

1920年代アメリカ直接投資の資金源 資金調達コストに関する優位性

小 西 宏 美

目 次

1. はじめに
2. 1920年代アメリカ直接投資の資金源
3. 証券市場での利回り低下
4. 証券市場への資金集中
5. おわりに

1. はじめに

本論文では、1920年代アメリカ直接投資の資金源を、国内のマネーフロー分析より明らかにする。

当時のアメリカ資本輸出は、直接投資と証券投資がほぼ半々で拡大した。証券投資については、その資金源がアメリカ証券市場にあることは明白であるが、20年代には直接投資についても、同様に証券市場での資金を利用することが多かった。後に本文で確認するが、当時、アメリカでは膨大な資金が証券市場へと集中することで、そこでの利回りが傾向的に低下していた。一部の直接投資企業は、そういったアメリカ証券市場での利回りの低下、すなわち資金調達コストの低下を利用することで、海外展開を図ったのである。本論ではその点に注目することで、直接投資の資金源としての証券市場の役割について検討する。

こういった視角は、直接投資を行う企業もつ優位性に関する研究につながる。優位性には、生産技術などの特許や、大規模生産によるもの、ブランドなどの差別化された製品に関するものなど様々ある。その1つとして、資金調達コストに関する優位性がある。筆者は、20年代アメリカの直接投資は、主として、この資金調達コストの優位性に立脚していたのではないかと、

という仮説をもっている。本論文では、こうした仮説を十分検討することは出来ないが、以下ではまず直接投資の資金源を明らかにすることで、上記のような問題を検討する際の端緒としよう。

2. 1920年代アメリカ直接投資の資金源

ここでは、まず20年代アメリカの直接投資全体が、どの程度、証券市場に資金を依存していたのか、について見ていこう。

表1 アメリカ対外直接投資（FDI）の産業別分類

単位：100万ドル

		1914-19の FDI	FDI目的の 証券発行 (1915-19年)	FDIにしめる 証券発行の 割合(%) ^a	1920-24の FDI	FDI目的の 証券発行 (1920-24年)	FDIにしめる 証券発行の 割合(%) ^b
販売組織		73.5	0.8	1.0	58.0	14.5	25.0
製造業	紙パルプ産業	26.0	2.9	11.1	80.0	13.9	17.4
	紙パルプ以外 の製造業	291.0	14.3	4.9	377.0	25.0	6.6
石油生産		185.5	14.7	7.9	243.5	18.8	7.7
石油販売		75.0	0.0	0.0	120.0	1.0	0.8
貴金属		-13.7	1.5	-10.9	13.5	0.0	0.0
工業原料		170.3	67.0	39.4	76.7	50.5	65.8
農業		231.2	78.3	33.9	331.0	126.5	38.2
鉄道		42.2	4.3	10.1	49.7	14.8	29.7
公益事業		4.7	13.4	285.5	85.8	54.3	63.2
その他		141.5	17.6	12.4	74.0	13.1	17.7
合計		1227.2	214.7	17.5	1509.2	332.2	22.0
		1925-29の FDI	FDI目的の 証券発行 (1925-29年)	FDIにしめる 証券発行の 割合(%) ^c	注a: / × 100 注b: / × 100 注c: / × 100 出典：直接投資（FDI）の産業分類についてはC.Lewis(1938) p.605。ただしC.Lewisの産業分類は、P.D.Dickens(1930)p.52-53に沿う。FDI目的の証券発行についてはR.A.Young(1930) p.160-166より。ここには各企業がFDI目的で証券発行した場合の発行企業名、発行額、発行年、直接投資先国などが掲載されている。証券発行によるFDI部分の産業分類についてはC.Lewis、P.D.Dickensの区分に沿うように、筆者が企業名からMoody'sで調べた。		
販売組織		61.0	3.5	5.7			
製造業	紙パルプ産業	98.9	91.0	92.0			
	紙パルプ以外 の製造業	470.1	87.2	18.5			
石油生産		282.0	32.8	11.6			
石油販売		92.0	4.0	4.3			
貴金属		29.8	0.0	0.0			
工業原料		230.5	101.3	44.0			
農業		67.8	54.1	79.8			
鉄道		-38.3	60.9	-159.0			
公益事業		801.5	380.2	47.4			
その他		69.3	157.7	227.6			
合計		2164.6	972.7	44.9			

表1は、1914-29年までの直接投資と、そのうち証券市場を資金源とする部分を見たものである。直接投資の時期区分、産業区分については出典のC.Lewis（1938）に依拠したが、証券市場を資金源とする部分についてはC.Lewis（1938）の分類に沿うように筆者自身がR.A.Young（1930）の資料を整理した。

まず各時期における直接投資全体のうち、どれくらいが証券市場での資金調達に依存しているか、を確認していこう。表1の「合計」の欄を見ると、1920年代後半に近づくほど、証券市場に依存する割合が高くなっていることが分かる。1914-19年や1920-24年についてはいずれも直接投資全体に占める証券市場での資金調達分が20%前後にとどまっているのに対して、1925-29年の期間はその比率が44.9%に上昇している。これは20年代後半に、とくに証券市場の役割が拡大したことを反映している。そこで以下では1925-29年の時期を中心に、直接投資の資金源を産業別に検討することとする。

