

論 説

1920年代のアメリカ証券市場における外国証券発行

－ 発行者，引受機関，投資家 －

西 井 宏 美

目 次

- 1 はじめに
- 2 1924-1928年前半の外国証券発行
- 3 1928年後半以降の外国証券発行
- 4 おわりに

1 はじめに¹⁾

本論では、1920年代のアメリカ証券市場において外国証券発行が拡大し、最終的にそれが株式ブームによって減少していく過程を、発行者と引受機関それから投資家という3者の立場から検討する。

1920年代アメリカの外国証券発行は、1924年のドイツ向けドーズ外債をきっかけにして発展し、1929年に国内の株式ブームによって急速に減少するまで、当時の相対的安定期と呼ばれた世界経済を支える一つの要であった。というのもそれまで第一の資本輸出国であったイギリスが、第一次大戦によって対外債権を失ったため資本輸出を制限する中で、ドイツの賠償金支払いやイギリス、フランスの戦債支払いを円滑に行うためにはアメリカにおける外国証券発行が必要不可欠となったためである。それゆえ、これが1929年に急減したことは、30年代の大恐慌につながる1つの契機となった。

従来の研究において問題となったのは、1929年の激減も含めた20年代全体の外国証券投資を規定するアメリカ国内の要因が一体何だったのか、という点であった。H.B. Laryはそれがアメリカの利子率であると考えたのに対して、Ilse Mintzはそれが国内株式であると主張した。前者はアメリカ国内の利子率が外国発行者のアメリカ証券市場での資金調達に影響を与えるこ

とから外国証券投資を説明したのに対して、後者は投資家が外国証券と国内株式のどちらを選択するのかという視点からそれを検討した。またこの他にも引受機関の立場から説明する議論があった。しかし証券発行は、それがどの証券であっても、発行者、引受機関、投資家の3者の利害がぶつかり合うもしくは一致する結果として出てくるものである。そこで本論においては、発行者、引受機関、投資家それぞれの立場から外国証券発行を説明してきた従来の研究を用いながら、その3者の利害がどのようにぶつかりあい、合成された結果として外国証券投資が行われたのか、を検討することとする。

その際、3者の関係を具体的に表すものとして各証券の利回り・引受手数料を取り上げる。利回りは投資家が証券に投資することによって得る利益、また引受手数料は引受機関がそれを引き受けることによって得る利益であるが、それらは証券発行者にとって資金調達コストとなるのである。本論ではこの枠組みにそって20年代の外国証券発行を検討するが、以下ではこれを1924-28年前半と1928年後半-29年に時期区分して見ていく。1924-28年前半は外国証券投資がアメリカの景気循環に大きく左右されることなく傾向的に増大したのに対して、1928年後半以降はそれが株式ブームによって激減したのである。

2 1924-28年前半の外国証券発行

1924-28年前半の外国証券発行は、半期ベースで2億ドルから8億ドルに増加している。この時期の外国証券発行は、海外諸国の経済的安定と第一次大戦からの戦後復興の進展という要因を背景に拡大した²⁾。ここではこの海外事情を踏まえた上で、特にアメリカ証券市場における発行者、引受機関、投資家の関係から外国証券発行の増大を分析する。以下ではこの関係を「はじめに」で述べたように、各種証券の引受手数料、利回りから検討する。

まず引受手数料からみていく³⁾。表2は、各種証券の引受手数料を表している。1924-28年前半だけを取り出した統計はないが、1926-29年では国内債がAaaで2.49%、外国証券が2.37%であり、国内債の引受手数料のほうが高い。しかし格付けが下がってBaaで比べてみると国内債が3.15%、外国証券が4.27%になっており外国証券のほうが高くなっている。外国証券のBaaはラテンアメリカもしくはハンガリー、ルーマニアといった東欧の中央政府債、ドイツの地方政府債、民間債に数多く見られるが⁴⁾、これらは1924-28年前半にもっとも発行が拡大した外国証券であるため、この時期の引受手数料は一般的にアメリカ国内債より外国証券のほうが高い傾向にあった、と言えるであろう。国内株式については優先株のみであり、年代も国内債や外国証券とずれているので、あまり有効な比較対象ではないが、比べてみると全証券の内でもっとも高い引受手数料であることが分かる。また国内政府債の引受手数料については統計が不足しているが、Chase National BankのH. C. Taylorはこれがほぼ0.5 - 1%になると指摘し

1920年代のアメリカ証券市場における外国証券発行（西井）

表1 内外証券発行額の推移（単位：100万ドル）

	国内債(民間)	国内債(政府)	国内株式	外国証券
1919年前半	466	286	398	120
1919年後半	344	382	1,038	272
1920年前半	799	319	803	268
1920年後半	762	461	122	254
1921年前半	762	461	122	254
1921年後半	673	738	143	369
1922年前半	1,029	642	247	571
1922年後半	615	429	323	193
1923年前半	1,104	573	376	202
1923年後半	872	470	283	219
1924年前半	1,198	782	500	269
1924年後半	1,002	598	330	700
1925年前半	1,360	732	534	440
1925年後半	1,093	620	619	636
1926年前半	1,532	736	709	529
1926年後半	1,135	608	379	597
1927年前半	1,764	862	783	682
1927年後半	1,419	613	691	654
1928年前半	1,292	750	1,172	847
1928年後半	1,094	629	1,789	405
1929年前半	1,287	662	2,918	458
1929年後半	792	756	3,006	213

