробно отвѣтилъ на всѣ обвиненія, сопроводивъ свои возраженія исчерпывающими доказательствами. Утверждая, что побочныя линіи имѣютъ высокую цѣнность, онъ, вмѣстѣ съ тѣмъ, доказывалъ свою невиновность въ отношеніи полученія прибылей недобросовѣстнымъ путемъ. Судъ въ общемъ удовлетворился заявленіями Окса. Въ апрѣлѣ судья Дженкинсъ отклонилъ ходатайство Айвса объ удаленіи Пейна и Рауза изъ состава администраціи. Въ отношеніи Окса, судья призналъ, что дѣятельность его, какъ директора правленія, не требуетъ особаго разслѣдованія. Только три пункта, указанные въ жалобѣ Айвса, привлекли вниманіе судьи, и для ихъ разслѣдованія онъ назначилъ эксперта. Разсматривая жалобу, судья Дженкинсъ, между прочимъ, призналъ, что побочныя линіи, хотя и приносили убытокъ въ первые годы ихъ эксплуатаціи, но для сѣти были необходимы. Въ частности, вѣтви въ Вашингтонѣ, Орегонѣ, Монтанѣ и Айдаго играли роль питательныхъ линій; въ виду слабой заселенности района, онѣ строились, главнымъ образомъ, въ расчетѣ на будущее. Удаленіе Окса, изъ-за предъявленныхъ къ нему обвиненій, должно бы, по словамъ судьи, вызвать привлеченіе къ отвѣтственности всего правленія. Между тѣмъ, экспертъ Кери закончилъ свою работу. Въ докладѣ судья Кери высказалъ, что представленные въ его распоряженіе матеріалы не даютъ основанія обвинять Окса въ полученіи какихъ-либо денежныхъ или личныхъ выгодъ за счетъ общества Northern Pacific. Говорили, что Виллардъ на покупкѣ Northern Pacific & Manitoba нажилъ

363.494 долл., но Оксъ не зналъ, что Виллардъ настолько заинтересованъ въ этой операціи и не обязанъ былъ знать, а потому не могъ принять въ этомъ отношеніи никакихъ предупредительныхъ мѣръ. На основаніи доклада эксперта, судья Дженкинсъ въ октябрѣ постановилъ отклонить ходатайство объ удаленіи Окса изъ состава администраціи. Инцидентъ, такимъ образомъ, былъ исчерпанъ.

Итакъ, Айвсъ и его партія потерпѣли пораженіе. Они не могли заставить администраторовъ передать въ ихъ руки часть доходовъ Northern Pacific и вмѣстѣ съ тѣмъ не могли устранить ихъ отъ должностей. Пока общество находилось въ завѣдываніи администраторовъ, роль Айвса сводилась къ нулю. Такимъ образомъ, личный интересъ толкалъ Айвса въ сторону финансовой реорганизаціи дороги. Въ то же время оппозиція, состоявшая изъ облигационеровъ, естественно желала получить проценты по своимъ бумагамъ. Оппозиціи удалось въ концѣ концовъ сосредоточить контроль надъ дѣлами общества въ своихъ рукахъ. Въ 1894 г. выручка отъ пассажирскаго движенія упала съ 5.917.054 долл. до 3.960.772 долл., выручка отъ перевозки грузовъ съ 17.017.630 долл. до 11.418.692 долл. Несмотря на экономію въ расходахъ, чистый доходъ понизился почти въ такомъ же размѣрѣ, какъ валовой. Пришлось уменьшить жалованье служащимъ,—начавшаяся стачка значительно усложнила положеніе дѣла. Явилась необходимость просить ссуды у реорганизаціоннаго комитета Адамса, о которомъ рѣчь будетъ ниже, и выпустить свидѣтельства администраторовъ на 5 милл. долл. для погашенія старыхъ свидѣтельствъ на 5 милл. долл., выпущенныхъ въ 1893 г. Въ сентябрѣ послѣдовало формальное заявленіе о снятіи администраціи по дѣламъ 24 побочныхъ линій сѣти Northern Pacific и о передачѣ управленія всѣми дорогами въ руки уполномоченныхъ (trustees) за извѣстное вознагражденіе. Администраторамъ Оксу, Раузу и Пейну рѣшено было поручить завѣдываніе эксплоатаціей побочныхъ линій. Такимъ путемъ предполагалось достигнуть сокращенія рас-

ходовъ на 64.000 долл. въ годъ; равнымъ образомъ, правленіе рѣшило экономить на расходахъ по содержанию администраціи въ Нью-Йоркѣ. Всѣ эти мѣры, разумѣется, оказались недостаточными. Чистый доходъ въ 1894 г. равнялся 5.506.007 долл., обязательные платежи достигали 12.004.985 долл. Финансовая реорганизація, при такихъ условіяхъ, представлялась неизбѣжной.

Выработкой плана финансовой реорганизаціи занялись различные комитеты облигаціонеровъ. Въ концѣ 1893 г. образовался комитетъ владѣльцевъ 5% консолидированныхъ облигацій подъ предѣтельствомъ Адамса. Вице-предѣтелемъ комитета былъ избранъ генераль Луи Фицджеральдъ. Комитетъ объявилъ себя совершенно независимымъ, но говорили, что онъ имѣлъ связь съ прежнимъ правленіемъ дороги. Въ мартѣ 1894 г. комитетъ заявилъ, что, заручившись согласіемъ большинства владѣльцевъ консолидированныхъ облигацій, онъ изготавилъ планъ финансовой реорганизаціи, который, несомнѣнно, примутъ и германскіе облигаціонеры. Всѣхъ владѣльцевъ консолидированныхъ облигацій комитетъ просилъ представить свои облигаціи Mercantile Trust Company, которая должна была выдать имъ соотвѣтствующіе сертификаты. Комитетъ принялъ на себя хлопоты о введеніи сертификатовъ въ биржевую кортировку. Айвсъ не согласился на такого рода реорганизацію; онъ, главнымъ образомъ, возражалъ противъ состава комитета. Облигаціонеровъ онъ просилъ воздержаться отъ принятія плана, ссылаясь при этомъ на различные мотивы. Въ апрѣлѣ Айвсъ просилъ облигаціонеровъ прислать ему свои фамиліи и адреса съ указаніемъ количества бумагъ, принадлежащихъ каждому. По словамъ Айвса, облигаціонеровъ это ни къ чему не обязывало, — онъ желалъ лишь выяснить положеніе дѣлъ общества, и, когда наступитъ подходящее время, сообща приступить къ разработкѣ плана реорганизаціи. Рѣзкое паденіе валового дохода общества въ скоромъ времени стало угрожать интересамъ владѣльцевъ облигацій второй и третьей ипо-

текъ, которыя пользовались правомъ первенства въ отношеніи консолидированной ипотеки. Въ іюлѣ комитетъ Адамса обратился съ воззваніемъ къ владѣльцамъ упомянутыхъ облигацій второй и третьей ипотеки и, получивъ въ свое распоряженіе значительное количество бумагъ, рѣшилъ дѣйствовать въ качествѣ общаго реорганизаціоннаго комитета. Между тѣмъ, комитетъ подъ предсѣдательствомъ Джонстона Ливингстона приглашалъ облигаціонеровъ представлять ему облигаціи второй ипотеки, а комитетъ Ванъ-Ностранда—облигаціи третьей ипотеки. Ливингстонъ указывалъ на то, что интересы владѣльцевъ облигацій консолидированной ипотеки требуютъ умаленія правъ владѣльцевъ пріоритетныхъ ипотечныхъ облигацій, Ванъ-Нострандъ, съ своей стороны, заявлялъ, что доходовъ дороги совершенно достаточно для уплаты процентовъ по облигаціямъ третьей ипотеки, а потому владѣльцы этихъ облигацій должны требовать погашенія процентовъ и капитала наличными деньгами. Несмотря на это, лондонское агентство Deutsche Bank заявило въ сентябрѣ, что принимаетъ облигаціи второй и третьей ипотеки, а также консолидированной ипотеки, по порученію комитета Адамса, для отправки въ Нью-Йоркъ. Въ то время ходили разные слухи о финансовой реорганизаціи предпріятія, причемъ предполагалось конвертировать облигаціи третьей ипотеки въ 5% дивидендные облигаціи, а консолидированныя облигаціи—въ привилегированныя акціи. Въ результатѣ владѣльцы облигацій третьей ипотеки вновь запротестовали: по ихъ мнѣнію, доходы предпріятія были вполне достаточны для уплаты процентовъ по всѣмъ пріоритетнымъ ипотечнымъ облигаціямъ. Къ концу года возникъ проектъ продажи предпріятія по претензіи держателей облигацій второй ипотеки, но не былъ осуществленъ.

Въ январѣ 1894 г. администраторъ Раузъ выпустилъ отчетъ о положеніи дѣлъ предпріятія. Онъ вычислилъ, что приведеніе желѣзной дороги въ надлежащее состояніе для цѣлей успѣшной эксплуатаціи потребуеть расхода въ 10

милл. долл. «Совершенно исключительныя причины, говорилъ онъ, способствовали чрезвычайному росту доходовъ дороги три года назадъ; теперь наступило иное положеніе, это обстоятельство, наряду съ финансовымъ кризисомъ, конкуренціей со стороны Great Northern и низкими тарифами должно повлечь за собою сокращеніе валового дохода въ ближайшемъ будущемъ, по крайней мѣрѣ, на 27⁰/₀». Раузь подробно распространялся о значеніи побочных линій для Northern Pacific и выражалъ увѣренность въ конечномъ успѣхѣ предпріятія, но въ общемъ его отчетъ не производилъ благопріятнаго впечатлѣнія. Въ сентябрѣ, въ виду приближенія годовыхъ выборовъ, президентъ Айвсъ разослалъ акціонерамъ длиннѣйшій циркуляръ. «Значительное уменьшеніе валового дохода сѣти, говорилъ онъ, ухудшило положеніе акціонеровъ. Акціонерамъ слѣдуетъ имѣть въ виду, что ни одинъ изъ реорганизаціонныхъ комитетовъ не работаетъ въ ихъ интересахъ». Айвсъ сообщалъ далѣе объ избраніи комитета, который долженъ представлять интересы акціонеровъ, а пока просилъ акціонеровъ внести наличными по 12,5 долл. на каждыя 100 акцій для покрытія разнаго рода расходовъ. Президентъ Айвсъ увѣрялъ акціонеровъ, что, поскольку это будетъ зависѣть отъ членовъ комитета, все, что дадутъ акціонеры, будетъ засчитано, когда съ нихъ потребуютъ взносовъ по акціямъ для осуществленія финансовой реорганизаціи. Въ день выборовъ Айвсъ и его сторонники были переизбраны единогласно.

Въ такомъ положеніи находилось дѣло въ началѣ 1895 г. Комитеты облигаціонеровъ попрежнему были враждебно настроены въ отношеніи правленія. Комитетъ Адамса успѣлъ за это время собрать почти на 21 милл. долл. облигацій консолидированной ипотеки, большую часть (на 1 милл. долл. больше половины облигацій) третьей ипотеки и значительную часть облигацій второй ипотеки (до большинства не хватало 3 милл. долл.) Берлинскій Deutsche Bank энергично поддерживалъ комитетъ, который,

такимъ образомъ, все болѣе и болѣе укрѣплялъ свое положеніе.

Въ маѣ 1895 г. планъ комитета Адамса былъ опубликованъ во всеобщее свѣдѣніе. Это была первая серьезная попытка возстановленія платежеспособности предпріятія. Планъ предлагалъ продать предпріятіе и образовать новое общество, которое должно было выпустить на 100 милл. долл. акцій и до 200 милл. долл. облигацій золотомъ, свободныхъ отъ налога, и обезпечиваемыхъ залогомъ всей сѣти Northern Pacific, включая St. Paul & Northern Pacific Railway. Облигаціи должны были приносить частью 4⁰/₀, частью 3⁰/₀ годовыхъ. Извѣстное количество облигацій предполагалось отчислить въ резервъ для замѣны облигацій первой ипотеки, а также для приобрѣтенія побочныхъ линій и для сооруженія новыхъ дорогъ, въ размѣрѣ не свыше 20.000 долл. на милю. Капиталь и проценты по новымъ облигаціямъ абсолютно гарантировались Great Northern Road, за что Great Northern должна была получить половину акціонернаго капитала новаго общества. Новое правленіе должно было состоять изъ девяти директоровъ, изъ которыхъ четверо избирались реорганизаціоннымъ комитетомъ Northern Pacific. На каждую тысячу долларовъ облигаціями второй ипотеки Northern Pacific рѣшено было выдавать 1.125 долл. новыми гарантированными облигаціями Northern Pacific; на каждую тысячу долларовъ облигаціями третьей ипотеки—1.000 долл. 3⁰/₀ гарантированными облигаціями и не менѣе 250 долл. новыми 3⁰/₀ гарантированными облигаціями и 300 долл. акціями. Просроченные купоны по облигаціямъ второй ипотеки предполагалось погасить наличными изъ 5⁰/₀ годовыхъ, купоны по облигаціямъ третьей ипотеки изъ 4⁰/₀, а купоны по консолямъ изъ 2¹/₂⁰/₀—новыми 3⁰/₀ облигаціями. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, возникшій въ періодъ дѣйствія администраціи, предполагалось погасить путемъ обложенія сборомъ старыхъ акцій, всего на сумму 11 милл. долл. Финансовая реорганизація общества и реа-

лизация капиталовъ обезпечивались синдикатомъ, съ фирмой Морганъ и К^о. и Deutsche Bank во главѣ.

Въ общемъ авторы плана предлагали нѣсколько уменьшить задолженность общества, понизивъ, вмѣстѣ съ тѣмъ, средній процентъ съ 6 и 5 до 4 и 3%. Приведенныхъ данныхъ, однако, недостаточно, для того чтобы вычислить, насколько понизились бы обязательные платежи общества. Къ облигаціонерамъ во всякомъ случаѣ были предъявлены значительныя требованія, ихъ предполагалось компенсировать путемъ выдачи новыхъ облигацій и акцій. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ предположено было погасить путемъ обложенія акціонеровъ взносами, оборотный капиталъ обѣщаль доставить синдикатъ, но, что онъ долженъ былъ получить за это, неизвѣстно. Важное значеніе имѣла гарантія новыхъ облигацій Great Northern Company. Вопросъ о сляніи обществъ Northern Pacific и Great Northern былъ поднятъ правленіемъ Northern Pacific, которое считало его необходимымъ для обезпеченія финансоваго благополучія сѣти. Говорятъ, что Гилль сначала неохотно выслушалъ предложеніе правленія Northern Pacific, а потомъ согласился провести проектъ, но подъ условіемъ передачи въ его руки большей части акцій Northern Pacific. Врядъ ли, однако, это вѣрно; Гилль, надо полагать, сразу сочувственно отнесся къ проекту. Какъ разъ въ это время администраторы Northern Pacific ходатайствовали о прекращеніи контрактовъ съ желѣзнодорожными обществами Great Northern и Minneapolis Union. Сляніе обществъ при такихъ условіяхъ представлялось особенно желательнымъ. Планъ комитета Адамса былъ составленъ, главнымъ образомъ, въ расчетѣ на сляніе и въ значительной степени отъ него зависѣлъ. Если бы общество Great Northern согласилось гарантировать капиталъ и проценты по новымъ облигаціямъ Northern Pacific, то врядъ-ли могло бы когда нибудь случиться, чтобы у Northern Pacific не хватило средствъ для оплаты процентовъ даже по тѣмъ долгамъ, которые числились за обще-

ствомъ до назначенія администраціи по его дѣламъ. Заботиться пришлось бы лишь о погашеніи долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, да о томъ, чтобы собрать нѣкоторую сумму наличныхъ денегъ. Проектъ сліянія двухъ главныхъ желѣзнодорожныхъ обществъ, обслуживавшихъ сѣверо-западный районъ, естественно взволновалъ общественное мнѣніе въ гораздо большей степени, нежели рассчитывали авторы плана реорганизаціи. Пока реорганизаторы занимались вопросомъ объ обмѣнѣ старыхъ облигацій на новыя, общественное мнѣніе не проявляло никакого интереса къ Northern Pacific, но когда зашла рѣчь объ устраненіи конкуренціи желѣзныхъ дорогъ на значительномъ пространствѣ Соединенныхъ Штатовъ, положеніе сразу измѣнилось. Осторожные финансовые дѣятели предлагали образовать особую компанію для пріобрѣтенія акцій обществъ Great Northern и Northern Pacific. Истинный смыслъ происходившихъ переговоровъ удалось бы до нѣкоторой степени скрыть отъ постороннихъ взоровъ, но Гилль на это не согласился. И вотъ, въ концѣ августа 1895 г. былъ внесенъ законопроектъ съ цѣлью помѣшать осуществленію сліянія Great Northern и Northern Pacific, а 17 сентября генеральный прокуроръ штата Миннесоты Чайльдсъ опротестовалъ проектъ сліянія на томъ основаніи, что онъ противорѣчитъ законамъ штата. Говорили, что Чайльдса поддерживало буквально все населеніе Вашингтона и Монтаны. Высшій судъ, куда обратился одинъ изъ акціонеровъ Great Northern, съ своей стороны, призналъ проектъ сліянія противорѣчащимъ законамъ штата Миннесоты и уважилъ протестъ Чайльдса. Такова была судьба плана реорганизаціи, составленнаго Адамсомъ.

Между тѣмъ, борьба партій въ средѣ общества Northern Pacific замѣтно обострилась. Айвсъ, лишенный возможности принимать какое-либо участіе въ управленіи дорогой, не получая содержанія и не будучи въ состояніи добиться отъ судьи Дженкинса удаленія администраторовъ, рѣшилъ попытать счастья въ другомъ судѣ. Напомнимъ,

что первоначально дѣло о назначеніи администраціи было возбуждено въ судѣ Мильвоки (штатъ Висконсинъ), и что этотъ судъ съ тѣхъ поръ всегда считался компетентной инстанціей. Такъ какъ другіе суды нисколько не были обязаны признавать юрисдикцію суда въ Мильвоки, рѣшенія котораго имѣли обязательную силу лишь въ приписанномъ къ нему округѣ, администраторы же осуществляли свои функціи безпрепятственно, благодаря соблюденію извѣстнаго рода корректности («comity») во взаимныхъ отношеніяхъ судей между собою, то любой судъ въ раіонѣ сѣти Northern Pacific могъ совершенно измѣнить положеніе. Зная это, Айвсъ поручилъ своимъ юрисконсультамъ подавать прошенія объ удаленіи администраторовъ во всѣ суды въ раіонѣ сѣти. Въ сентябрѣ 1895 г. нашлись судьи, пожелавшіе разрѣшить дѣло, въ Ситтлѣ, на дальнемъ сѣверо-западѣ Соединенныхъ Штатовъ. Прошеніе, поданное въ Ситтлѣ, содержало два пункта: во-первыхъ, президентъ Айвсъ просилъ о принятіи дѣла къ разрѣшенію, во-вторыхъ, объ удаленіи Окса, Рауза и Пейна изъ состава администраціи. Судьи Ганфордъ и Гильбертъ, по вопросу о юрисдикціи, признали соблюденіе принципа «comity» необязательнымъ, такъ какъ въ предѣлахъ юрисдикціи судьи Дженкинса сѣти Northern Pacific не находилась. По мнѣнію судей, любой судъ въ раіонѣ сѣти могъ считаться болѣе компетентнымъ, при разрѣшеніи вопросовъ, касавшихся хозяйства Northern Pacific. На этомъ основаніи судьи постановили потребовать отъ администраторовъ отвѣта на предъявленные къ нимъ обвиненія. Свои объясненія администраторы должны были представить въ Ситтлѣ къ 2 октября, вмѣстѣ съ отчетностью. Сверхъ того, судьи предписали каждому администратору представить на 100.000 долл. облигацій общества.

Послѣ такого рѣшенія, администраторы тотчасъ же подали въ отставку. Въ письмѣ къ судѣ Дженкинсу они объяснили, что не могутъ управлять дѣлами общества, съ надлежащимъ вниманіемъ къ интересамъ участниковъ пред-

пріятія и своимъ собственнымъ, если другіе суды будутъ контролировать ихъ дѣятельность и давать имъ отъ себя инструкціи. «Нѣтъ возможности, писали администраторы, работать, когда каждый судья думаетъ по своему, и каждый имѣетъ право требовать отъ насъ отчета въ расходованіи суммъ по управленію дѣлами всего предпріятія. Мы ни въ какомъ случаѣ не согласимся представить облигаціи въ Ситтль и вовсе не желаемъ отказываться отъ своего права оспаривать юрисдикцію суда въ Ситтлѣ». Судья Дженкинсъ принялъ отставку администраторовъ и назначилъ вмѣсто нихъ Макъ-Генри, главнаго инженера Northern Pacific и Биджлоу, банкира въ Мильвоки. Но соблюдавшійся до тѣхъ поръ принципъ «comity» утратилъ всякое значеніе. Въ сентябрѣ судья Санборнъ въ С.-Полѣ утвердилъ рѣшеніе судьи Дженкинса для штатовъ Миннесоты и Сѣверной Дакоты; но 1 октября судья Ганфордъ въ Такомѣ отказался принять отставку прежнихъ администраторовъ; онъ устранилъ ихъ отъ должности и назначилъ администраторомъ для Вашингтонскаго округа—Бурлейга; 2 октября судья Биллинджеръ призналъ Бурлейга администраторомъ и для Орегона; 7 октября судья Ноульсъ назначилъ капитана Нильса и Боннера администраторами для округа Монтаны; наконецъ, 26 октября судья Битти назначилъ Бурлейга администраторомъ для участка дороги, расположеннаго въ Айдаго. Только судья Лакомбъ въ Нью-Йоркѣ откладывалъ назначеніе администраторовъ, въ надеждѣ на то, что судьи западныхъ штатовъ придутъ къ соглашенію между собою.

Положеніе въ концѣ октября 1895 г. представлялось въ слѣдующемъ видѣ: въ Висконсинѣ, Миннесотѣ и Сѣверной Дакотѣ было два администратора, въ Монтанѣ три администратора, въ Айдаго, Вашингтонѣ и Орегонѣ—одинъ. Такое положеніе не могло быть терпимымъ. Въ западныхъ штатахъ агенты дороги обязаны были представлять всѣ деньги, собранныя въ данномъ штатѣ, опредѣленному администратору, причемъ во всякое время администраторы

въ любомъ штатѣ могли назначить своихъ агентовъ, независимо отъ лицъ, вѣдавшихъ эксплуатацію на другихъ участкахъ сѣти. Въ январѣ 1896 г. судья Гильбертъ удалить Мильса и Боннера и назначилъ Бурлейга администраторомъ для всего штата Монтаны. Число администраторовъ сократилось до трехъ: Бурлейгъ завѣдывалъ дорогами на западъ отъ сѣверной Дакоты, а Макъ-Генри и Биджлоу управляли остальными линиями. Въ январѣ 1896 г. четыре члена высшаго суда постановили считать судью Дженкинса первой инстанціей для восточнаго округа Висконсина. Судьи, за исключеніемъ Гильберта и Ганфорда, поспѣшили примкнуть къ рѣшенію высшаго суда. Судья Лакомбъ утвердилъ Биджлоу и Макъ-Генри въ званіи администраторовъ 21 февраля. Но Гильбертъ и Ганфордъ, признавая, что инструкции общаго характера объ управленіи дѣлами сѣти должны впредь исходить отъ судьи Дженкинса, отказались устранить Бурлейга. Такимъ образомъ, борьба между судьями окончилась. Президентъ Айвсъ, добившись устранения негодныхъ ему администраторовъ, не сумѣлъ, однако, избавиться отъ контроля со стороны суда въ Мильвоки.

Въ мартѣ 1896 г. появился окончательный планъ финансовой реорганизаціи общества Northern Pacific, подписанный не только комитетомъ Адамса, но и президентомъ Айвсомъ и его Stockholders' Protective Committee *) и пр. Повидимому, всѣ поняли, что пора приняться за дѣло и прекратить партійную рознь, которая одинаково вредила интересамъ предпріятія и его участниковъ. Реорганизація была предложена на слѣдующихъ основаніяхъ:

а) Отказъ отъ Чикаго, какъ конечнаго пункта сѣти на востокѣ, и установленіе восточной границы сѣти у рѣки Миссиссиппи и Великихъ озеръ; продажа облигацій и акцій Chicago & Northern Pacific и Chicago & Calumet Companies.

б) Сліяніе главной линии, вѣтвей и пр. въ одно предпріятіе.

*) Комитетъ защиты интересовъ акціонеровъ.

в) Пониженіе суммы обязательныхъ платежей до минимума доходовъ, возможнаго при нормальныхъ условіяхъ.

г) Изысканіе достаточныхъ капиталовъ, необходимыхъ въ теченіе ряда лѣтъ для развитія сѣти и надлежащаго ея оборудованія, въ соотвѣтствіи съ усиленіемъ движенія.

Согласно плану реорганизациі предполагалось выпустить:

1) На 130 милл. долл. 4⁰/₀ золотыхъ приоритетныхъ ипотечныхъ облигацій (prior lien gold bonds) срокомъ на 100 лѣтъ. Облигаціи обезпечивались залогомъ главной линіи, вѣтвей, отведенныхъ государствомъ земель, подвижного состава и пр.

2) На 190 милл. долл. 3⁰/₀ золотыхъ облигацій общей ипотеки (general lien gold bonds) срокомъ на 150 лѣтъ. Облигаціи эти, вслѣдъ за приоритетными облигаціями обезпечивались тѣмъ же имуществомъ. Часть облигацій на сумму 130 милл. долл. рѣшено было отчислить въ резервъ для погашенія приоритетныхъ ипотечныхъ облигацій на 130 милл. долл. при наступленіи срока.

3) На 70 милл. долл. 4⁰/₀ привилегированныхъ акцій.

4) На 80 милл. долл. обыкновенныхъ акцій.

Вообще говоря, новыя приоритетныя ипотечныя облигаціи предназначались для замѣны облигацій первой и второй ипотеки, сертификатовъ администраторовъ, обезпеченныхъ дополнительнымъ залогомъ свидѣтельствъ, equipment tracts, и для покрытія расходовъ на новыя работы; новыя облигаціи общей ипотеки предназначались для замѣны ипотечныхъ облигацій позднѣйшихъ, вслѣдъ за второй ипотекой, выпусковъ; новыя привилегированныя акціи предназначались для компенсаціи облигаціонеровъ, а отчасти для замѣны старыхъ привилегированныхъ акцій; новыя обыкновенныя акціи предназначались для замѣны части старыхъ привилегированныхъ акцій и обыкновенныхъ. Владѣльцевъ облигацій первой ипотеки не принуждали, однако, обмѣнивать ихъ бумаги. «Мы вовсе не желаемъ

дѣлать конверсію облигацій первой ипотеки принудительной, говорили авторы плана, мы предлагаемъ конверсію, только потому что она выгодна для общества и, несомнѣнно, будетъ выгодна и для облигаціонеровъ». Для покрытія расходовъ на новыя работы рѣшено было отчислить въ резервъ 4 милл. долл. облигаціями общей ипотеки, а для покрытія расходовъ по реорганизации и пр.— $2\frac{1}{2}$ милл. долл. новыми привилегированными и $2\frac{1}{2}$ милл. долл. обыкновенными акціями. Новыя облигаціи не подлежали погашенію путемъ тиража или выкупа до наступленія назначеннаго срока. Выручка отъ продажи земель на сумму не свыше 500.000 долл. въ годъ предназначалась для выкупа новыхъ облигацій, причемъ пріоритетныя облигаціи предположено было покупать не дороже 110, а затѣмъ перейти на другія бумаги. По привилегированнымъ акціямъ уплачивался дивидендъ въ 4% ранѣе какихъ бы то ни было выдачъ по обыкновеннымъ акціямъ; сверхъ 4% дивидендъ распредѣлялся въ равной долѣ между привилегированными акціями и обыкновенными. До 1 ноября 1901 г. акціи передавались уполномоченнымъ (voting trust), которые могли сложить съ себя полномочія и ранѣе назначеннаго срока. Послѣ 1 ноября 1911 г. владѣльцы привилегированныхъ акцій имѣли право избирать большинство директоровъ правленія, если бы оказалось, что въ теченіе двухъ лѣтъ сряду общество не выдало имъ 4% дивиденда. Имущество общества не могло быть обременено новой ипотекой, а равно и не могло быть увеличено количество привилегированныхъ акцій, безъ согласія, въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ, большинства владѣльцевъ привилегированныхъ акцій, выраженнаго въ собраніи, спеціально для этого созванномъ, и безъ согласія большинства владѣльцевъ обыкновенныхъ акцій, представленныхъ въ это собраніе. Владѣльцы каждой категоріи акцій голосовали отдѣльно. Пока существовалъ институтъ уполномоченныхъ, требовалось согласіе владѣльцевъ соотвѣтствующаго количества сертификатовъ той или другой категоріи. Привилле-

гированныя акціи облагались взносомъ въ 10 долл., обыкновенныя въ 15 долл. Вѣтви должны были слиться съ главной линіей, причемъ вопросъ о каждой отдѣльной вѣтви разрѣшался особо. Для удовлетворенія владѣльцевъ бумагъ, выпущенныхъ побочными линіями, отчислялись въ резервъ 3% облигаціи общей ипотеки и новыя привилегированныя акціи. Синдикатъ, образованной фирмой Морганъ и К^о и Deutsche Bank въ Берлинѣ, гарантировалъ по подпискѣ 45 милл. долл., сумму, необходимую для осуществленія плана реорганизациі, и обязался кромѣ того доставить новому обществу 5 милл. долл. для покрытія расходовъ на усиленіе и улучшеніе сѣти. Размѣра вознагражденія синдиката планъ не опредѣлялъ, оно должно было быть «нормальнымъ» (reasonable); кромѣ того, фирмѣ Морганъ и К^о и Deutsche Bank общество обязалось уплатить 1/4% номинальной стоимости всѣхъ представленныхъ администраторамъ акцій и облигацій. Наконецъ, съ согласія правленія, по претензіи владѣльцевъ ипотечныхъ облигацій того или другого разряда, предпріятіе должно было быть продано съ аукціона, а вслѣдъ затѣмъ предполагалось учредить новое общество.

Ближайшій анализъ изложеннаго плана показываетъ, что капиталъ новаго общества, не считая облигацій и акцій, предназначенныхъ для покрытія расходовъ на новыя работы, опредѣлялся въ 311 милл. долл., изъ нихъ 161 милл. долл. 4% и 3% облигаціями и 150 милл. долл. акціями. Въ 1893 г. капиталъ сѣти Northern Pacific равнялся 218.685.631 долл., включая гарантированныя облигаціи вѣтвей, но дѣло въ томъ, что въ 1893 г. предпріятіе Northern Pacific принадлежало 54 различнымъ компаніямъ, тогда какъ въ планѣ реорганизациі было предусмотрено сліяніе всѣхъ компаній въ одно общество. При сравненіи облигацій и акцій, выпущенныхъ 54 компаніями, съ капиталомъ предпріятія по плану реорганизациі, оказывается, что капиталъ этотъ возросъ съ 271.949.044 долл. до 311 милл. долл. или на 14,3%. Въ то же время обя-

зательные платежи по смѣтѣ должны были понизиться съ 10.509.690 долл. до 6.052.660 долл. Для покрытія обязательныхъ платежей чистаго дохода общества было достаточно. Чистый доходъ въ 1895 г. не превышалъ 6.015.846 долл., но въ среднемъ за пять лѣтъ онъ достигалъ 7.801.645 долл. Между суммой чистаго дохода въ 1895 г. и обязательными платежами не было разницы, и авторы плана очевидно рассчитывали на ростъ доходовъ въ будущемъ. Впрочемъ, чистый доходъ въ 1895 г. былъ наименьшимъ съ 1887 г., исключая 1894 г. Рассчитывать на ростъ доходовъ авторы плана имѣли полное основаніе. Пониженіе обязательныхъ платежей было достигнуто, главнымъ образомъ, за счетъ владѣльцевъ облигацій консолидированной ипотеки 1889 г. Эти несчастные облигаціонеры получили 129% номинальной стоимости принадлежавшихъ имъ облигацій новыми бумагами, въ томъ числѣ почти половину акціями, за то, что годовою доходъ ихъ былъ уменьшенъ съ 5% до 2%. Облигаціонеры согласились въ 1889 г. обмѣнять свои пріоритетныя облигаціи на консоли, желая помочь предпріятію выйти изъ затрудненій. И вотъ теперь съ ними поступили гораздо хуже, чѣмъ съ тѣми облигаціонерами, которые не пожелали итти на уступки. Это одинъ изъ многочисленныхъ примѣровъ несправедливаго отношенія къ держателямъ облигацій той или другой категоріи. Такія явленія часто встрѣчаются, когда предпріятіе подвергается реорганизаціи нѣсколько разъ. Владѣльцы облигацій второй ипотеки получили пріоритетныя облигаціи и акціи; въ хорошіе годы они могли рассчитывать на 6% и болѣе; владѣльцы облигацій третьей ипотеки и дивидендныхъ сертификатовъ получили облигаціи общей ипотеки и акціи; они могли рассчитывать на 5% дохода, а на болѣебольшій доходъ только при наличности особо благоприятныхъ обстоятельствъ. Въ основу плана былъ положенъ принципъ соединенія бумагъ съ опредѣленною доходностью съ бумагами, которыхъ доходность зависѣла отъ результатовъ эксплуатаціи. По облигаціямъ первой ипотеки акціи вовсе

не выдавались, но зато годово́й доходъ ихъ былъ пониженъ лишь на 0,6⁰/₀. Обезпеченныя залогомъ свидѣтельства пострадали въ такой же степени, какъ и облигаціи консолидированной ипотеки, но акціи northwest equipment были выкуплены за наличныя. Въ общемъ, уступокъ потребовали отъ владѣльцевъ всѣхъ бумагъ, кромѣ акцій equipment, и главнымъ образомъ, отъ держателей облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. Что касается акціонеровъ, то къ нимъ были предъявлены весьма крупныя требованія. Въ январѣ 1896 г. обыкновенныя акціи котировались по 3¹/₂, привилегированныя по 14⁵/₈. При такихъ условіяхъ требовать взносовъ въ размѣрѣ 15 долл. по обыкновеннымъ акціямъ и 10 долл. по привилегированнымъ можно было только въ предвидѣніи крупнаго повышенія цѣны въ будущемъ. Правда, пониженіе обязательныхъ платежей приближало акціонеровъ къ дивиденду, но надо помнить, что дивидендъ сверхъ 4⁰/₀ распредѣлялся поровну между обыкновенными акціями и привилегированными.