まず直接投資額全体に対して証券発行の部分が相対的に大きいのは、製造業の中の紙・パルプ産業、工業原料、農業、鉄道、公益事業、その他、である。これらはいずれも直接投資全体の40%以上を証券発行による資金調達に依存している。しかしこのうち農業、鉄道、その他、はいずれも金額的にみて当時の主要な直接投資産業でなかったことから、以下ではそれらを除く3産業、すなわち公益事業、工業原料（石油生産をのぞく）、紙・パルプ産業を詳しく見ていく。

まず公益事業については、直接投資自体も1925-29年に急増していることが分かる。ここで公益事業とは、通信（ラジオ局、電信、電話など）、電力、ガスなどであるが、これら産業の投資は内部資金だけでは賄いきれない大規模なものが多かった。すなわち外国投資に限らず一般的に外部資金に依存する傾向が強かった¹⁾。後に確認するが、証券市場への資金集中は20年代後半になればなるほど強化された。それによって証券市場での資金調達が比較的容易となる。公益事業部門はそういった証券市場での資金調達を利用して、直接投資を拡大させたと考えられる。1925-29年の間に行われた公益事業部門の直接投資の47.4%に当たる資金が証券発行によって賄われていた。

また石油を除く工業原料であるが、これは石炭や銅、鉛、すず、アスベスト、硝酸塩などといった工業用原料の採掘、精製を表している。ゆえに以下ではこれら産業を、（石油をのぞく）鉱業部門とする。表1によるとこういった（石油をのぞく）鉱業部門の直接投資は1925-29年だけでなく1914-19年においても2億ドル弱の規模で行われていた。どちらの時期においても直接投資のほぼ40%前後が証券発行によって賄われている。

最後に紙・パルプ産業であるが、これは通常の産業分類では製造業に含めるが、この時期の直接投資については紙・パルプの製造に関する投資に加えて、公益事業や鉱業部門の投資という側面も併せ持っていたため、あえて製造業部門の中でも別個に集計されている²⁾。紙・パル

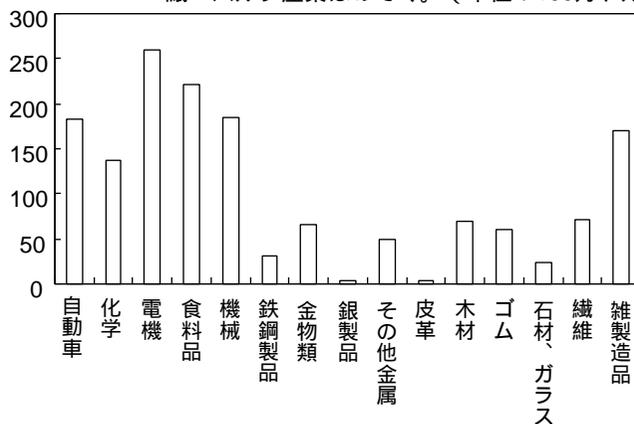
プの製造には広大な森林資源と大量の電力が必要とされるが、20年代に行われたこの産業の海外投資はとくに上記2点を求めて行われていた。そのために、その投資は製紙プラント以外にも森林開発や発電所建設などを伴っていた³⁾。この産業では1925-29年の直接投資のうち、実に90%以上を証券市場での資金調達に依存していた。

これに対して、直接投資の資金源に占める証券発行の割合が低かったのは、(紙・パルプを除く)製造業や販売組織、石油生産、石油販売、貴金属である。表1をみると、これら産業の直接投資にしめる証券発行資金調達の割合はいずれも20%以下となっている。しかしこのうち、販売組織、石油販売、貴金属はやはり直接投資額自体が少ないので、以下では紙・パルプをのぞく製造業と石油生産を中心に検討する。

まず紙・パルプをのぞく製造業部門のさらに細かい産業別分類を図1で見よう。ただし、図1は表1のフロー統計と異なり、1929年時点の直接投資残高を示す統計である。しかし製造業内の細かい産業分類を示す統計はこれしか判明しないため、両者の違いに注意しながら検討することとしよう⁴⁾。

図1をみると、(紙・パルプをのぞいた)製造業投資の中で主要なものは電機、食料品、機械、化学、自動車であることが分かる。表1によると、このような産業によって構成される(紙・パルプをのぞく)製造業部門の直接投資で、証券市場を資金源とする部分は、1925-29年で18.5%にすぎなかった。

図1 アメリカ製造業部門の対外直接投資残高 (1929年)
*紙・パルプ産業はのぞく。(単位:100万ドル)



出典: P.D. Dickens (1930) p.30.