* 新規発行のみ（借換発行を除く）

出所：Annual Report of Board of *Governors of the Federal Reserve System*.(1933) 231ページ。

表2 内外証券発行にともなう引受手数料（単位：%）

①国内債

1926-1929年 平均	国内債（Moody'sによる格付け）				
	Aaa	Aa	A	Baa	格付けなし
	2.492	2.939	3.021	3.154	4.388

* 発行者の資金調達額に対する手数料合計の割合。

出所：T.K.Haven(1940)34ページ

②外国証券

	外国証券（Moody'sによる格付け）			
	Aaa	Aa	A	Baa
1924-28年前半	2.682	2.826	4.898	5.024
1928年後半-29年	1.563	2.093	3.187	4.580
1926-29年	2.367	2.483	3.427	4.266

* 募集価格に対する手数料合計の割合。（外国証券引受における上位6社の引受分のみ）

出所：Committ on Finance, *Sale of Foreign Bonds or Securities in the U.S.*

(Repr. 1984 by Gozando Book, Inc., Tokyo)より計算。

③国内優先株

	優先株（Poor'sによる格付け）			
	Aaa	Aa	A	Baa
1935		2.287	3.522	9.523
1936		2.652	5.35	3.339
1937	2.75	2.537	2.976	3.063

* 発行者の資金調達額に対する手数料合計の割合。出所：T.K.Haven(1940)34ページ。

	公益事業 会社優先株	公益事業持 優先株	地方産業会社
1912-15年	7.64	9.35	14.25

* 額面当り金額（債券は100）に対する手数料合計の割合。

出所：M.H. ウォーターマン(1965)p.85より。（原典はA.S.Dewing(1923)147-150ページ）

表3 アメリカにおける外国証券発行の地理的分布

	ヨーロッパ	カナダ, ニュー (内ドイツ) ファンランド	ラテンアメリカ	極東	その他	
1919	228	0	115	34	1	26
20	248	0	184	49	0	17
21	156	0	194	229	15	28
22	212	0	168	224	112	48
23	108	0	120	115	71	7
24	527	118	152	188	96	8
25	629	214	137	159	142	10
26	485	289	166	368	32	15
27	577	221	236	340	151	33
28年前半	449	201	116	160	111	6
28年後半	149	76	69	169	20	2
28年合計	598	277	185	330	130	7
29	142	29	289	175	51	13

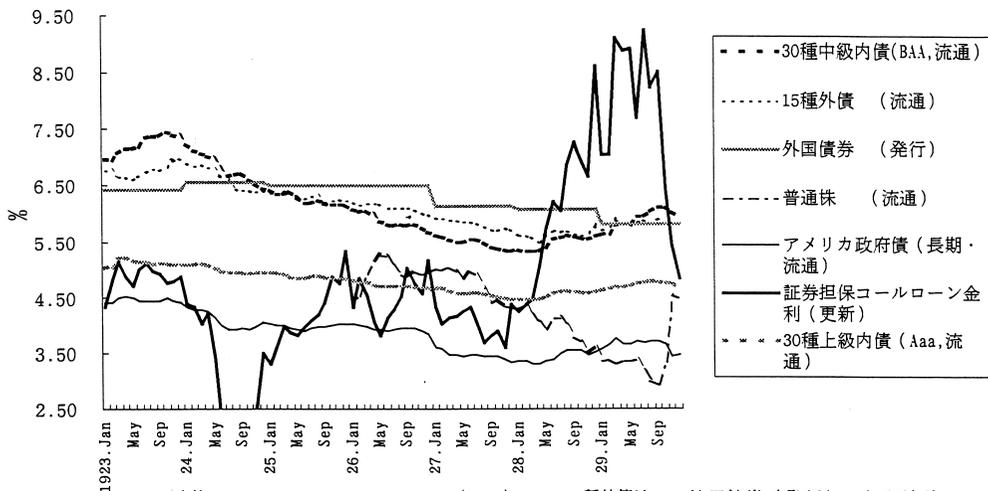
* 新規発行のみ (借換発行は除く, 単位 (100万ドル))

出所: R.A.young(1930)pp.145-159.

ている⁵⁾。

次に図1の各証券の利回りについてみていく⁶⁾。本論においては証券の新規発行を検討しているのので, 本来は発行利回りを検討すべきであるが, 統計の不足で外国債券のみ発行利回り・流通利回り両方あるのに対して他の証券は流通利回りしかない⁷⁾。しかし20年代の証券発行は公募が多かったために⁸⁾, 流通利回りと発行利回りが大きく異なるとは考えにくい。外国債券の発行利回りと流通利回りをみても, 発行利回りが流通利回りの後を若干遅れて追っていることが分かる。さらに国内債の30種は平均償還期限が30年になるように選択されているため⁹⁾,

図1 証券利回りとブローカーズローン金利



国内債はSurvey of Current Business(1937)p.19、15種外債は H.B.Lary(1942)p.205、外国債券 (発行)は M.F.Joliffe(1935)p.138、アメリカ政府債・普通株はSurvey of Current Business(1932)pp.98-99,104-105、証券担保コールローン金利はThe Board of Governors of Federal Reserve System(1943)p.450。 *外国債券 (発行)は年間統計のみ。その他は月間統計。

