

飯田 隆著

## 『イギリスの産業発展と証券市場』

(東京大学出版会, 1997年)

森 恒 夫

## I.

本書は、1890年代後半から1930年代後半にわたるイギリス証券市場の、イギリスの産業発展——より狭めていえばイギリス産業（主として製造業）の粗固定資本形成に現れた資本蓄積——に対する長期性資金の供給源としての関わり様の変遷について、可能な限り「状況証拠」あるいは「空想」を排して、ファクト・ファインディングズに基づいて解明しようとしたものである。そのために、著者は、浩瀚な、未発表論文を含む文献を渉猟しただけでなく、例えば、『エコノミスト』、『タイムズ』あるいは『証券取引所年鑑』等の記載事項を精力的に丹念に収集し、データのコンピュータによる分類・集計を基礎とする分析を行っている。こうした膨大な作業の結果得られた結論について、著者は、なるべく「確実にいえることだけをいう」という控え目な態度をとっている。それだけに、本書に対しては、何よりも資料も含め内容をできるだけ正確に伝えるべきであろう。本書は「序章 課題と方法」に続いて「第I部 第1次世界大戦前の証券市場とイギリス産業」

および戦間期を扱った「第II部 産業金融と証券市場」に分かれ、最後に「終章 総括と展望」を置いている。

序章では、従来ある、第1次世界大戦前のロンドン資本市場の国際金融センターというイメージと第2次世界大戦後のイギリス産業の資金調達源というイメージとをつなぐ過程が未解明であり、このことを正面から扱った研究は乏しく、あっても「状況証拠」の比較に過ぎないと主張する。

## II.

第1次大戦前を対象時期とする第I部は、「第1章 証券発行市場と産業設備投資」、「第2章 産業証券発行市場と市場の機能」、「第3章 イギリス証券取引所の発展と動態」および「第4章 イギリス産業証券の流通状況」からなる。

第1章は、「1. ホール＝ケアクロス論争」、「2. 論争の焦点に関する先行研究の諸成果」、「3. 1896-98年証券発行ブームの実態」で構成される。

「1」では、大戦前のイギリス証券市場のイ

ギリス産業金融との関わり合の積極性を説く R. ホールとこれを批判する A.K. ケアークロスとの論争がコメントを加えつつ紹介されている。その論争における焦点は、(1)証券発行額と会社の資金調達額とのズレおよび (2)組織変更による新設会社の発行収入金のうちの企業の売り手の取得分の大きさであるが、その実態解明の不十分さを指摘する。

「2」では、ホール＝ケアークロス論争に絞って、E.A. ハリソン、J.B. ジェフリーズ、G.L. エアルズ（未公開論文）の研究を吟味しつつ、C.H. ファインスタインの固定資本形成の統計数値と対比し、1890年代後半についてはホールの主張はかなり支持されるが、なお実態解明には不十分であるとして、つぎにこれが試みられる。

「3」では、『ザ・タイムズ』掲載の『公募会社の目論見書集』巻末の「公募発行の統計的索引」（1896, 97, 98年版）から産業（醸造・蒸留、商工業、鉄鋼・石炭）の会社が抽出され（各年281, 281, 207社）、そのなかの7社について発行年の翌年版の『取引所年鑑』（Burdett's Official Intelligence）によって資本金、売主の取得分、業種、設立年等を調査し、売主（利害関係者）取得の証券を差し引いた「公募発行額」と、さらに利害関係者の取得した現金を差し引いた「会社の手元に残る現金」を算出し説明を加えている。こうしたサンプルの検討のうえで、769社の証券発行の内実が業種別に表示され（表1-9）、ロンドン市場での資金調達目的発行額のうち実物投資に振り向ける資金は23%だと判断される（37頁）。この23%を『エコノミスト』の一般産業発行額に適用し、固定資本形成（「設備投資」とされている）と対比すると伝統的見解よりかなり高い

が、醸造会社発行の消極性からするとそれほどでもない。失敗例の小口発行への集中や新設会社（既存企業吸収）での売主帰属部分の高さからみて、中小規模企業にとって発行市場は重要な資金源であったとするホールの見解が部分的には当たっているものの、結局「ケアークロスに軍配を上げる」ものであり、「『伝統的見解』は確固たる根拠をもっていった」（44頁）という。