また石油生産についても、他の工業原料とは異なり、証券市場への依存度は低かった。同じく1925-29年で見ると、証券発行による資金調達によって賄われた直接投資は全体のわずか11.6%であった。

それでは、(紙・パルプをのぞく) 製造業企業、石油生産は、直接投資のための資金をどこから調達していたのか。有力な資金源として挙げられるのは、企業の内部資金である。直接投資の資金源としては他にも銀行借入があるが、これが利用されることは実際には非常に少ないと予想される。というのも、銀行借入は通常、短期資金を必要とする際に利用される資金調達手段であった⁵⁾。もちろん必要に応じて、短期借入が更新されることもたびたびあったが、基本的には60日を平均とする借入であったので、それが親会社の長期間にわたる子会社支配を実現する対外直接投資の資金源となるとは考えにくい。また、たとえ対外直接投資の資金源として一時的に銀行借入が利用されたとしても、それは短期間のうちに証券発行もしくは内部資金によって返済されるものと考えられる。20年代の直接投資統計では、証券発行によって調達された部分の資金源しか明らかになっていないが、上記のような理由から、それ以外の部分については主に内部資金によって賄われたものとする。

以上の分析より、20年代に展開された直接投資の資金源は、主に以下の2つであることが分かる。1つは(紙、パルプを除く) 製造業・石油産業の内部資金である。これらは企業自身によってそのまま直接投資資金として利用された。そしてもう1つは証券市場に集中してくる資金である。これは紙・パルプ産業、公益事業、石油以外の鉱業などの直接投資資金源となった。

3．証券市場での利回り低下

1920年代のアメリカの直接投資は、その資金源の半分弱を証券市場に依存していた。表1より、とくに20年代の後半には、直接投資の44.9%が証券市場での資金調達によって行われていることが確認されている。これには、当時の証券市場における利回りの低下が大きな役割を果たしていた。すなわち、企業にとって、証券市場での利回りが低下することは、証券発行コストの低下を意味している。これによって、とくに外部資金に依存していた産業(公益事業と石油以外の鉱業、紙・パルプ産業)は、より低コストで直接投資を拡大することが可能になった。

図2は、アメリカ・イギリス証券市場における両国の国内債の利回りを表している⁶⁾。すなわちアメリカ政府債とアメリカ企業社債はアメリカ証券市場における両者の利回り、イギリス・コンソル債とイギリス企業社債はイギリス証券市場における両者の利回りを示している。ここでは企業の資金調達コストを分析しているため、本来であれば発行利回りを検討すべきであるが、統計が不足しているため、図2の利回りはイギリスの社債以外は全て流通利回りを表している。ただ流通利回りは発行利回りと連動して動いているため、以下ではこれを用いて考察する。

図2 英米証券市場の国内政府債・社債利回り

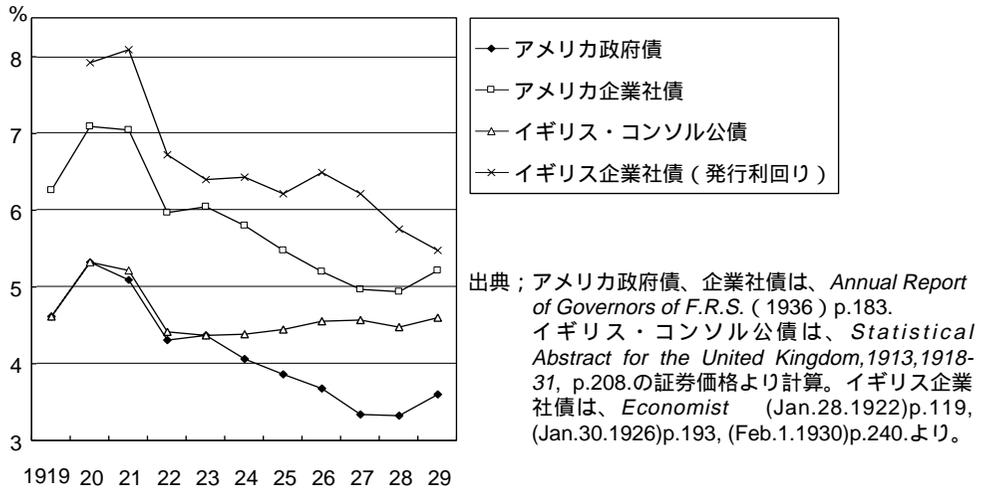


図2を見ると、アメリカ国内債（政府債と社債）の利回りは、1919-23年は上昇と下落を繰り返しているが、1924年以降28年まで一貫して低下していることが分かる。しかし、この期間、アメリカは長期不況にあったわけではなく、1924年7月から26年10月まで27ヶ月間の好況を経験している⁷⁾。通常、好況であれば、資金需要の高まりから利回りは上昇することが予想されるが、この時期は逆に低下していた。