Оощая сумма долга по краткосрочнымъ обязательствамъ въ 1895 г. превышала 20 милл. долл., изъ которыхъ 4.900.000 долл. по свидѣтельствамъ администраторовъ, а 8.329.205 долл. неуплаченныхъ процентовъ. Проценты были погашены путемъ обмѣна бумагъ съ преміей, о чемъ рѣчь была выше; свидѣтельства администраторовъ замѣнены пріоритетными ипотечными облигаціями, остатокъ долга погашенъ взносами акціонеровъ. Расходы на новыя работы и на улучшеніе и усиленіе сѣти рѣшено было покрыть путемъ выпуска пріоритетныхъ облигацій на 25 милл. долл. (ежегодно на сумму не свыше 1¹/₂ милл. долл.) и облигацій общей ипотеки на 4 милл. долл. Сліяніе вѣтвей и главной линіи въ одно предпріятіе представлялось вполне разумной мѣрой. «Нынѣшнее положеніе Northern Pacific, писали авторы реорганизаціи, исключаетъ всякую возможность развитія сѣти. Едва-ли существуетъ какая-либо облигація или акція, которая представляла бы собою нѣчто цѣлое. Ипотечныя облигаціи, обезпечивающіяся главной линіей,

не имѣютъ никакого отношенія ни къ питательнымъ линіямъ, ни къ узловымъ станціямъ. Вѣтви зависятъ отъ главной линіи въ отношеніи взаимнаго обмѣна грузами, и въ то же время главная линія значительной частью своихъ грузовъ обязана вѣтвямъ». Переговоры съ компаніями, эксплуатировавшими вѣтви, происходили въ теченіе всего 1896 года. Облигаціонеры Northern Pacific & Manitoba Terminal и James River Valley Railroad получили 50% стоимости принадлежавшихъ имъ облигацій новыми 3% облигаціями Northern Pacific и 50% привилегированными акціями; облигаціонеры Duluth & Manitoba получили 90% стоимости облигацій наличными деньгами, облигаціонеры Spokane & Palouse 52½% наличными, 52½%—3% облигаціями общей ипотеки и 25% привилегированными акціями Northern Pacific; облигаціонеры Helena & Red Mountain получили 100% стоимости облигацій новыми привилегированными акціями. Многія вѣтви были проданы съ аукціона и куплены реорганизаціоннымъ комитетомъ Northern Pacific. Институтъ уполномоченныхъ былъ созданъ съ цѣлью обезпечить единство политики новаго общества въ первые годы его существованія и придать этой политикѣ необходимую устойчивость. Въ составъ синдиката вошли Морганъ, Георгъ Сименсъ (представитель Deutsche Bank), Августъ Бельмонтъ, Джонстонъ Ливингстонъ и Чарльзъ Ланье. Вакантныя мѣста заполнялись самими уполномоченными, за исключеніемъ преемниковъ Георга Сименса, которыхъ назначалъ Deutsche Bank.

Къ плану реорганизаціи финансовыя круги отнеслись въ общемъ дружелюбно. Нѣкоторое сомнѣніе вызывали отношенія общества къ синдикату, тѣмъ болѣе, что размѣръ вознагражденія синдиката не былъ опредѣленъ. Гилль считалъ планъ реорганизаціи удачнымъ. «Мы, говорилъ онъ, безусловно предпочитаемъ имѣть дѣло съ обществомъ Northern Pacific, которое само эксплуатируетъ свою сѣть, платитъ долги и отвѣтственно за всѣ принимаемыя на себя обязательства, чѣмъ съ предпріятіемъ, управляемымъ

лицами по назначенію нѣсколькихъ судовъ, вѣчно спорящихъ между собою о юрисдикціи». Въ апрѣлѣ реорганизаціонный комитетъ объявилъ, что въ его распоряженіи имѣется $92\frac{1}{2}\%$ общей суммы выпущенныхъ въ обращеніе облигацій общей, второй и третьей ипотеки, дивидендныхъ сертификатовъ, облигацій консолидированной ипотеки, обеспеченныхъ залогомъ свидѣтельствъ, привилегированныхъ и обыкновенныхъ акцій и облигацій первой ипотеки Northern Pacific и Montana, и что, слѣдовательно, планъ реорганизаціи можетъ быть осуществленъ. Къ 1 іюня комитетъ сосредоточилъ въ своихъ рукахъ бо́льшую часть облигацій первой ипотеки и 30 іюня заявилъ, что эти облигаціи будутъ замѣнены новыми 4% приоритетными ипотечными облигаціями уже не въ размѣрѣ 135% ихъ стоимости, а 132% . Іюля 24 въ С.-Полѣ (штатъ Миннесота) было учреждено новое общество Northern Pacific Railway, а на слѣдующій день, несмотря на противодѣйствіе владѣльцевъ облигацій общей ипотеки и привилегированныхъ акцій, состоялась продажа предпріятія въ три приѣма. Вновь избранный президентъ Винтеръ предложилъ за желѣзную дорогу $12\frac{1}{2}$ милл. долл. Послѣ продажи желѣзной дороги, за земли общества въ Висконсинѣ было предложено 575.000 долл., два дня спустя земли къ западу отъ Миссури были пріобрѣтены за 600.000 долл. Наконецъ, 4 августа земли въ Вашингтонѣ и Орегонѣ были куплены за 1.705.200 долл. и 558.000 долл. Въ полночь 31 августа имущество общества было передано администраторами въ вѣдѣніе реорганизаціоннаго комитета. Въ ноябрѣ акціонеры разрѣшили комитету выпустить на 190 милл. долл. облигацій. Какъ это ни странно, но прежнее общество Northern Pacific Railroad не исчезло даже послѣ продажи предпріятія съ аукціона. Владѣльцы 25.000 акцій не согласились на реорганизацію, и ихъ акціи до сихъ поръ находятся въ обращеніи.

Съ 1896 г. общество значительно развило свою дѣятельность. Валовой доходъ возросъ съ 23.679.718 долл. въ

1898 г. до 68.534.832 долл. въ 1907 г., чистый доходъ увеличился съ 13.471.544 долл. до 33.208.840 долл., общее протяженіе сѣти съ 4.350 до 5.444 миль. Валовой доходъ на милю въ 1898 г. равнялся 5.443 долл., а въ 1907 г.— 12.590 долл. Въ 1897 г. состоялось соглашеніе съ желѣзной дорогой Chicago & Northwestern, сертификаты на право владѣнія желѣзной дорогой Chicago Terminal Transfer, полученные обществомъ Northern Pacific по плану реорганизациі Chicago & Northern Pacific, были проданы. Облигаціи первой ипотеки энергично выкупались обществомъ по 110, а облигаціи отдѣленія Миссури были погашены полностью съ процентами; благодаря этому расцѣнка облигацій новыхъ ипотекъ значительно повысилась.

Съ 1897 г. общество затратило значительныя суммы на усиленіе и улучшеніе сѣти. Всего общество израсходовало 68.500.000 долл. изъ выручки отъ реализациі приоритетныхъ ипотечныхъ облигацій и пр. и свыше 18 милл. долл. изъ доходовъ отъ эксплуатаціи. Сверхъ того, общество выдало побочнымъ линіямъ авансомъ почти 20 милл. долл. Затраты произведены, главнымъ образомъ на смягченіе уклоновъ, спрямленіе дорогъ, постройку новыхъ мостовъ, покупку недвижимости, балласть, обновленіе подвижного состава, постройку новыхъ вѣтвей и пр. Однородныя работы производились всѣми американскими желѣзнодорожными обществами, но Northern Pacific превзошло въ этомъ отношеніи даже Union Pacific. Въ 1906 и 1907 г.г. общество Northern Pacific отчислило 2 милл. долл. на износъ подвижного состава. Въ 1907 г. числилось 1.255 паровозовъ, среднимъ вѣсомъ въ 174.000 фунтовъ, въ 1897 г. 542 паровоза со среднимъ вѣсомъ въ 104.000 фунт. Въ 1907 г. товарныхъ вагоновъ насчитывалось 42.000 со средней подъемной силой въ 33 тонны, въ 1898 г.—18.500 со средней подъемной силой въ 22 тонны. Рельсы вѣсомъ въ 72 фунта и болѣе въ 1906 г. были уложены на пространствѣ 75% главной линіи, въ 1898 г. такіе рельсы были уложены на пространствѣ лишь 13%. Благодаря

этому явилась возможность пользоваться болѣе мощными паровозами и увеличить среднюю нагрузку поѣздовъ съ 264,59 до 406,77 тоннъ. Однако, даже такія крупныя затраты теперь признаются недостаточными, и недавно акціонеры разрѣшили правленію выпустить на 93 милл. долл. новыхъ обыкновенныхъ акцій по номинальной цѣнѣ для покрытія расходовъ на развитіе сѣти Northern Pacific. Изъ выручки отъ реализаціи новыхъ акцій правленіе намѣрено покрыть такіе расходы, которые до сихъ поръ покрывались за счетъ доходовъ отъ эксплуатаціи. Правильность причисленія всѣхъ расходовъ этой категоріи къ капитальной стоимости дороги представляется, однако, сомнительной.

Стремленіе усилить движеніе повело къ значительному развитію сѣти. Съ цѣлью увеличить обмѣнъ грузовъ съ центральными западными штатами и такимъ образомъ обезпечить обратные грузы для своихъ вагоновъ, общества Great Northern и Northern Pacific въ 1901 г. рѣшили сообща купить желѣзную дорогу Burlington, соединявшую ихъ линіи съ Чикаго. Общества отказались принять въ свою долю Гарримана, который вслѣдствіе этого началъ скупать акціи Northern Pacific; привилегированныя акціи Northern Pacific были затѣмъ изъяты изъ обращенія; однако, сдѣлка была осуществлена. Покупка Burlington оказалась весьма выгодной. Дорога выдавала по своимъ акціямъ достаточный дивидендъ для оплаты процентовъ по облигаціямъ, выпущеннымъ обществами для ея покупки. Благодаря приобрѣтенію Burlington, движеніе лѣсныхъ грузовъ въ восточномъ направленіи значительно увеличилось.

Въ теченіе послѣднихъ шести лѣтъ общество Northern Pacific находилось подъ вліяніемъ группы Гилль-Морганъ. Финансовое положеніе общества можно считать вполне упрочившимся. Въ 1901 г. уполномоченные сложили свои полномочія вслѣдствіе, какъ они говорили, «явныхъ признаковъ финансовой устойчивости предпріятія, умѣлой и искусной эксплуатаціи, прекраснаго состоянія желѣзныхъ дорогъ и личности перспективъ прочнаго благосостоянія». Въ 1907 г.

изъ 33.208.840 долл. чистаго дохода лишь 9.575.183 долл. были обращены на уплату процентовъ, арендъ и налоговъ, а 23.473.929 долл. были выданы въ дивидендъ акціонерамъ, израсходованы на улучшение сѣти и отчислены въ запасъ. Вся эта сумма, составляющая около 33% валового дохода, въ сущности обезпечиваетъ исправность оплаты процентовъ по ипотечнымъ облигаціямъ. Если въ ближайшіе годы наступитъ нѣкоторый застой въ промышленной жизни Соединенныхъ Штатовъ, то на положеніи общества Northern Pacific онъ едва-ли отразится. Въ 1898 г. общество еще не платило дивиденда по обыкновеннымъ акціямъ, съ 1899 г. оно регулярно уплачиваетъ дивидендъ, который въ 1903, 1905 и 1906 г.г. достигалъ 7%. По привилегированнымъ акціямъ въ 1898 г. общество выдало 5% дивиденда, въ послѣдующіе три года по 4%, а въ 1902 г. 1%. Послѣ этого года привилегированныя акціи были изъяты изъ обращенія.

Г Л А В А IX.

Rock Island.

Общество Rock Island, уставъ котораго былъ утвержденъ въ 1847 г. *), построило желѣзную дорогу между Чикаго и Rock Island въ 1854 г. Далѣе постройка дороги продолжалась отъ Rock Island до Council Bluffs черезъ штатъ Айову. Дорогу эту строило общество Mississippi & Missouri до 1866 г. Затѣмъ общество Mississippi & Missouri слилось съ обществомъ Rock Island, послѣ чего дорога строилась уже обществомъ Rock Island вплоть до 1869 г., когда работы по сооруженію были закончены. Желѣзные дороги Rock Island проходили по заселенной мѣстности, которая вмѣстѣ съ тѣмъ считалась одной изъ самыхъ плодородныхъ въ Соединенныхъ Штатахъ. Въ 1870 г., по даннымъ ценза, штатъ Айова собралъ 28.703.212 бушелей яровой пшеницы, тогда какъ общій сборъ пшеницы въ Соединенныхъ Штатахъ равнялся 112.549.733 бушелямъ. Что касается озимой пшеницы, то по размѣрамъ ея производства Иллинойсъ уступалъ только Индианѣ и Огайо. Айова и Иллинойсъ собрали 198.856.460 бушелей кукурузы, тогда какъ все остальные штаты, вмѣстѣ взятые, собрали 562.088.089 бушелей. Обрабатывающая промышленность, въ свою очередь, рано развилась, въ частности, въ штатѣ Иллинойсъ достигла крупныхъ размѣровъ добыча каменнаго угля. При такихъ условіяхъ, общество Rock Island не могло жаловаться на медленный ростъ доходовъ. Валовой доходъ его увеличился съ 3.154.236 долл. въ 1866 г. до 5.995.226 долл. въ 1870 г. и 9.409.833 долл. въ 1879 г. Чистый доходъ въ 1879 г. достигъ весьма значительной суммы 4.548.117 долл., что составило 48% валового дохода. Наряду съ этимъ, капитальная стоимость

*) Первоначально общество носило названіе Rock Island & La Salle Railroad Company. Въ февраль 1851 г. общество было переименовано въ Chicago & Rock Island Railroad Company.

сѣти выражалась въ умѣренныхъ цифрахъ, благодаря сравнительно ровному характеру мѣстности, которую она пересѣкала, а также благодаря отсутствію спекулятивнаго элемента въ финансовыхъ операціяхъ, сопровождавшихъ сооруженіе дорогъ. Къ 1879 г. 1.231 миля дорогъ обошлась лишь въ 35.664.200 долл., причемъ 4.702.202 долл. были заимствованы изъ доходовъ эксплуатаціи. Облигаціонные капиталы сѣти равнялись 30.962.000 долл., или 25.151 долл. на милю. Обязательные платежи выражались низкой цифрой. Въ 1875 г., когда чистый доходъ сѣти выразился въ суммѣ 3.853.676 долл., на оплату процентовъ по облигаціямъ, налоги и пр. общество отчислило лишь 1.065.395 долл. Въ 1879 г. обязательные платежи еще болѣе понизились. Не странно ли, что общество начало испытывать затрудненія вслѣдствіе чрезвычайнаго роста доходовъ? Обыкновенно желѣзнодорожныя общества заботились лишь о поддержаніи платежеспособности предпріятія, а правленію Rock Island пришлось, наоборотъ, думать о томъ, какъ скрыть доходы сѣти или избавиться отъ нихъ, дабы не раздражать законодателей, которымъ 10⁰/₀ дивиденда казались чрезмѣрными. Въ періодъ 1866—1876 гг. общество выдавало въ дивидендъ акціонерамъ четыре раза по 10⁰/₀, пять разъ по 8⁰/₀, одинъ разъ 8¹/₂⁰/₀ и одинъ разъ 7¹/₂⁰/₀. Въ 1877 г. дивидендъ составилъ 10⁰/₀, въ 1873 г.—8⁰/₀ и въ 1879 г.—9¹/₂⁰/₀. Въ то же время значительныя суммы были причислены къ прибылямъ. Остатокъ прибылей, послѣ всѣхъ отчисленій, никогда не падалъ ниже 665.000 долл., а въ 1879 г. онъ почти равнялся суммѣ, выданной въ дивидендъ. Въ самомъ дѣлѣ, въ 1879 г. общество выдало въ дивидендъ 1.993.086 долл., т. е. 9¹/₂⁰/₀, тогда какъ чистый доходъ сѣти, за вычетомъ обязательныхъ платежей и всѣхъ отчисленій, составилъ 3.947.065 долл. или 18,8⁰/₀.

Правленіе прекрасно понимало, что дивидендъ долженъ быть повышенъ,—лучшимъ средствомъ для этого являлось увеличеніе акціонернаго капитала. Въ 1880 г. правленіе высказалось за сліяніе съ главной линіей раз-

личныхъ вѣтвей общества, эксплуатировавшихся отдѣльно. Для этой цѣли оно предложило образовать новое общество, которое должно было выпустить свои акціи взамѣнъ акцій компаній, эксплуатировавшихся вѣтви. За одну старую акцію рѣшено было выдавать двѣ новыя. Фактически всѣ акціи, подлежавшія изъятію изъ обращенія, принадлежали Chicago, Rock Island & Pacific Railroad Company, такъ что акціонерный капиталъ сѣти увеличился исключительно вслѣдствіе распредѣленія новыхъ акцій между акціонерами главнаго общества. Въ мартѣ исполнительный комитетъ Rock Island вынесъ слѣдующую резолюцію: «Предложеніе о слияніи акціонернаго капитала, имущества, правъ, льготъ и привиллегій Chicago, Rock Island & Pacific Railroad Company съ капиталами, имуществомъ, правами, льготами и привиллегіями Iowa Southern & Missouri Northern Railroad Company; Newton & Monroe Railroad Company; Avoca, Macedonia & Southwestern Railroad Company и Atlantic & Audubon Railroad Company и объ образованіи объединеннаго желѣзнодорожнаго общества съ капиталомъ въ 50 милл. долл. представить на обсужденіе годичнаго собранія акціонеровъ общества». Изъ упомянутыхъ желѣзныхъ дорогъ важное значеніе имѣла лишь Iowa Southern & Missouri Northern протяженіемъ въ 270 миль отъ Вашингтона до Ливенворта. Вмѣстѣ съ вѣтвями длина дороги составляла 347 миль. Компанія была учреждена подъ именемъ Chicago & Southwestern Railroad Company, и главная линія ея была выстроена въ 1871 г. Общество Chicago, Rock Island & Pacific Railroad гарантировало облигаціи главной линіи Chicago & Southwestern на 5 милл. долл. Общество имѣло право требовать продажи линіи, если бы компанія оказалась не въ состояніи уплачивать проценты или капиталъ по облигаціямъ, и сняло линію въ аренду безъ срока. Дорога была продана съ аукціона и реорганизована въ 1875 г. подъ именемъ Iowa Southern & Missouri Northern. Новая компанія выдала свои акціи Rock Island въ уплату за ссуды, полученныя отъ общества. Акціи должны

были быть переданы уполномоченнымъ до 1926 г., послѣ чего становились собственностью арендатора. Остальныя дороги, входившія въ составъ сѣти Rock Island, вмѣстѣ взятыя, едва имѣли 80 миль длины. Такимъ образомъ, слияніе дорогъ было предпринято почти исключительно съ цѣлью увеличенія акціонернаго капитала. Акціи Rock Island быстро повышались въ цѣнѣ, такъ что акціонеры не могли быть недовольны. Въ 1880 г. обыкновенныя акціи Rock Island котировались въ январѣ по 149, а въ іюнѣ по 189. Въ началѣ іюня акціонеры формально одобрили планъ правленія, и 4 іюня открыло свои дѣйствія новое общество Chicago, Rock Island & Pacific Railway. Акціи общества, конечно, должны были котироваться ниже старыхъ. Въ іюнѣ онѣ стоили $106\frac{1}{2}$, въ декабрѣ $122\frac{1}{2}$, а въ іюнѣ слѣдующаго года 141.

Такова была первая финансовая реорганизація общества Rock Island. Акціонерный капиталъ общества удвоился, а задолженность увеличилась на 5 милл. долл. вслѣдствіе снятія въ аренду Iowa Southern & Missouri Northern. Однако, новыя акціи не вызвали никакого увеличенія обязательныхъ платежей, а новыя облигаціи въ сущности значились только на бумагѣ. Первая реорганизація общества явилась результатомъ чрезмѣрнаго развитія его благосостоянія. Оппозиціи никакой не существовало, противъ плана правленія никто не возражалъ, и въ теченіе какихъ нибудь шести мѣсяцевъ обыкновенныя акціи общества повысились въ цѣнѣ на 27%.

Вплоть до 1902 г. о новой реорганизаціи общества не было рѣчи. Въ теченіе всего этого періода акціонеры, а за ними и правленіе держались строго консервативной политики. Однако, консерватизмъ хозяевъ предпріятія не помѣшалъ развитію сѣти Rock Island въ 1887—89 г.г. Развитіе это привело къ пониженію средней цифры дохода на милю, а, слѣдовательно, и къ уменьшенію размѣра дивидендовъ. Акціи общества понизились въ цѣнѣ съ $140\frac{7}{8}$ до $63\frac{3}{8}$. Несмотря на ухудшеніе финансоваго положенія,

общество выдержало панику 1893 г. и послѣдовавшій за ней кризисъ, не прекращая выдачи дивидендовъ. Съ 1901 г. развитіе сѣти принимаетъ иной характеръ: во главѣ ея становятся другіе люди, съ гораздо болѣе грандіозными планами, нежели какими задавались прежніе хозяева предприятия.

Консерватизмъ акціонеровъ проявился прежде всего въ избраніи изъ года въ годъ однихъ и тѣхъ же лицъ въ директора правленія. Общество Rock Island не было спекулятивнымъ предпріятіемъ. Акціи его расцѣпывались высоко, и акціонеры смотрѣли на нихъ, не какъ на спекулятивную бумагу, а какъ на объектъ для выгоднаго помѣщенія капитала. Поэтому они и въ хорошіе и въ дурные годы поддерживали правленіе. Въ періодъ 1875—1897 г. г. смѣнились лишь два президента. Риддль занималъ постъ президента до 1883 г., а затѣмъ уступилъ свое мѣсто Кейблю, который пробылъ въ должности президента 14 лѣтъ, послѣ чего былъ избранъ въ предсѣдателя правленія (1898—1901). Изъ пяти членовъ исполнительнаго комитета съ 1881 г. по 1886 г. прослужили трое, одинъ прослужилъ два года, одинъ—около года, въ среднемъ срокъ службы членовъ исполнительнаго комитета равнялся $3\frac{3}{5}$ года. Въ 1891 г. въ составѣ исполнительнаго комитета числились два члена, прослужившіе десять лѣтъ, одинъ—7 лѣтъ, одинъ—6 лѣтъ, и одинъ—1 годъ, въ среднемъ $6\frac{4}{5}$ года; въ 1901 г. въ составѣ комитета числились одинъ членъ, прослужившій 20 лѣтъ, одинъ—17 лѣтъ, одинъ—8 лѣтъ, одинъ—3 года и одинъ—2 года, въ среднемъ 10 лѣтъ. Директора правленія также избирались изъ года въ годъ. Въ 1890 г. изъ 13 директоровъ семь служили 9 лѣтъ, средній срокъ службы равнялся $6\frac{3}{13}$ года, въ 1897 г. въ составѣ директоровъ правленія числились четыре директора, прослужившіе 16 лѣтъ, въ среднемъ $9\frac{10}{13}$ года. Совершенно естественно, что при такихъ условіяхъ лица, руководившія дѣлами общества, проявляли величайшую осторожность въ финансовыхъ операціяхъ. Вотъ почему сѣть общества Rock

Island слабо развивалась и боязливо проникала въ новые районы, гдѣ приходилось заботиться о привлеченіи грузовъ. Въ моментъ реорганизаціи общество эксплуатировало всего 1.311 миль, въ томъ числѣ 273 мили арендуемыхъ линій. Къ 1883 г. сѣть общества возрасла до 1.381 мили, а въ 1887 г. до 1384,2 мили. Такимъ образомъ, за четыре года общество построило немногимъ больше трехъ миль новыхъ дорогъ.

Между тѣмъ, другія общества энергично строили дороги въ Айовѣ и Иллинойсѣ, и политика Rock Island грозила сѣти отвлеченіемъ грузовъ на новыя линіи, къ западу отъ Миссури. Въ годовомъ отчетѣ 1889 г. правленіе Rock Island, между прочимъ, высказало, что, въ то время какъ дороги общества Rock Island оканчиваются у Миссури, дороги конкурирующихъ обществъ идутъ дальше. Нѣкоторыя дороги доходятъ до крайнихъ западныхъ границъ существующихъ поселеній. Въ результатѣ часть грузовъ, которые общество получало съ запада, отвлечена на конкурирующія дороги. Положеніе требуетъ принятія мѣръ къ привлеченію грузовъ, какъ въ западномъ направленіи, такъ и изъ мѣстностей, расположенныхъ по ту сторону Миссури. Правленіе вынуждено принять энергичныя мѣры для самозащиты. Въ 1884 г. акціонеры разрѣшили правленію выпустить облигаціонный заемъ для сооруженія линіи къ западу отъ Миннеаполиса до соединенія съ Northern Pacific. Постройка линіи поручалась компаніи Wisconsin, Minnesota & Pacific Railroad, которая должна была передать обществу Rock Island свои облигаціи въ видѣ обезпеченія разрѣшенныхъ акціонерами къ выпуску облигацій. Спустя два года была учреждена компанія Chicago, Kansas & Nebraska Railroad для постройки дороги къ западу отъ Миссури. Акціонерный капиталъ компаніи первоначально равнялся 15 милл. долл., а въ 1887 г. былъ увеличенъ до 30 милл. долл. Къ 1889 г. въ обращеніи находилось на 25.141.000 долл. 6% облигацій первой ипотеки. Всѣ эти облигаціи и почти всѣ акціи были переданы Chicago, Rock

Island & Pacific Railway въ вознагражденіе за выданныя обществомъ ссуды. Общество Rock Island, съ своей стороны, выпустило подъ залогъ облигацій побочныхъ линій собственныя 5⁰/₀ облигаціи. Оно обязалось доставить необходимые для сооруженія линій и приобрѣтенія подвижного состава капиталы и сняло новую дорогу въ аренду съ платой въ 30⁰/₀ ея валового дохода. Къ 1889 г. было построено 1.388 миль. Такъ какъ общество арендовало еще 276 миль, то общее протяженіе сѣти его равнялось 1.664,4 милямъ. Въ 1889 г. правленіе признало цѣлесообразнымъ приступить къ сліянію двухъ сѣтей. Проценты по облигаціямъ Chicago, Kansas & Nebraska не были уплачены въ срокъ, и въ 1891 г., несмотря на протесты муниципальных совѣтовъ городовъ и общинъ, расположенныхъ вдоль дороги, состоялась продажа дороги съ аукціона, послѣ чего обѣ сѣти слились въ одну. Обезпеченныя залогомъ облигаціи Chicago, Rock Island & Pacific отнынѣ числились долгомъ непосредственно за Kansas & Nebraska.

Развитіе сѣти шло быстрымъ темпомъ, и общее протяженіе ея возрасло съ 1.384 мили въ 1887 г. до 3.257 миль въ 1889 г. и 3.408 миль въ 1891 г. Большая часть дорогъ пересѣкала Канзасъ, Небраску и Колорадо, а не Иллинойсъ и Айову. Новыя дороги проходили по раіонамъ, которые были сравнительно слабо заселены. Въ результатѣ размѣры валового и чистаго доходовъ на милю понизились. Въ 1887 г. общество Rock Island выручало 8.899 долл. на милю, въ 1891 г. лишь 5.126 долл., въ 1887 г. чистый доходъ на милю равнялся 3.478 долл., въ 1891 г. чистый доходъ упалъ до 1.484 долл. Другими словами, новыя дороги способствовали усиленію движенія, но далеко не въ такой степени, въ какой оно выражалось въ штатахъ Айовѣ и Иллинойсѣ. Между тѣмъ, расходы на новыя работы по сооруженію дорогъ вызвали увеличеніе обязательныхъ платежей съ 1.795.351 долл. до 4.775.601 долл. Обязательные платежи на милю возрасли съ 1.295 долл. въ 1887 г. до 1.400 долл. въ 1891 г. Неудивительно, что размѣры дивиден-

дендовъ понизились, при такихъ условіяхъ, съ 7⁰/₀ до 5³/₄⁰/₀ и даже до 4⁰/₀, а обыкновенныя акціи, котировавшіяся въ маѣ 1887 г. по 140⁷/₈, въ мартѣ 1891 г. стоили лишь 63³/₈.

Таково было положеніе дѣлъ, когда въ 1893 г. разразилась паника, за которой послѣдовали годы застоя въ промышленности и торговлѣ. Несмотря на значительное сокращеніе движенія въ періодъ 1895—97 г.г., общество продолжало платить дивидендъ и не проявляло признаковъ финансоваго разстройства. Въ эти годы общество все еще могло считаться однимъ изъ самыхъ солидныхъ въ Соединенныхъ Штатахъ. Географическое расположеніе сѣти представлялось удачнымъ, правленіе всячески старалось проводить консервативную политику, а потому пользовалось довѣріемъ финансовыхъ круговъ, наконецъ, кредитъ общества все еще стоялъ высоко. Вотъ почему, въ то время какъ крупнѣйшія желѣзнодорожныя общества Соединенныхъ Штатовъ были, такъ сказать, прижаты къ стѣнѣ, общество Rock Island сохраняло свою платежеспособность и даже продолжало расходовать довольно значительныя суммы на ремонтъ и поддержаніе путей и подвижного состава. Дальнѣйшее развитіе сѣти, конечно, приостановилось. Въ 1892 г. общество начало строить дорогу отъ Минко, конечнаго пункта сѣти въ сѣверо-западной части Индѣйской территоріи, на югъ; въ 1893 г. дорога была проведена до южной границы названной территоріи, и общество образовало Chicago, Rock Island & Texas Railway Company для постройки дороги черезъ Техасъ; въ 1894 г. открылось движеніе на линіи къ Fort Worth. Однако, если не считать Chicago, Rock Island & Texas, то общее протяженіе сѣти въ періодъ 1890—1900 г.г. увеличилось лишь на 360 миль, т. е. на 33 мили въ среднемъ въ годъ.

Въ 1901 г. въ директоры правленія были избраны Вильямъ Муръ и Рейдъ вмѣсто Флаглера и Паркера. Въ исторіи общества началась новая эра. Вильямъ Муръ не могъ считаться специалистомъ желѣзнодорожнаго дѣла. Его знали, какъ смѣлаго и счастливаго учредителя мно-

гихъ промышленныхъ предпріятій, онъ много нажилъ на учрежденіи обществъ National Biscuit и Diamond Match, почти столько же потерялъ на спекуляціяхъ, а затѣмъ снова разбогатѣлъ, организуя компаніи, которыя впослѣдствіи слились въ стальной синдикатъ. Во время переговоровъ по поводу образованія стального синдиката, Муръ встрѣтился съ Лидсомъ, который числился въ рядахъ желѣзнодорожныхъ дѣятелей, но разбогатѣлъ благодаря передачѣ принадлежавшаго ему завода стальному синдикату. Повидимому, въ 1901 г. Муръ искалъ выгоднаго помѣщенія для своихъ капиталовъ. Съ промышленными предпріятіями онъ былъ прекрасно знакомъ и не хотѣлъ больше рисковать своими деньгами. Желѣзныхъ дорогъ онъ еще не зналъ, но почему-то рѣшилъ, что съ ними связанъ меньшій рискъ; во всякомъ случаѣ можно было попробовать счастья. Общество Rock Island особенно заинтересовало Мура. Оно казалось ему независимымъ, пользовалось отличной финансовой репутаціей, сѣтъ его допускала дальнѣйшее развитіе, и, что важнѣе всего, низкая капитальная стоимость сѣти открывала по истинѣ необъятные горизонты для спекуляціи. Облигаціонный долгъ общества въ 1900 г. равнялся 18.395 долл. на милю, акціонерный капиталъ—13.711 долл. на милю, всего 32.106 долл. Трудно сказать, когда Муръ началъ скупать акціи общества Rock Island, и почему онъ за нихъ платилъ. Во всякомъ случаѣ въ началѣ 1901 г., когда цѣна акцій колебалась въ предѣлахъ $116\frac{7}{8}$ —136, Муръ успѣлъ сосредоточить въ своихъ рукахъ значительную часть акціонернаго капитала. Въ 1902 г. Муръ еще болѣе увеличилъ свой портфель. Выше было указано, что въ апрѣлѣ 1901 г. Муръ и Рейдъ заняли должности директоровъ. Въ ноябрѣ 1901 г. чрезвычайное собраніе акціонеровъ уполномочило директоровъ правленія избрать двухъ новыхъ членовъ въ исполнительный комитетъ. Избранными оказались Муръ и Лидсъ. Въ февралѣ 1902 г. трое директоровъ правленія—Бишопъ, Доусъ и Григгсъ подали въ отставку, вмѣсто нихъ были

избраны Макъ-Муртри, Гайнъ и Уилеръ. Макъ-Муртри занималъ одно время должность президента компаніи American Sheet Steel, вошедшей въ составъ стального синдиката, а Гайнъ былъ вице-президентомъ перваго національнаго банка въ Нью-Йоркѣ. Вѣроятно, принимая должность директора правленія Rock Island, онъ обезпечилъ за собою поддержку со стороны этого могущественнаго кредитнаго учрежденія. Между тѣмъ, директоромъ правленія былъ избранъ еще и Джемсъ Муръ, такъ что партія Мура главенствовала въ исполнительномъ комитетѣ. И въ комитетѣ и въ правленіи она располагала большинствомъ голосовъ. Новая группа капиталистовъ имѣла мало общаго съ желѣзнодорожной дѣятельностью,—новые люди были специалистами по части учрежденія разнаго рода промышленныхъ предпріятій, это были финансовые дѣятели par excellence. При такихъ условіяхъ, вступленіе ихъ въ управленіе дѣлами общества Rock Island должно было отразиться, главнымъ образомъ, на финансовой сторонѣ предпріятія. Развитіе сѣти Rock Island быстро двинулось впередъ. Муры обладали большою предпріимчивостью и были совершенно чужды традицій консерватизма. Они сразу увидали, что можно сдѣлать съ сѣтью Rock Island при ея отличномъ географическомъ расположеніи. Но вмѣстѣ, съ тѣмъ, въ рукахъ Муровъ сосредоточилось значительное количество бумагъ, съ которыми они хотѣли развязаться. Осуществленіе крупныхъ финансовыхъ операцій казалось необходимымъ, иначе Мурамъ не удалось бы повисить расцѣнку бумагъ на биржѣ.

