

## イギリス海外投資とロンドン証券取引所会員の国際 裁定取引

稲富, 信博

<https://doi.org/10.15017/4494325>

---

出版情報：経済学研究. 63 (6), pp.1-23, 1997-08-31. 九州大学経済学会  
バージョン：  
権利関係：



# イギリス海外投資と ロンドン証券取引所会員の国際裁定取引

稲 富 信 博

## I はじめに

本論文は、第一次大戦以前のロンドン証券取引所（以下、LSE と略称）会員が海外証券に関して、展開した裁定取引の実態を分析するものである。背景となっている問題意識は、イギリス海外投資の全体像を、発行市場と比較して旧来看過されてきた感のある流通市場を含めて、理解することにある。そもそも、流通市場が看過されてきたのは、海外投資における資金供給・移転チャンネルとしての発行市場の重要性が、圧倒的に流通市場の役割に優っていたという事実にあるのだが、その上に、流通市場の活動の基本的な指標である売買高を初めとして、研究上不可欠なデータが全くないため、研究が困難である点も起因している。例えば、当時、最も規制が少なく<sup>1)</sup>流動性の高い LSE では、大量の国際的売買が行なわれ、結果、国際投資の微調整が進められたと推定されるのであるが、それを数量的に明らかにすることはできない、との限界を挙げることができる。

この点に関して、1931年にアインチヒは、以下の様に述べている<sup>2)</sup>。

「戦前、証券の国際的売買は、幾つかの国に上場されている相対的に限られた証券に対する規則的な裁定取引に非常に限定されていた。国際的投機に興味を持つ人数は少なく、ブームの時でさえ、彼らの総取引量は、国際的な貨幣状況に影響を与えるほど十分に大きくはなかった。しかし、ここ 2、3 年の間に、外国の証券取引所に対する投機は、専門家ばかりでなく、全ての投資大衆の間で、非常に流行している。ニュー・ヨーク（以下、NY と略称）におけるヨーロッパの投機は最も特徴的であるが、決してこの新しい傾向の孤立した事例ではない。」

ここでは、数量的データが明示されているわけではないが、当時の状況を歴史的に比較するならば、アインチヒの叙述は妥当であろう。そこで、本論文では、「証券の国際的売買」の太宗を占めていたであろう裁定取引を LSE 会員に焦点を当てて分析し、海外証券投資に占める流通市場の役割の一端を明らかにする。具体的には、第 1 の作業として、裁定取引の対象となった国際証券（international security、国際的な金融センターの証券取引所で共通上場されている証券）が、登場してきた過程と、そのような国際証券の売買を可能とする通信技術の発展

1) K. Born, *International Banking in the 19th and 20th Centuries*, Berg Publishers, 1983, pp. 115, 119, 123.

2) P. Einzig, *International Gold Movements*, Macmillan, 1929, 2nd. ed., 1931, p. 51.

がどのように整備されたかを明らかにする。第2に、国際投資の活発化は、裁定取引に関するLSE 会員と海外証券業者との提携ネット・ワーク網を形成させるに至った。そのネット・ワーク網の形成という国際的な証券流通市場の発生過程を、LSE の『総務委員会議事録』<sup>3)</sup>によりながら、解明する。裁定業者がどのような金融センターの証券業者と提携関係を取り結び、専門性を発揮したかを分析する。この点に関し、ミチの研究<sup>4)</sup>はあるが、重要な点で誤りを含み、各々の裁定業者の特徴も全く触れられていない。これを明らかにするのが、本論文の特色である。これは、現在進行中の証券投資のグローバル化の歴史的端緒過程を明確にすることである。

以下、II では、イギリス海外投資を概観しながら、国際証券の登場と、国際資本市場におけるグローバルな証券売買を支えた通信技術に関して考察する。III では、諸取引所間の価格均衡を果たした裁定業者のイギリスにおける出現過程と、彼らの特徴を考察する。

## II 国際資本市場としてのロンドン資本市場

### 1. 国際証券の登場

イギリス資本市場の形成をもたらしたのは、17世紀末から1815年までの120年間に展開された国債投資であった<sup>5)</sup>。それにより形成された引受業者、「金利生活者」層、証券取引業者のいずれも、15年の平和到来以後の新規国債の発行

停止によって、従来存在していた利得の機会を一挙に喪失することとなった。それゆえ、1820、30年代は、いかなる危険性のある証券投資にさえ積極的に参加しようと切望していた一大階層の存在によって特徴付けられる。

かくして、ナポレオン戦争直後、財政困難に直面した欧州諸国の国債や独立したばかりの南米諸国債・鉱山会社株は、彼らにとってイギリス国債に代わる絶好の投資対象となった。30年代ブーム後の各国の支払い不履行や40年代の国内鉄道マニアによって海外投資は停滞していったが、50年代から再び急速に拡大し、続く20年間にロンドンは「争う余地のない世界の金融中心地」<sup>6)</sup>となったのである。

しかし、国債投資によって形成された全機構が、スムーズに海外投資機構に代置したわけでもなかったし、直ちにロンドン市場が海外証券市場として積極的に利用されたわけでもなかった。この意味で、1815—55年をコトレルは、海外投資の「実験期」<sup>7)</sup>と称したが、まず、後の議論と関係する限り、この時期の特徴を簡単に述べておこう。

(1) この時期のイギリスの海外投資残高は、1830年代の7,600万ポンドから54年には2.3億ポンドと急増した<sup>8)</sup>。しかし、1815年に既に発行残高8.3億ポンドに達していた国債投資<sup>9)</sup>は別としても、海外投資の規模は、国内鉄道投資だけと比較してもはるかに劣っていた。すなわち、

3) The London Stock Exchange; The Committee for General Purposes, *Minutes* (以下、C.G.P. と略称)。

4) R. C. Michie, *The London and New York Stock Exchanges 1850-1914*, Allen & Unwin, 1987.

