

稲富信博著

『イギリス資本市場の形成と機構』

(九州大学出版会, 2000年2月)

鈴木 芳 徳

I

イギリス証券市場史に関する本格的な研究書、それも「歴史的事実」(あとがき)を描き出そうとした380頁の大著である。この分野については、これまで飯田隆『イギリスの産業発展と証券市場』(東京大学出版会, 1997年)や鈴木俊夫『英国重商主義公債整理計画と南海会社』(中京大学商学研究叢書, 1986年)、鉄道関係では湯沢威『イギリス鉄道経営史』(日本経済評論社, 1988年)、少し以前に刊行されたものでは小松芳喬『鉄道の生誕とイギリスの経済』(清明会叢書, 1984年)や、ごく最近では、梶本元信『南ウエールズ交通史研究』(日本経済評論社, 2000年)などの研究書が刊行されている。イギリス証券市場史の研究の流れは、全体としてみると、株式会社法制史から株式会社企業史へ、発行市場から流通市場へ、そして取引業者と取引技術へ、と向かってきているように思われる。

稲富氏の今回の著書は、イギリスの証券市場の歴史を、証券流通市場に力点をおきつつ、一つの流れとして描き出そうとした力作である。

II

本書冒頭の「課題と構成」によると、本書は、次の二つの課題を解こうとしている。

第一は、「イギリス資本市場の形成」であって、これは「国債投資の展開がロンドン証券取引所を生み出し、さらに鉄道投資の展開が地方証券取引所創設の動因になった」点についての分析である。

第二は、このようにして「形成」されたロンドン証券取引所において、その「会員が、流通市場において対外的・内部的に創出した機構そのもの」を対象とした分析である。すなわち「流通市場にも分析の鋏が入れられるべきである。」そしてこの流通市場そのものが「イギリス資本市場の歴史的発展のなかで形成された機構である」ことに注意が払われる。

このように設定された二つの課題の下で、本書は次のような構成で叙述される。

第一章は、「国債投資とロンドン証券取引所の成立」と題され、国債投資を原動力として17世紀末からロンドン資本市場が重要性を増してきた過程が示される。金利生活者層が拡大する

中で、証券引受業者・取引業者と証券取引所が生み出された歴史的過程の描写である。

第二章は、「運河投資と運河会社」であって、18世紀中葉からの運河会社の発展とそこで株式投資が語られる。

第三章は、「鉄道投資と資本市場」と題され、1830年代及び1840年代に生じた投機ブームが地方証券取引所の群生を結果したことに触れつつ、鉄道投資資金の出所を確認する。

第四章は「海外投資と裁定取引ネットワーク」であって、国際資本市場の形成を流通面から接近して明らかにする。

第五章は「ジョーピング・システムとその歴史的展開」であって、機構の理解を整理しつつ、その歴史的発展過程を明らかにする。

本書は、イギリス証券市場史に新たな多くの知見を加えるものである。以下では、第五章は省略させていただき、第四章までについてそのあらましを紹介し検討する。

III

第一章「国債投資とロンドン証券取引所の成立」の論点は二つである。すなわち、第一は、金利生活者層がいつからどのようにして成立してきたか、第二は、証券取引所に関する仕組みが、取引所を含めて、いつからどのようにして成立してきたか、である。

金利生活者は、18世紀中葉からロンドンを中心にして生じ、18世紀末葉以降、地方居住者へと広がってゆくことが示される。金利生活者層のこうした拡大は、国債の供給量の増大傾向と、地方銀行を経由して地方に散在する遊休資金が集積される機構が成立したことによる。

こうした経緯を背景に、国債を対象とする流

通市場が成長し、下ってはいよいよ1802年ケーベル・コートにおけるロンドン証券取引所が誕生する。それに至るまでの発展の過程を、投資対象（貸上会社と国債）、取引技術（特に期限付き取引）、証券業者（商品ブローカーの兼業から職業的自立へ）について考察している。また、その後における国債市場の展開がフォローされる。

第二章「運河投資と運河会社」では、1791年～94年の運河マニアを中心とする「運河時代」における投資家（株主）分析などによって、資金調達の地域性、株式流通市場の狭小さ、が指摘される。そして、運河会社における競争の状態を明らかにしつつ、運河会社が、地域住民の安価な共同施設として理解されてよいかどうかについて自説を掲げ、配当優先と運輸費削減という二つの方針が競合する様子を描き出している。ここのところは、運輸手段の発達が地域産業（製造業）の便益と利益率（時間と運輸費と確実性）とにどのようにプラスの作用をしたか、という問題に関わる。ところで、実に興味深いことは、本書の全体が、「運輸・通信手段の発達が証券市場に及ぼす影響」と関わっていることであって、私自身、この点の問題性を改めて認識しなおしたところがあるのであるが、恐らくはこの視点は、更に深く展開されてよい分野であるに相違ない。この点は、あとで再度触れたい。

第三章「鉄道投資と資本市場」は、およそ150頁に及ぶ原資料に基づく研究であって、本書における白眉である。鉄道金融については、かねてから一連のイギリスにおける先行研究があるが、そこでの議論に終止符を打つべく、「株主応募者名簿」をデータベース化し、これを駆使して、事実を固めようとしたものであ

る。用いられているのは、1837年、45年、46年の株主応募者名簿であって、その資料的限界を明らかにしつつ、その意義に触れている。

36～37年の場合、応募状況としては、ロンドンの比重が圧倒的に高まり、また北西部が減少しつつもかなりの規模を維持していること、株式、スクリップ、割当状の売買が、リヴァプールとマンチェスターに証券取引所の設立を促したこと、などの実状が明らかにされる。

40年代の場合、全国的なブームとなり、純投資家層を中心としたロンドン投資が活発化し、この時期に鉄道株はコンソルと同様に良質であると見なされるようになって、積極的に投機が展開されたことが指摘される。