Въ іюнь 1901 г. акціонеры разрѣшили правленію увеличить акціонерный капиталъ съ 40 до 60 милл. долл. Преимущественное право подписки на новыя акціи по номинальной цѣнѣ предоставлялось акціонерамъ. Выручка отъ реализаціи новыхъ акцій предназначалась отчасти на развитіе сѣти отъ Либералы (Канзасъ) до Эль Пазо (Техасъ) отчасти для постройки новаго депо въ Чикаго и на иное усиленіе. Планъ развитія сѣти до Эль-Пазо не былъ

новостью, потому что еще въ декабрѣ 1900 г. были образованы компаниі Chicago, Rock Island & Mexico и Chicago, Rock Island & El Paso для постройки линіи отъ Либерала до Санта-Розы въ Новой Мексикѣ. Отъ Санта-Розы дорога должна была соединиться съ линіей El Paso & Northeastern и образовать непрерывный путь къ берегу Тихаго океана и въ Мексику. Другіе планы правленія представлялись новыми. Въ апрѣлѣ 1903 г. компанія Chicago, Rock Island & Texas ходатайствовала объ измѣненіи устава съ цѣлью постройки дороги до Гальвестона, протяженіемъ въ 295 миль. Въ апрѣлѣ же состоялось официальное утвержденіе продажи Choctaw, Oklahoma & Gulf обществу Rock Island. Эта дорога была самымъ важнымъ приобрѣтеніемъ Муровъ. Она идетъ отъ Мемфиса (Теннесси) черезъ Индѣйскую территорію, Арканзасъ и Оклагому до границы Техаса и представляетъ собою почти прямую линію отъ этихъ штатовъ до рѣки Миссиссиппи. Проектируемое развитіе сѣти до Новой Мексики соединить Rock Island съ югомъ. Дорога, такимъ образомъ, сдѣлается важнымъ звеномъ сквозного пути отъ Эль-Пазо до Мемфиса и Бирмингама. Общество Rock Island платило 80 долл. за каждую обыкновенную акцію и 60 долл. за привилегированную. Цѣна эта была слишкомъ высока. По привилегированнымъ акціямъ Choctaw, Oklahoma & Gulf въ теченіе нѣсколькихъ лѣтъ уплачивалось 5⁰/₁₀₀ дивиденда, по обыкновеннымъ въ 1889 г. 2⁰/₁₀₀, въ 1900 г.—4⁰/₁₀₀ и въ 1901 г. 4¹/₂⁰/₁₀₀ плюсъ 10⁰/₁₀₀ акціями. Уплата была произведена путемъ выпуска обеспеченныхъ залогомъ 4⁰/₁₀₀ облигацій на 23.520.000 долл. Вслѣдъ затѣмъ общество приобрѣло и нѣкоторыя другія дороги. Въ іюнѣ 1902 г. акціонерный капиталъ, съ согласія акціонеровъ, былъ увеличенъ до 75 милл. долл. Въ іюлѣ правленіе предоставило акціонерамъ подписываться по номинальной цѣнѣ на новыя акціи до 8.235.000 долл. въ размѣрѣ 12¹/₂⁰/₁₀₀ принадлежавшихъ имъ бумагъ. Новый выпускъ предназначался для покупки акцій Burlington, Cedar Rapids & Northern; Rock Island & Peoria

и St. Louis, Kansas City & Colorado. Первая дорога соединяла съѣтъ Rock Island съ Миннеаполисомъ и С.-Подемъ. Rock Island & Peoria небольшая линія въ штатѣ Иллинойсѣ; St. Louis, Kansas City & Colorado, по окончаніи ея сооруженія, должна была спрямить путь между С.-Луи и Канзасъ-Сити.

Таково было положеніе дѣлъ, когда правленіе представило акціонерамъ планъ финансовой реорганизации общества, въ августѣ 1902 г. Выше было указано, что Муръ создалъ себѣ репутацию путемъ разнаго рода спекулятивныхъ манипуляцій съ промышленными предпріятіями. Онъ заинтересовался Rock Island въ поискахъ выгоднаго помѣщенія капитала. Развитие съѣти Муръ предпринялъ, потому что положеніе общества Rock Island допускало подобное расширеніе предпріятія, а съ другой стороны, потому что только такимъ образомъ онъ могъ рассчитывать на выгодную спекуляцію съ акціями. Проекты Мура заинтересовали общественное мнѣніе всей страны, финансовые круги относились къ нимъ благопріятно, и расцѣнка акцій общества Rock Island постоянно повышалась. Все, повидимому, благопріятствовало задуманному Муромъ увеличенію акціонернаго капитала. Въ то же время Муръ былъ слишкомъ доволенъ достигнутымъ имъ положеніемъ, и ему совсѣмъ не хотѣлось отказываться отъ него. Задача Мура заключалась въ проведеніи такой схемы, при которой акціонерный капиталъ общества Rock Island былъ бы сильно увеличенъ, и крупныя партіи акцій размѣщены въ публикѣ, вліяніе же на общество осталось бы въ прежнихъ рукахъ, т. е. въ рукахъ Мура и его сторонниковъ. Необходимо имѣть въ виду, что кредиторы общества не требовали реорганизации, что проценты по облигаціямъ уплачивались аккуратно, что выдача дивидендовъ по обыкновеннымъ акціямъ не прекращалась. Съ другой стороны, доходъ общества вовсе не былъ такъ великъ, чтобы правленіе не знало, что съ нимъ дѣлать. При такихъ условіяхъ, финансовая реорганизация явилась результатомъ

исключительно желанія группы Мура сразу получить крупную прибыль, которую при нормальномъ ходѣ дѣла никогда нельзя было бы извлечь изъ эксплуатаціи дороги.

Муръ предложилъ слѣдующій планъ: вмѣсто одного общества Chicago, Rock Island & Pacific образовать три, изъ которыхъ одному поручить эксплуатацію желѣзныхъ дорогъ, другому передать акціи перваго общества, а третьему передать акціи втораго общества. Другими словами, общество Chicago, Rock Island & Pacific Railway продолжало бы существовать попрежнему, въ Айовѣ учреждалось общество Chicago, Rock Island & Pacific Railroad, которому передавались акціи Railway Company, а въ Нью-Джерси Rock Island Company, которой передавались акціи Railroad Company. При сохраненіи Railway Company, не было нужды въ согласіи кредиторовъ на осуществленіе придуманной Мурами комбинаціи, такъ какъ положеніе держателей ипотечныхъ облигацій не измѣнялось. Образование Railroad Company, вѣроятно, было необходимо по формальнымъ соображеніямъ, а организація Rock Island какъ будто облегчала покупку параллельныхъ и конкурирующихъ дорогъ. Но суть дѣла заключалась, конечно, въ возможности раздуть акціонерный капиталъ, наряду съ уменьшеніемъ доли капитала, необходимой для сохраненія въ рукахъ группы Мура руководящаго вліянія. Прежнее общество Railway имѣло 75 милл. долл. акціонернаго капитала, новая компанія Railroad выпустила на 125 милл. долл. акцій и на 75 милл. долл. 4⁰/₁₀₀ облигацій. Новая Rock Island Company выпустила на 96 милл. долл. обыкновенныхъ акцій и на 54 милл. долл. привилегированныхъ. Всего, не считая облигацій Railway Company, было выпущено на 425 милл. долл. разныхъ бумагъ вмѣсто прежнихъ 75 милл. долл. Изъ этого итога слѣдуетъ вычесть 200 милл. долл., выпущенные для взаимнаго обмѣна акціями между компаніями, 21 милл. долл. акцій Rock Island Company и 1¹/₂ милл. долл. облигацій Railroad Company, предназначенныхъ для развитія сѣти въ будущемъ. Такимъ образомъ, общая

сумма капиталовъ трехъ соединенныхъ компаній выразится въ 202.500.000 долл. противъ прежнихъ 75 милл. долл. Обязательные платежи нѣсколько увеличились вслѣдствіе выпуска 4% облигацій на 75 милл. долл., но не въ этомъ дѣло. Сильно увеличился капиталъ, и правленіе получило возможность реализовать весьма значительную прибыль при подпискѣ на новыя акціи и облигаціи. Въ то же время уменьшился цензъ, необходимый для руководства дѣлами общества. Акціи Railway Company на 75 милл. долл. были замѣнены облигаціями Railroad Company на 75 милл. долл., обыкновенными акціями Rock Island Company на 96 милл. долл. и привилегированными акціями Rock Island Company на 54 милл. долл. Владѣльцы облигацій, конечно, не имѣли права голоса. Что касается обыкновенныхъ и привилегированныхъ акцій, то ихъ держатели получили право голоса, но неодинаковое. Уставъ Rock Island Company гласилъ, что на первое время число директоровъ правленія опредѣляется девятью, причемъ слѣдуетъ различать пять категорій директоровъ. Въ первую категорію входитъ большинство всѣхъ директоровъ, причемъ право избранія ихъ принадлежитъ владѣльцамъ привилегированныхъ акцій. Но держателей привилегированныхъ акцій было меньшинство. Въ прежней Railway Company, для того чтобы оказывать рѣшающее вліяніе на постановленія собраній акціонеровъ, надо было располагать 51% 75 милл. долл. обыкновенныхъ акцій, котировавшихся отъ 120 до 179, а въ новой комбинаціи компаній достаточно было имѣть 51% 54 милл. долл. привилегированныхъ акцій Rock Island Company, котировавшихся по 83¹/₂.

Итакъ, были учреждены двѣ новыхъ компаніи, изъ которыхъ Chicago, Rock Island & Pacific Railroad Company of Iowa выпустила на 125 милл. долл. акцій, передавъ ихъ Rock Island Company of New Jersey, и взамѣнъ получила на 127.500.000 долл. привилегированныхъ и обыкновенныхъ акцій Rock Island. Этими акціями, а также своими собственными облигаціями на 75 милл. долл. Railroad

Company заплатила за акціи Chicago, Rock Island & Pacific Railway Company на 75 милл. долл. За каждые 100 долл. акціонернаго капитала Railway Company—Railroad Company выдала: 100 долл. обыкновенными акціями Rock Island Company, 70 долл. привилегированными акціями Rock Island Company и 100 долл. своими собственными 4^o/_o облигаціями.

Акціи Railway Company составили обезпеченіе облигацій Railroad Company, причемъ Railroad Company извлекала изъ нихъ весь свой доходъ; дивидендъ по акціямъ Railroad Company плюсъ дивиденды по акціямъ другихъ компаній, которыя могли бы войти въ составъ предпріятія, составляли весь доходъ Rock Island Company. Получая въ свое распоряженіе доходы Railway Company, косвеннымъ путемъ, при посредствѣ дивидендовъ промежуточной компаніи, Rock Island Company уплачивала дивидендъ по своимъ собственнымъ акціямъ, размѣщеннымъ въ публикѣ. По привилегированнымъ акціямъ Rock Island Company обязалась уплачивать 4^o/_o съ 1903 по 1909 г.г., 5^o/_o съ 1910 по 1919 г.г. и 6^o/_o послѣ 1916 г.

Уставъ допускалъ увеличеніе акціонернаго капитала Rock Island Company нормальнымъ порядкомъ въ отношеніи обыкновенныхъ акцій; что же касается привилегированныхъ акцій, то для новаго выпуска требовалось согласіе держателей двухъ третей всѣхъ привилегированныхъ акцій и двухъ третей всѣхъ обыкновенныхъ акцій, выраженное въ собраніи, специально для этого созванномъ. Право избранія большинства директоровъ правленія принадлежало, какъ указано выше, владѣльцамъ привилегированныхъ акцій, но отъ этого права они могли отказаться при условіи согласія на то держателей двухъ третей привилегированныхъ акцій въ собраніи, специально для этого созванномъ. Правленіе имѣло право образовать особый финансовый комитетъ, съ полномочіями по усмотрѣнію правленія и акціонеровъ. Комитету предоставлялись всѣ права правленія, когда послѣднее не засѣдало. Правленію разрѣшалось при-

нимать мѣры къ образованію оборотнаго капитала, но отчисленія на эту надобность изъ суммъ чистой прибыли не допускались впредь до уплаты дивиденда по привилегированнымъ акціямъ. Правленію разрѣшалось обращать оборотный капиталъ на покупку акцій общества, и затѣмъ перепродавать ихъ въ другія руки, если только онѣ не были изъяты изъ обращенія въ цѣляхъ уменьшенія акціонернаго капитала. Впрочемъ, этотъ послѣдній пунктъ плана реорганизаціи вызвалъ столько протестовъ, что правленіе въ ноябрѣ 1902 г. отказалось отъ права совершать сдѣлки съ акціями общества.

Въ связи съ чрезмѣрнымъ увеличеніемъ акціонернаго капитала общества Rock Island, возникаетъ вопросъ, получилъ ли Муръ на этой комбинаціи прибыль. Далѣе интересно выяснитъ, какая часть акціонернаго капитала принадлежала группѣ Мура, которая во что бы то ни стало хотѣла сохранить за собою руководство дѣлами предпріятія, и во что она обошлась ей.

Въ январѣ 1902 г. обыкновенныя акціи Chicago, Rock Island & Pacific Railway котировались по 154, 1 февраля по 162¹/₄, 1 апрѣля—179, 1 іюля—172¹/₂, 1 августа—190, 1 октября—200, и 1 ноября—199¹/₂. Конечно, повышеніе расцѣнки акцій съ 172¹/₂ до 200 явилось результатомъ опубликованія плана реорганизаціи. Возможно, что повышательное движеніе въ первые мѣсяцы 1902 г. было инсценировано, или же акціи покупались лицами, болѣе или менѣе освѣдомленными относительно готовившихся событій. Однако, сравненіе общей стоимости бумагъ, выданныхъ за обыкновенныя акціи Railway Company, 3 января 1903 г., съ цѣной акцій 1 іюля 1902 г., показываетъ, что общая стоимость новыхъ бумагъ превышала цѣну акцій на 22,7, т. е. вмѣсто каждаго 172¹/₂ долл. въ іюль 1902 г. Муры и прочіе акціонеры владѣли 194,8 долл. въ январѣ слѣдующаго года. Въ 1903 г. бумаги Rock Island понизились въ цѣнѣ, и 2 января 1904 г. общая стоимость акцій и облигацій равнялась лишь 132,2 долл. Однако, пониженіе

носило временный характер, и къ 3 января 1905 г. бумаги оправились до 176,6 долл. Такимъ образомъ, шансы на получение значительной прибыли были налицо, лишній разъ было доказано, что спросъ на акціи и облигаціи со стороны публики вовсе не падаетъ пропорціонально увеличенію ихъ количества.

Очевидно, что Муры не могли распродать всѣ принадлежавшія имъ бумаги до или послѣ реорганизациі и вмѣстѣ съ тѣмъ сохранить за собою руководство дѣлами предпріятія. Исходя изъ цѣны обыкновенныхъ акцій Chicago, Rock Island & Pacific Railway въ $172\frac{1}{2}$ —1 іюля 1902 г., получимъ, что бóльшая часть акцій, находившихся въ то время въ обращеніи, представляла собою капиталъ въ 64.687.672 долл. Если акціи были куплены въ кредитъ, и на каждую акцію требовалось обезпеченіе въ 40 долл., да 40 долл. надо было держать въ запасѣ на случай внезапнаго рѣзкаго пониженія акцій на биржѣ, то Муры, для сохраненія руководства дѣлами предпріятія, должны были располагать 15.000.040 долл. и столько же держать наготовѣ. Въ январѣ 1903 г. привилегированныя акціи Rock Island котировались по $83\frac{1}{2}$, бóльшая часть всѣхъ акцій стоила въ это время 22.545.083 долл. Если акціи были куплены въ кредитъ, и на каждую акцію требовалось обезпеченіе въ 20 долл., то всего Муры должны были располагать 5.400.020 долл. и столько же держать въ запасѣ. Другими словами, пока все шло хорошо, для руководства дѣлами сѣти, протяженіемъ въ 7.718 миль, съ облигаціоннымъ долгомъ въ 201.660.475 долл. и акціонернымъ капиталомъ въ 118.249.007 долл.,—достаточно было располагать менѣе, чѣмъ 11 милл. долл. капитала. Конечно, трудно предположить, чтобы Муры въ 1903 г. держали всѣ или даже бóльшую часть своихъ бумагъ на специальномъ текущемъ счетѣ. Но если считать даже, что всѣ акціи были ими куплены за наличныя и сполна оплачены, то все же окажется, что съ 22.545.083 долл. они были въ состояніи

руководить дѣлами сѣти, капитальная стоимость которой исчислялась въ 319.909.482 долл.

За старыя акціи Railway Company Муры, конечно, платили дешевле 172¹/₂. Извѣстно, что бѣльшую часть акцій они приобрѣли въ началѣ 1901 г., когда цѣны колебались въ предѣлахъ 116⁷/₈—136. Въ среднемъ они платили, вѣроятно, 140. Въ такомъ случаѣ бѣльшая часть акціонернаго капитала въ 75 милл. долл. должна была имъ обойтись въ 52.500.140 долл. Взамѣнъ этихъ акцій по цѣнамъ 2 января 1903 г. они получили:

18.375.049 долл. обыкновенными акціями Rock Island Company.

21.918.808 долл. привилегированными акціями Rock Island Company.

32.765.712 долл. 4^o/_o облигаціями Chicago, Rock Island & Pacific.

Мурамъ важно было удержать за собою привилегированныя акціи, для того, чтобы имѣть возможность руководить дѣлами предпріятія; обыкновенныя акціи Rock Island Company и облигаціи Railroad Company ихъ не интересовали. Общая сумма акцій Rock Island Company и облигацій Railroad Company составляла 51.140.761 долл. Вычтя эту сумму изъ 52.500.140 долл., затраченныхъ Мурами на приобретение акцій Railway Company, получимъ 1.359.379 долл. Вотъ что въ концѣ концовъ заплатила группа Мура за право руководить дѣлами громаднаго предпріятія Rock Island. Само собою разумѣется, что группа не могла реализовать принадлежавшія ей бумаги крупными партіями, не вызвавъ пониженія цѣнъ, но при всемъ томъ нельзя не признать, что Муръ выказалъ поразительное умѣніе въ обращеніи съ акціями Rock Island. Вліяніе его на дѣла сѣти по сію пору покоится на прочномъ основаніи.

Все изложенное о Rock Island совершенно не походитъ на то, что говорилось о другихъ желѣзнодорожныхъ обществахъ, а если обратиться къ мотивамъ, то объ реорга-

низации Rock Island придется выдѣлить въ особую категорию. Однако, въ отношеніи способовъ проведенія реорганизации замѣчается нѣкоторое сходство. Значительное увеличеніе капитальной стоимости сѣти произошло, главнымъ образомъ, за счетъ акціонернаго капитала, а не ипотечныхъ займовъ. Поэтому обязательные платежи почти не увеличились. По своимъ операціямъ Rock Island Company почти ничѣмъ не отличалась отъ однородныхъ обществъ, и въ смыслѣ объединенія конкурировавшихъ между собою дорогъ, повидимому, представлялась удобной. Правда, преимущества, предоставленныя владѣльцамъ привилегированныхъ акцій Rock Island, другимъ обществамъ были неизвѣстны, но само по себѣ облеченіе держателей привилегированныхъ акцій правомъ голоса не заключало ничего необычнаго. Въ общемъ, конечно, финансовая реорганизация Rock Island стоитъ особнякомъ. Она представляетъ специфическій интересъ, но для уясненія принциповъ реорганизации желѣзнодорожныхъ обществъ, впавшихъ по той или другой причинѣ въ несостоятельность, не имѣетъ никакого значенія.

Изложенный планъ финансовой реорганизации Rock Island вызвалъ бурю протестовъ, какъ со стороны биржевыхъ круговъ, такъ и со стороны широкой публики. Однако, проведенію его въ жизнь не могла помѣшать никакая оппозиція. Въ сентябрѣ генеральный прокуроръ штата Айовы въ своемъ докладѣ губернатору заявилъ, что дѣйствія новой компаніи Chicago, Rock Island & Pacific Railroad не выходятъ изъ предѣловъ устава. Губернаторъ, соглашаясь съ мнѣніемъ генеральнаго прокурора, прибавилъ отъ себя, что комбинація Муровъ не имѣетъ въ виду объединенія предпріятія или образованія синдиката; протяженіе сѣти Rock Island не увеличивается ни на одну милю, а стоимость ея не повышается ни на одинъ долларъ. Это просто новый способъ увеличенія акціонернаго капитала. Впослѣдствіи законодательной власти, можетъ быть при-

дется разрѣшить вопросъ, допускать ли впредь такого рода операции, или нѣтъ.

Изъ дальнѣйшихъ событій въ исторіи Rock Island слѣдуетъ отмѣтить покупку сѣти St. Louis & San Francisco, соединеніе съ Мексиканскимъ заливомъ, приобрѣтеніе акцій Chicago & Alton и, наконецъ, выпускъ новой ипотеки.

Въ октябрѣ 1903 г. Rock Island эксплуатировала 7.123 мили желѣзныхъ дорогъ. Сѣть простиралась на юго-западѣ отъ Чикаго до Эль-Пазо, на западѣ отъ Мемфиса до Тукумари (Новая Мексика), на сѣверо-западѣ отъ Rock Island (Иллинойсь) до Миннеаполиса и С.-Поля и до Уотертауна въ Южной Дакотѣ. Громадное пространство Миссури, Канзаса, Индѣйской территоріи и Арканзаса фактически было замкнуто въ сѣти Rock Island, но въ перевозкѣ грузовъ вверхъ и внизъ по долинѣ Миссиссиппи сѣть не принимала никакого участія. Муры рѣшили прежде всего устранить этотъ дефектъ. Въ маѣ 1903 г. правленіе Rock Island официально объявило о своемъ желаніи купить любое количество акцій компаніи St. Louis & San Francisco. Правленіе предложило за каждые 100 долл. обыкновенными акціями Frisco (St. Louis & San Francisco) 60 долл. обыкновенными акціями Rock Island Company и 60 долл. новыми 5% облигаціями Chicago, Rock Island & Pacific Railroad Company. Напомнимъ, что желѣзная дорога Frisco была до того куплена обществомъ Atchison, Topeka & Santa Fe, которое впоследствии отъ нея отказалось. Эксплоатационная длина дороги съ тѣхъ поръ значительно увеличилась. Правленіе компаніи скупило акціи Chicago & Eastern Illinois и обезпечило дорогѣ доступъ въ Чикаго. Для Rock Island дорога имѣла очень важное значеніе. Она соединяла конечный пунктъ сѣти Rock Island въ Чикаго съ конечнымъ пунктомъ Choctaw, Oklahoma & Gulf въ Мемфисѣ, кромѣ того, она пересѣкала Южный Иллинойсь, южную часть Миссури, юго-восточныя мѣстности Канзаса и Индѣйскую территорію. Побочныя линіи дороги прорѣзывали Оклагому и Техасъ, а линія

Мемфисъ-Бирмингамъ проникала въ самый центръ южныхъ штатовъ. Дорога, такимъ образомъ, какъ бы заполняла пробѣлы въ юго-восточномъ районѣ сѣти Rock Island и давала возможность развивать сѣть во всѣхъ направленіяхъ. Авторитетные желѣзнодорожные дѣятели утверждаютъ, что правленіе Rock Island слишкомъ дорого заплатило за акціи Frisco. Во всякомъ случаѣ акціонеры Frisco пришли въ восторгъ отъ предложенія правленія Rock Island. Къ 1 іюня 1903 года держатели акцій Rock Island на 22.500.000 долл. изъявили согласіе принять предложенную правленіемъ комбинацію. Оставалось выполнить лишь техническія детали *).

Обезпечивъ за собою вліяніе на St. Louis & San Francisco, общество Rock Island получило возможность двинуться дальше по направленію къ Мексиканскому заливу. Муры вступили въ соглашеніе съ обществомъ Southern Pacific относительно покупки половины акцій Houston & Texas Central отъ Fort Worth до Густона и Гальвестона съ вѣтвью на Остинъ въ Техасѣ. Кромѣ того, соглашеніе касалось желѣзныхъ дорогъ Houston, East & West Texas (на сѣверъ отъ Густона до Шривпорта въ Луизианѣ) и Texas & New Orleans отъ Далласа до Сабинскаго прохода у Мексиканскаго залива. По смыслу соглашенія, президенты названныхъ линій должны были избираться обществомъ Rock Island. Соединительная вѣтвь между Далласомъ и Fort Worth должна была быть закончена постройкой въ декабрѣ 1903 г. Оттуда двѣ дороги Houston & Texas Central и Texas & New Orleans вели прямо къ Мексиканскому заливу. Планъ этотъ не удался

*) Нѣсколько ранѣ акціонеры Chicago, Rock Island & Pacific Railroad Company одобрили проектъ, разрѣшивъ правленію выпустить новыя облигаціи и увеличить акціонерный капиталъ на 20 милл. долл. Новыя акціи были переданы Rock Island Company, взаменъ чего Railroad Company получила на 20 милл. акцій Rock Island Company. Слѣдуетъ отмѣтить, что покупка Frisco была произведена Railroad Company, а не Rock Island Company, хотя руководители предпріятія стремились къ замѣнѣ всѣхъ облигацій побочныхъ линій облигаціями Rock Island Company.

осуществить, потому что комиссія о желѣзныхъ дорогахъ Техаса признала соглашеніе противорѣчащимъ законамъ штата. Въ соглашеніи комиссія усмотрѣла попытку объединить дѣятельность различныхъ предприятий и создать общность интересовъ между Rock Island и Southern Pacific, что было равносильно уничтоженію конкуренціи между ними въ Техасѣ. Общество Rock Island первоначально намѣревалось обжаловать рѣшеніе комиссіи, но затѣмъ отказалось отъ соглашенія и уничтожило акціи, выпущенныя для уплаты покупной цѣны за новыя линіи.

Въ Миссури, Луизианѣ и Арканзасѣ развитіе сѣти почти не встрѣтило препятствій. Въ ноябрѣ 1902 г. компанія St. Louis & San Francisco скупила всѣ акціи желѣзной дороги St. Louis, Memphis & Southeastern, построенной отъ С.-Луи въ 1904 г. до соединенія съ вѣтвью Frisco выше Мемфиса. Отъ Мемфиса желѣзная дорога Kansas City, Memphis & Birmingham шла на юго-востокъ черезъ Миссиссиппи въ Алабаму. Въ 1904 г. общество Rock Island заключило соглашенія съ названными дорогами о пользованіи ихъ путями. По соглашенію обществу были предоставлены слѣдующія права: 1) право пользоваться путями Mobile & Ohio и New Orleans & Northeastern между Тупело (на желѣзной дорогѣ Kansas City, Memphis & Birmingham) и Новымъ Орлеаномъ въ Луизианѣ; 2) право пользоваться путями желѣзныхъ дорогъ St. Louis, Iron Mountain & Southern и Texas & Pacific отъ пункта, расположеннаго противъ Мемфиса въ Теннесси, до пункта, расположеннаго противъ Батонъ-Ружъ въ Луизианѣ; 3) право пользоваться путями желѣзной дороги Yazoo & Mississippi Valley между Батонъ-Ружъ и Новымъ Орлеаномъ въ Луизианѣ.

Соглашеніе значительно спрямило пути отъ Мемфиса до Мексиканскаго залива. Отъ пунктовъ примыканія Frisco съ Southern грузы могли направляться на сѣверъ до С.-Луи и Чикаго по дорогамъ сѣти Rock Island. Въ Новомъ Орлеанѣ рѣшено было построить узловую станцію, для каковой цѣли учредить компанію. Акціи этой компаніи

должны были принадлежать обществамъ St. Louis & San Francisco и Southern, которыя вмѣстѣ съ тѣмъ гарантировали ея облигаціи компаніи.

Въ настоящее время сѣтъ Rock Island подходитъ къ южнымъ штатамъ еще въ двухъ пунктахъ. Компанія Rock Island, Arkansas & Louisiana Railroad построила линію отъ Little Rock въ Арканзасѣ на югъ, а отъ Новаго Орлеана до Густона закончила постройку линіи, примыкающей въ Эвникѣ (Луизиана) къ желѣзной дорогѣ Rock Island, Arkansas & Louisiana и въ Густонѣ къ желѣзной дорогѣ Trinity & Brazos Valley. Эта послѣдняя дорога идетъ отъ Густона до Fort Worth и Далласа въ Техасѣ. Половина ея акцій принадлежитъ обществу Rock Island. Такимъ образомъ, общество Rock Island имѣетъ возможность участвовать въ перевозкѣ зерна изъ Канзаса, Небраски и обѣихъ Дакотъ на югъ, а также въ перевозкѣ грузовъ на сѣверѣ и югѣ долины Миссиссиппи.

Въ періодъ борьбы за Мексиканскій заливъ общество Rock Island приобрѣло контроль надъ желѣзной дорогой Chicago & Alton на сѣверѣ съ цѣлью спрямить путь между Канзасъ-Сити и Чикаго. Еще до того Гарриманъ скупилъ значительную часть акцій Chicago & Alton. Въ 1904 г. общество Rock Island скупило около половины акцій Chicago & Alton. Такъ какъ по уставу еще въ теченіе двухъ лѣтъ нельзя было перемѣнить составъ правленія, то общество пошло на компромиссъ. Бѣольшая часть акцій Chicago & Alton была передана Гарриманомъ и обществомъ Rock Island нью-іоркской Central Trust Company. Оба конкурента имѣли право избрать по пяти директоровъ, а одиннадцатый директоръ по очереди избирался Гарриманомъ и обществомъ Rock Island. Далѣе, общество Rock Island получило преимущественное право купить принадлежавшія Гарриману акціи въ теченіе двухъ лѣтъ. Время было неблагопріятное. Гарриманъ еще ранѣе выказалъ свои блестящія способности въ смыслѣ выдачи дивиденда по акціямъ общества Chicago & Alton, которое въ результатѣ осталось безъ

средствъ. Положеніе денежнаго рынка было неблагопріятное, облигаціи реализовались съ большимъ трудомъ, и помимо всего прочаго желѣзная дорога Chicago & Alton не имѣла столь важнаго значенія для Rock Island, хотя и открывала для сѣти новый районъ. Въ 1907 г. Муры, по видимому, разочаровались въ этой комбинаціи. Въ іюнѣ они выразили желаніе расторгнуть соглашеніе 1904 г. и спустя нѣкоторое время продали свои акціи компаніи Toledo, St. Louis & Western.

Ростъ предпріятія Rock Island въ общемъ былъ поразителенъ. Въ 1901 г. общее протяженіе сѣти равнялось 3.819 милямъ, въ 1903 г.—7.123 милямъ, а въ 1907 г.—14.270 милямъ. Валовой доходъ повысился съ 25.365.000 долларовъ въ 1901 г. до 112.464.000 долл. въ 1907 г., чистый доходъ съ 8.901.000 долл. до 40.828.000 долл., капитальная стоимость съ 118.081.000 долл. до 525 милл. долл. Колоссальные размѣры сѣти и разнообразіе ея интересовъ исключаютъ возможность порученія завѣдыванія ея дѣлами одному человѣку. Сѣть Rock Island перевозитъ грузы съ запада и юга въ Чикаго, С.-Луи и Бирмингамъ и соединяется съ магистралями, ведущими къ Атлантическому побережью; кромѣ того, общество старается привлечь на свои дороги грузы въ направленіи съ сѣверо-запада къ Мексиканскому заливу. Сѣть Rock Island доходитъ до Мексики, проникаетъ въ Колорадо, вѣтви ея пересѣкаютъ сѣверо-западные штаты, а, съ другой стороны, она соединяетъ Канзасъ-Сити съ Мемфисомъ и С.-Луи.

Разнообразіе операций общества Rock Island дѣлаетъ его финансовое положеніе не совсемъ прочнымъ. Расходы эксплуатаціи, обязательные платежи и налоги поглотили въ 1907 г. 87% валового дохода, а въ 1906 г.—89%. Правда, въ 1907 г. къ прибылямъ слѣдующаго года была причислена крупная сумма въ 9.476.397 долл., а 5.568.092 долларовъ были выданы въ дивидендъ. Надо, однако, имѣть въ виду, что обѣ эти суммы, вмѣстѣ взятыя, составляютъ лишь 13% валового дохода. Къ тому же общество Rock

Island не послѣдовало примѣру другихъ желѣзныхъ дорогъ, и затраты его на усиленіе и улучшеніе сѣти представляются сравнительно небольшими. Въ 1905 и 1907 г.г. общества Frisco и Rock Island & Pacific Railway израсходовали изъ доходовъ эксплуатаціи на усиленіе и улучшеніе сѣти менѣе 40.000 долл., въ 1904 г. менѣе полумилліона долл. и лишь въ 1903 и 1906 г.г. немногимъ болѣе 2 милл. долл. А вѣдь протяженіе сѣти Rock Island значительно превышаетъ эксплуатаціонную длину другихъ дорогъ.