5) この点に関しては、拙稿「イギリス国債投資の展開とロンドン証券取引所の成立」『金融経済』185号、1980年を参照のこと。

6) E. V. Morgan & W. A. Thomas, *The Stock Exchange*, Elek Books, 1962, 2nd. ed., 1969, p. 88.

7) P. L. Cottrell, *British Oversea Investment in the Nineteenth Century*, Macmillan, 1975, p. 25. (西村 閑也訳『イギリスの海外投資』早稲田大学出版部、1992年、26頁)

8) L. H. Jenks, *The Migration of British Capital to 1875*, 1927, T. Nelson & Sons, rep., 1971, pp. 64, 413.

表1 ロンドン証券取引所上場証券(払込額)

(単位 £m)

|          | 1853年 | 1873年 | 1893年 | 1913年 |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| イギリス国内   |       |       |       |       |
| 公債       | 854   | 859   | 902   | 1,290 |
| 鉄道       | 194   | 374   | 855   | 1,217 |
| 公共事業     | 25    | 27    | 102   | 435   |
| 金融       | 13    | 26    | 102   | 609   |
| 商工業      | 22    | 28    | 44    | 917   |
| 小 計      | 1,114 | 1,422 | 2,269 | 4,469 |
| %        | 91.7  | 62.7  | 46.3  | 46.8  |
| 外国       |       |       |       |       |
| 公債       | 70    | 487   | 1,032 | 2,034 |
| 鉄道       | 31    | 354   | 1,564 | 2,929 |
| 鉱山       | -     | 6     | 33    | 91    |
| プランテーション | -     | 1     | 2     | 24    |
| 小 計      | 101   | 848   | 2,630 | 5,080 |
| %        | 8.3   | 37.4  | 53.7  | 53.2  |
| 合 計      | 1,215 | 2,269 | 4,899 | 9,550 |

(出所) *Stock Exchange Official Intelligence*, 1885, 1894, 1914.

(注) 「公債」はあらゆる政府部門を含み、「外国：公債」はロンドンで支払い可能な証券だけ。

国内鉄道会社（アイルランドを除く）が株式及び社債で調達した資金の累積額は、54年の時点で2.7億ポンドであり、海外投資残高を上回る<sup>10)</sup>。しかも、53年 LSE に上場されている国内鉄道証券の払込額は1.9億ポンドであるのに、海外証券は半分強の1億ポンドにすぎない（表1）。このように、50年代前半までの海外投資は、イギリス資本市場に占める地位では、国内

鉄道投資にもはるかに劣っていた。また、海外投資残高の約半分しか LSE に上場されていなかった点は、後述するように、ロンドン資本市場の機構とは別なルートによっても海外投資が行なわれたことを示している。

(2) 海外証券売買の恒常的対象がきわめて限定されていたことである。例えば、20年代初めの海外投資対象は南米諸国であった。しかし、1828年までにブラジルを除く全ての南米諸国債は債務不履行に陥り<sup>11)</sup>、南米鉱山会社株もほとんど投機的計画であることが判明した。それ以後、30年代にはアメリカ諸州の州債や銀行、運河、鉄道会社の証券が投資対象となったが、州債は40年代には南米諸国債と同様の運命をたどった<sup>12)</sup>。これらは、一時的な投機ブームにあって盛んに売買されたが、市場の崩壊以後、売買対象としてはほとんど放棄されてしまった。

これら投機的証券とは別に、安全で確実な投資対象であったのが、10年代後半から20年代にかけてベアリング商会やロスチャイルド商会によって起債された一連のフランス賠償国債やプロシャ国債をはじめとする、大陸諸国債であった。特に、1818年にロスチャイルド商会が起債したプロシャ国債は、初めて、ロンドンで配当支払いが可能であり、利払いもポンド建てで行なわれたという特徴を有していた。しかも、1/3がロンドンで、残り2/3は大陸諸国、特にパリとフランクフルトで売り捌かれるなど、国際証券としての性格を十分備えていた<sup>13)</sup>。次に、確

9) B. P. P., *Return on Public Income of Expenditure of Great Britain*(1868-69), XXXV, Part II, app., No. 12.

10) G. R. Hawke & M. C. Reed, 'Railway Capital in the United Kingdom in the Nineteenth Century', *Economic History Review*, 2nd. ser., vol. XXIII, 1969, Table 1. 2.7億ポンド全額がイギリス人によって供給されたわけではないが、1845年の鉄道応募のうち外国人を含む「住所不明」の投資家の応募額は1.8%にすぎず、その後も外国人の投資が増加したとの証拠はない（拙稿「初期イギリス鉄道投資家の分析」『社会科学論集』第31集、1991年、25頁参照）。ちなみに、海外投資残高が国内鉄道調達額を超過するのは1857年である。

11) F. G. Dawson, *The First Latin American Debt Crisis*, Yale U. P., 1990, p. 173.

12) D. R. Adler, *British Investment in American Railways 1834-1898*, U. P. of Virginia, 1970, p. 14. 30年代に州債を発行した19州中9州が、41年に支払不能に陥り、ロンドンにおけるアメリカ投資に対する信頼は最低となり、42年には連邦政府でさえヨーロッパでは起債できなかった (*ibid.*, p. 15).