そして重要な点は、アメリカ証券市場での利回りがイギリス証券市場でのそれより低い水準にあったということである。図2の両証券市場における社債利回りを比較すると、アメリカの利回りがイギリスを下回っている。ただ、図2のアメリカ企業社債はMoody'sでの格付けが‘Aaa’から投資適格最低ランクの‘Baa’までの120の社債の平均であるのに対して、イギリスの企業社債は新規発行分全てを含んでいるため、よりリスクの高い債券を含んでいる可能性がある。しかし、第一次大戦前の1913年におけるイギリス証券市場での新規発行社債利回りが平均で5.5%であったのに対して⁸⁾、図2を見ると1920年代の前半はそれが6-8%に上昇しており、戦前の水準に戻るはようやく1928年になってからであることが分かる。これは、イギリスが第一次大戦を境に、豊富で低利な資金を供給する機能を減退させたことを意味している。それに対して、アメリカは、地方政府債の利回りしか戦前・戦後の比較対象がないが、これを見ると1919-21年の戦後ブームと恐慌の時期に一時的に利回りが上昇するが、1924年には13年時点の水準を下回り、その後さらに低下傾向にある⁹⁾。20年代のアメリカ証券市場は、イギリスとは対照的にその資金供給能力を強化していたと言える。

また1924-27年にかけては、アメリカでの社債利回りが低下傾向にあるのに対して、イギリスでのそれは一定の水準を保っているため、両者の利回り格差は拡大している。イギリスの企

業社債が低下傾向に転じるのは、ようやく1928年になってからである。

また両国の政府債を比較しても、1919-23年はほとんど同一の水準にあったものが、1924年以降はアメリカ政府債の利回りが明らかにイギリスのそれを下回っている。ただ政府債については、後に述べるように、英米通貨当局間の国際金融協力の影響が大きいと考えられる。

以上の点より、1920年代にはアメリカ系企業が自国証券市場での利回り低下を利用することで、イギリス系企業よりも低いコストで資金調達することが出来たと言える。もちろん、一部のイギリス系企業は20年代でもアメリカ証券市場で資金調達を行うことがあった。しかしこれは件数・金額ともわずかであり、当時のイギリス系企業にとって一般的な資金調達方法とは言えないであろう¹⁰⁾。以上の点から、1920年代には、アメリカ証券市場で資金調達を行うアメリカ企業がもっとも低いコストで資金を調達できたことが分かる。このことは、当時のアメリカ企業が、資金コストに関する優位性を保持していたことを表している。

さて、それではこういったアメリカ企業の資金調達コストに関する優位性に結びつくことになったアメリカ証券市場での利回りの低下は、こういった要因から実現したのだろうか。これには、いくつかの点が挙げられる。

まず1つ目は、アメリカ証券市場への資金の集中である。後に検討するように、20年代のアメリカにおけるマネーフローは、証券市場を中心に展開しており、そこが大量の資金を引き付けることで、利回りが低下したのである。もちろんこの時期には証券発行額も増大しており¹¹⁾、発行者側の資金需要も拡大している。ただその中で利回りが傾向的に低下しているということは、それ以上のマネーが証券市場に集まった、すなわち資金供給が増加したことを表していると言えるだろう。

そしてこの利回り低下は、以上のような国内要因だけではなく、海外との関係（とくにイギリスとの関係）によっても影響を受けていた。英米間の国際金融協力である¹²⁾。1924年当時、イギリスは金本位制復帰に向けて海外資本輸出を規制することとなった。アメリカはそれを支援するため、自国の利率を引き下げ、各国の資金調達をロンドンではなくニューヨークに向かわせようとしたのである。そのためニューヨーク連邦準備銀行が、買いオペと公定歩合の引き下げを実施した。とくにこの買いオペが図2で見たようなアメリカ政府債の利回り低下に結びついたと考えられる。

こうした国際金融協力は、1925年4月のイギリス金本位制復帰によって一旦、その役割を終了させる。すなわちアメリカでは1924年7月から好景気に転じたため、公定歩合も1925年には上昇することとなった¹³⁾。その後、英米両国は、1927年のポンド危機に対応して再度、国際金融協力を展開するが、これは1927年11月からのアメリカの好況開始とその後の株式市場における投機ブームの結果、早くも1928年1月には政策が転換され、公定歩合の引上げと売りオペが行なわれた。

以上の点から、英米間の金融協力もアメリカの利子率低下に影響を与えたことが分かる。ただ、ここで注意すべきは、アメリカ証券市場自体における利回りの継続的な低下は、あくまで証券市場へのマネーフローが主因であった、という点である。これは前述のとおり、国際金融協力が一定の時期（1924年5月から25年4月のイギリス金本位制復帰までと1927年7月から28年1月まで）に限定されていたこと¹⁴⁾、そして連邦準備銀行の金融政策はイギリスとの国際金融協力という側面を持ちながらも基本的にはアメリカ国内の不況対策として行われていた、すなわちあくまでも国内経済の状況に対応する中で実施されたこと、の2点に因る。それでは、以下において、利回りの低下をもたらした証券市場への資金が、どういった部門から供給されていたか、をマネーフロー図を用いて検討することとしよう。