Что касается ипотечнаго займа 1904 г., то въ финансовыхъ кругахъ онъ произвелъ весьма неблагоприятное впечатлѣніе. Впервые проектъ заключенія ипотечнаго займа возникъ въ іюлѣ 1903 г. Предположено было выпустить 4% облигаціи на 250 милл. долл. для погашенія находившихся въ обращеніи старыхъ облигацій, покрытія расходовъ на развитіе сѣти въ будущемъ, покупки облигацій и акцій другихъ компаній и погашенія ссудъ, выданныхъ обществомъ Rock Island за счетъ своихъ капиталовъ. Напрасно правленіе искало денегъ въ Нью-Йоркѣ. Проектъ долженъ былъ обсуждаться акціонерами 8 октября, правленіе отложило собраніе до января, а затѣмъ на непреодѣленное время. Въ мартѣ акціонеры нѣсколько измѣнили планъ выпуска займа, предложенный правленіемъ. Сумма выпуска была опредѣлена въ 163 милл. долл. вмѣсто 250 милл. долл. Немедленной реализаціи подлежали облигаціи на 15 милл. долл., 82.025.500 долл. рѣшено было держать въ запасѣ для погашенія нѣкоторыхъ категорій старыхъ облигацій. Однако, этотъ планъ встрѣтилъ не больше сочувствія въ финансовыхъ кругахъ, чѣмъ прежній. Въ апрѣлѣ были выпущены 4¹/₂% свидѣтельства на 5 милл. долл., реализацію которыхъ принялъ на себя первый національный банкъ въ Нью-Йоркѣ, принимавшій дѣятельное участіе въ дѣлахъ общества. Лишь въ ноябрѣ 1904 г., послѣ долгихъ усилій, правленіе нашло банкировъ, которые согласились взять на себя выпускъ ипотечнаго займа.

Фирма Спейеръ и К^о подписалась на 25.108.000 долл. Спейеръ былъ избранъ директоромъ правленія и вошелъ въ составъ финансоваго комитета. Выручка отъ реализаціи облигацій была обращена на погашеніе капиталовъ, заимствованныхъ изъ кассъ общества и на уплату капитала по облигаціямъ, которымъ наступалъ срокъ въ 1905 г.

Такимъ образомъ, общество Rock Island не могло вернуть себѣ то положеніе, въ которомъ оно находилось до начала операцій Мура и его группы. Дѣятельность Мура привела къ чрезмѣрному увеличенію капиталовъ общества и къ превращенію небольшой сравнительно сѣти желѣзныхъ дорогъ, съ опредѣленнымъ направленіемъ грузового движенія, въ колоссальную сѣть, покрывшую весь центральный западъ. Оба эти фактора, вмѣстѣ взятые, способствовали ухудшенію финансоваго положенія общества. Въ настоящее время значительныя суммы расходуются на усиленіе и улучшеніе сѣти, причемъ правленіе постоянно заявляетъ о своемъ намѣреніи довести сѣть до высшей степени благоустройства. Въ 1907 г. на усиленіе и улучшеніе сѣти было израсходовано 4 милл. долл., въ 1906 г. — 3¹/₂ милл. долл., еще бóльшія суммы были затрачены на сооруженіе новыхъ линій и приобрѣтеніе подвижного состава. На путяхъ сѣти уложены болѣе тяжелые рельсы, укрѣплены мосты, улучшенъ подвижной составъ. При всемъ томъ, общество Rock Island утратило свою прежнюю финансовую устойчивость, и есть основаніе опасаться наступленія періода уменьшенія его доходовъ. Положеніе въ такомъ случаѣ можетъ сдѣлаться серьезнымъ.

Г Л А В А X.

Заключеніе.

Настоящая глава представляет собою попытку сдѣлать общій обзоръ финансовыхъ реорганизацій желѣзныхъ дорогъ. До сихъ поръ подробно разсмотрѣны восемнадцать различныхъ реорганизацій и 42 плана, не получившихъ осуществленія. На первый взглядъ всѣ схемы кажутся безконечно разнообразными, но ближайшій анализъ ихъ позволяетъ намѣтить нѣкоторые руководящіе принципы *).

Само собою разумѣется, что финансовая реорганизация желѣзной дороги представляетъ гораздо больше трудностей, нежели, напримѣръ, устройство дѣлъ отдѣльнаго лица. Желѣзная дорога въ сущности сложная машина, какъ въ отношеніи своей финансовой организациі, такъ и въ от-

*) Годы.	Число реорганизацій.	Названіе предприятий.	Число плановъ.	Продажа съ аукціона.
1900—04	1	Rock Island	1	нѣтъ
1895—09	6	Atchison	2	да
		Baltimore & Ohio	1	нѣтъ
		Erie	3	да
		Northern Pacific	2	да
		Reading	4	да
		Union Pacific	3	да
1890—94	2	Atchison	1	нѣтъ
		Richmond Terminal	3	да
1885—89	3	Atchison	1	нѣтъ
		Reading	6	нѣтъ
		East Tennessee	2	да
1880—84	3	Reading	5	нѣтъ
		Rock Island	1	нѣтъ
		Union Pacific	1	нѣтъ
1875—79	2	Erie	4	да
		Northern Pacific	1	да
1859	1	Erie	1	да
	18		42	

Ср. Carl Snyder, American Railroads as Investment. Дается анализъ результатовъ эксплуатаціи.

ношеніи експлоатаціи. Если сѣтъ образовалась путемъ соединенія многихъ линій, изъ которыхъ каждая въ извѣстной мѣрѣ сохранила свою индивидуальность, то отношенія между различными частями предпріятія представляются особенно сложными и запутанными. Обязательства, принятыя на себя отдѣльными дорогами, облигаціи, въ которыхъ эти обязательства находятъ свое выраженіе, обнаруживаютъ такое разнообразіе, какое рѣдко встрѣчается, а вѣрнѣе никогда не встрѣчается, въ финансовыхъ операціяхъ частнаго лица. Сложность отношеній неизбежно ведетъ къ столкновенію интересовъ различныхъ категорій кредиторовъ. Различіе интересовъ проявляется даже тогда, когда дорога аккуратно производитъ платежи. При наличности такихъ бумагъ, по которымъ проценты уплачиваются въ зависимости отъ результатовъ експлоатаціи, въ интересахъ владѣльцевъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ не допустить уплаты процентовъ или выдачи дивиденда по другимъ бумагамъ, пока доходы дороги не увеличатся настолько, что явится возможность удовлетворить держателей бумагъ всѣхъ категорій. Если владѣльцы обыкновенныхъ акцій имѣютъ возможность обратить на нужды предпріятія суммы, которыя при нормальныхъ условіяхъ, подлежали бы выдачѣ въ дивидендъ по привилегированнымъ акціямъ, то они тѣмъ самымъ приближаютъ срокъ выдачи дивиденда по обыкновеннымъ акціямъ за счетъ держателей привилегированныхъ акцій. Иногда, въ цѣляхъ спекуляціи, акціонеры настаиваютъ на выдачѣ дивиденда по акціямъ, вслѣдствіе чего увеличивается долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ. Акціи они продаютъ по высокой цѣнѣ, а, между тѣмъ, долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ, въ отношеніи обезпеченія, пользуется пріоритетомъ даже сравнительно съ ипотечными облигаціями *). Подобнаго

*) Краткосрочныя обязательства обыкновенно вполне обезпечены. Если спеціальнаго обезпеченія нѣтъ налицо, то все же претензіи служащихъ въ отношеніи жалованья и поставщиковъ матеріаловъ удовлетворяются ранѣе всѣхъ другихъ.

рода операціи представляются вполне возможными, потому что держатели обыкновенныхъ акцій, наименѣе цѣнной формы капитала, руководятъ дѣятельностью всего предпріятія. Когда же финансовая реорганизація предпріятія становится необходимой, взаимная противоположность интересовъ особенно ярко обнаруживается, и схема реорганизаціи въ окончательномъ видѣ принимаетъ форму компротисса.

Терминъ «реорганизація» въ настоящемъ изслѣдованіи обозначаетъ обмѣнъ на новыя бумаги облигацій общей ипотеки, которымъ срокъ еще не наступилъ, или по крайней мѣрѣ 50% ипотечныхъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ, либо всего акціонернаго капитала. Обмѣнъ старыхъ бумагъ на новыя представляетъ собою наиболѣе существенную черту финансовыхъ операцій, описанныхъ въ книгѣ. Обмѣнъ этотъ всегда производится въ крупномъ масштабѣ. Болѣе мелкія реорганизаціи иногда вызываютъ необходимость оцѣнки отдѣльныхъ частей предпріятія, но съ ними никогда не связывается опредѣленіе взаимныхъ отношеній между всѣми элементами предпріятія. Въ этомъ именно заключается основная задача общей реорганизаціи. По существу, частичныя реорганизаціи и проще, и сложнѣе общихъ: проще, потому что онѣ не влекутъ за собою столь крупныхъ перемѣнъ, труднѣе, потому что нельзя слишкомъ часто вынуждать кредиторовъ и акціонеровъ предпріятія итти на уступки. Представлялось бы полезнымъ провести границу между понятіями частичной и общей реорганизаціи. Граница эта никогда не можетъ претендовать на абсолютную точность, но если провести ее приблизительно вѣрно, то по обѣ стороны получатся однородныя группы, въ которыхъ, конечно, легче разбираться.

Финансовая реорганизація предпріятія обыкновенно сопровождается другими операціями, имѣющими существенное значеніе для успѣха дѣла. Если ко времени реорганизаціи долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ успѣлъ достигнуть крупной цифры, необходимо принять мѣры къ

его погашенію *); если дорога заключила невыгодные для себя арендные договоры **), ихъ слѣдуетъ расторгнуть; если предприятие поставлено въ такія условія, что не можетъ обезпечить себѣ притокъ новыхъ капиталовъ, надлежитъ устранить всѣ препятствія на этомъ пути. Однако, все это не имѣетъ рѣшающаго значенія. Это лишь разные средства для достиженія опредѣленной цѣли, однимъ изъ нихъ является обмѣнъ старыхъ бумагъ на новыя. Они могутъ, конечно, оказать вліяніе на финансовое положеніе предприятия, — примѣръ тому періодъ дѣятельности Чарльза Адамса, проводившаго принципъ экономіи въ расходахъ по Union Pacific до 1890 г. Но подобнаго рода мѣропріятія не имѣютъ существеннаго значенія для характеристики той группы финансовыхъ операцій, которую мы разумѣемъ подъ именемъ «реорганизациі».

Обмѣнъ старыхъ бумагъ на новыя въ крупномъ масштабѣ обыкновенно производится тогда, когда желѣзная дорога не въ состояніи оплачивать въ срокъ капиталъ и проценты по облигаціямъ. Изъ общаго числа 18 реорганизациій и 42 плановъ, 15 реорганизациій и 39 плановъ занимались изученіемъ способовъ выхода предприятий изъ финансовыхъ затрудненій. Но хотя несостоятельность предприятия почти всегда предшествуетъ его реорганизациі, она не является единственной причиною реорганизациі.

*) Въ 1902 г. у общества Rock Island не было долга по краткосрочнымъ обязательствамъ; въ 1883 г. общество Erie фондировало просроченные купоны и выпустило 6% ипотечныя облигаціи для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ, но при этомъ нисколько не задѣло интересовъ держателей находившихся въ обращеніи ипотечныхъ облигацій. Такимъ образомъ, нельзя сказать, что въ 1885 г. общество Erie подверглось финансовой реорганизациі.

**) Расторженіе арендныхъ договоровъ неизбѣжно сопровождало реорганизациі періода 1893—98 г.г. Общество Atchison отказалось отъ аренды St. Louis & San Francisco; общество Erie включило въ свою сѣть New York, Pennsylvania & Ohio, расторгнувъ арендный договоръ съ этой дорогой; общество Northern Pacific отказалось отъ аренды Wisconsin Central и уничтожило нѣсколько невыгодныхъ договоровъ и соглашеній, касавшихся направленія грузовъ; общество Reading отказалось отъ аренды Lehigh Valley и линій, построенныхъ въ Новой Англіи; общество Southern уменьшило наполовину протяженіе своей сѣти, а общество Union Pacific отъ эксплуатаціи 7.674 миль въ 1892 г. перешло на 5.399 миль въ 1899 г.

Послѣдняя иногда имѣетъ мѣсто, когда предпріятіе находится въ цвѣтущемъ состояніи. Правленіе общества стремится устранить ненужныя ограниченія, препятствующія дальнѣйшему развитію предпріятія, либо желаетъ измѣнить условія контроля надъ предпріятіемъ. По счастью, эта послѣдняя причина весьма рѣдко являлась поводомъ для реорганизаціи желѣзныхъ дорогъ. Примѣръ такой реорганизаціи представляетъ общество Rock Island (1902 г.) Напомнимъ, что Chicago, Rock Island & Pacific Railway долгое время благоденствовала въ районѣ центрального запада. Для контроля надъ этой желѣзной дорогой необходимо было располагать отъ 40 до 50% обыкновенныхъ акцій, выпущенныхъ всего на сумму 75 милл. долл. и котировавшихся въ началѣ 1902 г. выше 160. Благодаря выпуску новыхъ облигацій, новыхъ привилегированныхъ и новыхъ обыкновенныхъ акцій, всего на сумму 270 долл. на каждые 100 долл. старыхъ обыкновенныхъ акцій, и благодаря предоставленію держателямъ привилегированныхъ акцій права избранія большинства директоровъ правленія, крупнѣйшіе акціонеры дороги получили возможность значительно облегчить свой портфель и, несмотря на это, сохранить за собою руководящее вліяніе. Приблизительно то же можно сказать и о желѣзной дорогѣ Chicago & Alton. Эта дорога имѣла небольшой капиталъ и прекрасно работала, обслуживая Чикаго, С.-Луи и Канзасъ-Сити. Въ теченіе 18 лѣтъ она платила 7%, а иногда и больше, по обѣимъ категоріямъ своихъ акцій и за весь періодъ затратила на работы по сооруженію 12.444.178 долл. изъ доходовъ эксплуатаціи. Въ 1899 г. синдикатъ капиталистовъ скупилъ бѣольшую часть акцій желѣзной дороги Chicago & Alton и въ 1900 г. образовалъ компанію, которая выпустила 3¹/₂% облигаціи на 22 милл. долл., привилегированныя акціи на 19.489.000 долл. и обыкновенныя акціи на 19.542.800 долл. для замѣны старыхъ обыкновенныхъ и привилегированныхъ акцій Chicago & Alton въ суммѣ 22.230.600 долл. По цѣнамъ 3 января 1899 г.

большая часть акцій обѣихъ категорій Chicago & Alton стоила бы 19.030.048 долл., а 4 января 1901 г. стоимость большей части новыхъ акцій выражалась въ 10.729.437 долл. Последнюю сумму можно было довести до 2.241.377 долл. путемъ реализаціи вновь выпущенныхъ облигацій и при этомъ нисколько не уменьшить своего вліянія на управленіе дѣлами предпріятія.

Очевидно, что реорганизаціи Rock Island и Chicago & Alton, явились результатомъ чрезвычайнаго развитія благосостоянія обоихъ названныхъ обществъ. Крупные акціонеры пожелали извлечь выгоду изъ реализаціи новыхъ бумагъ, а заодно и уменьшить размѣръ капитала, который былъ имъ необходимъ для сохраненія за собою руководящаго вліянія. Конечно, выгода отъ обладанія такимъ вліяніемъ находилась въ прямой зависимости отъ будущаго финансоваго положенія дороги. Отсюда слѣдуетъ, что такого рода реорганизаціи имѣютъ много общаго съ реорганизаціями, къ которымъ прибѣгаютъ акціонеры, когда предпріятіе становится чрезвычайно доходнымъ. Реорганизаціи послѣдней категоріи могутъ, однако, возникать совершенно самостоятельно, всякій разъ когда прибыль отъ эксплуатаціи повышается крупными скачками, и когда выдача одного лишь дивиденда акціонерамъ признается нецѣлесообразной. Примѣромъ можетъ служить реорганизація Chicago, Rock Island & Pacific въ 1880 г., когда рѣшено было образовать новое общество и замѣнить старыя акціи новыми вслѣдствіе громаднаго накопленія прибылей, подлежащихъ распредѣленію между акціонерами.

Желаніе устранить разнаго рода ограниченія рѣдко бываетъ единственной причиною реорганизаціи, но часто является однимъ изъ поводовъ для нея. Когда правленіе Union Pacific пожелало развить сѣть, ему пришлось создавать особые органы для эксплуатаціи каждой вѣтви. Уставъ общества не разрѣшалъ сліянія главной линіи съ другими дорогами, кромѣ Kansas Pacific и Denver Pacific. Указанное ограниченіе, естественно, вызывало излишніе расходы;

устранить его можно было только путем учреждения новаго общества. Общество Northern Pacific также было ограничено въ правахъ: согласно реорганизаціи 1875 г., для заключенія новыхъ ипотечныхъ займовъ требовалось согласіе держателей $\frac{3}{4}$ привилегированныхъ акцій *). Общество Atchison послѣ 1889 г. встрѣтилось съ чрезвычайными затрудненіями при выпускѣ новыхъ облигацій, потому что въ обращеніи находились дивидендныя облигаціи, которыхъ держатели пользовались особыми преимуществами. Это обстоятельство послужило единственнымъ поводомъ къ реорганизаціи. Слѣдуетъ замѣтить, что устраненіе подобныхъ ограниченій подчасъ влечетъ за собою рядъ несправедливостей. Напримѣръ, оговорка относительно увеличенія акціонернаго капитала, въ свое время, можетъ быть, облегчила выпускъ облигацій и составила, такъ сказать, извѣстнаго рода премію для лицъ, подписывавшихся на заемъ. Реорганизациа въ такихъ случаяхъ оправдывается соображеніями крайней необходимости для общества, либо принимаетъ такую форму, при которой внутренняя цѣнность облигацій, находящихся въ рукахъ кредиторовъ, не уменьшается **).

Типичная форма реорганизаціи желѣзной дороги, какъ мы уже говорили, возникаетъ тогда, когда дорога оказывается не въ состояніи платить проценты по находящимся въ обращеніи облигаціямъ. Подъ вліяніемъ чрезмѣрной капитализаціи, либо внезапнаго пониженія дохоцовъ, либо, наконецъ, накопленія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, поглощающаго весь текущій доходъ, желѣзная до-

*) Президентъ Робертъ Гаррисъ энергично отстаивалъ свободу дѣйствій правленія. «Только путемъ основательнаго изученія всѣхъ дѣлъ предпріятія—писалъ онъ въ годовомъ докладѣ за 1887 г.—можно составить себѣ правильное понятіе о способахъ удовлетворенія его потребностей. У акціонеровъ нѣтъ другого средства достигнуть наилучшихъ результатовъ эксплуатаціи, кромѣ избранія достойныхъ довѣрія директоровъ и предоставленія имъ полной свободы въ отношеніи руководства дѣлами предпріятія».

**) Реорганизаторы общества Atchison погасили старыя дивидендныя облигаціи путемъ выпуска новыхъ облигацій второй ипотеки, такъ что кредиторы въ общемъ много выиграли на этой операціи.

рога оказывается не въ состояніи производить срочные платежи. Опытъ показываетъ, что такое положеніе возникаетъ обыкновенно подъ вліяніемъ дѣйствія двухъ основныхъ причинъ. Прежде всего, сѣверо-американскія желѣзныя дороги въ отношеніи образованія своихъ капиталовъ, пользовались почти полной свободой. Тафтъ въ одной изъ своихъ рѣчей *) рекомендовалъ издать законъ о запрещеніи желѣзнодорожнымъ обществамъ выпускать акціи или облигаціи и выбрасывать ихъ на рынокъ безъ удостовѣренія комиссіи о междуштатной торговлѣ въ томъ, что выпускъ производится съ ея одобренія для удовлетворенія дѣйствительныхъ нуждъ желѣзной дороги. Такого закона Соединенные Штаты не знали, и сѣверо-американскія желѣзныя дороги фактически не испытывали никакихъ стѣсненій въ отношеніи образованія своихъ капиталовъ. Общество Erie имѣло полную возможность увеличить свой капиталъ съ 81.068 долл. на милю въ 1864 г. до 117.760 долл. въ 1872 г., причемъ цѣнность его имущества не измѣнилась; общество Union Pacific свободно довело свои капиталы до 104.561 долл. на милю въ 1870 г. изъ которыхъ $\frac{1}{4}$ заключалась въ правительственныхъ облигаціяхъ; общество Atchison въ періодъ 1884—89 г.г. выпустило на 129.162.350 долл. новыхъ облигацій и акцій, тогда какъ чистый доходъ его сильно понизился. Если бы существовалъ какой-либо надзоръ за выпускомъ новыхъ бумагъ, или даже если бы правительство требовало соблюденія извѣстнаго соотношенія между акціями и облигаціями,—банкротства наступали бы рѣже, и финансовыя реорганизаціи не сдѣлались бы обычнымъ явленіемъ. Сооруженіе новыхъ линій, вѣроятно, шло бы медленнѣе, хотя не столь медленно, какъ многіе думаютъ. Возможно, что народились бы меньшія по объему новыя предпріятія, которыя давали бы бѣольшую прибыль,—многіе увлеклись бы шансами на удачную спекуляцію съ землею. Вообще мѣры поощренія со стороны правительства могли бы обезпечить хорошую

*) Рѣчь 19 августа 1907 г. въ Columbus (Ohio).

прибыль предпринимателямъ и вмѣстѣ съ тѣмъ устранить возможность недобросовѣстнаго раздуванія капиталовъ. Къ сожалѣнію, совершенно лишеныя путей сообщенія общины, почти не занимались подсчетомъ расходовъ по сооруженію желѣзныхъ дорогъ. Всюду: на западѣ, югѣ, сѣверѣ и востокѣ, желѣзнымъ дорогамъ были обѣщаны всевозможныя льготы и привилегіи, имъ отводились земли, выдавались денежныя субсидіи, ихъ освобождали отъ налоговъ, и пр.

Вторая основная причина финансовой неустойчивости сѣверо-американскихъ желѣзныхъ дорогъ заключалась въ конкуренціи между ними. Если отсутствіе ограниченій въ отношеніи образованія капиталовъ увеличило бремя, которое приходилось нести желѣзнымъ дорогамъ, то необузданная конкуренція лишила ихъ способности выдерживать вообще какое-либо бремя. Конкуренція выражалась, главнымъ образомъ, въ двухъ формахъ; въ пониженіи тарифовъ, осуществлявшемся явно или путемъ тайныхъ соглашеній, и въ развитіи сѣти, лишенномъ всякой планомѣрности, причемъ развитію сѣти неизмѣнно сопутствовало опять-таки пониженіе тарифовъ. О пониженіи тарифовъ не стоитъ распространяться. Примѣровъ этой формы конкуренціи можно встрѣтить достаточно въ исторіи любой обширной желѣзнодорожной сѣти. Президентъ Гадлей высказалъ классическую истину, что желѣзная дорога будетъ принимать грузы до тѣхъ поръ, пока тарифъ не опустится ниже себѣ-стоимости данной перевозки, т. е. ниже добавочныхъ (зависящихъ отъ движенія) расходовъ, вызываемыхъ перевозкой того или другого груза. Часто это правило не принимается во вниманіе. Желѣзныя дороги, обслуживающія различные города, будутъ принимать грузы во время тарифной войны, безразлично, покрываетъ ли тарифъ себѣ стоимость перевозки, или нѣтъ. Если конкурирующая дорога слѣдуетъ примѣру дороги, понизившей тарифъ, послѣдняя надѣется вытѣснить ее благодаря своей способности болѣе продолжительное время выдерживать убытки. Если конкуренты не понизятъ тарифовъ, то, конечно, обслуживаемый данными

дорогами городъ вытѣснить на время всѣ другіе города съ рынка и, пожалуй, займетъ настолько прочное положеніе, что въ извѣстномъ направленіи товарное движеніе будетъ постоянно развиваться. Всѣ разсмотрѣнныя въ настоящей книгѣ желѣзныя дороги болѣе или менѣе пострадали отъ тарифныхъ войнъ. Повторныя попытки поддержать тарифы на извѣстномъ уровнѣ путемъ разнаго рода соглашеній имѣли лишь временное значеніе. На югѣ даже передача акцій различныхъ дорогъ въ однѣ руки не привела къ результату.

Не меньшій вредъ принесла конкуренція, выразившаяся въ формѣ усиленнаго строительства. Достаточно напомнить исторію развитія сѣти Atchison въ періодъ 1884—89 г.г. Послѣ закрытія Southern Railway Security Company общество East Tennessee начало покупать дороги и строить новыя линіи. Общество Reading обанкротилось въ 1893 г. изъ-за того, что рѣшило проникнуть въ Новую Англію. Борьба Baltimore & Ohio за Нью-Йоркъ въ значительной степени обусловила финансовыя затрудненія общества въ 1887 г. Иногда линіи строились въ такихъ мѣстностяхъ, гдѣ рѣшительно нельзя было рассчитывать на новые грузы. Иногда грузы были, но ихъ приходилось распределять между многими конкуррентами. Часто новыя линіи строились настолько неудовлетворительно, что эксплуатація ихъ давала значительные убытки. Съ другой стороны, были и такіе случаи, что ресурсы главной линіи истощались изъ-за пріобрѣтенія новыхъ отлично построенныхъ дорогъ, за которыя приходилось дорого платить. Въ указанныхъ случаяхъ развитіе сѣти требуетъ крайняго напряженія финансовыхъ силъ главной линіи, и въ результатѣ можетъ наступить банкротство.

Кромѣ упомянутыхъ двухъ основныхъ причинъ, и другія причины могутъ привести къ банкротству желѣзнодорожныхъ предпріятій. Симонъ Стернъ классифицируетъ ихъ слѣдующимъ образомъ *):

1. Переходъ управленія желѣзнодорожнымъ предпріа-

*) Forum, September, 1890, March, 1894.

тіемъ въ руки такихъ акціонеровъ, которые, при основаніи предпріятія, почти не вложили въ него наличныхъ денегъ, или во всякомъ случаѣ вложили ихъ мало.

2. Медленный ростъ промышленности и торговли въ мѣстности, обслуживаемой данной желѣзной дорогой, и вліяніе конкуренціи на пониженіе прибылей, когда районъ начинаетъ развиваться.

3. Приступъ къ сооруженію желѣзной дороги въ моментъ, когда на денежномъ рынкѣ наблюдается значительное оживленіе, и когда капиталъ требуетъ высокой оплаты.

4. Отсутствие запасныхъ капиталовъ у желѣзной дороги и невозможность вслѣдствіе этого использовать дешевизну рабочихъ рукъ или матеріаловъ. Желѣзная дорога въ такихъ случаяхъ принуждена постоянно платить высокія цѣны, потому что только въ періодъ подъема цѣнъ она можетъ реализовать свои займы и пользоваться ссудами.

5. Необходимость черезъ короткое время коренной финансовой реорганизации для большинства желѣзныхъ дорогъ, построенныхъ въ новыхъ районахъ, и увеличенія ихъ обязательствъ, какъ долгосрочныхъ, такъ и краткосрочныхъ.

6. Чрезмѣрное развитіе сѣти, создающее затрудненія въ отношеніи завѣдыванія эксплоатаціей.

7. Постоянный ростъ расходовъ, обусловливаемый закономъ о надлежащемъ удовлетвореніи потребностей населенія.

8. Злоупотребленіе властью со стороны директоровъ правленія и уполномоченныхъ.

9. Безотвѣтственность лицъ, въ вѣдѣніи которыхъ находится отчетность желѣзной дороги.

Перечень причинъ, вызывающихъ финансовое разстройство желѣзнодорожныхъ предпріятій, можно дополнить указаніемъ на то, что сѣверо-американскія желѣзныя дороги въ значительной степени зависятъ отъ иностранныхъ капиталистовъ, которые плохо знакомы съ американскими условіями. Но, конечно, основными причинами частыхъ банкротствъ желѣзнодорожныхъ предпріятій остаются попрежнему отсутствіе ограниченій въ отношеніи образованія

капиталовъ и ожесточенная конкуренція между различными предпріятіями.

Интересно отмѣтить, что большинство желѣзнодорожныхъ обществъ, обанкротившихся въ девяностыхъ годахъ, успѣли довести свои ресурсы почти до полного истощенія еще ранѣе, чѣмъ паника 1893 г., такъ сказать, окончательно прижала ихъ къ стѣнѣ. На каждые 100 долл. выручки въ 1892 г. общества Richmond & Danville и East Tennessee несли 68,79 долл. расходовъ по эксплуатаціи и уплачивали 31,15 долл. процентовъ по облигаціямъ и пр. Для уплаты дивиденда и покрытія расходовъ на усиленіе и улучшеніе сѣти оставалось едва 6⁰/₀ валового дохода. На каждые 100 долл. дохода общество Erie въ томъ же 1892 г. несло 66,46 долл. расходовъ по эксплуатаціи и 31,85 долл. обязательныхъ платежей. За вычетомъ этихъ суммъ общество располагало лишь 1,68 долл. Въ 1893 г. общества Atchison, Northern Pacific, Reading и Union Pacific не имѣли вообще никакого излишка доходовъ надъ расходами. Въ нижеслѣдующей таблицѣ приведены данныя о финансовомъ положеніи желѣзнодорожныхъ обществъ, подвергшихся реорганизаціи:

	Въ процентахъ къ суммѣ валового дохода:					
	1893			1892		
	Расходы эксплоат.	Обязат. платежи.	Излишекъ доходовъ.	Расходы эксплоат.	Обязат. платежи.	Излишекъ доходовъ.
B. & Ohio	66,89	24,27	8,83	67,68	24,55	7,76
Erie	64,91	32,12	2,96	66,46	31,85	1,68
N. Pacific	59,25	43,55	—	53,71	36,34	9,94
Reading	57,04	45,41	—	52,64	33,91	13,44
Rich. & Danv. и E. Tenn	73,49	25,63	0,12	63,79	31,15	—
Un. Pacif.	59,66	43,18	—	51,91	36,42	11,66
Atchison	77,47	24,96	—	77,16	21,59	1,24*)

*) Данныя о финансовомъ положеніи общества Atchison исправлены по отчету Литтля. Расходы эксплуатаціи сильно преувеличены вслѣдствіе причисленія къ нимъ разныхъ суммъ, не показанныхъ въ отчетахъ правленія.

Интересно сравнить съ этими цифрами данныя о финансовомъ положеніи семи обществъ, выдержавшихъ кризисъ 1893—97 гг. У этихъ обществъ превышеніе доходовъ надъ расходами выражалось въ болѣе значительныхъ цифрахъ, причеиъ это превышеніе являлось результатомъ не столько умѣренности расходовъ эксплуатаціи, сколько сравнительно низкой суммы обязательныхъ платежей, включая проценты по облигаціямъ. Въ нѣкоторыхъ случаяхъ расходы по эксплуатаціи даже выше расходовъ дорогъ первой группы, но обязательные платежи значительно ниже. Въ первой группѣ лишь у одного общества обязательные платежи въ 1893 г. были ниже 25% валового дохода, во второй группѣ лишь у двухъ обществъ обязательные платежи превышали эту норму. Въ нижеслѣдующей таблицѣ приведены данныя о финансовомъ положеніи семи желѣзнодорожныхъ обществъ второй группы:

Въ процентахъ къ суммѣ валового дохода:

	1893.			1892.		
	Расходы эксплуат.	Обязат. платежи.	Излишекъ доходовъ.	Расходы эксплуат.	Обязат. платежи.	Излишекъ доходовъ.
С., В. & Q.	64,46	23,12	12,41	65,17	20,86	13,96
С., М. & St. P.	65,95	20,78	13,26	64	22,36	13,63
С., R. I. & P.	71,72	13,31	14,96	69,88	19,83	10,28
Great No.	50,44	34,54	15,01	52,66	32,98	14,34
Ill. Cen.	61,92	25,84	12,23	64,58	23,99	11,12
N. Y., N. H. & H.	72,31	16,07	16,36	73,36	8,77	17,86
N. Y. C.	68,79	20,84	10,36	68,46	21,53	9,96

Итакъ, причины банкротства желѣзнодорожныхъ обществъ нами болѣе или менѣе выяснены. Когда, наконецъ, наступаетъ банкротство, въ финансовой реорганизаціи предпріятія принимаютъ участіе три группы интересовъ. Прежде всего идутъ кредиторы, которымъ общество не платитъ процентовъ, а иногда и капитала по ихъ облигаціямъ, затѣмъ идутъ акціонеры, и, наконецъ, банкиры и финансовые дѣятели, ссужающіе предпріятіе наличными деньгами и гарантирующіе реализацію займовъ. Кредиторы и акціо-

неры, разумѣется, не въ состояніи защитить свои интересы, дѣйствуя каждый въ отдѣльности. Вотъ почему кредиторы и акціонеры первымъ дѣломъ избираютъ комитеты или уполномочиваютъ группы лицъ, пользующихся извѣстностью въ финансовыхъ кругахъ, заботиться объ ихъ интересахъ. Акціонеры, при выработкѣ плана финансовой реорганизаціи, не имѣютъ большого значенія. Они—собственники предпріятія, имуществомъ коего обезпечиваются прежде всего облигаціи кредиторовъ, ссудившихъ общество деньгами. Иногда, впрочемъ, акціонеры оказываютъ вліяніе на ходъ реорганизаціи. Такъ, въ 1880 г. общество Reading пыталось погасить свой долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ путемъ выпуска облигацій, которыя были хуже обезпечены, чѣмъ даже обыкновенныя акціи; въ 1892 г. въ планѣ Олькотта, при реорганизаціи Richmond Terminal Company, облигаціямъ позднѣйшихъ выпусковъ и акціямъ были предоставлены значительныя льготы. Однако, какъ общее правило, акціонеры должны соглашаться на тѣ условія, которыя ставятъ кредиторы.