その流通利回りは、20-30年といった長期の満期期間をもつ外国債券の発行利回りと比較できる対象であったと考えられる。

以上のことをふまえた上で各証券の利回りをみていく。1924-28年前半は、全体的にどの証券の利回りも低下傾向にあった。ただこの中でも特に国内の中級債（30種中級内債，Baa）が比較的急速に低下しているのに対して、アメリカ政府債や外国債券、また同じ国内債でも上級債（Aaa）はいずれも中級内債より緩やかな低下となっている。ブローカーズローン金利（証券担保コールローン金利）は、各種債券利回りと比較するとより急激に変動しつつも、1928年3月までは4-5%の範囲にとどまっている。このようなことから1924-28年前半の時期には、外国債券がもっとも高い利回りを提示していることが分かる。

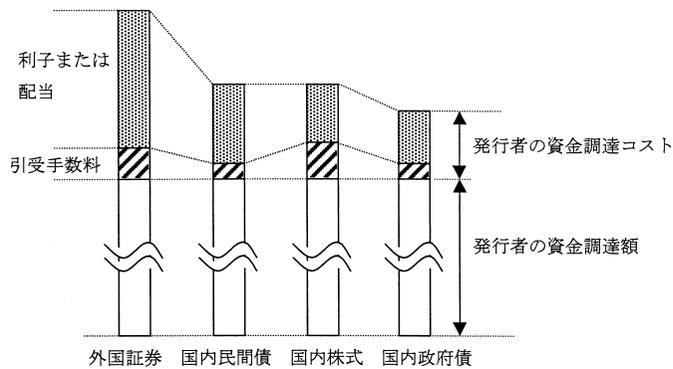
通常投資家は投資対象を選択するにあたっては利回りの高さだけでなく当然その証券のリスクも考慮に入れる。外国債券はそのリスクを鑑みたとでも尚投資家にとって有利な投資対象であったのだろうか。図1で示した外国債券の流通利回り（15種外債）は、H.B. Laryが作成した資料であるが、Laryはこの15種の外国債券を選択するにあたって以下のように述べている。「外債の利回り指標は、中級内債（国内Baa債）のそれと比較できるようにヨーロッパに重点が置かれている。特にヨーロッパの中でも信用状態の優れた政府を選び、ドイツや東欧といった投機的な債券は含まない。」¹⁰⁾（括弧内は引用者）

Laryはドイツや東欧の債券が中級内債よりもリスクが高いと判断しヨーロッパの中でも特にイギリス、フランス、スイス、ノルウェー、ベルギーといった国の債券を外債の代表として選択しているが¹¹⁾、当時の外国債券の格付けをみるとむしろドイツや東欧の債券にこそBaaが与えられており、Laryが選んだ国の債券はいずれもAaやAといったより高い格付けになっている¹²⁾。Laryはこういった債券がその後デフォルトに陥るという結果を考慮したため、上のような選択をしたと思われるが、本論においては当時の投資家が外債をどのように評価していたのかを問題とするので、それに基づいて中級内債と比較できるような外国債券を選ぶとその利回りは図1で示されるより高かったと推察できる。ここから当時の投資家にとってはリスクという点を考慮してもやはり外国債券が有利な投資対象であったと判断できる。

以上のような各証券の引受手数料と利回りの関係を図示すると、図2のようになる。表2の引受手数料、図1の利回りはそれぞれ引受手数料もしくは利子を募集価格や発行者の資金調達額などで割った比率として表されているが、図2は発行者の資金調達額をそれぞれの証券で統一することで、それらを棒グラフの長さとして表している。発行者の側からみると、証券発行による全体の資金調達コストは引受手数料と満期までの利子支払いであるが、この図は満期までの1年分のコストを示している。すなわちこの図の利子は1年分の利子であり、引受手数料は手数料全体を満期までの年数で割ったものを意味している。

前述のとおり外国証券は、引受機関にとっては引受手数料という点から、また投資家にとっ

図2 ①1924-28年前半の引受手数料と利子、配当



ては利回りという点から、いずれにとってもより高い利益を保証するものであった。このことを逆に発行者の立場からみると、海外の発行者のほうがアメリカ国内の発行者よりも高い資金調達コストを支払わなければいけない、ということになる。もちろん海外の発行者のほうがドル調達が困難であったり、その国特別のカントリーリスクがあったりするので、発行者がアメリカの居住者であるよりはより多くの負担を強いられることはある。しかしこの時期のそれはむしろアメリカ国内発行者の資金調達コストが低下したことによって、相対的に海外発行者のコストが上昇したと捉えるべきではないだろうか。アメリカは第一次大戦の直前まで証券投資の受入国であり、19世紀末から20世紀初頭にかけてより高い資金調達コストを支払っていた¹³⁾。しかし1920年代にはいって急速にそれが低下し、相対的に海外発行者のコストが上昇したのである。

ただ注意すべきは、この時期海外発行者の資金調達コストも、アメリカの発行者ほどではないにしても一定程度低下した点である。1924-28年前半の外国債券利回りは低下傾向にあるし、引受手数料についても1924-28年後半から1928年後半以降にかけて下落している。つまり、海外の発行者にとってもアメリカ市場での資金調達が有利となったのである。特にイギリスの資本輸出を規制する動きが、アメリカにおける資金調達コスト低下と相俟って、海外諸国の資金調達先をイギリスからアメリカに転換する動きを加速させたことは従来の研究でも指摘されている¹⁴⁾。

以上の点から問題となるのは次の2点である。1点目は外国発行者も含めたアメリカ証券市場全体における資金調達コストの低下であり、2点目は特にその中でもアメリカ国内の発行者に限定した資金調達コストのより一層の低下である。前者は海外の発行者がアメリカの証券市場で資金調達を行うことを有利にし、後者はアメリカの引受機関・投資家による外国証券の引受・投資をより利益のあるものとした。以下ではその原因をアメリカにおける企業金融の変化という側面から探っていく。