実な投資対象であったのは、マーチャント・バンクを介さずに発行された、30、40年代のベルギー、フランス鉄道会社証券である<sup>14)</sup>。しかし、大陸諸国の金融市場が整備されるにつれ、これら国債はイギリスから母国に引き揚げられ、鉄道会社証券も50年代には次第に母国に戻っていった<sup>15)</sup>。これらの証券の市場規模は縮小する傾向にあった。そのなかで、新たな売買対象を提供したのは、50年代に再開されたアメリカ合衆国への投資であったが、次の点に関係するが、それもロンドン資本市場を経由したものではなかった。

(3) ロンドン資本市場が海外投資市場として全面的に動員されなかった点である。海外証券は趣意書付きでロンドンで公募されたものもあるが、かなりの部分は私募で発行され、LSEにも上場されなかった。

例えば、50年代に活発化したアメリカ鉄道投

資は、ベアリング商会、ピーボディ商会が、アメリカへのレール輸出に関与する形で開始された。彼らは、鉄道会社がレールを輸入する際の担保として、その後その支払代金として鉄道債を受け入れ、次第に鉄道債の発行に関与するようになった。しかし、「ロンドンで公募発行された債券は少なく」、購入はほとんど私的に証券ブローカーやマーチャント・バンクを通じて行なわれた。個人投資家は、鉄道会社が収益性を立証するか、ロンドンや地方の証券取引所に上場されるまでは、購入を控えた<sup>16)</sup>。また、初期のアメリカ州債は、マーチャント・バンクが地方銀行を通じて売り捌くなど、地方資金が独自のルートを通じて海外に投資された<sup>17)</sup>。

(4) 海外証券の流通市場は、国債市場とは全く新たな市場構成員をもって形成・拡大されねばならなかった。1822年まで、海外証券の取引は王立取引所 (Royal Exchange) において行なわれていたし、LSE 自体海外証券を上場していなかった。23年になって王立取引所で活躍していた89名が LSE に参加することとなった。しかし、当初、旧来の会員と外国証券取引所 (Foreign Stock Exchange) 会員とは別の組織で、両者が互いの職域を侵犯してはならなかつ

13) S. Chapman, *The Rise of Merchant Banking*, Allen & Unwin, 1984, pp. 82-84. (布目真生、荻原登訳『マーチャントバンキングの興隆』有斐閣、1987年、157-60頁) 1818年のフランス賠償国債も、半分がシンジケートに参加したフランス商会によってフランス投資家に売り捌かれた (*ibid.*, pp. 174-75. 訳、334-35頁)。

14) 大陸諸国への投資は、大部分が安全で収益をもたらしたが、政情が不安定であったスペインやギリシャへの投資は例外的で、ギリシャは債務不履行に陥ることになった。この点と、ベルギー、フランス鉄道投資に関しては、L. H. Jenks, *op. cit.*, pp. 50-51, 134-57. を参照のこと。

15) その理由は、幾つかあるが、まずフランス鉄道会社の執拗なコールが市場を圧迫し売りを誘った (E. V. Morgan, *Theory of Practice of Central Banking 1797-1913*, Frank Cass & Co., 1943, 2nd. imp., 1965, p. 152. 47年の外国鉄道のコール総額は580万ポンド、48年の最初の10ヶ月間に270万ポンドであった)。また、47年に、600万ポンドと推定される大量の株式の売却が、国際収支の逆調を金融するために行なわれた (L. H. Jenks, *ibid.*, p. 380 note 67)。さらに、48年のフランスにおける政治的混乱はすでに沈滞していた市場に更なる売却をもたらした。これらの事件によって、イギリス資本の欧州鉄道への投下は、一時的ではあるが急激に中断された。

16) P. L. Cottrell, *op. cit.*, pp. 21-22, 24. (訳、20、24頁) アドラーは、50年代初め多数のアメリカ鉄道証券がロンドンで公募されたと述べている一方で、ロンドンで社債発行のスポンサーを捜すのに成功したのは少数にすぎなかったとも主張している。彼の真意は、彼が挙げていたさまざまな事例からして後者にある (D. R. Adler, *op. cit.*, pp. 20, 46. および第3章参照)。1852年にロンドンで公募された4件の内、証券ブローカーが3件に関与した。Foster & Braithwaite 商会が New York & Erie 鉄道、Shaw, Cowan & Wilson 商会が Marietta & Cincinnati 鉄道、Oliver Lee が Wilmington & Manchester 鉄道債を売り捌いた。

17) L. H. Jenks, *op. cit.*, pp. 78-80. アメリカ貿易に従事していたマーチャント・バンクが、短期信用の決済などによってアメリカで発行されたものを引き受け、それを地方銀行を通じて売り捌いた。

た。両者の組織が統合されたのは、35年になってからである。この時期の海外投資が、投機的拡大とその後の不履行を繰り返した結果、海外証券業務も激しい変動を繰り返した。実際、20年代のピークには、Foreign Stock Exchangeには200名もの会員がいたが、20年代末には90名へと減少し、そのことが35年旧来の国内取引所に加入を要請する要因となった<sup>18)</sup>。後述するように、この時期に既に裁定業務に進出した業者もいたが、この不安定さゆえ、海外証券業務を専業とした会員は少なく、その結果この時期流通市場の拡大にも限界があった。

(5) 証券のグローバルな売買市場という限定された意味で、本論文では、国際資本市場という言葉を用いる。この国際資本市場という観点からすると、海外証券のうち、きわめて限定的ではあるが、大陸諸国債やベルギー、フランス、アメリカ鉄道証券が、欧州取引所とLSEに共通に上場されていたことは注目される。