Такимъ образомъ, кредиторы представляютъ собою наиболѣе важный факторъ, вліяющій на финансовую реорганизацію предпріятія. Кредиторы, подобно акціонерамъ, дѣйствуютъ при помощи комитетовъ. Каждая категория облигаціонеровъ можетъ избрать особый комитетъ, либо владѣльцы нѣсколькихъ различныхъ категорій облигацій избираютъ одинъ комитетъ для защиты своихъ интересовъ. Въ 1893 г., когда обанкротилось общество Union Pacific, образовались комитеты владѣльцевъ консолидированныхъ облигацій первой ипотеки, 5% облигацій, обезпеченныхъ залогомъ, консолей Oregon Railway & Navigation, голландскихъ облигаціонеровъ, владѣльцевъ облигацій нѣкоторыхъ побочныхъ линій и пр. Въ 1894 г. образовались еще комитеты владѣльцевъ 4¹/₂% облигацій, обезпеченныхъ залогомъ, и держателей консолей Kansas Pacific. Когда финансовое положеніе предпріятія настолько ухудшилось, что опасность начала грозитъ даже ипотечнымъ

облигаціямъ первыхъ выпусковъ, владѣльцы облигацій первой ипотеки Union Pacific избрали свой комитетъ, затѣмъ образовался второй комитетъ владѣльцевъ консолей Kansas Pacific и новый комитетъ владѣльцевъ ипотечныхъ облигацій Denver Extension. Въ апрѣлѣ 1895 г. дѣйствовало, по меньшей мѣрѣ, 15 комитетовъ, изъ которыхъ 14 представляли интересы владѣльцевъ не болѣе двухъ категорій облигацій. Финансовая реорганизація 1884 — 86 гг. общества Reading была выработана, главнымъ образомъ, двумя комитетами, представлявшими интересы владѣльцевъ облигацій общей ипотеки, и семью уполномоченными, представлявшими интересы иностранныхъ кредиторовъ, владѣльцевъ облигацій общей ипотеки, дивидендныхъ облигацій и бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ и акціонеровъ. Кромѣ того, существовалъ еще оппозиціонный комитетъ, извѣстный подъ именемъ комитета Локвуда. Черезъ четыре мѣсяца послѣ банкротства общества Erie въ 1875 г. англійскіе облигаціонеры и акціонеры избрали свои комитеты и убѣждали примкнуть къ нимъ прочихъ кредиторовъ; собраніе облигаціонеровъ избрало Джона Гупера председателемъ комитета въ Нью-Йоркѣ, часть кредиторовъ избрала Лорда председателемъ другого комитета въ томъ же Нью-Йоркѣ *). Чѣмъ больше интересовъ представляетъ комитетъ, тѣмъ большее вліяніе онъ можетъ оказать на ходъ работъ по финансовой реорганизаціи, и тѣмъ больше вѣроятности въ томъ, что его планъ будетъ принятъ остальными участниками предпріятія. Та или другая схема реорганизаціи почти всегда вызываетъ протесты со стороны оппозиціи; благодаря этому, въ извѣстной мѣрѣ

*) Въ 1893 г., послѣ банкротства Northern Pacific, владѣльцы 5% консолидированныхъ облигацій образовали комитетъ; Айвсъ приглашалъ облигаціонеровъ посылать ему свои фамиліи и адреса, въ 1894 г. пониженіе доходовъ общества вызвало образованіе комитетовъ Ливингстона и Ванъ Ностранда. Комитетъ владѣльцевъ консолидированныхъ облигацій заявилъ, что будетъ принимать въ депозитъ облигаціи второй и третьей ипотеки. Наконецъ, черезъ четыре мѣсяца послѣ банкротства общества Atchison въ 1893 г., четыре комитета принимали въ депозитъ бумаги въ Соединенныхъ Штатахъ и одинъ въ Лондонѣ.

устраняется возможность допущенія какой-либо несправедливости по отношенію къ той или другой категоріи кредиторовъ. Участіе представителей различныхъ категорій облигацій въ выработкѣ плана реорганизаціи до нѣкоторой степени служитъ залогомъ окончательнаго принятія плана. Среди многочисленныхъ комитетовъ Union Pacific соединенный комитетъ, представлявшій интересы иностранныхъ капиталистовъ, Denver & Rio Grande, Oregon Railway & Navigation и пр., игралъ руководящую роль. При реорганизаціи общества Reading въ періодъ 1884 — 86 гг. семь уполномоченныхъ играли бóльшую роль, чѣмъ всѣ прочіе представители кредиторовъ. При реорганизаціи Northern Pacific комитетъ Адамса принялъ на себя функціи общаго реорганизаціоннаго комитета, а когда обанкротилось общество Atchison, финансовая реорганизація предпріятія была выполнена лишь послѣ объединенія трехъ комитетовъ въ одинъ исполнительный органъ *).

Банкиры и финансовые дѣятели играютъ столь же важную роль. Ихъ содѣйствіе финансовой реорганизаціи необхо-

*) Директора правленія не нуждаются въ услугахъ комитетовъ для изложенія своихъ взглядовъ, но ихъ мнѣніе имѣетъ значеніе лишь постольку, поскольку они сами являются облигаціонерами или могутъ повліять на кредиторовъ своей аргументаціей. Президентъ Northern Pacific Айвсъ въ 1893 г. сумѣлъ использовать свое положеніе для борьбы съ противниками при посредствѣ судебныхъ учреждений. Кромѣ того, ему удалось образовать комитетъ защиты интересовъ акціонеровъ, и, тѣмъ не менѣе, большого вліянія на финансовую реорганизацію предпріятія онъ не имѣлъ. Президентъ общества Erie Джуетъ снискалъ довѣріе комитета англійскихъ облигаціонеровъ въ 1875 г., и съ его мнѣніемъ въ извѣстной степени считались. Но вообще говоря, директора правленія должны быть довольны, если имъ удастся оправдаться отъ обвиненій въ небрежности и злоупотребленіи властью. Въ сущности директора правленія лишь выборные представители акціонеровъ. Такъ какъ акціонеры почти не участвуютъ въ разработкѣ плана реорганизаціи, то и делегаты ихъ не могутъ имѣть права голоса. Администраторы по назначенію отъ судей занимаютъ нѣсколько иное положеніе. Они не представляютъ интересовъ акціонеровъ и не зависятъ отъ нихъ, а, съ другой стороны, и не всегда имѣютъ отношеніе къ причинамъ, вызвавшимъ банкротство предпріятія. Такъ, администраторы Union Pacific въ девяностыхъ годахъ приглашались для дачи показаній въ комиссіяхъ конгресса, а администраторы общества Erie избрали комитетъ, выработавшій первый планъ финансовой реорганизаціи. Однако, въ обоихъ указанныхъ случаяхъ функціи администраторовъ носили чисто совѣщательный характеръ, и таковыми онѣ всегда должны быть.

димо, тогда какъ помощь со стороны директоровъ правленія и администраторовъ общества иногда представляется даже излишней. Банкиры, конечно, не подвержены такому риску, какъ кредиторы и акціонеры, послѣдніе, опасаясь крупныхъ убытковъ, подчасъ соглашаются на комбинаціи, которыя ихъ не удовлетворяютъ. Бываетъ, что банкиры сами являются участниками предпріятія или даже руководителями его. Въ такихъ случаяхъ они также дѣйствуютъ подъ давленіемъ необходимости. Но истинныя функціи банкировъ заключаются въ слѣдующемъ: они должны ссужать желѣзную дорогу наличными деньгами, пока идутъ переговоры по поводу реорганизаціи, и гарантировать взносы по акціямъ или реализацію новыхъ бумагъ. И та, и другая операціи представляются до нѣкоторой степени рискованными. Приступая къ нимъ, банкиры лишь косвенно затрагиваютъ свои интересы, если ранѣе вложили свои капиталы въ предпріятіе. Ихъ вліяніе велико, потому что они необходимы, и потому что они могутъ, по своему усмотрѣнію, принять участіе въ финансовой реорганизаціи предпріятія, или отказаться отъ этого, въ зависимости отъ своего отношенія къ выработанному плану. По тѣмъ же соображеніямъ, вліяніе банкировъ слѣдуетъ признать полезнымъ. При всякой реорганизаціи прежде всего сталкиваются интересы предпріятія, которое старается облегчить лежащее на немъ бремя, съ интересами облигаціонеровъ, которые возражаютъ противъ всякаго пониженія цѣнности ихъ долговыхъ обязательствъ *).

*) Въ 1895 г. въ окончательномъ планѣ финансовой реорганизаціи общества Atchison было изложено слѣдующее: «Мы заключили контрактъ съ синдикатомъ банковъ, который гарантируетъ намъ полностью сумму взносовъ по акціямъ. Синдикатъ, внося деньги, заступаетъ мѣсто несогласныхъ акціонеровъ и имѣетъ получить новыя обыкновенныя и привилегированныя акціи, которыя могли бы получить несогласные или неисправные акціонеры, если бы представили свои акціи и уплатили взносы полностью.» Синдикаты также могутъ быть образованы для доставленія нужныхъ денегъ въ случаѣ продажи сѣти съ аукціона, для уплаты несогласнымъ съ планомъ реорганизаціи облигаціонерамъ причитающейся имъ доли выручки отъ продажи, для покрытія прочихъ расходовъ въ періодъ реорганизаціи и т. д. Въ объяснительной запискѣ къ плану финансовой реорганизаціи Baltimore & Ohio 1898 г. читаемъ: «Образовался синдикатъ, который обязуется: 1) приобрѣсти на 6.975.000 долл. новыхъ привилегированныхъ акцій и на 30.250.000 долл. новыхъ

Преобладаніе интересовъ предпріятія надъ интересами кредиторовъ, является мѣриломъ для опредѣленія финансовой устойчивости реорганизованнаго общества. Банкиры естественно становятся на сторону общества. Ссужая общество наличными деньгами и получая взаменъ этого акціи и облигаціи, они естественно стараются упрочить финансовое положеніе предпріятія и повысить расцѣнку его бумагъ. Важное значеніе имѣетъ также то обстоятельство, что солидныя фирмы, стремясь обезпечить процвѣтаніе предпріятій, которыя обратились къ ихъ услугамъ, рассчитываютъ тѣмъ самымъ повысить свой собственный кредитъ.

Примѣромъ вліянія, какое могутъ оказывать банкиры и финансовые дѣятели, служить финансовая реорганизація общества Union Pacific. Комитетъ въ составѣ генерала Луи Фицджеральда, Якова Шиффа, Кулиджа, Оливера Эймса и двухъ президентовъ желѣзныхъ дорогъ, принявъ съѣтъ изъ рукъ администраторовъ, болѣе чѣмъ наполовину понизилъ обязательные платежи и погасилъ полностью долгъ правительству. Реорганизація въ 1886—87 г.г. общества Reading была дѣломъ синдиката, послѣ того какъ попытка облигаціонеровъ и акціонеровъ составить такой планъ, который удовлетворилъ бы всѣ интересы, окончилась неудачей. Общество Richmond Terminal было реорганизовано усиліями одного лишь банка. Правда, банкъ недостаточно понизилъ обязательные платежи, но зато въ другихъ отношеніяхъ прекрасно разработалъ планъ реор-

обыкновенныхъ акцій. Акціи эти будутъ предложены держателямъ старыхъ привилегированныхъ и обыкновенныхъ акцій Baltimore & Ohio Railroad Company первыхъ двухъ разрядовъ; 2) приобрести на 9 милл. долл. 3¹/₂% приоритетныхъ ипотечныхъ облигацій, на 12.450.000 долл. 4% облигацій первой ипотеки и на 16.460.000 долл. привилегированныхъ акцій; 3) оказать содѣйствіе новому обществу въ отношеніи перехода въ его владѣніе имущества, обремененнаго ипотечными облигаціями различныхъ выпусковъ прежняго общества на сумму 49.974.098 долл., путемъ приобретенія отъ новаго общества неразобранныхъ новыхъ бумагъ, которыя были бы переданы держателямъ ипотечныхъ облигацій, если бы они ихъ представили реорганизаторамъ, по цѣнѣ, равной капитальной стоимости соответствующихъ облигацій, а также выдавать денежные ссуды и совершать прочія дѣйствія, необходимыя для осуществленія плана». Аналогичныя постановленія встрѣчаются въ планахъ финансовой реорганизаціи обществъ Erie, Northern Pacific, Reading, Southern и Union Pacific.

ганизациі. Синдикаты банковъ особенно развили свою дѣятельность въ послѣдніе годы. Едва-ли вознагражденіе синдикатамъ можно считать чрезмѣрнымъ. Въ 1886 г. общество Reading обязалось уплатить синдикату 5% съ гарантированнаго имъ капитала въ 15 милл. долл. плюсъ 6% по ссудамъ. Общество Richmond Terminal уплатило фирмѣ Дрексель, Морганъ и К^о. 100.000 долл. наличными деньгами для покрытія ея расходовъ и 750.000 долл. обыкновенными акціями по 15 долл. за штуку за содѣйствіе реорганизациі и надзоръ за ея проведеніемъ. Общество Union Pacific уплатило синдикату 5 милл. долл. привилегированными акціями по курсу 59, или 19% съ гарантированнаго капитала въ 15 милл. долл. Всѣ три синдиката рисковали: вѣдь выданныя имъ акціи могли понизиться въ цѣнѣ, и всѣ три оказали большія услуги обществамъ, снабдивъ ихъ значительными суммами денегъ въ такое время, когда капиталъ можно было получить съ большимъ трудомъ.

Оплату услугъ банкировъ или trust companies, принимающихъ въ депозитъ облигаціи и акціи, слѣдуетъ строго отличать отъ вознагражденія только что упомянутыхъ синдикатовъ. Депозитаріи не несутъ никакого риска и лишь получаютъ опредѣленное вознагражденіе за извѣстнаго рода услуги. Въ 1895 г. общество Erie опредѣлило вознагражденіе фирмамъ Морганъ и К^о, за услуги, оказанныя ими въ качествѣ депозитаріевъ, и за проведеніе плана финансовой реорганизациі, въ 500.000 долл. плюсъ возвратъ всѣхъ расходовъ. Въ томъ же году общество Union Pacific выдало милліонъ долларовъ привилегированными акціями банкирамъ, образовавшимъ синдикатъ, и 5 милл. долл. самому синдикату. Слѣдуетъ замѣтить, что вознагражденіе депозитаріевъ является платой отчасти за пользованіе именами фирмъ, отчасти за исполненную ими, такъ сказать, формальную работу. Облигаціонеры гораздо охотнѣе представляютъ свои облигаціи хорошо извѣстной солидной фирмѣ, нежели никому невѣдомому учрежденію. Разъ солидная фирма принимаетъ въ депозитъ облигаціи, то тѣмъ

самымъ она какъ бы выражаетъ сочувствіе плану финансовой реорганизаціи. Это соображеніе производитъ извѣстное впечатлѣніе на кредиторовъ.

Итакъ, въ моментъ приступа къ финансовой реорганизаціи, лицомъ къ лицу сталкиваются кредиторы предприятия, акціонеры, синдикатъ и само предприятие. Интересы синдиката и предприятия почти совпадаютъ, исключая тѣхъ случаевъ, когда самому синдикату принадлежатъ акціи или облигаціи даннаго общества. Синдикатъ желаетъ коренной реорганизаціи,—общество въ ней нуждается. Зато между акціонерами и облигаціонерами съ одной стороны, и обществомъ—съ другой стороны—существуетъ полный антагонизмъ; то же слѣдуетъ сказать объ отношеніяхъ между акціонерами и облигаціонерами, между владѣльцами облигацій позднѣйшихъ и первыхъ выпусковъ. Общество нуждается въ пониженіи обязательныхъ платежей,—облигаціонеры всячески стремятся уменьшить свои потери. Акціонеры надѣются склонить облигаціонеровъ къ уступкамъ,—облигаціонеры стараются обложить акціонеровъ крупными взносами. Владѣльцы облигацій позднѣйшихъ выпусковъ стремятся переложить часть бремени на владѣльцевъ облигацій первыхъ выпусковъ; на это владѣльцы облигацій первыхъ выпусковъ отвѣчаютъ, что ихъ претензіи хорошо обезпечены, и что владѣльцы облигацій позднѣйшихъ выпусковъ и акціонеры сами должны заботиться о своей судьбѣ.

Прежде всего возникаетъ вопросъ объ удовлетвореніи потребности въ наличныхъ средствахъ. Какую сумму нужно собрать для погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, и сколько денегъ понадобится новому обществу? Почти всегда къ моменту реорганизаціи долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ достигаетъ крупныхъ размѣровъ. Въ 1893 г. общество Northern Pacific имѣло не менѣе 15 милл. долл. этого долга, общество Reading въ 1894 г.—13.800.000 долл., общество Baltimore & Ohio въ 1896 г.—13 милл. долл., общество Atchison въ 1893 г.—16 милл.

долл. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ отчасти состоитъ изъ неоплаченныхъ векселей, отчасти изъ расписокъ, выданныхъ обществомъ по текущимъ обязательствамъ, но иногда источникомъ его возникновенія являются операціи болѣе крупнаго калибра. Такъ, Макъ-Леодъ скупалъ акціи желѣзной дороги въ Новой Англии въ кредитъ, а правительственные директора общества Union Pacific указали, что изъ 21.400.000 долл. долга по краткосрочнымъ обязательствамъ 15 милл. долл. накопились вслѣдствіе затратъ на сооруженіе вѣтвей или побочныхъ линій. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ обыкновенно обходится дорого. Макъ-Леодъ, какъ говорятъ, платилъ въ среднемъ 9% по ссудамъ. Реорганизаціонный комитетъ общества Atchison въ 1895 г. заявилъ, что въ теченіе предшествующаго пятилѣтія общество заплатило свыше 1.100.000 долл. процентовъ и комиссій, въ связи съ отсрочкой свидѣтельствъ гарантированнаго фонда на 9 милл. долл. Вообще, долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ представляетъ собою наиболѣе опасную форму задолженности. Кредиторы по такому долгу всегда угрожаютъ предъявленіемъ требованія на значительную сумму денегъ, которой иногда можетъ не оказаться даже у самаго солиднаго предпріятія. Къ тому же, требованіе можетъ быть предъявлено въ такой моментъ, когда на денежномъ рынкѣ наблюдается стѣсненіе. Вотъ почему общества стараются превратить краткосрочныя обязательства въ долгосрочныя, какъ только ихъ накапливается чрезмѣрное количество. Въ 1891 г. общество Union Pacific выпустило 6% свидѣтельства срокомъ на три года на сумму 24 милл. долл. для погашенія краткосрочныхъ обязательствъ. Въ 1893 г. общество Northern Pacific для той же цѣли выпустило 6% свидѣтельства, обеспеченныя залогомъ, на 15 милл. долл. срокомъ на пять лѣтъ. Въ обоихъ случаяхъ общества рассчитывали погасить краткосрочныя обязательства въ моментъ наступленія срока платежа по нимъ путемъ выпуска долгосрочныхъ облигацій. Послѣ назначенія администраціи по дѣламъ общества, текущіе долги замѣня-

ются обыкновенно свидѣтельствами администраторовъ. Эти свидѣтельства выпускаются для оплаты векселей, а также для покрытія расходовъ на улучшеніе сѣти, если нѣтъ другихъ ресурсовъ. Каковъ бы ни былъ источникъ происхожденія краткосрочныхъ обязательствъ, вопросъ о погашеніи ихъ представляется весьма серьезнымъ, какъ для кредиторовъ обанкротившагося общества, такъ и для акціонеровъ. Если планъ финансовой реорганизации не разрѣшаетъ вопроса окончательно, то общество едва ли сможетъ прочно стать на ноги. Съ другой стороны, если, наряду съ погашеніемъ долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, авторы плана реорганизации не позаботятся объ обезпеченіи общества наличными средствами на будущее время, то оно поневолѣ вновь задолжаетъ, и положеніе по существу не измѣнится.

Вообще говоря, наличныя деньги для погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и образованія оборотныхъ средствъ могутъ быть изысканы при помощи двухъ способовъ:

1) Обложенія сборомъ владѣльцевъ бумагъ той или другой категоріи.

2) Реализации бумагъ.

Реализация можетъ коснуться бумагъ обанкротившагося общества, или бумагъ другихъ компаній, хранящихся въ кассахъ общества, но могутъ быть реализованы и новыя облигаціи или акціи, специально для этого предназначенныя. Въ 1898 г. общество Baltimore & Ohio реализовало между прочимъ акціи Western Union Telegraph на 3.800.000 долл., хранившіяся въ его кассахъ съ 1887 г.; общество Atchison въ 1889 г. реализовало 4% облигаціи общей ипотеки на 12.500.000 долл. и 5% дивидендныя облигаціи на 1.250.000 долл. Когда общество реализуетъ бумаги другихъ предпріятій, цѣнность которыхъ нисколько не зависитъ отъ финансоваго положенія самого общества, и которыя въ сущности не нужны обществу, то такой способъ изысканія наличныхъ денегъ едва-ли можетъ вызвать

возраженія. Главное неудобство его заключается въ томъ, что реализація можетъ быть произведена въ такое время, когда уровень экономическаго благосостоянія страны невысокъ, а потому и цѣна выручается низкая. Другое дѣло, когда общество реализуетъ свои собственныя бумаги. Кредитъ общества стоитъ на низкомъ уровнѣ, а, значить, и за бумаги его нельзя много выручить. Большею частью общество реализуетъ облигаціи и такимъ образомъ увеличиваетъ свои обязательные платежи, не получая эквивалента. Если съ другой стороны желѣзная дорога стремится избѣгнуть повышенія обязательныхъ платежей, выпуская дивидендныя облигаціи или акціи, то выгоды отъ такой операціи парализуются низкой выпускной цѣной бумагъ *). Вообще говоря, реализація бумагъ желѣзнодорожнаго общества въ періодъ кризиса почти невозможна и во всякомъ случаѣ связана съ громадными жертвами. Къ выпуску бумагъ не слѣдуетъ вовсе прибѣгать, исключая тѣхъ случаевъ, когда финансовыя затрудненія внезапно обостряются, а не носятъ хроническій характеръ, какъ у общества Reading въ 1896 г. Во всякомъ случаѣ слѣдуетъ выпускать наиболѣе обеспеченныя облигаціи, а не бумаги сомнительнаго достоинства.

Другое дѣло—обложеніе акціонеровъ или облигаціонеровъ извѣстнымъ сборомъ. Бумаги могутъ быть проданы на сторону или участникамъ предпріятія. Въ первомъ случаѣ элементъ принужденія отсутствуетъ, во второмъ—участники предпріятія дѣйствуютъ подъ вліяніемъ сознанія убытковъ, которые они могутъ понести вслѣдствіе затрудненій при реорганизаціи общества **). Наоборотъ, сборъ взимается исключительно съ участниковъ предпріятія и по существу является принудительнымъ. Отказывающіеся отъ

*) Въ періодъ 1886—1898 гг. 57 реорганизованныхъ желѣзнодорожныхъ обществъ выпустили: привилегированныхъ акцій на 89.971.268 долл., обыкновенныхъ на 96.555.753 долл., облигацій на 538.277.638 долл., дивидендныхъ облигацій на 48.902.701 долл.

**) Когда акціонеры или облигаціонеры вынуждены подписываться на новыя бумаги, операція приравнивается къ обложенію сборомъ.

уплаты сбора акціонеры или облигаціонеры обыкновенно устраниаются отъ всякаго участія въ финансовой реорганизаціи общества и теряютъ всѣ шансы на возмѣщеніе понесенныхъ ими убытковъ въ будущемъ, когда дѣла предпріятія пойдутъ лучше. Обыкновенно за уплату сбора выдается та или другая бумага, такъ что въ извѣстномъ смыслѣ тутъ есть аналогія съ реализаціей новыхъ бумагъ. Элементъ принужденія заключается въ слѣдующемъ: при реализаціи новыхъ бумаги оцѣниваются покупателемъ, при обложеніи сборомъ размѣръ взносовъ и компенсація новыми бумагами опредѣляются обществомъ. Вотъ почему обычной компенсаціей взносовъ является выдача на номинально равнозначущую сумму привилегированныхъ акцій, тогда какъ при реализаціи новыхъ бумагъ облигаціями выдается номинально бѣльшая сумма. Уплата взносовъ или реализація бумагъ могутъ быть гарантированы синдикатомъ. Въ первомъ случаѣ синдикатъ заступаетъ мѣсто всѣхъ несогласныхъ уплатить взносы, или не имѣющихъ возможности это сдѣлать акціонеровъ или владѣльцевъ бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ, во второмъ—синдикатъ гарантируетъ реализацію новыхъ бумагъ, обязуясь внести полностью деньги за тѣ бумаги, которыхъ общество не сможетъ помѣстить.

Обложеніе сборомъ и реализація новыхъ бумагъ обычно фигурируютъ въ планахъ финансовыхъ реорганизацій желѣзнодорожныхъ обществъ. Гарантія со стороны синдикатовъ также часто встрѣчается. Изъ 18 реорганизацій, четырнадцать занимались вопросомъ объ изысканіи наличныхъ средствъ; въ четырехъ реорганизаціяхъ, носившихъ спеціальнѣй характеръ, онъ не былъ затронутъ (сліяніе Union Pacific съ Kansas Pacific и Chicago, Rock Island & Pacific съ вѣтвями въ 1880 г., реорганизація дивидендныхъ облигацій общества Atchison, подлежавшихъ конверсіи, въ 1892 г., реорганизація Rock Island въ 1902 г.). Изъ упомянутыхъ четырнадцати реорганизацій, въ четырехъ случаяхъ деньги были добыты путемъ взносовъ, въ трехъ—путемъ выпуска новыхъ бумагъ и въ пяти путемъ комби-

націи обоихъ способовъ. Если сюда присоединимъ реорганизацію Northern Pacific 1896 г. и реорганизацію общества Erie въ 1859 г., въ которыхъ взносы были комбинированы съ превращеніемъ краткосрочныхъ обязательствъ въ долгосрочныя, то получимъ 11 реорганизацій, проведенныхъ всецѣло или отчасти путемъ обложенія акціонеровъ взносами. Преобладаніе этой системы отмѣчается, главнымъ образомъ, въ періодъ 1893—1898 г.г., до тѣхъ поръ обложеніе участниковъ предпріятія взносами встрѣчалось рѣже. Это не значитъ, что авторы реорганизаціи не понимали истиннаго значенія взносовъ до 1893 г. Реорганизація Northern Pacific въ 1895 г. носила настолько радикальный характеръ, что въ обложеніи акціонеровъ взносами не ощущалось особой надобности, а реорганизація общества Atchison въ 1889 г. была предпринята въ такое время, когда промышленность и торговля не испытывали кризиса. Вліяніе кризиса на примѣненіе того или другого способа изысканія наличныхъ средствъ представляется совершенно яснымъ *).

Въ нижеслѣдующей таблицѣ приведены данныя объ обложеніи взносами участниковъ желѣзнодорожныхъ предпріятіи въ періодъ 1893—1898 г.г.:

	Обыкновен. акціи.	Привил. акціи 1 разр.	Привил. акціи 2 разр.	Облигаціи позднѣй- шихъ выпусковъ.
Atchison	10 долл.		20 долл.	4 ⁰ / ₀ съ обл. 2-й ипотеки и дивиденд.
B. & Ohio	20 »	2 долл.		
Erie	12 »	8 »		
N. Pacif	15 »	10 »		
Richmond Term.	10 »			
E. Tenn	7,20 »	3 »	6 долл.	
Reading	20 »			20 ⁰ / ₀ съ дивид. обл. 1, 2 и 3 разр.
U. Pacif	15 »			4 ⁰ / ₀ съ deferred incomes.

*) Въ 80-хъ годахъ компанія Denver & Rio Grande взыскала 8 долл. съ акціи при акціонерномъ капиталѣ въ 38 милл. долл.; общество Pittsburg & Western обложило обыкновенныя акціи 4⁰/₀ взносомъ въ 1887 г.; общество New York, Chicago

Такимъ образомъ, размѣръ взносовъ колебался отъ 7,20 долл. по обыкновеннымъ акціямъ East Tennessee до 20 долл. по обыкновеннымъ акціямъ Reading. *) Размѣръ жертвы, которой общества требовали отъ акціонеровъ, можно опредѣлить путемъ вычета изъ приведенныхъ выше суммъ стоимости новыхъ бумагъ, выдававшихся реорганизаторами за уплату взносовъ. Если возьмемъ для этого рыночныя цѣны бумагъ черезъ шесть мѣсяцевъ послѣ реорганизаци, т. е. послѣ продажи дороги или осуществленія намѣченнаго плана, то окажется, что акціонеры общества Atchison получили по 1,90 долл. на акцію, акціонеры Baltimore & Ohio по 15,20 долл., Richmond Terminal по 5,02 долл., East Tennessee по 3,55 долл., Union Pacific по 8,10 долл. Общества Erie, Northern Pacific и Reading за уплату взносовъ въ 90-хъ годахъ не выдавали никакихъ бумагъ **). Владѣльцы привилегированныхъ акцій и облигацій позднѣйшихъ выпусковъ получали за свои взносы то же количество и тотъ же родъ бумагъ, что и владѣльцы обыкновенныхъ акцій. Такъ какъ, однако, новыя бумаги въ моментъ осуществленія разнаго рода плановъ реорганизаци, имѣли цѣнность лишь съ точки зрѣнія расчетовъ на будущее, то врядъ ли стоитъ пытаться точно опредѣлить истинный размѣръ взносовъ. Выдача бумагъ за уплату взносовъ представляла собою извѣстную точку опоры для

& St. Louis обложило свои обыкновенныя и привилегированныя акціи взносомъ въ 10 долл., общество Central Iowa обложило долговые сертификаты 2¹/₂% сборомъ, привилегированныя акціи перваго разряда 5%, привилегированныя акціи втораго разряда 10% и обыкновенныя акціи 15%.

*) Уплата взносовъ въ періодъ 1893—98 гг. гарантировалась синдикатами.

***) Взносы до 1893 г.: общество Erie взимало въ 1869 г. 2¹/₂% по обыкновеннымъ и привилегированнымъ акціямъ, въ 1877 г. минимумъ въ 4 долл. по обыкновеннымъ и 2 долл. по привилегированнымъ акціямъ. Новыхъ бумагъ общество не выдавало. Общество East Tennessee взыскало по обыкновеннымъ акціямъ 6%, а по дивиденднымъ ипотечнымъ облигаціямъ 5% въ 1886 г. Акціонерамъ общество выдало привилегированныя акціи втораго разряда, а владѣльцамъ дивидендныхъ ипотечныхъ облигацій привилегированныя акціи перваго разряда. Размѣръ взносовъ при реорганизаци общества Reading въ 1886 г. колебался отъ 2¹/₂% по дивиденднымъ облигаціямъ до 15% по нѣкоторымъ категориямъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. По акціямъ обѣихъ категорій взносы были опредѣлены въ размѣръ 10 долл. На всю сумму взносовъ выдавались привилегированныя акціи.

акціонеровъ, на которую они могли рассчитывать въ такой же степени, какъ и на повышение цѣнности своихъ акцій. Въ нижеслѣдующей таблицѣ приведены сравнительныя данныя о размѣрахъ взносовъ и цѣнахъ акцій на биржѣ черезъ мѣсяць послѣ опубликованія плана реорганизаци и черезъ шесть мѣсяцевъ послѣ осуществленія реорганизаци:

Реорганизаци 1893—98 г.г.

	Обыкновен. акціи.			Привилегиров. акціи.		
	Взносы.	Цѣна черезъ мѣс. послѣ опубл. плана.	Цѣна черезъ 6 мѣс. послѣ осуществл. реорганиз.	Взносы.	Цѣна черезъ мѣс. послѣ опубл. плана.	Цѣна черезъ 6 мѣс. послѣ осуществл. реорганиз.
Atchison	10 долл.	5 ³ / ₄ долл.	13 ¹ / ₈ долл.	— долл.	— долл.	— долл.
B. & Ohio	20 »	12 ³ / ₈ »	56 ³ / ₄ »	20 »	— »	114 »
Erie	12 »	8 ¹ / ₂ »	14 ¹ / ₈ »	8 »	22 »	36 ¹ / ₈ »
N. Pacif.	15 »	1 ¹ / ₂ »	13 ¹ / ₄ »	10 »	10 »	26 ¹ / ₄ »
Reading	20 »	2 ¹ / ₂ »	22 ¹ / ₄ »	— »	— »	— »
Richm. Term.	10 »	2 ⁷ / ₈ »	11 ³ / ₈ »	— »	— »	— »
E. Tenn	7,20 »	1 ¹ / ₂ »	6 ¹ / ₅ »	3 »	10 »	13 ¹ / ₄ »
U. Pacif.	15 »	10 ¹ / ₈ »	20 »	— »	— »	— »

Реорганизаци до 1893 г.