このように点と点とを結んで線にする作業を通じて、1945年後半までのイギリス鉄道株式に対する応募・投資活動の全体像が明らかにされる。

次いで、鉄道金融が、どの時点まで「地域的な」創業と金融という特徴を維持していたか、どの時点で全国的な規模のものとなったか、という問題についての、かねてからのイギリスにおける研究成果の当否が問われる。エヴァンス、リード、ブロードブリッジらの所説が検討され、鉄道投資資金がどのようにしてどこに形成されたか、が問われる。著者は、地主階級の鉄道株式市場に対する貢献度は意外に低いとし、運河時代の半分以下であったであろうとする。そして株式所有構造についての著者の「控え目な結論」(218頁)によれば、40年代のマニア期終了時点で、ロンドンが明らかに北西部と同一規模になっていた、とする。

更に、『エコノミスト』を用いて、鉄道株式の流通市場の状況が検討される。当時としてはリヴァプール取引所が最大規模の鉄道証券流通

市場であり、マンチェスターを含めて北西部がロンドンを凌駕していた。しかし、全国的に売買される証券の流通市場としては、ロンドンが最大の市場であったのであり(228頁)、「46年には既に大鉄道会社を構成する中核的諸鉄道証券の最大の流通市場はロンドンであったのである。」(229頁)このあたりの著者による検討は、留保すべきは留保しつつ、マニア期以降におけるロンドンの地位上昇を結論している。

第四章「海外投資と裁定取引ネットワーク」は、海外投資を支えた流通市場の状況を明らかにしようというものであって、第一次大戦以前のLSE会員が形成した海外証券に関する裁定取引ネットワークの解明のためのものである。

著者はここで、(1)国際証券として、米国の連邦債・州債、米国の鉄道証券、南アの鉱山株などが登場した背景を明らかにし、(2)電信網の整備、具体的には1851年のドーバー・カレー間の海底ケーブル敷設以降の大きな変革の波に乗って、サービスの安定、スピード化、料金の低廉化が進み、「時間」と「経費」の面で国際的な証券取引所に新たな展開が可能とされたことを明らかにする。具体的には裁定業者が出現し、LSE会員が裁定取引のネットワークを組んで、業務の新展開を計ってゆくのである。こうした結果、「大規模に展開された裁定取引は、各国の金融センターの国際資本市場を緊密に結合した。そしてロンドン資本市場が世界で最大の国際証券の流通市場となったのである。」(287頁)

IV

以上が第四章までの本書の内容の概略である。

本書によって初めて知られた史実は多い。イギリス証券市場史には、今なおファクトファインディングにおいて、未開拓の部分がかかなり存在する。ここで、若干の読後感を申し添えておきたい。

(1) 本書は、かなりの時日をかけて執筆されたものであるだけに、或る意味では独立論文の集積という性格をもっている。それはまた、一般的で皮相な通史ではなく、研究の深みを保とうとすると、そうであるしかない、と思う。けれどもあえて言えば、比較的最近の研究成果である第四章「海外投資と裁定取引ネットワーク」の中で、特に取り上げられている「1850年代から開始されたコミュニケーション技術の変革」(270頁)、すなわち「電信網の整備」(263頁)は、1840年代後半から始まっているのであり、こうした流れが「時間」と「経費」とを節約するという意味で、また新たな収益機会を提供するという意味で、もっと以前の時期から、言い換えると本書のもっと以前の章節から、注目されてもよいのではないか、と思う。一般的に運輸・通信手段の近代化が経済に及ぼした影響に焦点をあてた研究は、全体としてまだ未開拓の分野であるように思う。これについての国内での先行研究としては、管見の限り西村閑也教授の金融分野に関する研究があるのみであるが、その証券取引分野への応用が試みられてよいように思う。

(2) 著者も触れているところであるが、イギリスの企業家史の中におけるクエーカー教徒の比重はかなり高い。運河会社の場合(66頁)はもとより、鉄道会社の場合でも、たとえばストックトン・ダーリントン鉄道が主としてクエーカー教徒に依存したものであり、また同じくクエーカーであるロンドンのビル・ブロー

カーの協力のもとに発足した(126頁、207頁)。この問題を考えることは、一般的なイギリス企業史・株式会社史を通観する上で、ある根本的な観点を提供するように思う。官途をとざされたものが進んだ経路、信条に基づいた起業精神、そのダイナミズムは恐らくイギリス企業史のみならずイギリス証券業史のあり方の解明にも新たな光を投ずるのではあるまいか。

(3) 本書の一番の特徴は、handwritingのものも含め、イギリスの第一次資料によりつつ、歴史的事実を発掘し、数字を確定する、というところにあると思う。こうして『イギリス資本市場の形成と機構』が明らかになるにつれて、次に求められるのは諸外国との対比による「比較研究」、いってみれば「比較証券市場史」といったものになってこよう。確かに、著者のいうとおり19世紀の末になれば、各国の国際資本市場は緊密に結合し、その共通の資本市場の中心となったのはロンドン資本市場であり、LSE 会員であった(286頁)。しかし、そうした検討課題への接近は、各国の金融・証券市場についての研究がより深耕されることによってのみ、確実な裏打ちを得るに相違ないし、これより後のその発展経緯が決して単線的なものでなかったであろうことは、著者もまた予想しておられることである。この分野もまた、証券市場史としては、未開拓の分野である。

以上のような感想をもちつつも、それらはしかし全て私自身への課題でもあるのであって、むしろここでは克明にして周到な研究に尽瘁された著者に深甚の敬意を表しつつ、感謝の念をもって、この蕪雑な書評を閉じることにしたい。

(神奈川大学経済学部教授)