まずアメリカにおける一般的な証券発行コスト低下であるが、これは従来から指摘されている製造業企業の自己金融化とそれによる遊休資金の増大¹⁵⁾がその原因であると考えられる。吉富勝氏や安保哲夫氏は、S.P. Dobrovolskyが定義する自己金融化を用いて当時の状況を説明する。S.P. Dobrovolskyは製造業の自己金融化を、留保利潤が物的資産純拡張（建造物・設備純投資+在庫変動）を上回る現象として捉えているが、吉富氏や安保氏は、このことが実物資本に投下されない遊休貨幣資本を生みだし、「イージー・マネー」¹⁶⁾状態をもたらした、と分析する。この自己金融化による遊休貨幣資本の増大は、証券市場における貨幣供給を拡大し、海外発行者も含めた証券市場全体の資金調達コスト低下に発展したのである。

次にアメリカ国内発行者にのみ見られた資金調達コストのより一層の低下について見ていく。とくに国内債の中でも外国証券と競合し、なおかつこの時期急激にその資金調達コストを低下させたのは、表2や図1の分析からも中級内債であったことが分かる。以下では当時、どのような主体が主な証券発行者であったのか、そして上記のような債券を発行するのはその中でもとくにどれに当たるのか、という問題について検討していく。

20年代の国内債新規発行市場における発行者の内訳をみると、アメリカ政府が30%強を、民間企業が70%弱を占めている。アメリカ政府債の利回り、引受手数料が他の証券と比べて低い水準にあることは既に見てきたが、それでも一定の発行額を維持した原因は、その利子所得が課税対象外であったという点にあるであろう¹⁷⁾。ただこれは証券投資によってかなりの所得を得るような大口の投資家でなければ、低い利回りに見合った免税の効果を得ることができないため、投資家は投資信託や商業銀行そして一部の富裕な個人に限定されていた。そこで以下では民間債を中心に検討する。

1924-28年前半における民間債の発行者を産業別にみても、まず公益事業がトップで一貫して30%強を占め、次は土地・建物で17%、鉄道14%と続いている¹⁸⁾。証券市場において最も大きな割合をしめた公益事業部門の発行する債券は、さらにこの時期外国証券の中で比重を高めたドイツやラテンアメリカ債と同程度の格付け(Baa)を与えられているものが多かったことから¹⁹⁾、投資家、引受機関にとって両者は格好の比較対象であったと考えられる。よって以下では、公益事業部門の企業金融の変化と資金調達コストの低下を中心に検討していく。

公益事業部門の20年代における証券発行拡大については、西川純子氏の詳細な研究がある²⁰⁾。以下では西川氏の研究に依拠しながら、その資金調達コスト低下の原因を探っていく。西川氏は、公益事業部門における持株会社制度が、この部門の急激な拡大を可能にしたと議論する²¹⁾。持株会社制度の成立は公益事業部門に以下の2つのメリットをもたらした。まず1つが「全国的な需要の拡大」である²²⁾。西川氏によれば、公益事業サービスの価格は各州で規制されていたが、この規制された価格のもとで最大の利潤をあげるには需要の極大化が必要になるというのである。電力やガスに対する需要は、季節や気候、立地条件によって大きく左右され

るが、各地域に分散する事業会社を全国的に統一することで需要の変動が平均化され、これによってグループ全体として利潤が拡大するのである。持株会社グループに入ることで達成された利潤の増大は、投資家の公益事業部門証券に対する信頼感を高めることとなった。

持株会社のもう1つのメリットは、グループ内での企業間の担保の提供である。1つの企業が債券を発行するとき、同じグループ内の他企業の財産が担保として設定される場合がある。こうやって企業間で債券の担保を提供し合うことでそれぞれの企業が発行する債券の信用度を高めたのである。これについて西川氏は言及していないが、当時は頻繁に行われたと思われる²³⁾。以上2点において公益事業会社はその債券の信用力を高め、資金調達コストを低下させた。そしてこのことは、公益事業部門の発行する債券の利回り、引受手数料を低下させ、逆にちょうど同程度の格付けをもつ外国証券の利回り、引受手数料を相対的に高めることとなったのである。

最後に注目すべきは、1924年7月から1926年10月の好況期においても一貫して前述のような状況が見られた、という点である²⁴⁾。通常好況期であれば、国内企業の資金調達意欲が高まるため利回りは全般的に上昇し、外国証券発行は減少すると見られている。しかしこの時期の外国証券発行は、ドーズ外債によって一時的に急拡大した24年後半を除くと減少しているのは25年後半から26年前半にかけての時期のみであり、増大の傾向は一貫している。それは製造業企業の自己金融化が好況中も進展したり、また公益事業部門が常に証券市場での最大の発行者であったり、という点に原因があると考えられる。つまり1924-26年の好況期においても、製造業企業の留保利潤は物的資産純拡張を上回っていたし²⁵⁾、公益事業部門の証券発行も29年に投資金融会社に取り替わられるまでは常に、新規資本用証券の発行において30%強のシェアを占めていた²⁶⁾。これらはいずれも、好況期における証券発行の増大が国内利回りや引受手数料の上昇に直結するという影響を弱め、一貫した資金調達コストの低下をもたらした。ここからこの時期における外国証券投資はアメリカにおける好不況にあまり影響されない傾向的なものとして捉えることができる。