第2章は「1. 第1次大戦までの発行仲介業者と国内産業証券」、「2. 第1次大戦前の国内産業証券の発行方法」、[3. 1899年の国内産業証券の発行方法]からなる。まず「1」では、発行商社、株式ブローカー、信託会社、金融会社について説明が加えられ、第1次大戦前においては国内産業については発行会社と投資家との私的な交渉が重要であり、内部金融に依存し、ロンドンからはイギリス国内産業証券は「隔離され」（ジェフリーズ）ていたことなどが、先行研究から指摘される。ただしこうした議論は「状況証拠」からの推察であるとして、「2」に移る。

「2」は、イギリスにおける代表的な会社証券発行方法として、(1)公募 (Public Issue)、(2)売出發行 (Offer for Sale)、(3)プレイング (Placing)、(4)株主割当 (Right Issue) の4つを挙げ、それぞれの利用状況を文献によって概述している。これによって、第1次大戦前のイギリス国内産業証券発行「の大半が目論見書の公布に基づく公募によって果たされたと推察しうる」（56頁）が、これについての満足すべき研究はない。

「3」は、当時の産業証券の発行方法の実態を知る新しい統計作りの作業結果である。まず、『エコノミスト』の発行統計シリーズと

『証券取引所年鑑』の利用価値、限界、有効な利用方法などを丹念に吟味し、発行方法を詳細に確認でき、かつ固定資本形成も活発であった1899年を選ぶ。

前出の3業種について『取引所年鑑』の1899年と1900年版との比較・参照を通して事例を抽出し、証券の種類、資金調達額（額面額）、発行方法を見定める。『エコノミスト』も参照した根気の要る作業の結果（表2-2、表2-3）から、発行方法は目論見書付き公募が85%；優先株式、社債が多い；発行件数で小口発行も少なくなき、そこでは私募（「不明」を指す——評者）が多いが、小口公募発行も例外的現象ではないこと等が確認される。公募が重要であった背景には、これによる大口の海外証券発行の、マーチャント・バンクの保証も得た高い信頼性、幅広い金利生活者の投資家の存在があった。また、非公募の企業は取引所に訴える欲求はなかった。とすれば、売出やプレイングの前提となる国内産業証券専門の仲介業者も十分育成されることもなかった。

ここで、論旨のとり難かった点は、発行市場外で資金調達できたが故に仲介業者が育たなかったという一方で、発行市場の利用は公募以外ではありえず、それも確定利付証券によらざるをえなかったといい、仲介業者の欠如が日常的な公募の失敗をもたらし、それをカバーする私的な証券取引が今度は仲介業者を育てなかった、としている（62-63頁）。因果は巡るという感がある。また、幅広い金利生活者の投資家の存在が割当の必要を薄めた（62頁）ということは、むしろ目論見書付き公募発行の容易さを思わせてしまう。

第3章は「1. 証券取引所の機能とイギリスの取引所」、「2. イギリスの証券取引所の上場

銘柄」、「3. 国内産業証券上場銘柄の性格」からなる。

「1」では、株式の自由譲渡性を保証する機関としての証券取引所の概観が示される。短命も含めて歴史的には29都市に設立されたうち26取引所の簡単な説明の後、証券取引所連合評議会（1890年設立）の資料を基に M. イーデルステインにもよりにながら、取引所会員が大戦前20年間とくにその前半にロンドンも地方も2倍近く増加したという。

「2」は、E.V. モーガン・W.A. トーマスによりながら、ロンドン取引所上場銘柄における一般産業証券の量的「意義は一貫して小さかったという議論には十分な根拠がある」とされる（76頁）。地方取引所については、R.C. ミキ（1987）の研究にも触れながら、マンチェスター、バーミンガム、ニューキャッスルの取引所について株式相場表による検討が行われ、どれもロンドン同様産業証券の比重が小さいが発行主体（銘柄）数ではとくに20世紀に入って地方市場で意義は最大となる（圧倒的部分は小口）と指摘される。