例えば、50年代初め、アメリカの鉄道債券は、ロンドンでは証券ブローカーやマーチャント・バンカーによって売り捌かれたが、それ以前には、スイス、ベルギー、フランクフルトに関係をもつ商会によっても大陸諸国で売り捌かれた。彼らの活動により、ハンブルク、アムステルダム、フランクフルトなどの大陸諸国市場は、アメリカ証券の市場としてロンドンよりも優っていたといわれ、50年代にロンドンでアメリカ鉄道債券の人气が高まった結果、これら債券は大陸諸国、ロンドン、北米市場に流通市場をもつ国際証券となった。53年のアメリカ鉄道222社中、それぞれ100万ドル以上の債券を外国人(もちろん、ほとんどが欧州)に保有されている鉄

道会社は10社、10万ドル以上が約40社であった<sup>19)</sup>。

こうした状況は、自国市場よりも取引コストが安い、あるいは流動性が高い外国市場で、国際証券を売買することを可能とする。さらには、各国の金利や証券への信頼性の相違、景気変動のズレなどによって、証券価格が市場間で乖離することを利用し、有利な市場で証券を売買することをも可能とした。証券業者ばかりでなく、一般の投資家も業者を通じて証券のグローバルな売買を展開し<sup>20)</sup>、それによって利得することができた。そうした活動の最たるものが、取引所間での同一証券の価格差を利用して利得する裁定取引である。ちなみに、1846年の秋に、英仏関係の不安定さの結果、英仏間でフランス鉄道価格に乖離が生じた時、ロンドン金融業者はこの裁定取引を実施した<sup>21)</sup>。こうした新たな事態を注目して、エコノミスト誌は、45年に次のように述べた<sup>22)</sup>。

19) D. R. Adler, *op. cit.*, pp. 50-53, 66.

20) 国際証券の登場以前に、証券のグローバルな売買が存在しなかったわけではない。すなわち、自国市場では流通市場が存在しない証券を外国市場で売買する活動が想定される。これが投資家の個人的嗜好ならきわめて小規模なものであるが、大規模な売買が行なわれたとすれば、その原因は豊富な投資資金が形成されているのに、自国市場で魅力のある証券が存在しないことによるのか、証券市場に人為的な規制が課されていることかによる。前者の場合には、その証券が外国市場での発行の際に購入されるか、既発債が流通市場で購入されるかして、自国にその証券が大量保有されることによって、結果、自然発生的にその証券の流通市場が自国で形成される。1720年代のオランダの南海会社株式等への投資や、1840年代のイギリスのフランス鉄道株式投資による自国での流通市場の形成は、この過程の好例である (L. Neal, *The Rise of Financial Capitalism*, Cambridge U. P., 1990, p. 141)。証券のこうしたグローバルな売買は、国際証券の出現の前段階と捉えることができる。後者のような原因によるグローバルな証券売買は、後述する20世紀初頭のフランスのアメリカ証券投資にみられたが、この時期には、そのような要因による証券売買の規模はきわめて小さかった。

18) E. V. Morgan & W. A. Thomas, *op. cit.*, pp. 84-86.

「これら（外国鉄道——筆者）株式は、違った諸国の政府債のように今や一般的証券となり、わが国のLSEと大陸で等しく取引されている。そして、政府債のように、貨幣価値がわが国と他の国で等しくされるもう1つの手段である。……欧州の主要諸国は1つの貨幣市場と見做しうるかもしれない。というのは、それら諸国全てが直ちに互いに影響し合うからである。もし、パリで鉄道へのコール（株式への分割払い込み請求——筆者）を支払うために貨幣が求められ、利子率が上昇し株式が下落して、そして、その株式が売却のためにロンドンに送られないならば、最良の条件で売られるであろうイギリス、フランス、スペインあるいは他の証券がわれわれの市場に送られ売却されるであろう。こうして、イギリスの資本がフランスの株主のコール支払いのために採り出される。あるいは、反対のケースも生じうるのである。」

このようなグローバルな証券売買や裁定取引が、国際資本市場にどのような影響を与えたかを判断するためには、当時の通信手段の状況を考慮しなければならない。

それを示す有名な逸話は、ロスチャイルド商会に関するものである。1815年、ロスチャイルド商会は、情報の重要性を認識し、特別なエージェント (couriers) を使って情報収集にあたっていた。オステンデ (Ostende) に特派されていたエージェントが、7月18日のワーテルローでのナポレオンの敗北を、帆船と馬車によってロ

ンドンに知らせたのは、2日後の20日の早朝であった<sup>23)</sup>。次第に、鉄道と蒸気船の出現によってある程度コミュニケーション手段は改善されたが、40年代末においても、パリ取引所の終値がLSEに着くのは、翌日の午前10時を過ぎてからであった<sup>24)</sup>。このような障害を克服するために19世紀初頭から、伝書バトが、迅速な情報伝達手段として用いられ、特に英・仏間では最適の方法であった。ちなみに、1836年、Nathan M. Rothschildがフランクフルトにおいて客死したニュースも、伝書バトによってもたらされたものであった、と言われている<sup>25)</sup>。LSEの多くの会員はシンジケートを作り、伝書バトにより、ロンドン・パリ間の毎日のコミュニケーションを行っていた。しかし、この方法は夏の期間だけ満足できるものであり、夏の場合でもその情報伝達量はわずかで、確実な受信のためには一度に10羽が用いられる必要があったなど、高価で不確実なものであった<sup>26)</sup>。

さて、通信手段がこのような状況では、取引コスト、流動性、有利な価格差等を利用して展開されるグローバルな証券売買も、価格差を利用しようとする裁定取引も、大規模には実施されない。すなわち、国際証券の外国市場での大きな価格変化から、その価格情報の取得、取引依頼、実際の取引の執行までの間に、ロンドン・

23) H. A. Meredith, *The Drama of Money Making*, S. Low, Marston & Co., 1931, pp. 72-73.