しかしこのような状況は1928年後半にはいと転機を迎える。国内企業の資金調達コストの低下は、必ずしもその利回りと引受手数料の低下によって実現するものではなくなったのである。

3 1928年後半以降の外国証券発行

外国証券発行は1928年前半にピークを迎えたが、29年後半には2億ドル強に減少している。ここでは、この外国証券発行の急減を、引き続き発行者・引受機関・投資家の3者の立場から検討する。

まず引受手数料からみていく。表2には1928年後半-1929年の時期だけを取り出している数値が外国証券しかないので、引受機関にとってこの期間中どの証券を引き受けるのがもっとも有利であったかは明確でない。しかし外国証券の手数料をみると、Aaaで1.56%、Aaで2.09%、Aで3.19%、Baaで4.58%となっている。これを1926-29年平均の国内債と比べると、1924-28年前半と同じく格付けが低ければ低いほど外国証券の手数料のほうが高くなっている。ただこの時期は1924-28年前半と異なり、格付けの高いカナダ債が外国証券全体の40%強を占めたため、国内債の引受手数料と比べた場合それほど格差は大きくなかったと推察できる。

次に図1の利回りをみると、それまで拡大していた外債、中級内債の間の利回り格差が縮小し、29年には再び中級内債が外債の利回りを上回っていることが分かる。またそれ以上にブローカーズローン金利（証券担保コールローン金利）が急上昇しているため、それまで投資家を引きつけていた外国債券の高利回りという魅力がその他の投資対象と比べて相対的に低くなっている。さらにキャピタルゲインから考えても、この時期には国内株式価格の急騰があったため²⁷⁾、投資家にとって外国証券は利回り、キャピタルゲインどちらの面でも有利な投資対象ではなくなっていたのである。

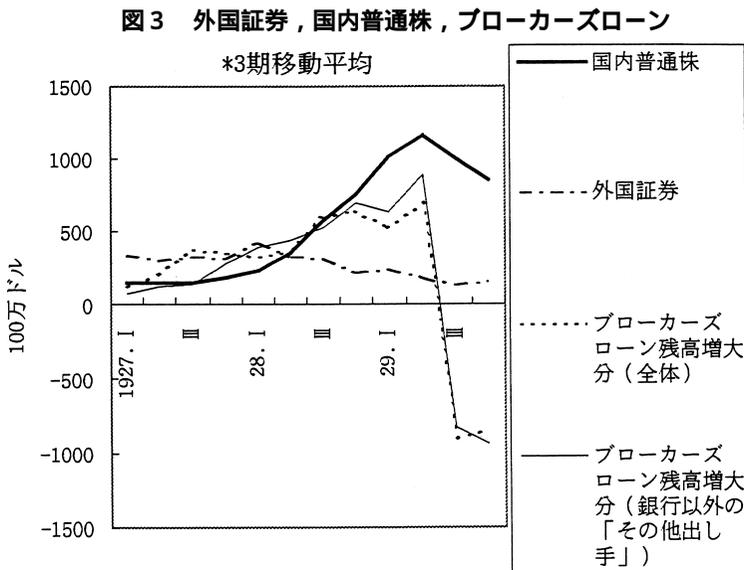
このような中で1928年後半以降の証券発行が国内株式中心となったため、Ilse Mintzを代表とする従来の議論はこの動きを、それまで外国証券に投資していた投資家が国内株式へと投資対象を転換した結果である、と分析した²⁸⁾。しかしこの時期の外国証券投資の減少は、国内株式への直接の資金流出によってのみ説明できるのだろうか。筆者は外国証券発行が減少した原因として、国内株式への資金移動だけでなくブローカーズローン市場への資金移動があったのではないかと考える。

ブローカーズローンとは、株式購入に際して利用される証券担保貸付であり、これを利用する投資家は株式購入額の25%程度を現金で支払うだけで済む²⁹⁾。株式ブームが進展すればするほどブローカーズローンに対する需要は高まり、その金利（図1の証券担保コールローン）は急上昇した。このような金利の上昇は、ブローカーズローンを利用する投資家にとっては借入コストの上昇につながったが、この時期の株価高騰はその高い金利を補って余りあるほどの利益をもたらすくらい激しいものであったためブローカーズローンに対する需要はますます拡大した、と佗美光彦氏は述べる³⁰⁾。そしてこの金利の上昇は、ブローカーズローンに逆に資金を提供する投資家サイドから見ると、株式投資によって得られるキャピタルゲインよりは少なかったが、他の債券投資などと比べると格段に高い収益をもたらしたため、これが株式投資と並ぶ1つの有効な投資対象となったのである。こういった意味で筆者は、外国証券市場から資金を吸収したのは国内株式だけでなくブローカーズローンもあったのではないかと、という仮説を立てた。

国内株式発行の増大から外国債券発行の減少を説明するIlse Mintzは、外国政府債発行と国

内普通株発行を比較し、前者の減少と後者の増大が1928-29年に対照的に見られたことから上記の結論を導き出している³¹⁾。それでは外国証券発行と国内普通株発行、ブローカーズローン残高の増大額を1つのグラフで表すとどうなるであろうか。図3によると28年前半から外国証券発行は減少に転じ、それと反対に国内普通株発行とブローカーズローンが増大していることが分かる。Mintzは外国政府債と国内普通株を比較することで投資家が前者から後者へと資金を移転させたと考えたが、図3によると外国証券発行減少の原因としては国内株式への資金移転だけではなく、ブローカーズローンへのそれもあったと推察できる。以下ではこの仮説をさらにマネーフロー分析を使って見ていく。