E. Tenn. 1886 г.	6 долл.	2 ¹ / ₂ долл.	5 ⁴ / ₅ долл.	— долл.	— долл.	— долл.
Erie 1859 г.	2 ¹ / ₂ »	— »	— »	2 ¹ / ₂ »	— »	— »
Erie 1877 г.	4 »	— »	18 ¹ / ₂ »	2 »	— »	29 »
Reading	10 »	38 ³ / ₈ »	58 »	10 »	— »	53 ¹ / ₄ »

При всѣхъ реорганизаціяхъ девяностыхъ годовъ, размѣръ взносовъ превышалъ сумму, которую акціонеры могли бы выручить за свои акціи за мѣсяць до опубликованія плана реорганизаци. Разница колебалась отъ 3,50 долл. для общества Erie до 17²/₃ долл. для общества Reading; другими словами, взносы поглощали всю стоимость обыкновенныхъ акцій и кромѣ того заключали въ себѣ добавочную плату за участіе въ будущихъ прибыляхъ. Въ отношеніи привилегированныхъ акцій, которыя котировались выше, и по которымъ взносы были ниже, получился иной результатъ, но и тутъ къ акціонерамъ предъявлялись крупныя требованія, доходившія иногда до 100% биржевой цѣны акцій (общество Northern Pacific). До 1893 г. взносы назначались рѣже и не были столь велики. Податливость

акціонеровъ, согласившихся вносить столь крупныя суммы, объясняется повышеніемъ биржевой цѣны акцій въ послѣдствіи. Въ концѣ концовъ акціонеры ничего не доложили изъ своего кармана, такъ какъ ихъ взносы, въ связи съ прочими мѣрами реорганизаторовъ, настолько повыпали расцѣнку акцій, что уже черезъ шесть мѣсяцевъ послѣ реорганизации цѣна акцій во всѣхъ случаяхъ почти равнялась суммѣ взноса плюсъ прежняя стоимость. Въ нѣкоторыхъ случаяхъ послѣдующая цѣна даже значительно превышала этотъ итогъ (Baltimore & Ohio). Отказъ отъ уплаты взносовъ лишилъ бы акціонеровъ всякаго интереса къ дальнѣйшей эксплуатаціи предпріятія, а также и возможности использовать повышеніе цѣны акцій. Излишне прибавлять, что въ данный моментъ биржевая цѣна акцій во много разъ превосходитъ размѣръ взносовъ. Повышеніе цѣны коснулось одинаково обыкновенныхъ и привилегированныхъ акцій, причемъ наблюдалось даже во времена тяжелыхъ денежныхъ кризисовъ. Такимъ образомъ, акціонеры не могутъ сожалѣть о томъ, что въ свое время заплатили взносы по акціямъ, необходимые для проведенія финансовой реорганизации предпріятія.

Примѣненіе одной лишь системы обложенія акціонеровъ взносами при реорганизации предпріятія представляетъ собою наиболѣе радикальный и цѣлесообразный способъ изысканія наличныхъ средствъ. Путемъ взносовъ общество освобождается разъ навсегда отъ краткосрочныхъ обязательствъ и вмѣстѣ съ тѣмъ не увеличиваетъ своихъ обязательныхъ платежей. Къ такому способу прибѣгали общества Atchison и Union Pacific послѣ 1893 г., общество Reading въ періодъ 1875—77 г.г. Въ 1893 г. примѣру названныхъ дорогъ послѣдовали общество Western, New York & Pennsylvania, а въ 1896 г. общество Norfolk & Western. Наибольшее примѣненіе система обложенія акціонеровъ взносами нашла себѣ въ 1887 г. при реорганизации общества Houston & Texas Central. Взносы были опредѣлены въ размѣрѣ 73% цѣны акцій для уплаты долга по

краткосрочнымъ обязательствамъ и оплаты процентовъ по ипотечнымъ облигаціямъ, а также для покрытія всѣхъ расходовъ Trust Company.

Для изысканія наличныхъ средствъ общества прибѣгали и къ выпуску бумагъ. Наиболѣе характерный примѣръ въ этомъ отношеніи даетъ реорганизація общества Reading въ 1883 г., когда только были выпущены новыя бумаги, а отъ обложенія акціонеровъ взносами реорганизаторы отказались. Долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ компаній, входившихъ въ составъ сѣти Reading, достигалъ въ іюнь 1880 г. 12.155.248 долл., причемъ бѣольшая часть обязательствъ явилась результатомъ постоянныхъ попытокъ поддержать платежеспособность дорогъ. Для покрытія долга Гоуэнъ предложилъ выпустить на 34.300.000 долл. дивидендныхъ облигацій по курсу 30% ихъ номинальной стоимости. Дивидендъ по этимъ облигаціямъ уплачивался лишь послѣ выдачи по обыкновеннымъ акціямъ 6% дивиденда. Дивидендныя облигаціи по существу ничего не стоили, и ихъ предполагалось отчислить въ резервъ въ пользу владѣльцевъ новыхъ облигацій общей ипотеки, а также 7% облигацій общей ипотеки, хранившихся въ кассахъ общества. Затѣя Гоуэна не удалась, и въ октябрѣ 1884 г. долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ почти на $\frac{1}{3}$ превысилъ цифру 1880 г. У общества Erie въ сентябрѣ 1884 г. было 5.455.338 долл. долга по краткосрочнымъ обязательствамъ, причемъ на 1.007.922 долл. имѣлось неоплаченныхъ купоновъ. По предложенію англійскихъ облигаціонеровъ, эти купоны были фундированы, а для покрытія остатка долга были выпущены ипотечныя облигаціи побочной компаніи Long Dock Company. Въ результатѣ возрасли обязательные платежи, приведшіе къ банкротству въ 1893 г. Приблизительно въ такомъ же положеніи очутилась Южная желѣзная дорога. Въ концѣ 1888 г. долгъ Richmond & West Point Terminal Railway & Warehouse Company по краткосрочнымъ обязательствамъ достигъ 5 милл. долл. Компанія рѣшила выпустить на

24.300.000 долл. 5% обеспеченных залогом облигаций сроком на 25 лѣтъ, изъ которыхъ 5 милл. долл. подлежали немедленной реализаціи для погашенія долга. Въ послѣдующіе годы долгъ снова увеличился, и необходимость такой реорганизаціи, въ которой реализація новыхъ бумагъ комбинировалась бы съ обложеніемъ акціонеровъ взносами, стала очевидной. Въ общемъ опытъ показываетъ, что расчетъ на полученіе наличныхъ денегъ путемъ реализаціи новыхъ бумагъ, даже когда реализація гарантирована, — не вполне правиленъ.

Комбинація взносовъ и реализаціи облигаций или акцій встрѣчается довольно часто. Въ 1898 г. общество Baltimore & Ohio реализовало акціи Western Union Telegraph на 3.800.000 долл. То же общество реализовало облигации первой ипотеки и пріоритетныя, а также привилегированныя акціи, всего на сумму 37.900.000 долл. Часть новыхъ бумагъ была выдана акціонерамъ въ видѣ компенсаціи за уплату взносовъ, а часть — синдикату въ возвратъ ссудъ. Общество Erie въ 1895 г. реализовало на 15 милл. долл. пріоритетныхъ ипотечныхъ облигаций, общество Reading на 4 милл. долл. новыхъ облигаций общей ипотеки и на 8 милл. долл. новыхъ привилегированныхъ акцій. Во всѣхъ этихъ случаяхъ синдикаты гарантировали реализацію бумагъ. Въ 1886 г. общество Texas & Pacific обложило акціи взносами въ 10 долл. и вмѣстѣ съ тѣмъ выпустило на 6.500.000 долл. обыкновенныхъ акцій для уплаты части долга по краткосрочнымъ обязательствамъ. Три года спустя, общество St. Louis, Arkansas & Texas взыскало съ владельцев облигаций второй ипотеки по 5%, а съ акціонеровъ по 10% и реализовало новыя бумаги номинальной стоимостью въ 4.490.880 долл. для удовлетворенія потребности въ наличныхъ средствахъ на сумму 3.400.000 долл. Въ 1894 г. общество New York & New England выпустило новыхъ бумагъ на 4.355.000 долл. и взыскало по 20 долл. съ каждой обыкновенной и 25 долл. съ каждой привилегированной акціи. Въ 1896 г. общество St. Louis & San

Francisco проектировало собрать 821.410 долл. путем обложения акціонеровъ взносами и 5.500.000 долл. путемъ выпуска новыхъ бумагъ *).

Вопросъ объ удовлетвореніи потребности въ наличныхъ средствахъ долженъ быть разрѣшенъ ранѣе, чѣмъ заинтересованныя стороны начнутъ обсуждать вопросъ объ обязательныхъ платежахъ. Но именно вопросъ объ обязательныхъ платежахъ, вѣрнѣе, объ ихъ пониженіи, имѣетъ наиболѣе важное значеніе. Накопленіе долга по краткосрочнымъ обязательствамъ является прямымъ послѣдствіемъ роста обязательныхъ платежей. Если обязательные платежи не удалось понизить, и если долгъ по краткосрочнымъ обязательствамъ не погашенъ, то можно сказать, что положеніе предпріятія нисколько не улучшилось. Въ нижеслѣдующей таблицѣ приведены данныя объ измѣненіяхъ въ отношеніи обязательныхъ платежей, явившихся слѣдствіемъ реорганизацій:

Обязательные платежи.

Семь реорганизацій 1893—98 г.г.

	До реорган. въ долларахъ.	Послѣ реорг. въ долларахъ.	Уменьше- ніе въ ‰.	Увеличе- ніе въ ‰.
Atchison	9.423.160	6.486.842	31,16	—
B. & Ohio	7.202.855	6.359.896	11,70	—
Erie	8.637.700	8.126.283	5,92	—
N. Pacific.	13.813.945	6.761.960	51,04	—
Reading	11.422.054	9.043.944	20,81	—
Richm. Term.	7.498.584	4.195.925	44,04	—
U. Pacif.	7.985.921	4.502.134	43,62	—
	65.984.219	45.576.984	30,92	

*) По свидѣтельству Пура (Roop's Manual 1900) 57 желѣзнодорожныхъ обществъ собрали въ разное время путемъ обложения взносами акціонеровъ и облигаціонеровъ—96.094.960 долл., въ томъ числѣ 86.972.703 долл. по акціямъ и 9.222.257 по облигаціямъ.

Семь реорганизаций до 1893 г.

	До реорган. въ долларахъ.	Послѣ реорг.	Уменьше- ніе въ 0/0/0.	Увеличе- ніе въ 0/0/0.
Atchison . 1889 г.	11.157.770	7.256.054	34,9	—
Atchison . 1892 »	7.189.199	9.423.160	—	31
E. Tennes. 1886 »	1.742.495	1.167.000	33	—
Erie . . . 1875 »	4.697.802	5.215.146	—	11
Reading . 1880 »	7.734.031	11.535.078	—	49,1
Reading . 1883 »	8.235.047	7.581.032	7,9	—
Rock I. . 1880 »	1.508.989	1.271.836	16,3	—
	43.276.372	43.449.306	—	0,53

Реорганизация 1902 г.

Rock I. . 1902 г.	4.780.649	10.485.882	—	119,3 *)
-------------------	-----------	------------	---	----------

Эти таблицы показываютъ, что послѣ каждой реорганизации въ періодъ 1893—98 г.г. обязательные платежи понижались въ размѣрѣ отъ 5,92% (общество Erie) до 51,04% (общество Northern Pacific). Съ другой стороны, пониженіе обязательныхъ платежей до 1893 г. носило менѣе регулярный характеръ. По даннымъ Пура, абсолютное пониженіе обязательныхъ платежей для 68 желѣзныхъ дорогъ, реорганизованныхъ въ періодъ 1885—1897 г.г., исчисляется въ 24.007.490 долл. Но абсолютныя цифры не имѣютъ большого значенія. Обязательные платежи могутъ понизиться, а положеніе желѣзной дороги можетъ ухудшиться вслѣдствіе непропорціональнаго сокращенія эксплуатаціонной длины или доходовъ. Поэтому вышеприведенная таблица должна быть дополнена таблицей, въ которой приводятся данныя объ измѣненіяхъ суммы обязательныхъ платежей на милю (въ долларахъ) и объ измѣненіяхъ соотношенія между обязательными платежами и доходами.

*) Опущены реорганизации Union Pacific 1880 г. (обязательные платежи не измѣнились), Erie 1859 г. и Northern Pacific 1875 г. (нѣтъ точныхъ данныхъ).

Обязательные платежи.

Семь реорганизаций 1893—98 г.г.

	Обяз. платежи въ ‰			
	Обяз. платежи на милію.		къ суммѣ доходовъ.	
	До реорг.	Послѣ реорг.	До реорг.	Послѣ реорг.
Atchison	1.415	1.001	110,5	80,9
B. & Ohio	3.438	3.107	98,2	86,3
Erie	4.116	3.824	114,7	95,8
N. Pacific	2.630	1.494	106,8	50,2
Reading	9.856	6.611	111,3	82,1
Southern	1.553	955	105,1	81,5
U. Pacific	4.381	1.859	105,7	40,6

Семь реорганизаций до 1893 г.

Atchison . 1889 г.	1.603	1.064	—	—
Atchison . 1892 »	1.079	1.415	85,8	110,5
E. Tenn. . 1886 »	1.578	1.083	134,3	79,5
Erie . . . 1875 »	4.984	5.619	93,9	91,1
Reading . 1880 »	9.138	7.287	98,1	83
Reading . 1883 »	8.760	7.185	78,3	77
Rock I. . 1880 »	1.200	952	13,2	10,2

Реорганизация 1902 г.

Rock I. . 1902 г.	1.231	1.448	39,8	59
-------------------	-------	-------	------	----

Суммируя приведенныя данныя, получимъ слѣдующую таблицу:

Обязательные платежи до и послѣ реорганизаций.

Семь реорганизаций 1893—98 г.г.

	Пониженіе въ ‰.			Повышеніе въ ‰.		
	По отнош. къ абсол. цифрѣ.	По отнош. къ доходъ. дамъ.	На милію протяженія.	По отнош. къ абсол. цифрѣ.	По отнош. къ доходъ. дамъ.	На милію протяженія.
Atchison	31,1	26,7	29,2	—	—	—
B. & Ohio	11,7	12,1	9,6	—	—	—
Erie	5,9	16,4	7	—	—	—
N. Pacific.	51	53	43	—	—	—
Reading	20,8	26,2	32,9	—	—	—
Southern	44	22,4	37,7	—	—	—
U. Pacific.	43,6	61,5	57,5	—	—	—
	30,9	31,2	31,2			

Семь реорганизаций до 1893 г.

	Понижение въ 0/00.			Повышение въ 0/00.		
	По отнош. къ абсол. цифрѣ.	По отнош. къ дохо- дамъ.	На милю протяже- ния.	По отнош. къ абсол. цифрѣ.	По отнош. къ дохо- дамъ.	На милю протяже- ния.
Atchison 89 г.	34,9	—	33,6	—	—	31,1
Atchison 92 »	—	—	—	31	28,5	—
E. Tenn. 86 »	33	40,8	31,3	—	—	12,17
Erie . 75 »	—	2,9	—	11	—	—
Reading 80 »	—	15,3	20,2	49,1	—	—
Reading 83 »	7,9	2,2	17,9	—	—	—
Rock I. 80 »	16,3	22,7	20,6	—	—	—
		10,3	13,1	0,53		

Реорганизация 1902 г.

Rock I. . .	—	—	—	119,3	48,2	17,6 *)
-------------	---	---	---	-------	------	---------

Вышеприведенныя таблицы ясно показываютъ, что значительное пониженіе обязательныхъ платежей было общимъ правиломъ для всѣхъ реорганизаций 1893—98 гг. Въ предшествующій періодъ оно играло меньшую роль, но даже до 1893 г. необходимость пониженія обязатель-

*) Читатель, вѣроятно, самъ понимаетъ, что приведенныя таблицы не могутъ давать основанія для непререкаемыхъ выводовъ. Процентное отношеніе обязательныхъ платежей къ доходамъ дороги колеблется въ зависимости не только отъ суммы платежей, но и отъ величины доходовъ. Доходы могутъ увеличиться или уменьшиться, а обязательные платежи испытать совершенно обратное измѣненіе. Реорганизации имѣли мѣсто въ разное время, а потому ошибка не всегда наблюдается въ одномъ и томъ же направленіи. Въ особенности трудно сравнивать процентное отношеніе обязательныхъ платежей къ доходамъ одной дороги съ процентнымъ отношеніемъ обязательныхъ платежей къ доходамъ другой дороги. Данныя о размѣрахъ обязательныхъ платежей на милю протяженія дорогъ болѣе удобны для сравненія, но тоже требуютъ осторожнаго обращенія. Различныя общества различно опредѣляютъ длину эксплуатируемой ими сѣти, и представляется невозможнымъ добиться въ этомъ отношеніи единообразія. Къ тому же, большое значеніе имѣетъ характеръ линій, входящихъ въ составъ сѣти. Когда, въ результатъ реорганизации, сѣть освобождается отъ ряда убыточныхъ линій, обязательные платежи на милю протяженія остальныхъ дорогъ увеличиваются, но въ финансовомъ отношеніи предпріятіе становится гораздо сильнѣе. Лучше всего пользоваться одновременно данными о процентномъ отношеніи обязательныхъ платежей къ доходамъ дороги и о размѣрахъ платежей на милю протяженія. Въ общемъ, три колонны цифръ исправляютъ другъ друга.

ныхъ платежей представлялась совершенно очевидной. Въ исторіи сѣверо-американскихъ желѣзныхъ дорогъ извѣстны, однако, три случая, когда обязательные платежи были повышены, но при этомъ надо замѣтить, что реорганизація общества Atchison въ 1892 г. не была вызвана финансовымъ разстройствомъ, реорганизація общества Erie не привела ни къ какому результату, а реорганизація общества Reading въ 1880 г., хотя и сопровождалась значительнымъ увеличеніемъ общаго протяженія сѣти, также окончилась неудачей. Только тѣ предпріятія, которыя значительно понизили обязательные платежи, сумѣли въ послѣдствіи упрочить свое финансовое положеніе, хотя бы на время.

Распредѣленіе убытковъ, вызываемыхъ пониженіемъ обязательныхъ платежей, должно производиться путемъ соответствующаго перераспредѣленія бумагъ. Къ участию въ финансовой реорганизаціи должны быть привлечены владельцы облигацій и акцій, по которымъ предполагается понизить платежи. Эти облигаціи и акціи замѣняются соответственнымъ количествомъ новыхъ бумагъ. Реорганизаторы должны руководствоваться, между прочимъ, слѣдующими соображеніями:

1) Максимумъ платежей при новомъ режимѣ долженъ приближаться къ минимуму чистаго дохода при старомъ режимѣ.

2) Въ общемъ итогѣ обязательныхъ платежей проценты по облигаціямъ должны составлять какъ можно большую сумму.

3) Убытки должны нести главнымъ образомъ владельцы облигацій позднѣйшихъ выпусковъ.

4) Номинальная цѣна находящихся въ обращеніи бумагъ должна быть понижена возможно меньше.

5) Пострадавшимъ облигаціонерамъ подлежитъ предоставить какіе-либо шансы на участіе въ повышеніи доходовъ предпріятія въ будущемъ.

Изложенные общіе принципы могутъ найти примѣненіе, такъ сказать, поочередно. Вопросъ о томъ, до какого

размѣра слѣдуетъ понизить обязательные платежи разрѣшается довольно просто. Реорганизаторы должны стремиться по меньшей мѣрѣ къ тому, чтобы предпріятіе было въ состояніи оплачивать проценты по своимъ облигаціямъ при самыхъ неблагопріятныхъ условіяхъ. Минимумъ доходовъ общества Atchison въ періодъ 1891—94 гг. равнялся 5.204.880 долл., обязательные платежи по плану реорганизации были понижены до 4.528.547 долл. Минимумъ чистаго дохода общества Union Pacific за все время его существованія равнялся 4.315.077 долл., проценты по облигаціямъ послѣ реорганизации не превышали 4 милл. долл. Чистый доходъ общества Northern Pacific въ 1895 г. равнялся 6.052.660 долл. (минимумъ за восемь лѣтъ). Обязательные платежи были исчислены въ 6.015.846 долл. Минимумъ чистаго дохода общества Baltimore & Ohio въ періодъ 1887—98 г.г. равнялся 6.610.774 долл. Обязательные платежи въ 1898 г. были опредѣлены въ суммѣ 6.252.351 долл.

Въ цѣляхъ упрощенія счетоводства, а также по другимъ соображеніямъ, представляется желательнымъ, чтобы проценты по облигаціямъ составляли бѣльшую часть всей суммы обязательныхъ платежей. Обязательные платежи шести предпріятій, реорганизованныхъ въ 1893—89 гг., составляли въ общей сложности 54.562.165 долл. Въ составѣ этой суммы проценты по облигаціямъ равнялись 35.239.146 долл., приблизительно 64⁰/₁₀₀. Обязательные платежи желѣзныхъ дорогъ послѣ реорганизации составляли въ общей сложности 36.533.040 долл., въ томъ числѣ на проценты по облигаціямъ приходилось 30.926.638 долл. или 84⁰/₁₀₀.

Убытки должны нести, главнымъ образомъ, владѣльцы облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. На первый взглядъ, простѣйшая форма реорганизации должна бы выразаться въ истребованіи соразмѣрныхъ уступокъ со стороны всѣхъ кредиторовъ. Однако, такая простѣйшая форма, на дѣлѣ оказалась бы и несправедливой и неосуществимой. Не всѣ

облигаціонеры и акціонеры занимають одинаковое положеніе по отношенію къ данному предпріятію. Прежде всего, владѣльцамъ облигацій первыхъ выпусковъ ихъ бумаги обошлись гораздо дороже, нежели владѣльцамъ облигацій позднѣйшихъ выпусковъ и акціонерамъ. Номинально равнозначація претензіи вовсе не служатъ доказательствомъ помѣщенія въ предпріятіе одинаковыхъ капиталовъ. Вторыхъ, сравнительно высокая цѣна облигацій первыхъ выпусковъ обыкновенно обуславливается извѣстными постановленіями закона. Всѣ ипотечныя облигаціи по закону обезпечиваются имуществомъ предпріятія. При неуплатѣ капитала, а также при неуплатѣ въ срокъ процентовъ, владѣльцы облигацій имѣють право продать имущество предпріятія съ аукціона и обратить выручку на удовлетвореніе своихъ претензій. По оплатѣ облигацій въ порядкѣ ихъ пріоритета, остатокъ выручки поступаетъ въ распоряженіе акціонеровъ, собственниковъ предпріятія. Обыкновенно продажной цѣны не хватаетъ для оплаты даже всѣхъ ипотечныхъ облигацій, а потому владѣльцы облигацій позднѣйшихъ выпусковъ рискуютъ ничего не получить. Но большей частью владѣльцы облигацій позднѣйшихъ выпусковъ гарантируютъ оплату процентовъ по пріоритетнымъ облигаціямъ или покупаютъ желѣзную дорогу и, такимъ образомъ, сохраняютъ за собою право пользоваться въ будущемъ доходами предпріятія. Въ такомъ случаѣ доходы распредѣляются въ порядкѣ относительнаго пріоритета различныхъ категорій облигацій позднѣйшихъ выпусковъ. Принципъ реорганизаціи заключается въ оплатѣ полностью всѣхъ претензій, которыя могутъ быть удовлетворены изъ выручки отъ продажи обанкротившейся дороги, и въ распредѣленіи между остальными кредиторами убытковъ въ порядкѣ относительнаго пріоритета принадлежащихъ имъ бумагъ.

Согласіе держателей облигацій на пониженіе обязательныхъ платежей скорѣе достигается, если номинальная стоимость бумагъ уменьшается незначительно или вовсе

не уменьшается. Есть нѣчто магическое въ штемпелѣ на сертификатѣ, удостовѣряющемъ его паритетъ. Кредиторы, отъ которыхъ требуютъ жертвъ, какъ-бы находятъ въ немъ утѣшеніе. Къ тому же, кредиторы безусловно извлекаютъ реальную выгоду ихъ сохраненія паритета въ моментъ наступленія срока погашенія. Но если низкая доходность предпріятія заставляетъ требовать жертвъ отъ держателей облигацій, то, по всей справедливости, эти жертвы должны прекратиться, какъ только доходы предпріятія начнутъ расти. Другими словами, старымъ облигаціонерамъ должны быть выданы бумаги, по которымъ проценты уплачиваются въ зависимости отъ результатовъ эксплоатаціи. Это дастъ имъ возможность участвовать въ прибыляхъ предпріятія и со временемъ довести свой доходъ до прежней цифры.

Изложенные принципы опредѣляютъ размѣръ пониженія обязательныхъ платежей, а также родъ и количество новыхъ бумагъ, обыкновенно предлагаемыхъ въ обмѣнъ на старыя. Проценты и арендныя платы должны быть уменьшены безъ пониженія номинальной цѣны находящихся въ обращеніи бумагъ. Для уменьшенія оплаты процентовъ, безъ понженія номинальной цѣны бумагъ, долженъ быть пониженъ интересъ по находящимся въ обращеніи облигаціямъ, либо ипотечныя облигаціи подлежатъ замѣнѣ дивидендными облигаціями или акціями. Для уменьшенія арендныхъ платъ слѣдуетъ либо просто понизить годовую плату, либо вмѣсто арендныхъ договоровъ прибѣгнуть къ выпуску ипотечныхъ облигацій.

Въ нижеслѣдующихъ таблицахъ приводятся данныя объ облигаціонныхъ займахъ до и послѣ реорганизаціи въ порядкѣ доходности бумагъ. Эти данныя заслуживаютъ особаго вниманія. До 1893 г. бѣольшая часть облигацій приносила 6⁰/₀, послѣ реорганизацій 1893—1898 г.г. преобладаютъ 4⁰/₀ облигаціи, а 14,7⁰/₀ всѣхъ находившихся въ обращеніи облигацій приносятъ 3¹/₂⁰/₀ и 3⁰/₀. Эта норма вовсе не встрѣчается до 1893 г.

Облигаціонные займы.

Семь реорганизацій 1893—1898 г.г.

Процентъ.	До реорганизаціи.			Послѣ реорганизаціи.		
	Число займовъ.	Сумма въ долл.	Проц. отнош. ко всей суммѣ займовъ.	Число займовъ.	Сумма въ долл.	Проц. отнош. ко всей суммѣ займовъ.
7	33	56.741.222	6,1	13	43.942.500	4,9
6	85	300.925.695	32,7	30	82.586.000	9,3
5	51	267.623.426	29	23	90.853.035	10,3
4 ^{1/2}	11	34.490.800	3,7	5	13.400.000	1,5
4	9	260.055.689	28,2	16	520.709.117	59
3 ^{1/2}	—	—	—	2	76.733.350	8,7
3	—	—	—	1	53.350.000	6
	189	919.836.832	99,7	90	881.574.002	99,7
Разные займы:		5.141.238			1.000.529	
		924.978.070			882.574.531	

Семь реорганизацій до 1893 г.

7	40	153.221.000	23,7	21	81.327.544	10,3
6	59	173.641.790	26,8	55	150.999.589	19,1
5	22	174.060.032	26,9	16	180.341.768	22,8
4 ^{1/2}	2	4.611.000	0,7	1	79.000	0,01
4	5	140.041.700	21,6	5	375.881.614	47,6
	128	645.605.522	99,7	98	788.629.515	99,81
Разные займы:		5.712.749			8.940.939	
		651.318.271			797.570.454	

Сравнивая итоги, получимъ, что средній процентъ по облигаціоннымъ займамъ понизился съ 5,5% до 4,9% до 1893 г. и съ 5,1% до 4,3% послѣ реорганизацій 1893—1898 г.г. Интересно сравнить процентныя нормы до реорганизацій, имѣвшихъ мѣсто ранѣе 1893 г., съ нормами послѣ реорганизацій 1893—1898 г.г. Послѣ 1898 г. общая сумма процентовъ составляла 38.291.319 долл. Если бы всѣ займы были выпущены изъ тѣхъ же процентовъ, что до реорганизацій, имѣвшихъ мѣсто ранѣе 1893 г., то сумма процентовъ составляла бы 48.552.688 долл. Всего по займамъ, выпущеннымъ до реорганизацій, имѣвшихъ мѣсто

ранѣе 1893 г., причиталось 35.658.192 долл. Если бы въ то время облигаціи приносили тѣ же проценты, что и послѣ реорганизацій 1893—1898 г.г., то всего процентовъ причиталось бы 27.941.807 долл. Такимъ образомъ, въ первомъ случаѣ желѣзныя дороги имѣли бы сбереженіе въ 10.261.369 долл. ежегодно, а во второмъ случаѣ 8.279.775 долл. Конечно, эти числовыя выкладки не совсѣмъ точны, потому что въ нихъ не принято во вниманіе естественное пониженіе процентныхъ ставокъ, обусловливаемое удешевленіемъ кредита и увеличеніемъ благосостоянія страны, т. е. причинами, не имѣющими ничего общаго съ финансовыми реорганизаціями. Но во первыхъ финансовыя реорганизаціи играли въ этомъ отношеніи все-таки значительную роль, а во вторыхъ самое удешевленіе кредита косвеннымъ образомъ обусловливалось пониженіемъ обязательныхъ платежей и иными мѣрами, принимавшимися въ связи съ реорганизаціями.

Слѣдуетъ замѣтить, что новыя облигаціи не только приносили меньшій процентъ, но и были выпущены на болѣе значительную сумму и на болѣе продолжительные сроки. Число займовъ значительно уменьшилось, а въ то же время общій итогъ находившихся въ обращеніи облигацій сократился незначительно или даже увеличился. Такъ, послѣ реорганизацій, имѣвшихъ мѣсто до 1893 г., итогъ облигаціонныхъ займовъ увеличился съ 645.605.522 долл. до 788.629.515 долл.; число ихъ уменьшилось съ 128 до 98; реорганизаціи періода 1893 — 1898 г.г. уменьшили итогъ займовъ съ 919.836.832 долл. до 881.574.002 долл., а число ихъ съ 189 до 90. Впрочемъ, допустима и иная точка зрѣнія. Какъ разъ передъ началомъ позднѣйшихъ реорганизацій преобладала норма въ 6⁰/₀—число 6⁰/₀ займовъ достигало 85, и на каждый заемъ приходилось въ среднемъ 3.540.302 долл. Тотчасъ послѣ реорганизацій преобладающая норма понизилась до 4⁰/₀, но число 4⁰/₀ займовъ равнялось 16, и на каждый заемъ въ среднемъ приходилось 32.544.319 долл. Другими словами, многочисленныя мелкіе займы, выпущенныя изъ высокаго процента,

были замѣнены немногими крупными займами, приносившими низкій процентъ. Упростилось счетоводство и вмѣстѣ съ тѣмъ уменьшилось бремя, которое приходилось нести дорогамъ.

Удлиненіе сроковъ, на которые были выпущены различныя ипотеки, также явствуетъ изъ таблицъ. До реорганизациі 1897 г. общество Union Pacific не имѣло ни одной ипотеки, выпущенной болѣе, чѣмъ на 40 лѣтъ. Первая ипотека 1897 г. была выпущена на 50 лѣтъ. Общество Reading въ 1895 г. имѣло четыре ипотеки, выпущенныя при реорганизациі 1888 г. срокомъ на 70 лѣтъ, всѣ прочія ипотеки подлежали погашенію въ болѣе короткіе сроки. Въ 1897 г. общество выпустило ипотеку срокомъ на 100 лѣтъ. Общество Erie въ 1894 г. имѣло двѣ ипотеки срокомъ на 91 годъ каждая и одну на 84 года, выпущенныя въ періодъ финансовыхъ скандаловъ 1869 г. Всѣ ипотеки на сумму свыше 1 милл. долл. подлежали погашенію не позже 43-лѣтняго срока. Въ настоящее время пріоритетныя ипотечныя облигаціи и облигаціи общей ипотеки Erie подлежатъ погашенію черезъ 101 годъ со дня выпуска. Общество Atchison въ 1889 г. имѣло лишь одну ипотеку срокомъ на 51 годъ. Послѣ реорганизациі появились двѣ ипотеки на 100 лѣтъ. Общество Northern Pacific выпустило ипотеку срокомъ на 100 лѣтъ въ 1880 г. и двѣ ипотеки на 101 годъ и на 150 лѣтъ въ 1896 г. Удлиненіе сроковъ объясняется желаніемъ сдѣлать новыя ипотеки болѣе привлекательными для облигаціонеровъ. Уравнительныя ипотеки выпускаются обыкновенно на большія суммы и приносятъ меньшій процентъ, вмѣстѣ съ тѣмъ онѣ хуже обезпечены, чѣмъ прежнія. При такихъ условіяхъ, одного принужденія недостаточно; необходимо добиваться согласія старыхъ облигаціонеровъ на принятіе плана реорганизациі путемъ предоставленія имъ тѣхъ или другихъ льготъ. Между тѣмъ, долгосрочныя облигаціи гарантируютъ держателя отъ вѣроятнаго неуклоннаго пониженія процента на капиталъ. Потерявъ въ прошедшемъ, облигаціонеръ рассчитываетъ выиграть въ будущемъ.