24) C. G. P., 6 January 1848. 大西洋航路では、リヴァプール→NY間に1830年代約34日を要したが、蒸気船の登場により50年代には約12日と大幅に短縮されたが、これを利用した書簡によるコミュニケーションは投機に必要な迅速性を欠いていることは言うまでもない (L. H. Officer, *Between the Dollar-Sterling Gold Points*, Cambridge U. P., 1996, p. 166, Table 9.18)。

25) H. A. Meredith, *op. cit.*, p. 74.

26) C. Duguid, *The Story of the Stock Exchange*, Grant Richards, 1901, pp. 140-1. H. A. Meredith, *ibid.*, p. 75.

21) D. C. M. Platt, *Foreign Finance in Continental Europe and the United States 1815-1870*, Allen & Unwin, 1984, p. 19.

22) *The Economist*, Oct. 4, 1845, p. 952.

パリ間でも最低2日はかかる。この間に取引依頼時に生じていた利得の機会が消滅するおそれがあるので、よほど利得の機会が大きい場合にだけしか、そうした売買は実施されない。伝書バトの情報伝達に依存して証券業者が実施した場合の裁定取引も、その不安定性と情報量の少なさ故に、同様な限界を有していた。日々、通信手段は改善され、グローバルな証券売買も裁定取引も、次第に増加したであろうが、電信網の整備以後とは、量的にも質的にも規模が劣っていた。

かくして、国際証券は存在するものの、各取引所を瞬時に結ぶ通信手段の欠如から、エコノミスト誌が述べたように「欧州諸国は1つの貨幣市場と見做しうる」には大きな限界があった。共通の国際証券をもちながらも、各市場はそれらに対するローカルな需給により価格決定がなされ、立会時間中に、ローカルな価格がそれぞれ乖離したとしても、それを恒常的に均衡化するメカニズムを有してはいなかった。裁定取引も規模は小さく、その価格均衡化作用も限定的であり、市場間での大きな価格乖離を許した。さらに、伝書バトの情報伝達は不安定で、量もきわめて限られ、安定した最速の交通手段がもたらす情報でも、一日遅れのしかも一方通行の情報であった。それらによって一度だけローカルな価格の国際的均衡化が果たされるが、それ以後はまたローカルな需給に基づく価格形成が続けられたというのが、この時期の国際資本市場の実態であった。その中で、確かにLSEは大陸諸国の市場と比較して最大の国際資本市場であったが、それを可能としたのはイギリス、特にロンドンの投資資金と投機活動のおかげであって、この意味でローカルな国際資本市場にすぎなかった。

## 2 国際資本市場の形成

1855年以後の海外投資は、「実験期」の特徴と対照的な状況をもたらした。

まず、イギリスの海外証券投資残高は54年の2.3億ポンドから1913年の37億ポンドへと飛躍的に増大した<sup>27)</sup>。その増大過程で、LSEの上場証券額においても1893年には海外証券が国内証券を陵駕した。この事実を踏まえて、19世紀後半からのLSEが海外証券を中心にして拡大したと一般的に言われている。しかし、若干の留意が必要である。イギリスの海外証券残高は1854-1913年間に約35億ポンド増大したのであるが、LSE上場の国内証券がすべてイギリス人によって保有されていると仮定する（もちろん非現実な仮定であるが）と、同期間の上場国内証券に対する投資額は33億ポンドに達し、これに地方市場での投資額や非公式市場での国内証券投資を含めると、国内証券投資の規模ははるかに海外証券投資を超過することになる。この問題は、旧来の海外投資残高の推定に対し疑問を呈したプラットの提起<sup>28)</sup>とも関連のある複雑な問題であるので、ここでは、イギリスの国内証券の2大市場である国債・鉄道証券市場の合計額を陵駕する規模にまで、海外証券市場が拡大したことを、確認しておくことに留める。

第2に、「実験期」では、イギリスの海外投資は、特定地域に対する投機的なブームが出現し、その後債務不履行や期待はずれがやってくる、

27) G. Paish, 'The Export of Capital and the Cost of Living', *The Statist* (Supplement), February 14, 1914, pp. v-vi. および H. Feis, *Europe: The World's Banker 1870-1914*, Yale U. P., 1930, A. M. Kelley, rep., 1974, p. 23 (柴田匡平訳『帝国主義外交と国際金融 1870-1914』筑摩書房、1992年、15頁)

28) 次頁記載

表2 イギリス海外証券投資の大陸別分布の比率

(単位 ￡m)

|         | ヨーロッパ | 北米      | 南米    | アフリカ  | アジア   | 豪州    | 実数：合計   |
|---------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 1865-74 | 34.6  | 27.6    | 15.6  | 4.2   | 12.4  | 5.7   | 489.9   |
| 1875-84 | 16.2  | 30.1    | 11.6  | 8.5   | 11.8  | 21.8  | 465.7   |
| 1885-94 | 8.9   | 32.5    | 22.9  | 5.9   | 11.9  | 17.8  | 746.5   |
| 1895-04 | 7.3   | 26.9    | 9.4   | 24.9  | 19.6  | 12.0  | 739.0   |
| 1905-14 | 10.2  | 41.5    | 19.3  | 8.5   | 14.8  | 5.7   | 1,642.0 |
| 実数：合計   | 531.9 | 1,398.5 | 687.2 | 427.0 | 592.5 | 446.0 | 4,083.1 |
| %       | 13.0  | 34.3    | 16.8  | 10.5  | 14.5  | 10.9  | 100.0   |

(出所) M.Simon, 'The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment 1865-1914'.