「3」では『取引所年鑑』によって、相場表と比較対照しつつ、1892年と1910年の3業種の上場証券の発行規模別・証券種類別、上場取引所数別、各取引所の単独上場の比重および各取引所の個別産業の上場数・額が、資料の入念な読み込み、いくつかの仮定に基づいて表示される。ここから、両年の間で、銘柄数では小口に集中したまま数・額とも著増；単独上場が多数；鉄鋼・炭鉱や一般商工業の地位が高まり、それらで全国的流通基盤をもつものの出現などが指摘された。これらは「従来の研究で主張されていたことをおむね裏付ける」ものといえるが、ロンドンの意義が意外に大きかった。

第4章は「1. 証券取引所における売買対象」、「2. 代表的銘柄の取引状況」、「3. 複数取引所の連繋」および「4. 小括」からなる。

「1」ではロンドンとマンチェスターおよびニューキャッスルの各種証券の取引状況が検討される。直接的なデータの欠如から「状況証拠」として各取引所の日刊の相場表に載っている売買成立銘柄とその価格に着目して、ロンドンについては毎月第2、4金曜日、他の2取引所については毎週金曜日の相場表から前者が推計され、年末の上場銘柄数と対比される。この結果(表4-1~4-3)、売買成立銘柄数そのものとしてはロンドンが圧倒的、国内産業証券にとっての地方取引所の意義は「従来想定されていたほどには、大きくない」、ただし、地方全体としてはロンドンを超え国内産業証券流通の主要な場が「地方にあったとする命題は、その限りでは正当」と結論される(104頁)。

「2」ではミクロの検討として、鉄鋼等十数社と鉄道5社の1892年と1910年の毎週水曜日の売買成立価格のマークの回数が数えられる。その結果(表4-6、4-7)、ロンドンでは2、3を別として巨大会社でさえそれほど流通性を確立していず、地方では特定銘柄に取引が集中しているなど、事態は「複雑」であったとされる。

「3」では、複数上場と関連して、ロンドンと地方との裁定取引であるシャンティングの価格平準化作用と1908年のその禁止の影響について「従来は無謀とも思われる勝手な解釈が飛び交っていた」(112頁)ので、これが検討される。

取引所間の関係を示すR.C. ミキのマトリクス表示にならって、『取引所年鑑』に基づいて1892年と1910年の取引所間の一般産業証券上場

銘柄数・額が表示され、複数上場の数は1910年には鉄道証券にかなり接近すること、ロンドン-地方の最大値はマンチェスターだがロンドン単独にはるかに及ばないことなどが明らかにされる。価格平準化作用については、取引所相場表に記録されている銘柄ごとの売呼値-買呼値の対比が行われ、毎金曜日の相場を拾い出すという手順のいる作業の結果(表4-11、4-12、4-13)から、ロンドンと地方の均衡価格形成の類型でみて平準化機能をもつ重複上場が「この20年間で相当程度に拡大した」が、それは鉄道、海外証券などとの「相対的な」「再評価」が必要(125頁)とされる。

「4」で従来の、「世紀転換期頃の国内産業証券をめぐる全国的流通市場の確立→第1次大戦直前期におけるその縮小・停滞、というシェーマはほとんど当てはまらない」(125-26頁)、ロンドンの意義を見直す必要があるなど小括される。

### III.

第II部は「第5章 第1次大戦直後の産業金融と証券発行ブーム」、「第6章 戦間期の証券発行市場とイギリス産業」、「第7章 証券発行市場の機能の変化と発行仲介業者」、「第8章 イギリス産業金融と証券市場の構造変化」、「第9章 イギリス産業証券の上場・流通状況の変容」という構成になっている。

第5章は「1. 第1次大戦直後のイギリス産業金融に関する諸見解」、「2. 戦後ブームの背景とその経過」、「3. 大戦直後ブームの分析結果」、「4. 戦後ブームと大企業経営の興隆」からなる。

「1」では、まず、戦間期の内外証券発行の

状況と一般産業国内の粗固定資本形成の状況とが対比的に確かめられ、先行研究にしたがって、ほぼ産業発行が大半をなし、大戦直後、1920年代後半、1930年代後半の3つのブームがあったことなどが確認される。ついでパローの自己金融化の主張めぐる先行研究(R.H. ヘンダーソン、W.H. リチャードソン、トーマス、鈴木良隆)の結論が検討されるが、産業と発行市場との関係を「手堅い実証作業を通して論じた研究はほとんどない」(135頁)という。