Пониженіе обязательныхъ платежей путемъ замѣны ипотечныхъ облигацій, съ опредѣленной доходностью, бумагами, по которымъ проценты уплачиваются въ зависимости отъ результатовъ эксплуатаціи, сыграло столь же важную роль, при реорганизаціяхъ желѣзныхъ дорогъ, какъ и пониженіе процентной нормы. Обмѣнъ можетъ производиться либо на дивидендныя облигаціи, либо на акціи. Дивидендная облигація обезпечивается приблизительно такъ же, какъ и обыкновенная ипотечная облигація. Въ случаѣ неуплаты капитала, держатель дивидендной облигаціи имѣетъ право требовать продажи желѣзной дороги съ аукціона. Но держатель дивидендной облигаціи не имѣетъ права требовать уплаты дивиденда, пока таковой не выданъ акціонерамъ. Сертификаты на акціи даютъ право голоса въ отношеніи руководства дѣлами общества, но акціонеры могутъ требовать выдачи дивиденда лишь послѣ покрытія всякаго рода расходовъ предпріятія. По привилегированнымъ акціямъ дивидендъ уплачивается ранѣе, чѣмъ по обыкновеннымъ, иногда владѣльцамъ привилегированныхъ акцій присваиваются преимущества въ отношеніи права голоса въ собраніяхъ акціонеровъ. До 1893 г. дивидендныя облигаціи были выпущены тремя обществами, послѣ 1893 г. однимъ. Суммы произведенныхъ выпусковъ и процентныя отношенія дивидендныхъ облигацій ко всему капиталу желѣзнодорожныхъ обществъ, до и послѣ реорганизацій, выражались въ слѣдующихъ цифрахъ:

Дивидендныя облигаціи:

	До реорган.	Послѣ реорган. (въ долл.).	Въ ‰ ко всему капиталу:	
			До реорган.	Послѣ реорган.
Atchison 1895 г.		51.728.000	31,8	
Atchison 1889 г.		80.000.000	35,4	
Reading 1883 г.	22.347.227	56.389.466	21,7	39,3
Reading 1880 г.	11.678.500	18.737.709	15	19,3

Реорганизаторы East Tennessee въ 1886 г. развязались съ дивидендными облигаціями; ихъ примѣру послѣдовали

реорганизаторы общества Atchison въ 1892 г. Дивидендные облигаціи были въ большомъ ходу до 1893 г., вѣроятно, потому что названіе «облигація» импонировало публикѣ, и реорганизаторы желѣзныхъ дорогъ разсчитывали на успѣшное размѣщеніе новыхъ бумагъ. И дѣйствительно акціи покупались неохотно, а дивидендные облигаціи даже кредиторами дорогъ принимались безъ особыхъ протестовъ. Наиболѣе яркій примѣръ въ этомъ отношеніи представляетъ реорганизация общества Reading, когда были выпущены облигаціи, по которымъ дивидендъ уплачивался лишь послѣ выдачи 6% дивиденда по обыкновеннымъ акціямъ (deferred income bonds). Съ извѣстной точки зрѣнія, привилегированныя акціи заслуживаютъ предпочтенія сравнительно съ дивидендными облигаціями. Владѣльцы привилегированныхъ акцій почти всегда имѣютъ право голоса въ собраніяхъ акціонеровъ; держатели дивидендныхъ облигацій обыкновенно лишены этого права. Правда, держатель дивидендныхъ облигацій лучше обезпеченъ. Онъ гарантированъ отъ вторженія новыхъ бумагъ между его облигаціями и имуществомъ предпріятія. Но точно такую же гарантію можетъ получить и держатель привилегированныхъ акцій. Съ теченіемъ времени дивидендные облигаціи вышли изъ употребленія, и въ періодъ 1893—98 гг. лишь общество Atchison вновь прибѣгло къ выпуску этого рода бумагъ, о которыхъ публика имѣла въ сущности смутное представленіе.

Обмѣнъ старыхъ облигацій, приносившихъ опредѣленный процентъ, на привилегированныя акціи и новыя облигаціи или только на привилегированныя акціи принадлежитъ къ числу наиболѣе распространенныхъ операцій. Изъ главнѣйшихъ желѣзнодорожныхъ обществъ, реорганизованныхъ въ періодъ 1893—98 г.г., шесть замѣнили старыя облигаціи, приносившія опредѣленный процентъ, новыми облигаціями и привилегированными акціями или только привилегированными акціями. Общество Erie замѣнило старыя консолидированныя облигаціи второго раз-

ряда новыми облигаціями общей ипотеки и привилегированными акціями; общество Northern Pacific замѣнило ипотечныя облигаціи второй и третьей ипотекъ новыми пріоритетными ипотечными облигаціями или облигаціями общей ипотеки, а также привилегированными акціями; общество Union Pacific замѣнило старыя 6⁰/₀ облигаціи первой ипотеки 4⁰/₀ облигаціями и привилегированными акціями. Даже общество Reading замѣнило старыя дивидендыя облигаціи трехъ разрядовъ привилегированными акціями, хотя его реорганизаторы мало заботились о пониженіи обязательныхъ платсжей и объ облегченіи тяготъ, обременявшихъ предпріятіе.

При выпускѣ новыхъ облигацій и привилегированныхъ акцій, обыкновенно дѣлалась оговорка о запрещеніи предпріятію заключать впредь займы, которые были бы лучше обеспечены, нежели новыя облигаціи и привилегированныя акціи. При выпускѣ привилегированныхъ акцій общества Atchison въ 1897 г., было установлено, что общество не имѣетъ права выпустить новыя ипотечныя облигаціи, а равно не можетъ увеличить количество привилегированныхъ акцій безъ согласія держателей большинства привилегированныхъ акцій, выраженнаго въ собраніи акціонеровъ, специально созванномъ для этой цѣли, а также согласія держателей большинства обыкновенныхъ акцій, представленныхъ въ упомянутое собраніе. Аналогичныя ограниченія были установлены въ 1893 г. для общества Southern, въ 1895 г. для общества Erie, въ 1896 г. для Northern Pacific, въ 1896 г. для Reading и въ 1898 г. для Baltimore & Ohio, другими словами, для всѣхъ крупныхъ желѣзнодорожныхъ предпріятій, за исключеніемъ общества Union Pacific.

До 1893 г. реорганизаторы желѣзнодорожныхъ обществъ не разъ прибѣгали къ выпуску привилегированныхъ акцій, хотя и не такъ часто, какъ въ послѣдующій періодъ. Общество East Tennessee въ 1886 г. предложило обмѣнъ старыхъ консолей и облигацій на новые консоли

и привилегированныя акціи, въ 1881 г. облигаціонеры общества Reading предложили выпустить на крупную сумму привилегированныхъ акцій для замѣны старыхъ ипотечныхъ облигацій. Вліяніе англійскихъ капиталистовъ, а также большее довѣріе публики къ облигаціямъ (о чемъ рѣчь была выше) помѣшали широкому распространенію привилегированныхъ акцій. Держатели привилегированныхъ акцій или дивидендныхъ облигацій въ извѣстной мѣрѣ обезпечивали свои интересы разнаго рода оговорками. Когда въ 1875 г. всѣ находившіяся въ обращеніи облигаціи общества Northern Pacific были замѣнены акціями, правленіе получило разрѣшеніе на выпускъ облигацій первой ипотеки въ среднемъ до 25.000 долл. на милю законченнаго сооруженіемъ пути, но вмѣстѣ съ тѣмъ обязалось не выпускать никакихъ иныхъ облигацій безъ согласія держателей, по крайней мѣрѣ, трехъ четвертей привилегированныхъ акцій, выраженнаго въ собраніи акціонеровъ спеціально созванномъ для этой цѣли при условіи предварительнаго увѣдомленія за тридцать дней. При реорганизации общества Reading въ 1886 г., было постановлено, что, при исчисленіи чистаго дохода, изъ суммъ коего долженъ выдаваться дивидендъ по дивиденднымъ облигаціямъ, изъ валового дохода подлежатъ вычету расходы эксплоатации, налоги и арендныя платы, платежи по гарантіи и по займамъ, но не обязательные платежи тѣхъ же категорій позднѣйшаго происхожденія. При реорганизации общества Atchison въ 1889 г., оговорка относительно запрещенія выпуска новыхъ облигацій (передъ дивидендными облигаціями и послѣ 4% облигацій общей ипотеки) носила настолько категорическій характеръ, что общество фактически лишено было возможности прибѣгнуть къ выпуску какого-либо новаго займа.

Такимъ образомъ, ясно, что только комбинація бумагъ, по которымъ проценты уплачиваются въ зависимости отъ результатовъ эксплоатации, съ бумагами, приносящими во всякомъ случаѣ опредѣленный доходъ, ведетъ къ пониже-

нію обязательныхъ платежей и вмѣстѣ съ тѣмъ даетъ старымъ облигаціонерамъ шансъ на участіе въ прибыляхъ предпріятія въ будущемъ. Обыкновенно реорганизаторы именно къ этому стремятся. Въ планѣ реорганизаціи общества Richmond Terminal, опубликованномъ въ маѣ 1893 г., между прочимъ, было указано, что всѣ стремленія реорганизаторовъ направлены къ замѣнѣ старыхъ облигацій новыми 5% облигаціями, насколько это позволяютъ доходы и финансовое положеніе имущества, обезпечивающаго ипотечные займы, а остального капитальнаго долга—новыми привилегированными акціями. Старые облигаціонеры не могутъ, однако, рассчитывать на неограниченное участіе въ будущихъ прибыляхъ. Прежнія бумаги приносили определенный доходъ, а потому максимумъ доходности новыхъ облигацій и привилегированныхъ акцій долженъ быть въ известной мѣрѣ ограниченъ. По справедливости, облигаціонеры должны получать тотъ же доходъ, что и раньше. Если 6% облигаціи замѣняются 4% облигаціями, то облигаціонерамъ слѣдуетъ выдать 50% номинальной стоимости принадлежащихъ имъ бумагъ новыми 4% привилегированными акціями. Общество, такимъ образомъ, покажетъ, что оно по возможности желаетъ сохранить интересы облигаціонеровъ въ неприкосновенности, но, вмѣстѣ съ тѣмъ, не намѣрено ставить свою платежеспособность въ зависимость отъ успѣха или неудачи этой попытки. Идея эта послѣдовательно проводится въ цѣломъ рядѣ реорганизацій. Держатели 6% облигацій третьей ипотеки Northern Pacific въ 1896 г. получили 118½% номинальной стоимости облигацій новыми 3% облигаціями, 50% — 4% привилегированными акціями и 3% — наличными деньгами. Держатели 5% облигацій Chicago Division, при реорганизаціи Baltimore & Ohio въ 1898 г., отказались отъ годового дохода въ 50 долл., взаменъ чего приобрѣли шансъ на полученіе въ будущемъ 50,3 долл.; держатели 6% облигацій первой ипотеки Union Pacific въ 1898 г. получили 100% номинальной стоимости облигацій 4% облигаціями

и 50% новыми 4% привилегированными акціями. Нельзя однако, сказать, чтобы во всѣхъ случаяхъ соблюдалась абсолютная точность въ отношеніи уравненія доходности старыхъ бумагъ и новыхъ облигацій и акцій. Необходимо всегда имѣть въ виду разницу въ степени обезпеченія бумагъ, вполне основательное желаніе реорганизаторовъ избѣгать чрезмѣрнаго увеличенія акціонернаго капитала и т. д. Въ результатѣ наблюдаются колебанія вверхъ и внизъ сравнительно съ прежнимъ размѣромъ доходности облигацій. Во всякомъ случаѣ важно помнить, что комбинація облигацій съ опредѣленной доходностью съ облигаціями или акціями, по которымъ проценты уплачиваются въ зависимости отъ результатовъ эксплуатаціи, создаетъ надлежащій компромиссъ между интересами владѣльцевъ старыхъ облигацій и интересами самого предпріятія. Только такой компромиссъ можно считать справедливымъ по отношенію къ кредиторамъ и къ самому предпріятію, и только при такомъ условіи можно приступить къ реорганизациі.

Обратимся теперь къ вопросу объ арендныхъ платахъ. Одинъ изъ авторитетныхъ изслѣдователей *) говоритъ по этому поводу слѣдующее: «Вліяніе реорганизацій на пониженіе арендныхъ платъ становится замѣтнымъ при разсмотрѣннн этой статьи обязательныхъ платежей для всей страны. Въ періодъ 1892—98 г.г. арендныя платы уменьшились на 24.527.000 долл. Изъ этой суммы 17.768.000 долл. приходится на южный и западный раіоны, гдѣ желѣзнодорожныя общества особенно часто банкротились. Наиболее важное значеніе пониженіе арендныхъ платъ имѣло на желѣзныхъ дорогахъ сѣверо-западнаго и тихоокеанскаго побережій. Правда, въ извѣстной мѣрѣ пониженіе арендныхъ платъ объясняется процессомъ сліянія предпріятій, арендные договоры замѣняются договорами купли-продажи; тѣмъ не менѣе, разница въ 24.527.000 долл. достаточно оправдываетъ заключеніе о томъ, что пониженіе арендныхъ

*) E. S. Meade, Annals Amer. Acad. Pol. and Soc. Sci. March, 1901.

платъ произошло, главнымъ образомъ, подъ вліяніемъ много численныхъ реорганизацій».

Нижеслѣдующія таблицы наглядно иллюстрируютъ упомянутый выводъ о вліяніи реорганизацій на пониженіе арендныхъ платъ.

Обязательные платежи:

Шесть реорганизацій, 1893—93 г.г.

	Проценты по займамъ.		Арендныя платы и пр.		Итогъ обязат. платежей.	
	Менѣе (%/о/о).	Болѣе (%/о/о).	Менѣе (%/о/о).	Болѣе (%/о/о).	Менѣе (%/о/о).	Болѣе (%/о/о).
Atchison.	40,6	—	—	13,7	31,1	—
B. & Ohio.	—	19,7	72,2	—	11,7	—
Erie	—	33,3	62,7	—	5,9	—
N. Pacif.	14,2	—	88,9	—	51	—
Reading	—	—	—	—	—	—
U. Pacif.	21,8	—	78,2	—	20,8	—
Въ сред. менѣе.	4,7	—	58,2	—	25,7	—

Шесть реорганизацій до 1893 г.

Atchison 89 г.	33	—	17,3	—	34,9	31
Atchison 92 г.	—	38,7	—	3,9	—	11
Erie 75 г.	—	13,4	—	0,5	—	49,1
Reading 80 г.	—	15,9	—	98,1	—	—
Reading 83 г.	13,3	—	0,6	—	7,9	—
Rock I. 80 г.	11,9	—	25,2	—	16,3	—
Въ сред. менѣе.	1	—	—	9,9	—	5,3

Реорганизація 1902 г.

Rock I.	139	—	29	—	—	119,3*)
-----------------	-----	---	----	---	---	---------

*) Рѣзкое повышеніе арендныхъ платъ общества Reading въ 1880 г. объясняется снятіемъ въ аренду Central of New Jersey, послѣдовавшимъ одновременно съ реорганизаціей. Если исключить повышеніе арендныхъ платъ, то окажется, что обязательные платежи увеличились лишь на 9,5%.

Такимъ образомъ, пониженіе арендныхъ платъ въ шести реорганизаціяхъ до 1893 г. не имѣло большого значенія, но въ періодъ 1893—98 гг. оно играло весьма крупную роль. Ни одно общество не уменьшило платежей по займамъ болѣе, чѣмъ на 40%, а между тѣмъ четыре общества понизили арендныя платы болѣе, чѣмъ на 60%. Два другихъ общества могли бы достигнуть такихъ же результатовъ, если бы надлежаще распредѣлили платежи по займамъ и арендныя платы. Къ сожалѣнію, приведенныя статистическія данныя, а равно и выводъ Мида, представляются въ извѣстной мѣрѣ спорными. Относительная роль платежей по займамъ и арендныхъ платъ въ каждый данный моментъ характеризуетъ методы, при помощи которыхъ предпріятіе объединяетъ интересы всѣхъ входящихъ въ его составъ элементовъ. Если главное общество добываетъ капиталы путемъ реализаціи облигацій и покупаетъ вѣтви за наличныя деньги или скупаетъ большинство ихъ акцій, — платежи по займамъ выражаются въ крупной цифрѣ, а арендныя платы сравнительно невелики; если же главное общество снимаетъ вѣтви въ аренду, его платежи по займамъ будутъ выражаться въ сравнительно незначительныхъ цифрахъ, а арендныя платы достигнутъ крупныхъ размѣровъ. Несомнѣнно, что и до 1893 г. наблюдалась постоянная тенденція въ сторону консолидаціи дорогъ, но, конечно, эта тенденція значительно усилилась благодаря реорганизаціямъ послѣдующихъ пяти лѣтъ. Такъ, общество Northern Pacific въ 1893 г. эксплуатировало 5.431,92 мили дорогъ, въ томъ числѣ арендовало 1.912,92 мили. Въ 1898 г., послѣ реорганизаціи и отказа отъ Wisconsin Central, общество эксплуатировало 4.524,45 мили, въ томъ числѣ 2.430,42 мили главнаго пути и 2.030,82 мили вѣтвей на правѣ собственности. Общество Erie въ 1893 г. арендовало 551,12 мили и эксплуатировало по соглашенію съ другими компаніями, съ платой въ 32% ихъ валового дохода, 598,51 мили дорогъ. Общее протяженіе сѣти Erie равнялось 1.970,32 мили. Спустя четыре года общество

владѣло на правѣ собственности (или располагало большинствомъ акцій) сѣтью дорогъ протяженіемъ въ 1.806,92 мили при общей длинѣ сѣти 2.162,81 мили. Общество Baltimore & Ohio эксплуатировало 26,5% протяженія своей сѣти въ 1897 г. на правахъ аренды, въ 1899 г. этотъ процентъ понизился до 0,5%. Общество Southern арендовало 38,1% всей сѣти въ 1892 г. и 28,4% въ 1895 г. Конечно, реорганизаціи вліяли на пониженіе арендныхъ платъ, но пониженіе это является результатомъ въ гораздо большей степени сліянія предпріятій, чѣмъ пересмотра арендныхъ договоровъ.

Изъ изложеннаго ясно, что пониженіе платежей по займамъ, сыгравшее столь крупную роль при реорганизаціяхъ желѣзнодорожныхъ предпріятій, произошло несмотря на уменьшеніе арендныхъ платъ. Если, напримѣръ, годовые платежи по займамъ послѣ всѣхъ реорганизацій уменьшились на 10.261.369 долларовъ, причемъ въ послѣдующіе годы въ составъ платежей по займамъ входили суммы, которыя въ прежнее время фигурировали, какъ арендныя платы, то, значитъ, дѣйствительное пониженіе платежей по займамъ превышаетъ упомянутый цифровой итогъ. Правда, пониженіе арендныхъ платъ объясняется не только сліяніемъ желѣзнодорожныхъ предпріятій. То или другое общество можетъ одинаково легко продолжать аренду дорогъ, но платить меньше по арендамъ, либо прекратить дѣйствіе договоровъ, включивъ дороги въ составъ своей сѣти. Желѣзнодорожныя общества примѣняли оба указанныхъ способа довольно часто. Такъ, общество East Tennessee, Virginia & Georgia сняло въ аренду дорогу Memphis & Charleston въ 1877 г. съ платой въ 297.750 долл. въ годъ; за нѣсколько лѣтъ до того компанія Southern Railway Security платила 318.763,5 долл. Сліянія предпріятій и рядъ непосредственныхъ соглашеній въ общемъ способствовали значительному пониженію арендныхъ платъ. Въ самомъ дѣлѣ, не было никакихъ основаній щадить побочныя линіи, которыхъ доходовъ не хватало для покрытія

арендныхъ платъ, если страдали интересы главной линіи, не покрывавшей платежей по своимъ займамъ. Итакъ, арендныя платы понизились подъ вліяніемъ двухъ причинъ: соглашеній главнаго общества съ побочными линіями и поглощенія главнымъ обществомъ побочныхъ линій путемъ обмѣна старыхъ облигацій и акцій на новыя. Не слѣдуетъ, однако, преувеличивать значеніе цифровыхъ данныхъ.

Такимъ образомъ, кредиторы и акціонеры желѣзнодорожнаго предпріятія, а равно и синдикатъ банкировъ, къ услугамъ коего они обращаются, приступая къ реорганизациі, одинаково признаютъ, что должны быть изысканы наличныя средства и понижены обязательныя платежи, а убытки надлежитъ распредѣлить между держателями бумагъ въ порядкѣ ихъ относительнаго пріоритета. Изъ всѣхъ методовъ надлежаще согласованный обмѣнъ старыхъ бумагъ на новыя является наиболѣе пригоднымъ для осуществленія хотя бы пониженія обязательныхъ платежей и правильнаго распредѣленія убытковъ. Интересно сравнить капиталы желѣзныхъ дорогъ, разсмотрѣнныхъ въ настоящемъ сочиненіи, до и послѣ реорганизациій. Въ нижеслѣдующей таблицѣ приводятся данныя о количествѣ акцій и облигацій желѣзнодорожныхъ обществъ, до и послѣ реорганизациій, въ процентахъ ко всему капиталу до реорганизациій:

Капиталы желѣзныхъ дорогъ.

	Семь реорганизациій 1893 — 98 гг.				послѣ реорганизациі.			
	до реорганизациі.		послѣ реорганизациі.		до реорганизациі.		послѣ реорганизациі.	
	Обли- гаціи.	Привилл. Акціи.	Обыкн. Акціи.	Всего.	Обли- гаціи.	Привилл. Акціи.	Обыкн. Акціи.	Всего.
Atchison	69,2	—	30,7	100	48,9	39,6	30,7	119,2
B. & Ohio.	72,9	4,5	22,5	100	121,3	35,4	31,6	188,3
Erie	58,4	4,1	37,4	100	59	22,1	48,1	129,2
N. Pacif.	61	16,5	22,4	100	71,3	34,2	36,5	142
Reading.	80,3	—	19,6	100	61,2	33,2	33,2	127,6
Southern	52,5	8,8	38,6	100	43,8	23,5	59,8	127,1
U. Pacific	40,9	27,3 *)	31,7	100	50,4	45,7	39,1	136,2
Въ среднемъ.	65,8	4,6	29,5	100	59,1	33,6	39,2	132

*) Долгъ казнѣ.

	Семь реорганизаций до 1893 г.				послѣ реорганизации.			
	до реорганизации.				послѣ реорганизации.			
	Обли-гаціи.	Привилл. акціи.	Обыкн. акціи.	Всего.	Обли-гаціи.	Привилл. акціи.	Обыкн. акціи.	Всего.
Atchison 89 г. . .	67,7	—	31,8	100	95,6	—	31,8	127,4
Atchison 92 г. . .	68,8	—	31,1	100	70,2	—	31,1	101,3
E. Tenn. 86 г. . .	48,2	19,2	31,9	100	22,1	34,2	31,9	88,3
Erie 75 г. . . .	38,5	—	61,4	100	37,4	—	60,5	107,9
Reading 80 г. . .	69,1	1,3	29,5	100	86,3	1,3	29,6	117,2
Reading 83 г. . .	71,9	0,4	27,6	100	100,4	—	27,6	137,7
Rock I. 80 г. . .	32,2	—	67,7	100	40,3	—	135,4	175,7
Въ среднемъ. . .	62,5	1,7	35,7	100	73,9	2,8	37,6	114,4

Реорганизация 1902 г.

Rock I.	54,2	—	45,7	100	55,7	40	57,2	152,9
-----------------	------	---	------	-----	------	----	------	-------

Изъ всѣхъ реорганизаций лишь одна не сопровождалась увеличеніемъ капитала **). Увеличеніе это колеблется въ предѣлахъ отъ 1,3% (Atchison 1892 г.) до 88,3% (Baltimore & Ohio 1889 г.). Въ среднемъ оно равно 32% для позднѣйшаго періода реорганизаций и 14,4% для первоначальнаго. Въ этомъ сказывается вліяніе обмѣна старыхъ бумагъ съ высокою доходностью на новыя, по которымъ процентъ уплачивается болѣе низкій или же въ зависимости отъ результатовъ эксплуатаціи. Реорганизаторы стремятся облегчить тяготы, обременяющія предпріятіе, но вмѣстѣ съ тѣмъ не хотятъ понижать доходъ, на который могутъ рассчитывать держатели старыхъ бумагъ въ будущемъ, когда дѣла общества поправятся. Но, кромѣ того, въ увеличеніи капиталовъ желѣзныхъ дорогъ сказывается вліяніе реализаціи новыхъ бумагъ за наличныя деньги или выдачи ихъ взамѣнъ взносовъ, а также вліяніе сравнительно небольшихъ затратъ на улучшеніе дорогъ. Ближайшій анализъ таблицы показываетъ, что до 1893 г. расло количество облигацій, а послѣ 1893 г. количество акцій. Въ среднемъ до 1893 г. количество облигацій увеличилось на 11,4%, обыкновенныхъ акцій на 0,9%; послѣ реорганиза-

***) При разсмотрѣніи капиталовъ общества Erie до и послѣ реорганизации 1895 г. исключены бумаги New York, Pennsylvania & Ohio.

цій періода 1893—98 гг. количество облигацій уменьшилась съ 65,8⁰/₀ до 59,1⁰/₀ итога первоначальныхъ капиталовъ, а количество обыкновенныхъ акцій возрасло на 9,2⁰/₀, приче́мъ введено было значительное количество привилегированныхъ акцій, которыя почти не фигурировали въ составѣ капиталовъ желѣзныхъ дорогъ до 1893 г. Въ этомъ сказывается вліяніе прежнихъ реорганизацій, носившихъ менѣе радикальный характеръ, а также выбора дивидендныхъ облигацій вмѣсто привилегированныхъ акцій, въ качествѣ бумагъ, приносившихъ условный доходъ, въ зависимости отъ результатовъ эксплуатаціи. Въ общемъ, данныя объ измѣненіи состава капиталовъ желѣзныхъ дорогъ въ зависимости отъ реорганизацій подтверждаютъ сдѣланные выводы. Въ основу сложныхъ деталей обмѣна старыхъ бумагъ на новыя положены общіе принципы, одинаково ясно обнаруживающіеся, какъ при разсмотрѣніи каждой реорганизаціи въ отдѣльности, такъ и при групповомъ ихъ анализѣ.

Возникаетъ вопросъ: если капиталы желѣзныхъ дорогъ возрасли безъ увеличенія обязательныхъ платежей, благодаря пониженію процента по облигаціямъ и широкому использованию акцій или дивидендныхъ облигацій, то какое вліяніе оказалъ этотъ фактъ на рыночную стоимость соответствующихъ бумагъ? Мы видѣли, что въ общемъ желѣзныя дороги понизили свои обязательные платежи. Что же? Понизилась, въ виду этого, расцѣнка бумагъ, или же шансы на полученіе дивидендовъ въ будущемъ, сверхъ опредѣленнаго минимума процентовъ, несмотря на увеличеніе количества бумагъ въ обращеніи, способствовали ихъ повышенію?

Въ нижеслѣдующихъ таблицахъ приведены данныя о цѣнности бумагъ, по которымъ процентъ послѣ реорганизацій былъ пониженъ, за годъ до банкротства дорогъ, и о новыхъ бумагъ, выпущенныхъ взамѣнъ прежнихъ, черезъ годъ послѣ реорганизацій:

Семь реорганизаций 1893—1898 г.г.

	Низшій курсъ за годъ до банкрот- ства общества. Долл.	Низшій курсъ че- резъ годъ послѣ реорганизаціи. Долл.	Низшій курсъ въ декабрѣ 1906 г. Долл.
Atchison	184.857.934	129.364.451	342.941.683
B. & Ohio	26.955.000	34.092.518	45.634.437
Erie	67.190.748	58.895.077	82.230.457
N. Pacific	157.555.214	135.507.699	289.557.415
Reading	88.940.250	71.607.223	179.190.107
Southern	45.653.414	35.231.356	71.411.937
U. Pacific	83.241.672	103.329.339	186.596.748
	<hr/> 654.394.232	<hr/> 548.027.663	<hr/> 1.198.562.684
		— 16,2 ^o / _o	+ 83,1 ^o / _o

Четыре реорганизации до 1893 г.

	долл.	долл.
Atchison 89 г.	129.142.003	113.993.417
Atchtson 92 »	35.100.000	42.600.000
E. Tenn. 86 »	17.657.377	21.746.188
Reading 83 »	39.061.531	48.664.864
	<hr/> 220.860.911	<hr/> 227.004.469
		+ 2,7 ^o / _o

Такимъ образомъ, большее количество бумагъ послѣ реорганизаций 1893—1898 г.г. расцѣнивалось ниже меньшаго количества старыхъ бумагъ. Общая цѣнность бумагъ семи желѣзнодорожныхъ обществъ по курсу за годъ до реорганизации составляла 654.394.232 долл., а общая цѣнность новыхъ акцій и облигацій, коими были замѣнены старыя бумаги, по курсу спустя годъ послѣ реорганизации, составляла 548.027.663 долл. *). Однако, надо имѣть въ

*) Надлежащее использование цифровыхъ итоговъ, приведенныхъ въ таблицахъ, затрудняется отсутствиемъ свѣдѣній о движеніи курсовъ нѣкоторыхъ категорій облигацій, а отчасти и точныхъ и подробныхъ данныхъ о первоначальныхъ

виду исключенія. Цѣнность бумагъ послѣ трехъ реорганизаций, имѣвшихъ мѣсто до 1893 г., повысилась; то же слѣдуетъ сказать и о цѣнности бумагъ послѣ реорганизаций обществъ Baltimore & Ohio и Union Pacific въ послѣдующій періодъ. Въ данномъ случаѣ играютъ роль индивидуальныя особенности финансоваго положенія того или другого предпріятія. Такъ, реорганизация общества Reading въ 1886—1888 г.г. имѣла мѣсто почти непосредственно вслѣдъ за предыдущимъ банкротствомъ общества, и цѣнность бумагъ исчислена по курсу, отмѣченному спустя лишь пять дней послѣ того, какъ по дѣламъ желѣзной дороги была снята администрація. Такимъ образомъ, приведенныя цифры слѣдуетъ считать нѣсколько преуменьшенными. Реорганизация общества Atchison въ 1892 г. была предпринята, такъ сказать, добровольно, потому что предпріятіе въ то время не испытывало викакихъ финансовыхъ затрудненій. Реорганизации обществъ Union Pacific и Reading въ 1897 и 1898 г.г. имѣли мѣсто позже другихъ реорганизаций, и держатели бумагъ упомянутыхъ обществъ могли воспользоваться рѣзкимъ повышеніемъ акцій и облигацій, впервые обозначавшимся въ 1897 г. Но такъ или иначе, общая биржевая стоимость старыхъ бумагъ семи обществъ, реорганизованныхъ въ періодъ 1893—1898 г.г., превышала биржевую стоимость новыхъ бумагъ, замѣнившихъ старыя, послѣ реорганизаций. Менѣе другихъ пострадали наиболѣе обеспеченныя бумаги раннихъ выпусковъ. Такъ, общая цѣнность пріоритетныхъ ипотечныхъ облигацій трехъ разрядовъ Northern Pacific, за годъ до банкротства, равнялась 85.498.685 долл., а черезъ годъ послѣ продажи предпріятія съ аукціона—86.158.702 долл.; въ то же время облигаціи консолидированной ипотеки понизились въ цѣнѣ съ 36.032.360 долл. до 20.235.111 долл.

схемахъ реорганизаций. Такъ, нѣтъ свѣдѣній о цѣнахъ 1874—75 гг. на консоли второго разряда и подлежащія конверсіи облигаціи общества Erie, нѣтъ данныхъ объ обмѣнѣ старыхъ облигацій на новыя въ отчетахъ обществъ Reading (1881—1883 гг.) и Northern Pacific (1875 г.).

Общая цѣнность 4% облигацій общей ипотеки общества Reading увеличилась съ 37.160.977 долл. до 37.383.503 долл., тогда какъ общая цѣнность дивидендныхъ облигацій трехъ разрядовъ упала съ 32.353.497 долл. до 22.784.700 долл. Въ данномъ случаѣ не столько играло роль количество вновь выпущенныхъ бумагъ, сколько то обстоятельство, что облигаціи болѣе раннихъ выпусковъ замѣнялись хорошо обеспеченными новыми облигаціями, тогда какъ облигаціи позднѣйшихъ выпусковъ замѣнялись новыми дивидендными облигаціями или привилегированными акціями, которыхъ расцѣнка подвергалась значительнымъ колебаніямъ.

Громадное разнообразіе бумагъ различныхъ желѣзныхъ дорогъ исключаетъ всякую возможность болѣе или менѣе точной ихъ классификаціи. Можно, однако, намѣтить приблизительно слѣдующія подраздѣленія. При трехъ реорганизаціяхъ періода 1893—1898 г.г., облигаціи побочныхъ линій были погашены, причемъ общая цѣнность новыхъ бумагъ увеличилась на 3.256.127 долл. или 14,2%. При пяти реорганизаціяхъ были погашены облигаціи общей ипотеки, причемъ общая цѣнность ихъ—196.186.382 долл. упала до 182.160.406 долл. или на 7,1%. При трехъ реорганизаціяхъ были погашены облигаціи позднѣйшихъ выпусковъ. Общая цѣнность старыхъ облигацій равнялась 47.874.648 долл., новыхъ—22.272.174 долл., т. е. цѣнность старыхъ бумагъ понизилась на 53,6%. При четырехъ реорганизаціяхъ были погашены дивидендныя облигаціи. Общая цѣнность ихъ равнялась 49.913.662 долл., цѣнность новыхъ бумагъ не превышала 28.177.721 долл., менѣе на 31,1%. При трехъ реорганизаціяхъ были погашены старыя привилегированныя акціи, причемъ общая цѣнность ихъ упала съ 36.509.662 долл. до 13.825.138 долл., или на 62,1%. Наконецъ, общая цѣнность обыкновенныхъ акцій понизилась на 21,3% — съ 125.160.409 долл. до 98.316.060 долл. Въ нижеслѣдующей таблицѣ эти данныя представлены въ болѣе наглядномъ видѣ:

	Цѣнность за годъ до банкротства (въ долларахъ).	Цѣнность черезъ годъ послѣ реорганизаціи (въ долларахъ).	Болѣе (+) или менѣе (—) въ ‰.
Облигаціи общей ипотеки	22.840.928	26.097.055	+ 14,2
Облигаціи побоч- ныхъ линій	196.186.382	182.160.406	— 7,1
Облигаціи позд- нѣйшихъ выпус- ковъ	47.874.648	22.272.174	— 53,6
Дивидендныя об- лигаціи	40.913.662	28.177.721	— 31,1
Привилегирован- ныя акціи	36.509.662	13.825.138	— 62,1
Обыкновенныя ак- ціи	125.160.409	98.316.060	— 21,3

Выводъ, сдѣланный нами ранѣе въ общихъ чертахъ, теперь становится болѣе опредѣленнымъ. Реорганизаціи періода 1893—1898 г.г. вынесли на своихъ плечахъ, главнымъ образомъ, держатели облигацій позднѣйшихъ выпусковъ и акціонеры. Держатели пріоритетныхъ облигацій выиграли послѣ реорганизаціи, держатели облигацій общей ипотеки почти вернули свои потери, прочіе же кредиторы и акціонеры сильно пострадали.