(in J.H.Adler(ed), *Capital Movements and Economic Development*, 1967), p.55, app., table.

(注)「豪州」は、オセアニアとニュージーランドを含む。

そこで、違った魅力をもつ他の地域に投資が向かい、先ほどの地域は債務不履行が清算され、以前の災難が忘れられて初めて再びロンドンで借入ができるという、パターンが見られた<sup>29)</sup>。このパターンは、表2のように大雑把な大陸別分布においても見られる如く、1855年以降も繰り返されたが、「実験期」とは大いに流通市場に対する影響が相違していた。

イムラーの資本輸出推定によると、「実験期」の年間資本輸出額は最大1,630万ポンドで、27、

40、42、47年には資本輸出はゼロもしくはマイナスとなった(図1)。それに対して、55年以降は、資本輸出残高を10年間に平均1.8倍ずつ増加させながら、年間資本輸出額の最低水準も60年代の1,150万ポンド、70年代の1,310万ポンドと増大させていった<sup>30)</sup>。総じて、90年代末と20世紀初頭の停滞(最低の資本輸出を記録した1898年でも2,290万ポンド)を除けば、着実な増加がこの時期の海外投資の特徴で、そのことが発行市場ばかりでなく流通市場としてのLSEの安定的拡大に貢献した。この結果、LSEの会員数は、1870年の1,406名から着実に増加に、1900年には4,315名に達した。1904年末に入会の条件は厳格化されたが、新規則の実施直前に664名のさまざまなクラークが駆け込み入会をしたため、1905年には5,567名というピークに達した。それ以後は、1908年5,078名、14年には4,855名へと減少した<sup>31)</sup>。この減少については、1905-14年間の、過去20年間の投資額を超過するほど海外投

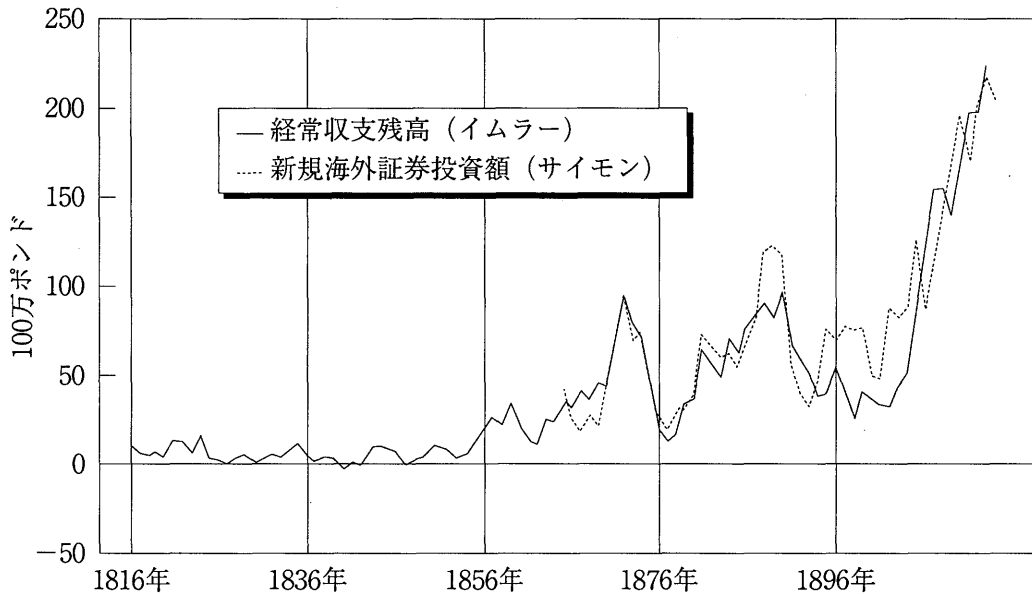
28) D. C. M. Platt, *Britain's Investment Overseas on the Eve of the First World War*, Macmillan, 1986, p. 60. 彼は、現在最も信頼すべきだと見做されているペイシュ及びフェイスの推定の下方修正を主張し、1914年の海外証券投資残高は26.3億ポンドで、直接投資を含めた海外投資総額は、31億ポンドであるとの新たな推定額を提起した。また、1870年代初頭の海外証券投資残高の推定にも修正を要求した(D. C. M. Platt, 'British Portfolio Investment Overseas before 1870: Some Doubt', *Economic History Review*, 2nd. ser., XXXIII, 1980)。ペイシュの推定に対する彼の修正には、ケネディ(W. P. Kennedy)の書評、*Economic History Review*, 2nd. ser., vol. XL, 1987, pp. 307-9.) とファインシュタイン(C. Feinstein, 'Britain's overseas investments in 1913', *Economic History Review*, 2nd. ser., XL III, 1990)により批判がなされたが、1989年にプラットが死亡したため、議論は中断した。海外投資額の推定に関しては、應和邦昭『イギリス資本輸出研究 1815-1914年』時潮社、1989年、第I章を参照のこと。

29) P. L. Cottrell, *op. cit.*, p. 20. (訳、17頁)

30) A. H. Imlah, *Economic Elements in the Pax Britannica*, 1958, Russel & Russel, rep., 1969, pp. 70-75.