つぎに「2」で本章の直接の対象時期である戦後ブームの概説があり、証券発行ブームに関する従来の研究は、大半を占めた国内商工業で株式の圧倒的比重、企業買収絡みの巨額の発行と投機的取引などを明らかにしているが、とりわけ発行収入金のうちどれほどが設備投資に向けられたかについてはほとんど実証されていないと主張される。

「3」では1918年35、19年248、20年438の発行事例の詳細を『エコノミスト』資本発行の記事、『取引所年鑑』、『タイムズ』の『公募会社の日論見書集』を資料として丹念に考証を加え収集した結果が提示される。この3年間の資本発行額に占める商工業の比重、調達額/発行額(額面)比、手元残額/発行比などから、この時期は「よく設備投資動向を反映し」(141頁)ていた。発行規模別では、多数は小口だが、大口が[金額で]最大の比重を占める。また普通株と優先株が8~9割を占め、前回同様公募が中心だったが、割当も増加し売出も徐々に増加していた。

「4」はこのブーム期の産業証券発行の中心となった既存大企業の発行の実態が詳しく分析される。まず、P. L. ペインとL. ハンナの研究を援用しながらブーム期に発行市場に登場し

た大企業の3つの年の順位と増資形態が表示される(表5-6)。これらの発行額が一般産業発行額の3分の1;公募・売出がほとんど;ボーナス発行-無償発行も「従来想定されてきたほどは多くな」かったなどが指摘される。ボーナス発行「をはるかに上回る資金調達目的の発行」(149頁)の用途をみれば、株式会社の「社会的遊休資金の集中・動員機能を十分に発揮した類まれな事態」であり「大戦直後ブームは、イギリスの企業社会が『大企業経済』に移行するに際しての、最初でかつ重要な契機であった」(151頁)。

ここでコメントすれば、ボーナス発行の発行費用が零ということは無償発行という点からすればメリットともいえない;優先株・社債の比重の低下は財務改善となるよりも、一般に配当負担がより大きくなるといわなければならない(149頁参照)。

第6章は「1. 1920年代から1930年代初頭にかけての産業証券発行」、「2. 1920年代イギリスの産業発展」、「3. 1930年代後半産業証券発行ブーム」からなる。

「1」は、トーマスの1921~33年の産業証券発行のクロノジカルな叙述を紹介し、諸資料・文献によりつつ、28年ブームの様相を検討し、発行総額における国内一般産業の比重はそう高くないが、相当部分が拡張向けの「公算が強い」、結果が「ひどい」とされた組織変更会社で手元残が多い事例が過半を占めたことは「特筆に値する」(162頁)として、1920年代から1930年代初頭に産業証券発行市場で不十分ながら「明らかに戦前とは異なる構造変化が生じていた」(163頁)とする。

「2」では、既存文献・統計によって大恐慌からの回復の諸要因の連鎖を追い、資金需要は

大きく増大したが、新産業はともかく製造業では内部金融で十分といった主張を取り上げ、一般的に議論するのは困難としている。

「3」は、第1・5章にならって1935～37年に「証券発行市場に登場した国内一般産業株式会社の発行活動」の分析である。資料に関する細心な検討と仮定を置いたうえで、表6-8が掲示される。同表から、発行市場の利用は「生産・設備投資の動向をよく反映」(172頁)し；発行市場は設備投資の重要な資金源；中小会社でも手元残額は大きく証券発行による資金調達が可能に；組織変更新設会社も多く株式会社制度の普及を思わせる；公募の意義が大きく低下し私募発行が過半を占め発行仲介業者の在在の増加を意味したなどが導き出されていた。

第7章は、「1. 1920年代の発行仲介業者」、「2. 1930年代の発行仲介業者」、「3. 1930年代における発行仲介業者の相対的重要性」からなる。

「1」では先行の研究によると、戦後ブーム期や28年ブーム期の国内産業発行に関わる発行仲介業者の多少の変化は一過性であった；一流発行商会は第一級証券のみに関わったが、プレイングの普及を背景に、株式ブローカーはブームを経て「投資アドバイザー」的機能を持ちはじめた(188頁)。