図4は、1924-27年、1928-29年の証券市場におけるマネーフローを示したものである。厳密には1928年を前半と後半に分けるべきであるが、ここで使用している統計は年間の数値しか明らかにならないため1927年で区切っている。ここでは投資家を、「商業銀行」、「商業銀行以外の機関投資家」、「個人+事業会社」の3者に分類している。まず商業銀行のマネーフローをみると、1924-27年から1928-29年にかけて国内民間債・外国債市場とブローカーズローン市場から資金を引き揚げていることが分かる。この資金の一部は株式市場へ向かっているが、金額的には債券市場やブローカーズローン市場からの引き揚げ額と比べると少ない。次に商業銀行以外の機関投資家をみると、1928-29年に株式市場への投資を拡大していることが分かる。この資金源は証券発行、銀行からの証券担保借入、ブローカーズローンにあったと推測できる。



国内普通株はS.C.B.(1938.Feb)p.16-19.外国証券はAnnual Report of the F.R.B.(1932)p.199.ブローカーズローンはThe Board of Governors of the F.R.S.(1943)p.494.

図4 ①1924-27年のマネーフロー（単位：100万ドル）

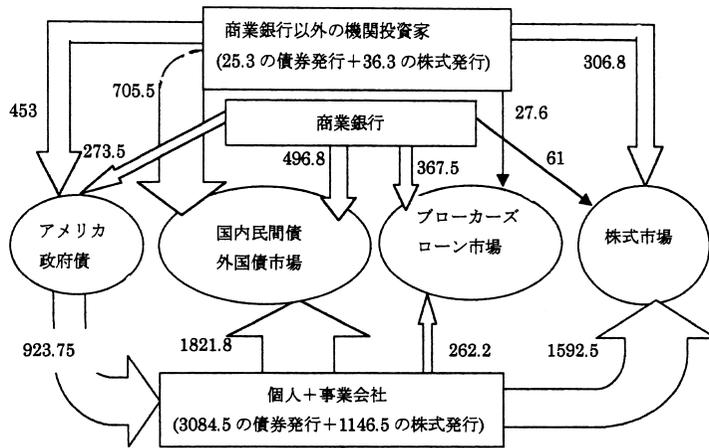
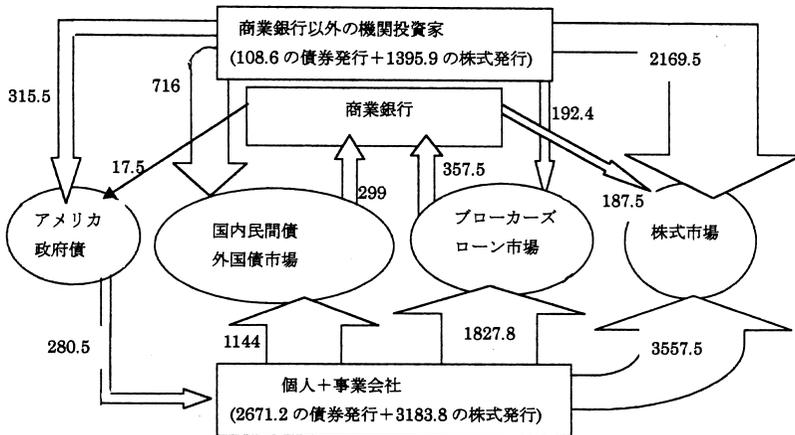


図4 ②1928-29年のマネーフロー（単位：100万ドル）



* 数字は期間中の各市場への投資額の年平均。

* 「商業銀行以外の機関投資家」と「個人+事業会社」のうちの事業会社は、債券・株式発行で資金を調達しているが、矢印に付随する数値にはこれを含めない。各主体の債券・株式発行の年平均額については投資主体名の下の括弧内に表している。ブローカーズローンの借り手については不明。

* 1928-29年のブローカーズローン市場への商業銀行、個人投資家の貸付額は、1929年10月4日の残高から1927年12月31日の残高を引いたものである。

出所：商業銀行以外の機関投資家，商業銀行，個人+事業会社の政府債，国内民間債・外国債，株式市場への投資額は，Raymond W. Goldsmith(1955) *A Study of Saving in the United States*, vol1, Princeton Univ. Press.475,480-483,534-547 ページより。商業銀行以外の機関投資家，個人+事業会社の国内民間債市場と株式市場での証券発行額は，Commercial & Financial Chronicle(Jan.22.1927)p.437,(Jan.17.1931)p.383より。

ブローカーズローン市場への商業銀行，個人+事業会社の貸付額は，The Board of Governors of the Federal Reserve System(1943) *Banking and Monetary Statistics 1914-1941*, 494 ページより。ただしここではブローカーズローンの出し手の区別は，銀行とそれ以外で分けられているため，上図の商業銀行以外の機関投資家と個人+事業会社のブローカーズローンへのマネーフローは，次の調査によって示される比率に従って計算した。U.S.Senate Committee on Banking and Currencyの調査によると，1929年時点での「銀行以外のその他」によるブローカーズローン残高は，58%が事業会社，18%が個人，8%が投資信託，9.5%が外国となっている。このうち事業会社と個人が上図の「個人投資家」に，投資信託が「銀行以外の機関投資家」に含まれるものとして計算している。(U.S.Senate Committee on Banking and Currency (1931) 1023-1024 ページ。)