4．証券市場への資金集中

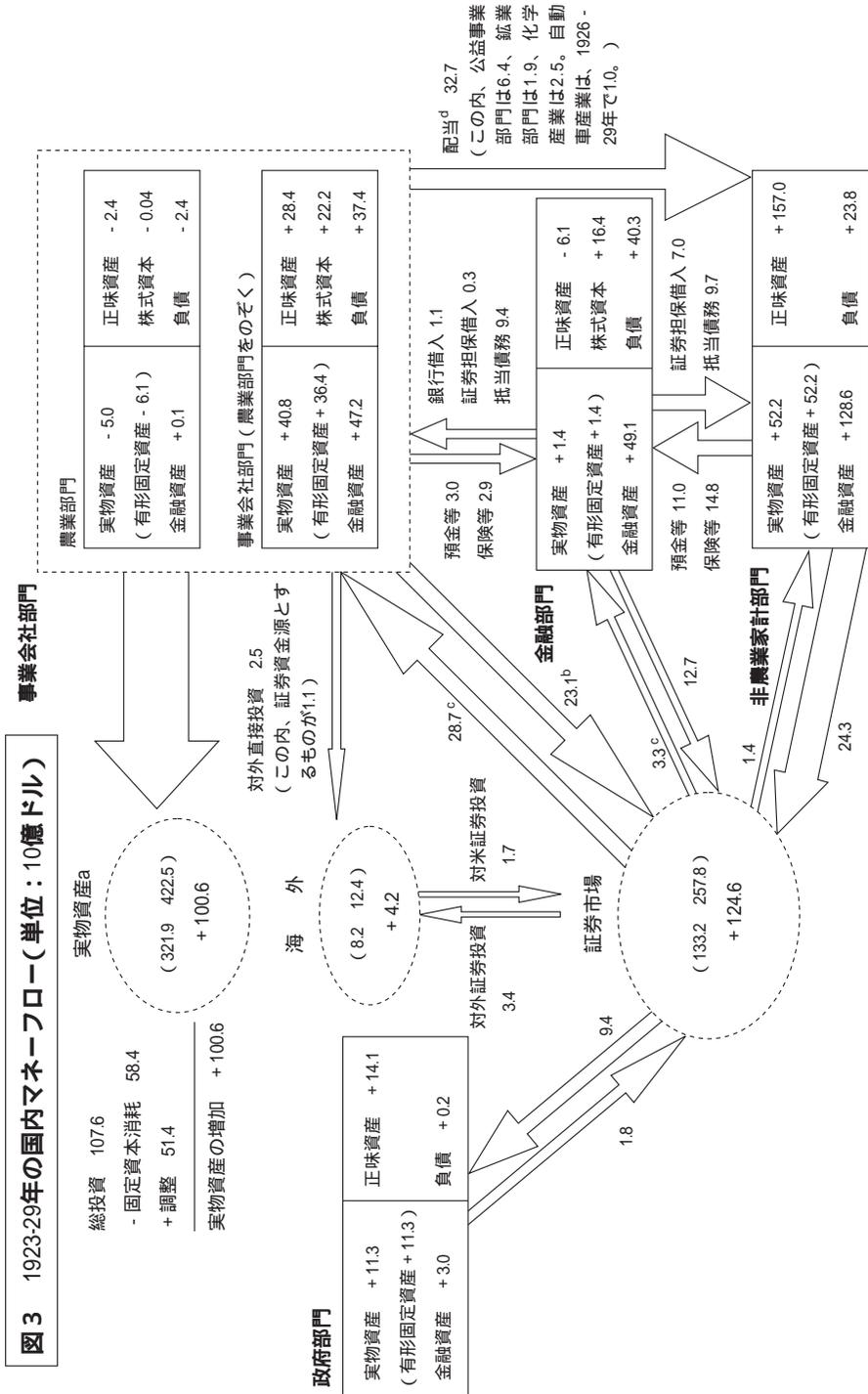
図3は、1923-29年のアメリカ国内におけるマネーフローを表している¹⁵⁾。これはアメリカ国内における経済主体を、非農業家計部門（以下、家計部門）、政府部門、事業会社部門、金融部門の4つに分け、それぞれがどこから資金を調達し、どこに資金を投下しているのか、を示している。また各部門の実物資産、金融資産、正味資産、負債、株式資本は、1923-29年の期間におけるそれぞれのストックの増減を表している。

表1や図2で見たとおり、20年代のアメリカ証券市場での利回り低下が顕著となり、それによって直接投資が資金源として証券市場を活用し始めたのは、1924年以降のことであった。このことを考慮すると、このマネーフロー図は1924-29年といった期間で作成すべきであった。しかし各部門の資産残高をあらわす統計が20年代においては1922年末と29年末しか判明しないこと、そして1923年1年だけのマネーフローがその後の1924-29年のそれに大きく影響するほどの規模ではなかったことなどから、図3では1923-29年の期間を取り上げることとした。

それでは、図3を見ながら20年代のアメリカ国内におけるマネーフローと資本輸出の関係を具体的に検討することとしよう。

図3のマネーフロー図を見ると、家計部門、事業会社部門、金融部門が、証券市場へそれぞれ100-200億ドルの資金を供給していることが分かる。

中でも家計部門が最大の資金供給者であった。1923-29年の間に243億ドルもの資金を証券市場へ投資している。ただその中には金融部門からの証券担保借入70億ドルを利用して投資された部分も含まれている。家計部門は20年代末の株式ブームに乗じて金融部門から資金を借り入れ、それを証券投資に利用していたと考えられる。



注a: 実物資産の増加には金融部門も14億ドル貢献している。(R.W.Goldsmith, Robert E. Lipsey and Morris Mendelson (1963) p.76-79.)