1930年代を扱った「2」では、A.T.K. グラント、E. フレイ、J. キンロスの発行仲介機関に関する所説が紹介される。そして発行市場全体のなかでの金融商会の重要性の程度やマーチャント・バンカーの国内産業証券への関与の程度についての研究史上の空白が指摘される。

「3」では、ロンドン発行の大半を収める『タイムズ』の『公募会社の目論見書集』を用い、『取引所年鑑』や発行商社協会の会員リス

ト(1949年)による発行業者の分類を行ったうえで、1930～38年のロンドン市場での仲介業者の関与する356の発行事例が集められる。これらの取扱額(発行額)と件数で証券種類、公募・売出の別の検討から、30年代後半に国内産業に一番貢献したのは二流商社であった；一方、マーチャント・バンカーの海外から国内への転換は確かにあった。そして、1936年の国内一般産業の公募と売出の合計に対する『目論見書』ベースでの発行額の割合の高さから「イギリスの産業証券発行に対する仲介業者の意義は……相当程度に高まった」(202頁)と結論付ける。

第8章は「1. 第1次大戦以降のイギリス産業金融」、「2. 市場構造の変化」の2節構成である。「1」では戦後多くのイギリス産業企業が「発行市場に出向くことになった」要因を検討している。①戦時国債の大量発行は小規模投資家を増加させたといわれるが、相続税の階層別遺産構成では、証券保有を増大させた最下位層が国債投資を続けており、富裕層の産業証券投資の増大、低所得層のその減少傾向があった(A.P.L. ゴードン)。関連して②増税-累進税増徴は個人企業の改組を促がし、戦後の「有限責任会社を枢軸的担い手とする経済社会への転換」(213頁)の重要な契機となった。③合同による大規模化という要因については、L. ハンナの研究を参照しつつ、大株式会社の株主数の増加——株主権の希薄化——準備金組入の強化とこれに基づく配当の安定化——産業証券の人気上昇と繋げられる。ただし、中小会社の戦後の発行市場への登場との関連では限定的意義しかない。④資金供給者の資産選択の変化は「要因というより結果」(218頁)であり、⑤新産業の発展に伴う立地変動は、戦前のロンドンを媒介とする資金移動の構造の存在からすれば

それほど説得力はない。

以上、もっとも重要な要因は、戦後の「戦中?—評者」税制改革であり、ついで大企業規模の増大である。それにしても、「綿密な実証研究に裏付けられ」ていないので、これは「暫定的なものに過ぎない」(221頁)とされる。

本節の叙述には理解困難な箇所があった。要因①に関して増税は富裕階層に打撃を与え中小企業の発行市場への依存を強めた(214頁)こととの整合性、戦後の安定配当政策→普通株の人気の高まり(217-19頁)と戦後登場の投資大衆の投機性(219頁)との整合性如何である。また、「株主権の希薄化」と安定配当政策とは株式投資の大衆化の盾の両面であろう。後者は株式への人気を呼ぶというより「経営者支配」の立場からする財務強化政策と捉えられよう。

「2」は「ロンドン取引所の内部で生じた機構上の変革」を考察している。まず、証券取引における諸数値情報の収集・処理問題を取り上げ、チックー・テープ・マシンや電話の普及からみて戦前の「証券業者間の情報伝達手段の発展は決して遅れていなかった」とされる。ただし、続けて、「チックーや電話をもたない業者は数多かった」、利用も「まれだった」ともいわれている(222頁)。

以下の叙述も整理が難しい。辿ってみると、大戦による債券価格の急落や28年ブーム～大恐慌の影響は、情報伝達手段の利用や証券業界全体としての「近代化」を促した。取引所会員構成のジョバーの減少、ブローカーの増加の要因には、「個々の銘柄のロットが小さい」国内産業証券の主流化などがあった。「証券取引所の歴史上、画すべき事態」は主要取引対象の転換と投資家層の性格変化を契機とする情報の収集

・処理の「長足の発展」と投資家保護の規制強化であった(226頁)。

なお、戦前、ロンドン証券取引所——シティへの信認の高さは「多分に大英帝国の威光を背にしたもの」(227頁)といった付言は文脈上唐突で、なくもがなの感がある。

第9章は、「1. 第1次大戦後の国内産業証券上場銘柄の特質」、「2. 取引所における売買対象と代表的銘柄の流通状況」、「3. 戦間期における複数取引所間の連繫」からなる。