また個人 + 事業会社は国内民間債・外国債市場へのマネーフローを減少させ、ブローカーズローン、株式市場へのそれを拡大している。

以上の点から 1928-29年に国内民間債・外国債市場へのマネーフローを減少させた、もしくはそこから資金を引き揚げたのは個人 + 事業会社と商業銀行であることが分かった。このうちどちらが外国証券発行の減少により寄与したかは分からないが、以下ではその資金の流出先を推測することで、外国証券発行減少の原因を探っていく。

まず商業銀行は前述のとおり 1928-29年にかけて株式市場への投資額を増大させているがその金額は僅かであり、ブローカーズローン市場からは逆に資金を引き揚げている。債券市場、ブローカーズローン市場からの資金流出は、むしろ貸出残高の増大につながっていた³²⁾。貸出は不動産抵当・証券担保・その他(事業貸出)の3つに分かれるが、1927-29年のそれぞれの増加額は、事業貸出に当たる「その他貸出」が19億3000万ドルでトップ、次に証券担保貸出の9億3100万ドル、不動産抵当貸出の3億2100万ドルと続いている。つまり 1928-29年にかけて商業銀行の資金は国内における好況を受けて事業貸出へと流れていったのであり、株式ブームへの影響という点では商業銀行以外の機関投資家や個人 + 事業会社がより大きな役割を果たしたのである。

次に個人 + 事業会社について見ていく。個人 + 事業会社はブローカーズローンと株式に投資を増加させている。マネーフロー額をみると株式市場への投資額は35億ドルであり、ブローカーズローンへの投資額は18億ドルであるので株式市場のほうが圧倒的に大きい。しかしこれを 1924-27年からの変化分としてみると、1928-29年にかけてのマネーフローの増大は、ブローカーズローンが16億ドル弱(18億ドル - 2.6億ドル)、株式市場が20億ドル弱(35億ドル - 15億ドル)となっており、必ずしも株式市場に偏っているとは言えない。ここから外国証券発行減少をもたらしたのが国内株式への直接の資金流出だけでなくブローカーズローンへの資金流出もあった、ということが言えるであろう。

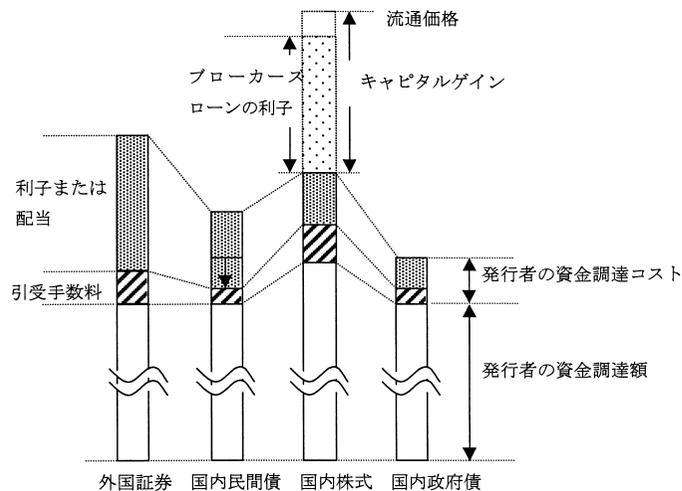
以上のように外国証券投資の減少が、国内株式だけでなくブローカーズローンとの関係から説明されるということは、次のような意味をもっている。前述のとおりブローカーズローンへの投資は高い金利が、それに対して株式への投資はキャピタルゲインが目的であったが、両者が外国証券発行減少の原因として同時に存在するということは、当時の株式ブームがキャピタルゲインを求めるよりハイリスクな資金と同時に高い金利を求めるという資金をも最終的に吸収したことを表している。ブローカーズローンの発展、すなわち借り入れた資金で株式投資を行う投資家の拡大は、このような利子を求める資金をして株式市場へと向かわせ、外国証券市場からの資金の吸収を一層、激化させたのである。

投資家の資金の流れが以上のように変化する中で、引受機関はどのように対応したのだろうか。28年後半以降、引受機関も投資家同様、国内株式へと傾斜していった。引受機関にとって

は、株式発行による手数料がどの債券よりも高いのである³³）。これによって投資家がいったん株式へと向かうと引受機関も同様に株式の引受へと転換することで多大な利益が得られたことが分かる。

以上のようなプロセスをまとめると図2のような関係が描ける。前述のとおり、投資家にとって外国証券はキャピタルゲインという面でも利回りという面でも国内の他の投資対象と比較してそれほど有利なものではなくなっていたし、引受機関にとってもそれは同様のことであった。こうして1928年後半以降外国証券投資は急速に減少していくこととなったのである。

図2 ②1928年前半-29年の引受手数料と利子、配当



4 おわりに

本論の特徴は、アメリカの外国証券投資を、発行者、引受機関、投資家の3者の利害を総合するというフレームワークで捉えた点にある。

ここでは20年代を1924-28年前半と28年後半以降に分けて分析したが、両時期の外国証券発行は対照的であった。24-28年前半の外国証券発行増大は、アメリカにおける発行者の資金調達コスト低下から説明されたが、注目すべきは、1928年後半以降においても決して国内企業の資金調達コストが海外発行者のそれを上回っていない点である。それどころかブームの中で株価は高騰し、株式を発行する企業はより一層低いコストで資金調達が可能であったと予測される。28年前半まで外国証券発行増大をもたらした企業の証券発行コストの低下は、28年後半以降は逆にその急減につながった。すなわち1924-28年前半は国内発行者が機能資本として引受機関と貸付資本たる投資家に対応し、引受手数料と利回りの低下ひいては証券発行コストの