31) D. T. A. Kynaston, 'The London Stock Exchange, 1870-1914: An Institutional History', 1983 (PhD, thesis of London University), pp. 66, 81, 124.

図1 イギリス海外投資の推移



(出所) A.H. Imlah, *Economic Elements in the Pax Britannica*, 1958, Russel & Russel, rep., 1969, pp. 70-75 及び M. Simon, *op. cit.*, pp. 52-3.

(注) 同一の作図は既に P.L. Cottrell, *op. cit.* によりなされている。

資が飛躍的に増加し(表2)、会員の倒産も最低であったことからして、原因を特定することは難しい。入会条件の厳格化よりも、正会員の予備軍であった大量のクラークが04年に殺到したことによる反動の影響が強く作用したのでであろう。

さて、5,000名を超す会員のうち、海外証券に主として従事した会員数のデータはない。そこで、19世紀中頃の864名の会員が全員国内証券の業者であったと仮定し、それ以後の会員増加を内外市場で等分すると、1905年には少なくとも2,300名の会員が海外証券市場で活躍していたことになる。この過小な見積もりでさえも、一団の海外証券業者の存在を物語る。

次に、国際資本市場の形成にとって不可欠な通信技術の変革について、概観しよう<sup>32)</sup>。まず、

電信網の整備は、国内では1840年代後半にロンドンと地方都市を結ぶ電信網が完成され、国際的には51年にドーバー・カレー間の海底ケーブルの敷設により開始された。これにより、パリ取引所の始値と終値をLSEの立会時間中に知ることができるようになった。そして、直ちに、ロンドンと大陸諸国の主要な証券市場が同様に結ばれることとなった<sup>33)</sup>。その後、66年に大西洋海底ケーブルが完成し、ロンドンはNYと結ばれたが、当時、大西洋航路(リヴァプール→NY間)で約11日を要していたコミュニケーション上の障害を一挙に解決するものであった。さらには72年にメルボルン、74年にはブエノス・ア

32) R. C. Michie, *op. cit.*, ch. 1-ch. 3.

33) P. Ripley, *A Short History of Investment*, S. I. Pittman, 1934, p. 88.

イレスと結合された<sup>34)</sup>。もちろん、LSE 会員がこの通信技術をすぐさま利用したことは言うまでもない。1878年の王立委員会における、主としてフランスとオランダとの裁定業務を行っていた会員証券ブローカー Charles T.D.Crews の証言は、以下のようにまとめられる<sup>35)</sup>。

「私の取引は大規模である。……私は、国際証券 (international security) と呼ばれる、違った取引所に上場されている証券を取り扱う。それらは、フランス、イタリア、ロシア債や他の種類の証券である。……電信オフィスが取引所に付設されているので、価格のあらゆる変化を大陸の取引所に送信している。われわれは一日に非常に多くの電信を送っている。価格変動があれば5分ごとにそうしている。……例えば、ロンドンでイタリア債が突然騰貴をすると、イタリア債の価格をパリの顧客に送信する。彼らはパリ市場でイタリア債を買い、ロンドンにそれを送りわれわれに売るように依頼する。それが、裁定取引である。」

また、ロンドン・NY 間では、66年7月の海底ケーブルの敷設の翌月には「ロンドン価格が規則的にケーブルによって NY で受け取れた。そして、裁定取引が直ちに開始された」<sup>36)</sup>。

裁定取引とは限らないが、電信による各金融センターの情報の依存関係を示すものとして、

1900年代のロンドン・NY 間の状況が参考となる。両地の時差は、約5時間（正式には5時間マイナス4分1秒）であった。

ロンドン側：NYSE (NY 証券取引所) の立会が10時に開始されるので、ロンドン時間午後3時2分までには、NYSE の全ての寄付値がロンドンで知られる。LSE は4時には立会時間が終了するが、LSE 近くの Shorter's Court にある場外市場で、会員もアウトサイダーも一緒に、アメリカ証券の取引が続けられ、NYSE が閉まる8時まで行なわれる。したがって、「ロンドンには NYSE が開いている間中、いつでもアメリカ証券を電信で取り引きすることができる。」

NY 側：ロンドン市場の午後2時のアメリカ証券相場が、電信により NY 時間午前9時直後に受け取られる。NYSE ブローカーがオフィスに到着後最初にする仕事はロンドン相場を知ることであり、その相場は「市場動向を知る最初の手掛かり (the first real lead)」であり、10時に開始される NY 市場のその日の取引の予想にとって不可欠となっている<sup>37)</sup>。

さて、その後の電信回線の複線化と技術革新により、サービスの安定とスピード化が計られ、同時に料金は飛躍的に削減された。1851年にロンドン・パリ間で最小メッセージを送るのには1.4ポンドかかったが、1906年にはわずか0.04ポンドと97%減少した。ロンドン・NY 間でも、1866年に1ワード20ポンドであったものが、

34) R. C. Michie, *op. cit.*, p. 45. L. H. Officer, *op. cit.*, p. 166, Table 9.18. 1908年までに、ロndonは上海、ヨハネスブルクとも電信で結ばれた。

35) B. P. P., *Royal Commission on the London Stock Exchange*, 1878, xix, Qq. 6912-25. (以下、RC '78 と略称)