Могутъ возразить, что паденіе бумагъ было обусловлено ослабленіемъ биржевой тенденціи, а не реорганизаціями желѣзныхъ дорогъ. Подобное возраженіе не выдерживаетъ критики. Дѣйствительно, общее ослабленіе биржевой тенденціи въ Соединенныхъ Штатахъ началось въ февралѣ 1893 г. и длилось весь 1894 годъ. Въ августѣ 1893 г., а затѣмъ и въ мартѣ 1895 г. отмѣчались самыя низкіе курсы. Слабое настроеніе обусловливалось угнетеннымъ состояніемъ промышленности и торговли и паникой на денежномъ рынкѣ. Въ 1895 г. наступилъ переломъ, 1896 годъ прошелъ въ колебаніяхъ вверхъ и внизъ, но

въ 1897 и 1898 г.г. укрѣпленіе основной тенденціи окончательно опредѣлилось. Средней датой банкротствъ семи желѣзныхъ дорогъ, разсмотрѣнныхъ въ настоящей книгѣ, можно считать 1 октября 1893 г., а средней датой реорганизаций 1 сентября 1896 г. Мы брали цѣны за годъ до банкротства и черезъ годъ послѣ реорганизаций,—поэтому сравненію подлежатъ данныя, относящіяся къ октябрю 1892 г. и къ сентябрю 1897 г. Свѣдѣнія о движеніи цѣнъ обыкновенныхъ акцій 26 желѣзнодорожныхъ обществъ, кромѣ семи, разсмотрѣнныхъ въ настоящей книгѣ, показываютъ, что котировка 1 сентября 1897 г. немногимъ отличалась отъ котировки 1 октября 1892 г. Средняя цѣна въ 1892 г. равнялась $73\frac{3}{4}$, а въ 1897 г.— $71\frac{1}{8}$. Можно пойти дальше въ этомъ направленіи и попытаться обобщить цифры, чтобы сдѣлать изъ нихъ соответствующій выводъ. Общая цѣнность 39 различныхъ облигаціонныхъ займовъ 17 желѣзнодорожныхъ обществъ, коихъ бумаги служатъ предметомъ оживленныхъ оборотовъ на ньюйоркской и филадельфійской биржахъ, въ октябрѣ 1892 г. равнялась 388.628.968 долл. Тѣ же облигаціи въ сентябрѣ 1892 г. стоили 388.198.432 долл., въ ноябрѣ 1892 г.—390.170.323 долл., въ августѣ 1897 г.—371.125.135 долл., въ сентябрѣ—373.875.293 долл., а въ октябрѣ—372.962.239 долл. Въ нижеслѣдующей таблицѣ эти данныя приведены по мѣсяцамъ:

1892 г.	долл.	1897 г.	долл.
Сентябрь .	388.198.432	Августъ .	371.125.135 —4,4%
Октябрь .	388.627.968	Сентябрь .	377.875.293 —3,7%
Ноябрь .	390.170.323	Октябрь .	372.962.239 —4,4%

Если сюда прибавить соответствующее количество акцій, которыми замѣнялись нѣкоторыя категоріи облигацій при реорганизацияхъ семи желѣзнодорожныхъ обществъ въ 1893—1898 г.г., то получимъ нижеслѣдующіе результаты:

1892 г.	долл.	1897 г.	долл.
Сентябрь .	641.105.160	Августь .	620.794.202 —3,1%
Октябрь .	644.276.634	Сентябрь .	631.061.329 —2,0%
Ноябрь .	644.131.632	Октябрь .	629.005.577 —2,3%

Приведенные данные безусловно допускают сравнение съ цифрами, уже приводившимся ранѣе. Исчисленіе произведено точно такимъ же способомъ и, несомнѣнно, позволяетъ сдѣлать, такъ сказать, типическій выводъ. Общая цѣнность бумагъ семи реорганизованныхъ желѣзнодорожныхъ обществъ понизилась на 16,2%. Менѣе 20% этого пониженія можно приписать вліянію общихъ причинъ. Такимъ образомъ, не подлежитъ сомнѣнію, что пониженіе желѣзнодорожныхъ цѣнностей въ значительной степени явилось результатомъ реорганизацій.

Заслуживаютъ вниманія еще два вопроса: 1) мѣры обезпеченія дальнѣйшаго развитія желѣзнодорожныхъ предпріятій и 2) институтъ уполномоченныхъ (voting trust) для предупрежденія внезапныхъ перемѣнъ въ управленіи предпріятіемъ. Мы видѣли, что, при выпускѣ дивидендныхъ облигацій и привилегированныхъ акцій, устанавливались ограниченія относительно заключенія новыхъ ипотечныхъ займовъ. Надо имѣть въ виду, что желѣзная дорога никогда не можетъ считаться вполне законченнымъ предпріятіемъ. Расходы на усиленіе и улучшеніе дороги, вліяющіе на повышеніе ея доходности, обыкновенно не могутъ покрываться изъ суммъ доходовъ отъ эксплуатаціи. Вотъ почему руководители предпріятія должны имѣть возможность обезпечить болѣе или менѣе регулярный притокъ новыхъ капиталовъ для нуждъ желѣзной дороги, не обращаясь каждый разъ къ акціонерамъ за разрѣшеніемъ. На примѣрѣ общества Atchison мы видѣли, что въ этомъ отношеніи права руководителей желѣзнодорожнаго предпріятія иногда въ значительной степени ограничиваются. Въ 1889 г. реорганизаторы общества Atchison запретили правленію прибѣгать къ выпуску новыхъ облигацій (послѣ ипотечныхъ

и передъ дивидендными) но разрѣшили ему вычитать изъ валового дохода расходы, необходимые на улучшение сѣти, до уплаты дивиденда по дивиденднымъ облигаціямъ. Такой порядокъ на практикѣ оказался крайне неудобнымъ, и въ 1892 г. рѣшено было образовать фондъ облигацій второй ипотеки въ размѣрѣ 20 милл. долл. Правленію предоставлялось право выпускать облигаціи второй ипотеки на сумму до 5 милл. долл. ежегодно для покрытія расходовъ на улучшение сѣти Atchison кромѣ Colorado Midland и St. Louis & San Francisco. Сверхъ того обществу было предоставлено право, по использованіи упомянутаго фонда, произвести выпускъ тѣхъ же облигацій для той же цѣли на сумму до 50 милл. долл. Наконецъ, въ 1895 г. правленію разрѣшено было выпустить на 30 милл. долл. облигацій общей ипотеки перваго разряда (серіями на сумму до 3 милл. долл. ежегодно) и на 20 милл., такъ называемыхъ, «уровнительныхъ облигацій» (adjustment bonds) (серіями на сумму до 2 милл. долл. ежегодно), по использованіи фонда общей ипотеки. При всѣхъ реорганизаціяхъ девяностыхъ годовъ, разсмотрѣнныхъ въ настоящей книгѣ, ограниченія относительно выпусковъ новыхъ облигацій, сопровождались оговорками объ обезпеченіи притока капиталовъ (въ видѣ заключенія ипотечныхъ займовъ) для покрытія расходовъ на усиленіе и улучшеніе сѣти и на новыя работы по сооруженію. Такъ, въ 1898 г. общество Baltimore & Ohio образовало резервъ пріоритетныхъ облигацій въ 5 милл. долл. и облигацій общей ипотеки въ 27 милл. долл. Правленію было предоставлено право выпускать облигаціи общей ипотеки серіями на сумму до 1.500.000 долл. въ теченіе первыхъ четырехъ лѣтъ послѣ организациі новаго общества и серіями до 1 милл. долл. ежегодно по истеченіи упомянутаго срока; что касается пріоритетныхъ облигацій, то онѣ предназначались для покрытія расходовъ на усиленіе, улучшеніе и развитіе сѣти. Правленію разрѣшались ежегодные выпуски пріоритетныхъ облигацій въ размѣрѣ не свыше 1 милл. долл. ежегодно послѣ 1 января 1892 г.

Общество Erie въ 1895 г. ассигновало 5.337.208 долл. наличными деньгами единовременно и 17 милл. долл. облигаціями общей ипотеки, которыя рѣшено было выпустить впослѣдствіи. Общество Northern Pacific въ 1896 г. отчислило въ резервъ пріоритетныя облигаціи на сумму 25 милл. долл. Правленію было предоставлено право выпускать эти облигаціи въ размѣрѣ не свыше 1.500.000 долл. ежегодно и сверхъ того выпустить на 4 милл. долл. облигацій общей ипотеки на случай надобности. Общество Reading въ 1895 г. отчислило въ резервъ 20 милл. долл. облигаціями общей ипотеки для покрытія расходовъ на новыя работы, причѣмъ ежегодно разрѣшалось выпускать облигаціи въ суммѣ до 1.500.000 долл. Наконецъ, общество Richmond Terminal отчислило въ резервъ 20 милл. долл. 5⁰/₁₀₀ облигаціями; ежегодно разрѣшалось выпускать облигаціи на 2 милл. долл. Въ самое послѣднее время собраніе акціонеровъ Richmond Terminal разрѣшило правленію выпустить на 200 милл. долл. ипотечныхъ облигацій, вслѣдствіе чего размѣръ годового расхода повысится до 5 милл. долл.

До девяностыхъ годовъ ограниченія дальнѣйшихъ выпусковъ облигацій также сопровождались оговорками объ обезпеченіи притока новыхъ капиталовъ. Въ 1886 г. общество Reading обратило облигаціи общей ипотеки на сумму 9.792.000 долл. на улучшеніе сѣти; въ 1875 г. общество Northern Pacific имѣло въ виду выпустить облигаціи первой ипотеки въ количествѣ 25.000 долл. на милю законченнаго сооруженіемъ пути. Въ тѣхъ случаяхъ, когда общія ограниченія въ отношеніи заключенія новыхъ облигаціонныхъ займовъ не сопровождались соответствующими оговорками (Atchison въ 1889 г.) или оговорки оказывались на практикѣ непригодными (Northern Pacific въ 1875 г.), правленія дорогъ поневолѣ обращались къ инымъ мѣрамъ болѣе или менѣе радикальнаго характера. Выше мы упомянули о реорганизациіи общества Atchison въ 1893 г., что касается Northern Pacific, то въ 1889 г. правленію общества было разрѣшено выпустить на 20 милл. долл. 5⁰/₁₀₀ облигацій

консолидированной ипотеки для нужд вѣтвей въ размѣрѣ не свыше 30.000 долл. на миллю, и на такую же сумму облигацій для покрытія расходовъ на улучшеніе сѣти, и пр.

Даже, когда нѣтъ никакихъ ограниченій относительно выпуска облигацій, для предпріятія въ высшей степени важно имѣть возможность свободно удовлетворять свои потребности въ наличныхъ средствахъ въ будущемъ. Необходимо предоставить въ распоряженіе правленія извѣстный запасъ облигацій, которыя оно могло бы выпускать безъ разрѣшенія въ каждомъ отдѣльномъ случаѣ акціонеровъ. Вѣроятно, соотвѣтствующія мѣры были бы приняты реорганизаторами, даже если бы ихъ необходимость не вытекала непосредственно изъ самаго факта наличности упомянутыхъ выше ограниченій, но, надо полагать, что въ распоряженіе правленій въ такомъ случаѣ были бы предоставлены значительно меньшія суммы, нежели какими они располагали на дѣлѣ. Въ 1895 г. общество Union Pacific отчислило въ резервъ 4% облигаціи на сумму 13 милл. долл. и привилегированныя акціи на сумму 7 милл. долл. для погашенія облигацій, обезпечивавшихся подвижнымъ составомъ, и для покрытія расходовъ, вызванныхъ реорганизациею и учрежденіемъ новаго общества. Подъ группу расходовъ, вызванныхъ учрежденіемъ новаго общества, были, между прочимъ, подведены займы, предназначавшіеся для развитія сѣти. Конечно, такой порядокъ оказался крайне неудобнымъ. Точно также общества Rock Island въ 1902 г. и Erie въ 1877 г.г. отчислили извѣстное количество акцій и облигацій въ резервъ для удовлетворенія будущихъ потребностей въ наличныхъ средствахъ. Несомнѣнно, и Erie и Reading были въ значительной мѣрѣ стѣснены отсутствіемъ надлежащей предусмотрительности со стороны учредителей но, конечно, финансовыя затрудненія обоихъ названныхъ обществъ объяснялись, главнымъ образомъ, ихъ крупной задолженностью, и едва ли эти затрудненія могли быть устранены путемъ автоматическаго увеличенія и безъ того огромнаго долга.

Значеніе института уполномоченныхъ (voting trust) заключается въ передачѣ акцій въ руки уполномоченныхъ (trustees), которыхъ большей частью бываетъ пять. Уполномоченные, взявъ полученныхъ ими акцій, выдаютъ сертификаты или удостовѣренія. Дивиденды по акціямъ уплачиваются держателямъ сертификатовъ, но права акціонеровъ осуществляются уполномоченными, пока длится самый институтъ уполномоченныхъ. Изъ разсмотрѣнныхъ въ настоящей книгѣ реорганизацій, въ десяти реорганизаціяхъ, сопровождавшихся продажей желѣзныхъ дорогъ съ аукціона, встрѣчаются пять институтовъ уполномоченныхъ и одинъ комитетъ довѣренныхъ; въ восьми реорганизаціяхъ, не сопровождавшихся продажей желѣзныхъ дорогъ съ аукціона, встрѣчаются два института уполномоченныхъ, въ десяти реорганизаціяхъ до 1893 г.—два института уполномоченныхъ (хотя третій предлагался для Atchison въ 1889 г.); въ семи реорганизаціяхъ періода 1893—98 г.г. находимъ пять институтовъ уполномоченныхъ и одинъ комитетъ довѣренныхъ. Такимъ образомъ, институтъ уполномоченныхъ получилъ довольно широкое распространеніе. Въ критическіе періоды жизни желѣзнодорожнаго предпріятія кредиторы всячески стараются избѣгнуть опасности внезапныхъ колебаній въ управленіи дѣлами дороги. Въ интересахъ кредиторовъ обезпечить возможно большую устойчивость политики руководителей предпріятія. Въ объяснительной запискѣ къ плану реорганизации общества Baltimore & Ohio въ 1898 г. читаемъ: «Для того, чтобы установить прочный контроль надъ реорганизованнымъ обществомъ на нѣсколько лѣтъ, обѣ категоріи акцій новаго общества передаются въ руки пяти уполномоченныхъ». Въ объяснительной запискѣ къ плану реорганизации общества Reading въ 1886 г., составленной синдикатомъ банкировъ, находимъ слѣдующую фразу: «Важность передачи въ руки кредиторовъ управленія предпріятіемъ, пока не возрастетъ въ болѣе или менѣе значительной степени его производительность, не подлежитъ ни малѣйшему сомнѣ-

нію». Чрезвычайно важно, чтобы реорганизованнымъ обществомъ руководили на первыхъ порахъ лица, заинтересованныя въ успѣшномъ осуществленіи реорганизаціи, и чтобы, пока не устранена опасность банкротства, политика предпріятія носила строго консервативный характеръ. Вотъ почему примѣненіе института уполномоченныхъ должно находиться въ прямой зависимости отъ степени серьезности финансовыхъ затрудненій данной желѣзной дороги и отъ остроты потребности въ устойчивой политикѣ. Если признать, что желѣзная дорога, которая не можетъ быть реорганизована безъ продажи съ аукціона, обыкновенно находится въ худшемъ положеніи, нежели желѣзная дорога, которую можно спасти путемъ добровольныхъ уступокъ, то связь между продажей съ аукціона и институтомъ уполномоченныхъ станетъ понятной. Опытъ въ достаточной мѣрѣ подтверждаетъ цѣлесообразность обращенія къ услугамъ уполномоченныхъ, а потому въ новѣйшій періодъ институтъ уполномоченныхъ получилъ широкое распространеніе.

Правда, къ услугамъ уполномоченныхъ не всегда обращаются для осуществленія упомянутыхъ выше цѣлей. Въ 1892 г. группа акціонеровъ общества Baltimore & Ohio передала свои акціи уполномоченнымъ на годъ и пять мѣсяцевъ. Всѣхъ акцій находилось въ обращеніи на 25 милл. долл., группа акціонеровъ передала уполномоченнымъ акціи на сумму 8.975.000 долл., очевидно, желая увеличить свое вліяніе путемъ сосредоточенія акцій въ однихъ рукахъ. Въ 1895 г. акціи Oregon Railway & Navigation Company были переданы Central Trust Company для обезпеченія интересовъ держателей привилегированныхъ акцій. Тогда же было постановлено, что Central Trust Company осуществляетъ права всѣхъ акціонеровъ при разрѣшеніи вопросовъ: 1) объ увеличеніи количества привилегированныхъ акцій, если на это не послѣдовало единодушнаго согласія всѣхъ держателей сертификатовъ по обѣимъ категоріямъ акцій, выраженнаго въ общихъ собраніяхъ акціонеровъ; 2) о предложеніяхъ, касавшихся обремененія залогомъ,

продажи или сдачи въ аренду желѣзнодорожныхъ и телеграфныхъ линій общества, либо ихъ слиянія, если на это не послѣдовало согласія держателей большинства сертификатовъ по каждой категоріи акцій; 3) всѣхъ другихъ вопросовъ, по усмотрѣнію держателей большинства сертификатовъ по обѣимъ категоріямъ акцій, представленныхъ въ общія собранія акціонеровъ. Кромѣ того, держатели привилегированныхъ акцій имѣли право избранія большинства директоровъ. Приведенные примѣры сами по себѣ представляютъ извѣстный интересъ индивидуальнаго характера, главная же задача уполномоченныхъ при реорганизацияхъ заключается въ обеспеченіи прочнаго контроля надъ предпріятіемъ въ теченіе извѣстнаго періода времени послѣ его реабилитаціи.

Срокъ дѣйствія полномочій бываетъ различный. Въ большинствѣ случаевъ онъ равенъ пяти годамъ, но часто уполномоченные слагаютъ съ себя обязанности ранѣ истеченія срока: такъ поступили уполномоченные Baltimore & Ohio въ 1898 г., Richmond Terminal въ 1894 г. и Northern Pacific въ 1896 г. Иногда до истеченія срока дѣйствія полномочій необходимо выполнить нѣкоторыя условія. Такъ, въ 1895 г., при реорганизации общества Erie было постановлено, что до 1 декабря 1900 г. и вообще впредь до того, какъ общество уплатитъ 4% дивиденда наличными деньгами по привилегированнымъ акціямъ перваго разряда, сертификаты по акціямъ не подлежатъ обмѣну на подлинныя акціи. Въ 1896 г., при реорганизации общества Reading, срокъ дѣйствія полномочій уполномоченныхъ былъ продленъ на три года вслѣдствіе постановленія объ уплатѣ 4% дивиденда наличными по привилегированнымъ акціямъ перваго разряда въ теченіе двухъ лѣтъ сряду. При реорганизации Richmond Terminal относительно уполномоченныхъ были сдѣланы тѣ же постановленія, что и при реорганизации Erie.

Число уполномоченныхъ также бываетъ разное. Въ 1889 г., при реорганизации общества Atchison, предполага-

лось избрать семь уполномоченныхъ, въ 1898 г., при реорганизации Baltimore & Ohio, и въ 1894 г., при реорганизации Richmond Terminal, число уполномоченныхъ равнялось пяти, въ 1896 г. (Erie)—тремъ. Въ общемъ, то или другое число уполномоченныхъ не имѣетъ значенія. Когда, согласно плану реорганизации, требуется согласіе акціонеровъ на увеличеніе количества новыхъ бумагъ, въ аналогичныхъ случаяхъ необходимо согласіе держателей сертификатовъ, пока существуетъ институтъ уполномоченныхъ. Такъ, въ 1896 г., при реорганизации общества Northern Pacific, было постановлено, что уполномоченные не могутъ увеличивать количество привилегированныхъ акцій или выпускать какія-либо новыя ипотечныя облигаціи, безъ согласія держателей большинства всѣхъ сертификатовъ по привилегированнымъ акціямъ и держателей большинства сертификатовъ по обыкновеннымъ акціямъ, представленныхъ въ собраніе акціонеровъ.

На основаніи всего вышеизложеннаго, можно сдѣлать слѣдующіе общіе выводы:

I. Финансовая реорганизация въ большинствѣ случаевъ представляетъ собою попытку вывести данное предпріятіе изъ переживаемыхъ имъ затрудненій.

II. Указанныя затрудненія, вообще говоря, являются слѣдствіемъ либо ничѣмъ неограниченной свободы образованія капиталовъ желѣзнодорожнаго предпріятія, либо разорительной конкуренціи.

III. Финансовыя затрудненія выражаются почти всегда въ накопленіи крупнаго долга по краткосрочнымъ обязательствамъ или въ чрезмѣрномъ увеличеніи обязательныхъ платежей; обѣ эти причины, дѣйствуя отдѣльно или вмѣстѣ, могутъ поставить предпріятіе въ критическое положеніе еще до его фактическаго банкротства.

IV. Наиболѣе рациональнымъ способомъ погашенія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ является обло-

женіе взносами держателей бумагъ. Иногда реорганизаторы прибѣгаютъ къ реализаціи бумагъ и обложенію взносами акціонеровъ или облигаціонеровъ.

V. Въ составъ обязательныхъ платежей входятъ, главнымъ образомъ, платежи по займамъ и арендныя платы. Уменьшеніе платежей по займамъ достигается путемъ замѣны старыхъ облигацій новыми, приносящими меньшій доходъ, либо дивидендными облигаціями или акціями, либо наконецъ, путемъ комбинаціи бумагъ съ опредѣленной доходностью съ бумагами, по которымъ проценты уплачиваются условно, въ зависимости отъ результатовъ эксплоатации. Пониженіе арендныхъ платъ достигается путемъ непосредственныхъ переговоровъ съ соответствующими желѣзными дорогами, либо путемъ поглощенія арендуемыхъ дорогъ главнымъ обществомъ. Въ этомъ послѣднемъ случаѣ акціонеры и облигаціонеры арендуемыхъ дорогъ получаютъ новыя акціи и облигаціи взамѣнъ прежнихъ.

VI. Новыя облигаціи выпускаются въ меньшемъ количествѣ наименованій и на болѣе продолжительный срокъ, нежели облигаціи, подлежащія обмѣну.

VII. Пониженіе обязательныхъ платежей сопряжено для большей части держателей бумагъ даннаго предпріятія съ извѣстнымъ убыткомъ, какъ въ отношеніи размѣра ежегоднаго дохода, такъ и въ отношеніи продажной цѣны бумагъ. Такой же убытокъ несутъ держатели бумагъ, уплачивающіе взносы по своимъ облигаціямъ или акціямъ.

VIII. Убытки распредѣляются между держателями бумагъ въ зависимости отъ относительнаго пріоритета бумагъ. Тѣ изъ облигаціонеровъ, которые могутъ рассчитывать на удовлетвореніе своихъ претензій изъ выручки отъ продажи желѣзной дороги съ аукціона, не несутъ никакихъ убытковъ.

IX. Финансовыя реорганизаціи новѣйшаго періода характеризуются, главнымъ образомъ, широкимъ примѣненіемъ комбинаціи новыхъ бумагъ съ опредѣленной доходностью съ бумагами, по которымъ проценты уплачиваются

условно, въ зависимости отъ результатовъ эксплуатаціи. Примѣненіе этой системы придаетъ убыткамъ держателей бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ лишь временный характеръ и вмѣстѣ съ тѣмъ обезпечиваетъ интересы самого предпріятія. Вотъ почему въ послѣднее время привилегированныя акціи становятся болѣе популярными, нежели дивидендныя облигаціи.

X. Благодаря упомянутой системѣ, а также выпуску новыхъ бумагъ для покрытія долга по краткосрочнымъ обязательствамъ и иныхъ цѣлей, капиталы желѣзныхъ дорогъ послѣ реорганизаціи, во всѣхъ случаяхъ, кромѣ одного, изъ разсмотрѣнныхъ въ настоящей книгѣ, увеличиваются, по сравненію съ прежними капиталами.

XI. Для успѣшнаго осуществленія реорганизаціи, въ уставъ вновь учреждаемаго предпріятія часто вводятся разнаго рода дополнительные постановленія, имѣющія цѣлью оградить держателей бумагъ позднѣйшихъ выпусковъ отъ чрезмѣрнаго увеличенія облигаціоннаго долга, дать возможность предпріятію производить затраты на работы по улучшенію и усиленію сѣти за счетъ капитала, предупредить опасность неожиданныхъ колебаній и переменъ въ отношеніи управленія дѣлами предпріятія, и пр.

Библиографическая замѣтка.

Свѣдѣнія о финансовой организаціи желѣзныхъ дорогъ Соединенныхъ Штатовъ почерпаются изъ самыхъ разнообразныхъ источниковъ. На первомъ мѣстѣ стоятъ годовые отчеты желѣзныхъ дорогъ, затѣмъ идутъ статьи, помѣщенные въ разное время въ газетахъ и спеціальныхъ журналахъ, брошюры, мемуары и біографіи. Наконецъ, важное значеніе имѣютъ официальные документы, заключающіе въ себѣ: 1) доклады и отчеты правительственныхъ желѣзнодорожныхъ комиссій; 2) доклады и отчеты прочихъ комиссій; 3) законопроекты и 4) судебныя рѣшенія.

Больше всего свѣдѣній содержатъ газеты и журналы. «The Commercial and Financial Chronicle», «The Railroad Gazette», «The Railway Age», «The Railway and Engineering Review», «The Railway Times» (Лондонъ), «The Tribune», «The Journal of Commerce», «The Wall Street Journal» и пр. заслуживаютъ полнаго довѣрія, хотя надо имѣть въ виду, что газетныя свѣдѣнія не всегда заимствуются изъ первоисточника, а газетные комментаріи не всегда безпристрастны. Брошюры въ значительной степени дополняютъ роль газетъ. Многіе планы реорганизаціи публиковались въ формѣ брошюръ, ими же пользовалась оппозиція для изложенія своихъ взглядовъ. Годовые отчеты желѣзнодорожныхъ обществъ, конечно, необходимы, но съ ними надо обращаться осторожно. Иногда они неполны, иногда умышленно вводятъ въ заблужденіе. Сборники судебныхъ рѣшеній чрезвычайно интересны, потому что ни одна реорганизація не обходится безъ помощи суда. Отчеты администраціи по дѣламъ Union Pacific составили 14 томовъ. Рѣшеніе высшаго суда по дѣлу Пирсалля съ Great Northern составило главную основу плановъ реорганизаціи Northern Pacific въ 1895 г. Незадолго передъ тѣмъ, общество Union Pacific, благодаря судебному рѣшенію, отсрочило уплату процентовъ по долгу казнѣ до наступленія срока погашенія капитала. Общество Erie постоянно имѣло

дѣло съ судами, то же слѣдуетъ сказать и объ обществахъ Reading и Northern Pacific, въ періодъ ихъ реорганизаций. Весьма полезны показанія свѣдущихъ лицъ въ разнаго рода правительственныхъ комиссіяхъ. Бланшаръ (Herburn Committee) и Финкъ (Herburn и Cullom Committees) подробно выяснили политику общества Baltimore & Ohio, приведшую его къ банкротству. Отчетъ Poland Committee раскрылъ скандалъ съ Crédit Mobilier. Показанія Гульда, Адамса, Эймса, Гольмса и пр. въ правительственной желѣзнодорожной комиссіи 1887—88 гг. выяснили несправедливость финансовой реорганизации общества Union Pacific въ 1880 г. Показанія Макъ-Леода, Райса, Гарриса и пр. въ промышленной комиссіи 1900 г. пролили свѣтъ на обстоятельства, вызвавшія банкротство общества Reading въ 1893 г. Аргументы повѣренныхъ истцовъ и отвѣтчиковъ, приведенные въ пятомъ томѣ отчетовъ комитета Элькинса, содержатъ массу цѣнныхъ свѣдѣній о конкуренціи магистральныхъ путей. Аналогичный матеріалъ можно найти въ мемуарахъ Генри Вилларда ¹⁾, либо въ біографическихъ очеркахъ ²⁾ и пр.

Таковы источники, откуда можно почерпнуть данныя о реорганизации желѣзныхъ дорогъ. Книгъ, посвященныхъ этому вопросу, нѣтъ. Слѣдуетъ отмѣтить статью Мида (E. S. Meade) ³⁾, статьи Симона Стерна ⁴⁾ и пр., также монографію Свейна ⁵⁾, посвященную вопросу объ администраціяхъ по дѣламъ желѣзныхъ дорогъ.

Литература по исторіи желѣзнодорожныхъ обществъ въ общемъ также небогата. Лучше другихъ разработана исторія Union Pacific. Дэвисъ ⁶⁾, Бромлей ⁷⁾, Диллонъ ⁸⁾,

¹⁾ Memoirs of Henry Villard, 1835—1900, Boston 1904.

²⁾ Ellis Paxon Oberholtzer, Life of Jay Cooke. Philadelphia 1907.

³⁾ Annals of the American Academy for Political and Social Science, March 1901.

⁴⁾ Forum, September, 1890, March, 1894.

⁵⁾ H. H. Swain, Economic Aspects of Railroad Receiverships, Economic Studies of the American Economic Association, April, 1898.

⁶⁾ John P. Davis, History of the Union Pacific Railroad. Chicago, 1894.

⁷⁾ I. H. Bromley, Pacific Railroad Legislation. Boston, 1886.

⁸⁾ J. F. Dillon, Pacific Railroad Laws. New York, 1890.

Кроуфордъ ¹⁾, Газардъ ²⁾ и Уайтъ ³⁾ разсматриваютъ различныя стадіи развитія предпріятія вплоть до послѣдней реорганизаціи. Митчелль ⁴⁾ разбираетъ финансы Union Pacific въ новѣйшее время. Слѣдуетъ также отмѣтить брошюру Бэйли ⁵⁾, впрочемъ поверхностно написанную. По исторіи общества Erie имѣется хорошая книга Мотта (E. H. Mott, *Between the Ocean and the Lakes, the Story of Erie*. New York, 1899), также очерки Адамса (Charles Francis and Henry Adams, *Chapters of Erie and other Essays*. Boston, 1871). По исторіи Baltimore & Ohio до 1853 г. можно рекомендовать книгу Рейценштейна (Milton Reizenstein, *Economic History of the Baltimore & Ohio*, 1827 — 53. John Hopkins University Studies, July-August, 1897), книгу Смита (W. P. Smith, *The Book of the Great Railway Celebrations of 1857*. New York, 1858) и сборникъ: «Laws, Ordinances, and Documents Relating to the Baltimore & Ohio Railroad Company. Baltimore, 1840. По исторіи Northern Pacific имѣется сочиненіе Смоллея (E. V. Smalley, *History of the Northern Pacific Railroad*. New York, 1883), охватывающее періодъ 1864—1883 гг., также книга Мейера (B. H. Meyer, *A History of the Northern Securities Case*, Bulletin of the University of Wisconsin, July, 1906), касающаяся новѣйшихъ событій. Вильсонъ (W. B. Wilson *History of the Pennsylvania Railroad Company*. Philadelphia, 1899), Ворthingтонъ (T. K. Worthington, *Historical Sketch of the Finances of Pennsylvania*, Publications of the American Economic Association, May, 1887) и Бишонъ (A. L. Bishop, *The State Works of Pennsylvania*, Publications of Yale University, New Haven, 1907) писали о Пен-

¹⁾ J. B. Crawford, *The Crédit Mobilier of America*. Boston, 1880.

²⁾ Rowland Hazard, *The Crédit Mobilier of America*. Providence, 1881.

³⁾ Henry Kirk White, *History of the Union Pacific Railroad*, *Economic Studies of the University of Chicago*, 1895.

⁴⁾ T. W. Mitchell, *The Growth of the Union Pacific and its Financial Operations*, *Quarterly Journal of Economics*, August, 1907.

⁵⁾ W. F. Bailey, *The Story of the First Trans-Continental Railroad, its Projectors, Construction, and History*. Pittsburg, 1906.

силванской желѣзной дорогѣ. Аккерманъ написалъ книгу объ Illinois Central (W. K. Ackerman, Historical Sketch of the Illinois Central Railroad, Chicago, 1890); Голлендеръ—о Cincinnati Southern (J. H. Hollander, The Cincinnati Southern Railway: A Study in Municipal Activity. Johns Hopkins University Studies, January—February, 1894). Правленіе общества Chicago & Northwestern выпустило книгу: «Yesterday and To-day» (Chicago, 1905). Блиссъ писалъ о желѣзной дорогѣ Western Railroad (George Bliss, Historical Memoir of the Western Railroad. Springfield, 1863). Кэри въ 1893 г. издалъ книгу о Chicago, Milwaukee & St. Paul (Cary, Organization and History of the Chicago, Milwaukee & St. Paul Railroad Company. Milwaukee, 1893). Прекрасно изложена исторія нѣсколькихъ южныхъ желѣзныхъ дорогъ въ книгѣ Филлипса (U. B. Phillips, A History of Transportation in the Eastern Cotton Belt to 1860. New York, 1908). Отмѣтимъ еще книги Van Oss'a (American Railroads as Investments. New York, 1893), Snyder'a подъ тѣмъ же заглавіемъ, Bancroft'a (History of the Pacific States), Davidson and Stuvé (Complete History of Illinois), Hollander'a (Financial History of Baltimore), Sanborn'a (Congressional Grants of Lands in Aid of Railways) и Million (State Aid to Railroads in Missouri).

Въ общемъ, литература вопроса отличается крайней скудостью. Достаточно сказать, что только книга Мотта (исторія общества Erie) отвѣчаетъ всѣмъ требованіямъ, и этой книгѣ уже больше десяти лѣтъ.