低下を実現したが、28年後半以降のそれは、株価上昇による投資家から発行者、引受機関への所得移転によってもたらされたのであった。前者は引受機関・投資家にとって外国証券の魅力が高めることに繋がったが、後者は逆にその魅力を減退させ、最終的に外国証券市場から資金が流出していったのである。

註

- 1) 本論文は、1999年1月の国際経済学会関西支部研究会での報告を基に作成したものである。その際に貴重なコメントをしていただいた先生方に、この場を借りて謝意を表す。
- 2) R.A. Young(1930) *Handbook on American Underwriting of Foreign Securities*, pp.33-36.
- 3) T.K.Haven (1940) 'Investment Banking under the Securities and Exchange Commission', *Michigan Business Studies*, vol. ,No.3.
- 4) B.A.Wigmore(1985) *The Crash and Its Aftermath*, Greenwood Press, pp.596-597. ドイツの地方政府債ではCity of HannoverやCity of Chemnitzが発行した債券、民間債ではRhine Westphalia Electric Power Corporation, またMunicipal Bank of Hessenが発行した債券はいずれもBaaの格付けが与えられている。(Moody's: Foreign and American Governments Securities, industrial securitiesの1924-31年号より)
- 5) H.C.Taylor(1946) 'Municipal Securities', *Fundamentals of Investment Banking*, Prentice-Hall, Inc, 364ページ.
- 6) M.F. Jolliffe(1935) *The U.S. as a Financial Centre, 1919-39*, Univ. Of Wales Press.
- 7) 安保哲夫氏は『戦間期アメリカの対外投資』(東京大学出版会、1984年)の中で「30種中級内債」を「実効利回り - 発行表面利子率の実質発行価格に対する比率」(148-149ページ)としているが、30種中級内債の元々の出典先であるSurvey of Current Business(1937)によるとそれは発行利回りではなく流通利回りであると考えられる。
「集計において各債券の日々の利回りは終値に基づいて計算されている。(中略)月別の統計は日々の利回りの平均である。」(Survey of Current Business(1937) p.20)
- 8) アメリカにおける私募発行は、1900-33年の間、新規証券発行高のわずかに2.7%にしかすぎないと推計されている。しかし30年代にはいて、公募発行が困難になる中で私募発行は拡大した。(A. S. Dewing(1953) *The Financial Policy of Corporations*, The Ronald Press Company, Vol , p.1108)
- 9) Survey of Current Business(1937) p.20
- 10) H.B. Lary(1942) *The United States in the World Economy*, U.S.D.P., p.97-98.
- 11) H.B. Lary(1942) p.205.
- 12) Moody's: Foreign and American Governments Securities, 1924-31年号。
- 13) 1900-09年平均のアメリカ長期債(優良債券)利回りが3.47%であり、同じ時期のイギリス政府債(30年物)利回りが2.82-2.93%で推移している。これに対して、1920-29年平均ではアメリカ長期債が4.56%、イギリス政府債が4.64-4.94%と逆転している。(S. Homer and R. Sylla (1991) *A History of Interest Rates*, Rutgers University Press, pp.342,350,443-448.)
- 14) Royal Institute of International Affairs(1937) *The Problem of International Investment* (楊井克巳、中西直行訳『国際投資論』144-149, 182-184ページ。)
- 15) S.P.Dobrovolsky (1951) *Corporate Income Retention 1915-43*, NBER. 吉富勝 (1965) 『アメリカの大恐

1920年代のアメリカ証券市場における外国証券発行（西井）

- 慌』日本評論社，116-178ページ。安保哲夫(1984)101-118ページ。
- 16) 安保哲夫(1984)112-118，145-149ページ。
- 17) H.C. Taylor(1946) pp.351-352.
- 18) Commercial & Financial Chronicle(Jan.22,1927) p.437 (Jan.17.1931) p.383より。
- 19) B.A. Wigmore(1985) pp.590-595.
- 20) 西川純子(1980)『アメリカ企業金融の研究』東京大学出版会。
- 21) 西川純子(1980)265-270ページ。
- 22) 西川純子(1980)265-267ページ。
- 23) インサル集団の Cental Power Co.が発行した債券は，自らの資産だけでなくグループ内の Michigan Electric Power Co.が発行した債券を担保として設定している。(Moody's: public utilities securities (1930) p.883)
- 24) 景気分析については，吉富勝(1965)63ページ。
- 25) S.P. Dobrovolsky(1951) pp.109-113.
- 26) 西川純子(1980)89ページ。
- 27) Survey of Current Business(1932) p.103.
- 28) Ilse Mintz(1951)*Deterioration in the Quality of Foreign bonds issued in the U.S., 1920-1930*, N.B.E.R., pp.24-28.
- 29) 佗美光彦 (1994) 415ページ。
- 30) 佗美光彦 (1994) 415-416ページ。
- 31) Ilse Mintz(1951) p.25.
- 32) 商業銀行の資産構成に関する統計は，Board of Governors of the F.R.S.(1958) *All Banks Statistics, U.S.*, p.34より。1927-29年の商業銀行の貸出残高全体の増加額は31億8200万ドルであったのに対して，同じ時期の各種証券への投資増大額は5億1800万ドルである。
- 33) 表2の国内優先株引受手数料は1935-37年のものであるので，20年代よりもかなり低いとされる。公益事業会社の優先株の引受手数料は，1912-15年で7.64%であった。(A.S. Dewing(1923) pp.147-150.)

(Hiromi Nishii, 本学大学院国際関係研究科後期課程)