注b: 事業会社部門以外の証券市場への資金供給は、毎年のフロー額の合計であるが、事業会社部門のみ統計が入手不可能でありバランスシートより計算。事業会社部門の1929年末のバランスシートにおける証券保有額から1922年末のそれを差し引いた金額が、23.1(10億ドル)になる。バランスシートにおける証券の資産評価は市場価格に基づいているために、この中にはフローだけでなく価格上昇による部分も含んでいる。特に株式については価格上昇が激しく、以下、参考として1923-29年における株価上昇率をあげておく。普通株の価格上昇は1923-29年で176%、優先株の価格上昇は11%である。(Annual Report of the Federal Reserve Board 1931 (1932) Table No.129より。)

注c: 事業会社部門の証券発行額は国内企業全体による証券発行から金融部門のそれを控除したもの。しかし金融部門の証券発行額は1926年以降しか判明していない。よって1925年以前の事業会社部門の証券発行額は実際よりは多めに、そして金融部門のそれは少なめになっている。

注d: 事業会社部門から非農業家計部門への配当には金融部門のそれも含まれている。1923-29年の金融部門の配当は41億ドルになる。(S. Kuznets (1941) National Income and Its Composition 1919-1938, p.316-317.)

* 各部門の実物資産、金融資産、正味資産、株式資本、負債の数字は、1922年末-29年末の各部門の資産・負債の増減額を示す。出所のR.W.Goldsmith, Robert E. Lipsey and Morris Mendelson (1963)では、各部門の貸方が負債(Liabilities)と株主持分(Equities)とに分類されているが、ここでは国民貸借対照表と同じく「株主持分」から「株式資本」を取り出し、残りを「正味資産」とした。このとき、1922年の農業部門、金融部門、事業会社部門の株式については*Statistics of Income for 1922*, Table 1の'Capitalization'を、1929年については*Statistics of Income for 1929*, Table 19の'Capital Stock'を参照した。ただ*Statistics of Income*における金融部門の株式には、銀行や投資信託、保険といった金融部門だけでなく不動産業も含むため、その分多めに評価され、逆に正味資産が少なく評価されている。また事業会社の株式については本来含むべき不動産部門の株式を含んでいないため、その分少なめに評価され、逆に正味資産が多めに評価されている。

* 実物資産と証券市場の括弧内の数字は、1922年と29年のそれぞれの資産価値総額を表している。資産価値の評価はいずれも当期価格で示されている。再生産可能な実物資産は再生産費用で、それ以外の実物資産と証券形態の資産は市場価格で表されている。

* 海外の数字は、アメリカの対外純資産を示す。

* 各部門の証券市場へのマネーフロー額は、1923-29年の各部門の証券取得額と証券発行額(借換をのぞいた新規のみ)を表している。ただし事業会社部門の証券取得額のみはバランスシートから計算。(注aを参照)

* 非農業家計部門と事業会社部門の金融機関へのマネーフローは、預金等・保険等で示している。「預金等」は、家計部門や事業会社部門が銀行、貯蓄貸付組合、信用組合に対して行う要求払い預金、定期預金、また貯蓄貸付組合、信用組合の株式を指す。「保険など」は生命保険、年金基金、抵当債権などの形で投下する資金を指す。

* 金融部門から非農業家計部門、事業会社部門へのマネーフローは銀行借入、抵当債務、証券担保借入がある。「銀行借入」は抵当債務や証券担保借入をのぞく事業会社部門の商業銀行からの借入を示す。「抵当債務」は不動産を担保とする債務を表す。証券担保借入は証券を購入、保持するため

の借入。いずれも1922年末-29年末にかけての残高の増減分を表す。

出所：各部門のバランスシート，実物資産総額，証券市場の資産価値，銀行預金・保険など，銀行借入・抵当債務・証券担保借入についてはR.W.Goldsmith, Robert E. Lipsey and Morris Mendelson (1963) *Studies in the National Balance Sheet of the United States*, N.B.E.R., vol. 1 のTable 1aより。

各部門の証券取得額についてはR.W.Goldsmith (1955) *A Study of Saving in the United States*, Princeton Univ. Press, V-1, 48-52より。ただ事業会社部門（農業を含む）の証券取得額については，R.W.Goldsmith, Robert E. Lipsey and Morris Mendelson (1963) *Studies in the National Balance Sheet of the United States*, N.B.E.R., vol. 1 のTable 1aより。

各部門の証券発行額については，*Survey of Current Business* (Feb. 1938) p.14-19より。ただし金融部門の証券発行額のみは*Commercial & Financial Chronicle*のJan.22.1927, Jan.17.1931より算出し，事業会社部門のそれは*Survey of Current Business* (Feb. 1938) の企業証券全体から金融部門を控除して計算。非農業家計部門の証券発行額は，R.W.Goldsmith, Robert E. Lipsey and Morris Mendelson (1963) *Studies in the National Balance Sheet of the United States*, N.B.E.R., vol. 1 のTable 1aより。