「1」は第3、4章と同じ手法で戦間期の上場証券を分析している。ロンドン取引所の1920、31、39年上場銘柄が示す一般産業証券の比重の増加傾向とその構成変化をより明らかにするために、『取引所年鑑』(1939年版)によって1938年の国内産業証券の性格が分析される。普通株の比重の再増加、どの業種でも依然5～50万ポンドが件数で大多数、大口の件数・金額の比重も大きい増加などである。単独上場か複数上場の状況についての作業結果は、上場取引所数の増加、その銘柄数の増加、ロンドンへの集中は強化、すべての産業でロンドンが最大値などであった。

「2」は第4章にならって上場証券の流通状況への接近が試みられる。『エコノミスト』の「相場表に記録された売買成立銘柄数の近似値」や表4-1と同様な手続きで作成された表9-9によって、「一般産業証券がロンドン取引所において最重要な取引対象になっていたことは明白」(242頁)であり、証券取引の国内産業証券への「転換がはっきりと示される」(244頁)。売買成立銘柄数/上場銘柄数比も高まり、これは小規模発行銘柄でも一定の流通基盤が確保されたことを意味した。

ついで、2年おきに1918～38年末の部門別の

売買成立銘柄数／上場銘柄数比が算出される(表9-10)。商工業証券のこの比率は3つのブームを通して上昇した。代表的銘柄(産業証券と4大鉄道普通株)を対象に実際の取引状況(毎週水曜日の売買成立日数)の検討も行われた。ロンドンでは、鉄道と並んで産業証券の大半が50前後となっており、マンチェスターでは多くて2日に1度からほとんど無しまでであるが、「全国的流通基盤をもつ銘柄が増加したことは間違いない」(252頁)と判断されている。

「3」では表4-10と対照できる表9-14(1938年)が掲出される。一般産業証券の上場銘柄数・額の取引所間のマトリクスである。多くの欄で上場銘柄数・額が大きく増加し、重複上場の意義が高まった。そこで前出の価格形成類型(図4-1)を用いた1928、1938年の表が掲げられる(表9-15、表9-16)。1938年には1910年と比べて、「価格差があまりみられなくなってきた」(260頁)。「ロンドンの相場に地方市場が従属する形で、全国的な統一価格が形成される構造になってきた」(260頁)と評価される。

#### IV.

「終章 総括と展望」に移ろう。これまでの論述を振り返って、大戦前の公的な証券市場とイギリス産業の関係の「希薄」などは、産業金融に関する市場「悪玉」説を無理にしておき、海外投資は輸出市場の確保となった；戦間期になると、「戦中戦後」の増税[戦後もか？— 評者]を重要な要因として中小企業の長期資金

調達の困難が現れ、これは30年代に証券市場の機構整備があって部分的に解決されたといった要約が行われる。

この場合、「海外証券取引の衰退と国内産業証券取引の活発化はそれほど直結しない」、前者の后者への投資の拡大の「有力な要素」ではあるが、[決め手]は市場の「意図的な機構改革」であったとされる(266頁)。しかし、このパラグラフは解り難い。「直結しない」理由は旧輸出産業の合理化に「証券市場は役に立たなかった」ことにあり、産業が内需に依存するようになって「一定の役割を演じた」という。だが、ここでの証券発行諸ブームは海外投資の後退が背景になっており、機構改革もそこから試みられたとすれば、海外投資の動向はより強調されてよいのではないか。旧輸出産業について指摘される点は、証券市場の機構の問題より当該産業じしんに内在する問題であろう。もっとも、本書も「直結」はしないが、「有力な要素」と評価しているのだが。

さて、本書は、序章に掲げた課題を極めて堅実な手法でいわば“立体的”に解明しており、「状況証拠」や「空想」ではなかなか論評し難い。そこで「望蜀」を承知で、著者が与えるさらに解明さるべき課題とは別に、イギリス産業の、広く指摘されている資本蓄積の消極性が、本書の研究と質的に密に絡ませられれば、さらに“立体性”をもったすぐれたイギリス資本主義論になるのではないかという「感想」をもって、この書評を終る。

(明治大学経営学部教授)