総投資，固定資本減耗は，J.W.Kendrick (1961) *Productivity Trends in the United States*, N.B.E.R., p.294,299より。

対外証券投資・対米証券投資については，H.B.Lary (1942) *The United States in the World Economy*, Table 1より。

事業会社部門から非農業家計部門への配当については，S. Kuznets (1941) *National Income and Its Composition 1919-1938*, p.316-317より。

次に事業会社部門であるが，この部門の証券市場への投資額231億ドルというのは，この時期における証券価格上昇分も含んでいるため，過大に評価されている可能性が高い。参考までに1923-29年の株価の上昇率を挙げておく。まず普通株の価格上昇は1923-29年で176%，優先株の価格上昇は11%である¹⁶⁾。とはいえ，こういった価格上昇分を除いたとしても，事業会社部門の証券投資は20年代後半にはとくに増加したと考えられる。これは事業会社部門の中でも，とくに公益事業部門が証券投資を拡大したためである。

この点については，西川純子氏の詳細な分析が参考になる¹⁷⁾。西川氏によれば，公益事業部門の中でもとくに電力・ガス産業は，持株会社制度が容認されていたためそれを利用して証券市場から大量の資金を調達したが，とくに1920年代後半以降，それは設備投資というよりは，むしろ新たな持株会社の設立とその持株会社の証券投資資金として使用されるようになった，とある。公益事業部門全体の正確な証券投資額は不明であるが，西川氏が主要企業41社に限ってそれに類するものを明らかにしている。氏は，*Moody's Manual of Public Utilities*, *Commercial & Financial Chronicle* を用いて，電力企業37社と電話企業4社が1927-1929年の間

に証券（株式，社債）発行によって調達した資金の用途を明らかにしている¹⁸⁾。これによると41社の新規証券発行額（償還用をのぞく）は全体で21億3300万ドルであり，そのうち証券投資を表す「他会社買収」の用途に当たるものは10億5500万ドルになっている。各企業で異なるが41社全体で平均すると，実に新規証券発行額の49.5%を証券投資に用いていることになる。1927-29年に公益事業部門全体が発行した証券発行額（株式，長期社債，長期手形）は55億6300万ドルとなっているので¹⁹⁾，そのうちやはり49.5%が証券投資に用いられたとすると，その金額は27億5400万ドルになる。これは1927-29年といったわずか3年間の推計であるが，それでも図3に示されている1923-29年における事業会社部門全体の証券投資額231億ドルの10%強を占めていることになる。かなり遠回りした推計方法ではあるが，以上の点から公益事業部門による証券投資の規模を推察することができる。

最後に金融部門から証券市場へと向かったマネーフローを見ておく。図3によると，1923-29年の期間において金融部門は127億ドルの資金を証券市場に投資している。この127億ドルは金融部門が直接，証券を購入したことを表しているが，これ以外にもその資金は証券担保貸付という形で証券市場へと向かっている。すなわち金融部門は，家計や事業会社部門に対して証券担保貸付を行っているが，その貸付はそれら部門の証券投資を促し，間接的に証券市場への資金流入を増加させたのである。そして1923-29年においてはとくに家計部門に対して70億ドルもの証券担保貸付を行っている。このように金融部門自身の証券投資だけでなく証券担保貸付も含めて考えると，その証券市場への資金投下額は，家計や事業会社部門のそれに匹敵する規模となる。

以上，20年代においては家計部門，事業会社部門，金融部門からそれぞれ資金が証券市場へと集中してきた。これは，証券市場の利回りを低下させることで，当時のアメリカ企業の資金調達コストを引き下げ，とくに外部資金に依存する産業（20年代には石油以外の鉱業部門と公益事業部門）の直接投資拡大を促進することとなった。

5．おわりに

本論文では，1920年代のアメリカ直接投資の資金源を，産業別に検討した。

当時，直接投資を展開した主要な産業は，製造業，公益事業，鉱業であったが，中でも証券市場での資金調達を利用したのは，石油を除く鉱業と公益事業部門，そして通常であれば製造業に含まれる紙・パルプ産業であった。これら産業は，1924以降の証券市場への資金集中とそれによる利回り低下によって，その資金調達コストを低下させ，直接投資を拡大することが可能になった。

またアメリカ証券市場での利回りが，イギリスでのそれを下回ることによって，アメリカ系企業は

イギリス系企業よりも、大量の資金を低コストで調達することが出来た、と言える。これはアメリカ企業が、資金調達コストに関する優位性を保持していたことを表している。ただ、本論文では、これがアメリカ企業の直接投資をもたらし主要な優位性であったのかどうか、という点については、十分、考察することが出来なかった。これを明らかにするには、産業別の詳細な分析（各産業の独占度、英米企業間の関係など）が必要になる。

ここでは、1920年代のアメリカにおいて証券市場へのマネーフローが集中することで、利回りが好況時にもかかわらず低下し、それが、外部資金を利用した直接投資を行うアメリカ企業の資金調達コストを、イギリス企業のそれよりも低下させた点を、明らかにした。これは英米両国の企業が世界市場での覇権を争っている1920年代において、アメリカ企業の成長を強力に後押しするものであったと言えるであろう。

注

- 1) 西川純子（1980）『アメリカ企業金融の研究』東京大学出版会，63-73ページ。
- 2) C.Lewis（1938）の産業分類はP.D. Dickens（1930）*American Direct Investments in Foreign Countries*, に依拠しているが、そのDickensが紙・パルプ産業を製造業投資とは別に分類している。（P.D. Dickens（1930）p.14-15.）
- 3) 鎌田正三，森杲，中村通義（1973）『講座帝国主義の研究，第3巻，アメリカ資本主義』青木書店，134-136ページ。
- 4) 直接投資額ではなく直接投資企業数でみたものであれば年々のフローが判明する。1873-1919年までの直接投資企業数を産業別にみると、とくに化学，機械がそれぞれ全体の20%前後を占めている。ゆえに1920年代に入ってからとくに増加した産業は自動車，電機，食料品などがあると考えられる。（P.D. Dickens（1930）p.40.）
- 5) 小野英祐（1970）『両大戦間期におけるアメリカの短期金融機関』お茶の水書房，48-49ページ。
- 6) アメリカ政府債は償還まで8年以上ある全政府債の利回り平均，企業社債はMoody'sによる格付けが'Aaa'から'Baa'までの120債券の利回り平均，イギリス企業社債はその年の新規発行社債全ての利回り平均を表す。（*Annual Report of Governors of F.R.S.*（1936）p.183, *Statistical Abstract for the United Kingdom, 1913, 1918-31*, p.208., *Economist*（Jan.28.1922）p.119,（Jan.30.1926）p.193,（Feb.1.1930）p.240）
- 7) 吉富勝（1965）『アメリカの大恐慌』日本評論社，63ページ。
- 8) *Economist*（Jan.30.1926）p.193.
- 9) 1913年，21年，24年，28年のアメリカ地方政府債の利回り（流通）は，順番に4.22%，5.09%，4.2%，4.05%となっている。（*Survey of Current Business*（1938 Supplement）p.75.を参照。）
- 10) 1919-29年の間に，アメリカ証券市場で資金を調達したイギリス系企業は18社で，合計20件の証券発行を行っている。証券発行額の合計は，1919-29年で7000万ドル弱（6956万8347ドル）であり，アメリカ証券市場全体の1.1%に当たる。（R.A.Young（1930）*Handbook on American Underwriting of Foreign Securities*.を参照。）
- 11) 1924-28年の証券発行額は，54億ドルから80億ドルに増加している。（*Annual Report of the Board*

of Governors of the Federal Reserve System. (1933) p.231.)

- 12) 英米国際金融協力については、奥田宏司(1997)『両大戦間期のポンドとドル』法律文化社の第2章を参照。
- 13) 同前書, 41ページ。
- 14) 佗美光彦(1994)『世界大恐慌』お茶の水書房, 285, 402, 430-431ページ。
- 15) 図の作成に関しては複数の一次資料を利用している。主として, R.W. Goldsmith (1955) *A Study of Saving in the United States*, Princeton Univ. Press.と R.W. Goldsmith, Robert E. Lipsey and Morris Mendelson (1963) *Studies in the National Balance Sheet of the United States*, N.B.E.R., vol. 利用しているが、後者は前者の部門分類を踏襲しているので両統計間で部門分類が異なることはない。しかし各部門の証券発行額については *Survey of Current Business* や *Commercial & Financial Chronicle* を利用しているため、とくに金融部門と事業会社部門の間で発行額の分類が正確でない部分がある。その他、各資料間の統計分類上の不一致については図の注釈で詳細を説明しているが、これらはいずれも微細なものであり全体のマネーフローの傾向を大きく変えることはないと考えられる。
- 16) 1926年を100とすると1923年の普通株平均株価は69.0であったのに対して、1929年のそれは190.3。また優先株については同じ期間で114.4から127.4に上昇。(*Annual Report of the Federal Reserve Board 1931 (1932) Table No.129* より。)
- 17) 西川純子(1980)『アメリカ企業金融の研究』東京大学出版会, 268-284, 296-299ページ。
- 18) 同前書, 63-73ページ。
- 19) *Commercial & Financial Chronicle* (Jan. 17, 1931) p.383.

The Financing of American Foreign Direct Investment in the 1920's

In the 1920's about half of American foreign direct investment was financed in the security market. Especially public-service, mining (except oil-mining) and paper-pulp corporations had financed their foreign direct investments in the security market. By contrast, the manufacturing and oil-mining corporations had accumulated their profits to invest abroad.

In the latter half of the 1920's the yield of American corporation security steadily decreased. This meant that the financing cost of American corporations also decreased. They could raise the funds on lower costs than the British corporations. In the 1920's American corporations had the advantage in capital costs.

The decrease of the yields in the American security market were caused by both money flow into the security market and international cooperation between F.R.B. and the Bank of England. However the main cause was the money flow. It decreased the yields and enabled the American corporations to finance their foreign investments at lower costs.

(KONISHI, Hiromi 本学学会会員・2001年度研究生)