36) S. S. Pratt, *The Work of Wall Street*, D. Appleton & Co., 1903, 3rd. ed., 1923, p. 20. 1914年の時点で「NY・ロンドン間の裁定取引は時々一日平均10万株に達し、5,000以上の電信メッセージが取り交わされた」と言われた (S. S. Huebner, *The Stock Market*, D. Appleton & Co., 1926, p. 87)。

37) S. S. Pratt, *ibid.*, pp. 159-160. W. J. Greenwood, *American and Foreign Stock Exchange Practice*, Business Book Publishing Co., 1921, pp. 273-74, 545-46. NYSE のブローカーがオフィスに到着後最初にする仕事が、ロンドンの2時の相場を聞くことであるとの指摘は、既に1880年代になされている (G. R. Gibson, *The Stock Exchanges of London, Paris and New York*, G. P. Putnam's Sons, 1889, p. 4)。

1906年には0.1ポンド、すなわち99.5%削減された。しかも、当事者にだけ理解可能な one-word code が用いられるなど、利用者側の精緻さも深まった<sup>38)</sup>。次の革新として、電話の登場が挙げられる。国際電話線は、1891年にロンドン・パリ間で、次いで1903年ブリュッセルともつながった。料金は電信の10倍以上であったが、双方向の情報交換が可能であるとの利点を有していた。それゆえ、パリ、ブリュッセル間では電話が電信に取って代わり、その他の大陸金融センターでは電信が用いられた<sup>39)</sup>。

こうして、ロンドンと5大陸の主要金融センターを迅速・安価に結ぶ通信手段が提供されることにより、国際資本市場の必要条件が満たされることになったが、その形成をさらに加速したのは、「実験期」にはきわめて限定的であった国際証券の増加である。国際証券の条件として、大量に発行され各金融センターで一定程度分散保有されていることが挙げられるが、1860年代後半以降、複数の金融中心地で同時に起債する慣行が復活してきた<sup>40)</sup>。例えば、1869年、1,050万ポンドのスペイン国債は、ロンドン（割当額800万ポンド）、パリ、マドリッド、ハンブルク、フランクフルト、ブリュッセル、アントワープ、ウィーンの8都市で同時に起債され<sup>41)</sup>、また、72年のフランス戦時賠償国債は、ロンドン、パリ、

アムステルダム、アントワープ、ハンブルク、ケルン、フランクフルト、ウィーン、ジュネーブ、ベルリンの10都市で起債された<sup>42)</sup>。このように数多くの国際的発行が実施され、当初の目的に反して主として母国市場だけで引き受けられた事例もあったが<sup>43)</sup>、国際証券が質量とも増大することになった。ちなみに、ロンドンが関係する起債では、70年代には、ロンドンだけの起債額が約2.6億ポンドであるのに対して、ロンドンを含む国際的発行の起債額は約4.7億ポンドと、国際的発行の割合が高かった。その後、国際的発行の割合は低くなったが、1870-1913年間にロンドンが関係した起債額36.9億ポンド中、11.7億ポンドもの国際的発行が実施された<sup>44)</sup>。

さらに、ロンドンで引き受けられた起債でも、イギリス人が全て購入したわけではなく、1907年の時点でイギリスで利子・配当を受ける海外証券額の最大10%は外国人によって引き受けられた<sup>45)</sup>、と指摘されているように、証券保有の国際化がこのような形でも進行した。

さて、以上の議論は、発行市場を通じた国際証券の創出過程であるが、流通市場での売買により国際証券が創出されることもあった。ただ、

38) R. C. Michie, *op. cit.*, pp. 43-46. ロンドン・N Y間で同様のコスト削減を示す事例として、20ワードの電信には、1866年100ドルかかったが、1912年には5ドルとなったことを挙げることができる。また、1902年アメリカの電信会社の副社長によれば、「全ての電信の90%がコードでかかれ、1ワードが12以上の仕事をなすように作成されていた」(S. S. Pratt, *op. cit.*, pp. 190-91)。

39) W. J. Greenwood, *op. cit.*, p. 817.

40) C. K. Hobson, *The Export of Capital*, Constable & Co., 1914, p. 138. (揚井克己訳『資本輸出論』日本評論社、1968年、102頁)

41) D. C. M. Platt, *op. cit.*, p. 11.

42) C. K. Hobson, *op. cit.*, p. 138. (訳、102頁)

43) D. C. M. Platt, *op. cit.*, pp. 10-11.

44) C. K. Hobson, *op. cit.*, p. 219. (訳、156頁)

45) ペイシュは、イギリスで所得税を課される利子・配当収入から逆算することにより、1907年末のイギリス人保有の海外証券額を27億ポンドと推定し、この内10%は、実際には外国人の保有になるものだと指摘している。この外国人の保有が、ロンドンでの発行の際に所得されたものか、流通市場において取得されたものかは判明しないが、ほとんどが前者によって取得されたものであろう。この点に関して、プラットはペイシュの10%を過小だとし、15%の訂正を主張したが、残念ながらその根拠は説得的ではない。(G. Paish, 'Great Britain's Capital Investments in Other Lands', *Journal of the Royal Statistical Society*, LXXII, 1909, p. 490. D. C. M. Platt, *Britain's Investment*……, p. 60 C. Feinstein, *op. cit.*, p. 291)

流通市場での売買が、逆に、国際証券としての性格を減ずる場合もあった。例えば、イギリス人保有のロシア債が、それをより選好するフランス人により購入され、分散保有されていたものが特定の金融センターに集中化したり、1890年代にはほとんど外国で保有されていたイタリア国債が流通市場でイタリア人により購入され、1910年にはほとんど母国に回帰し、国際証券たることを止めたケースもあった<sup>46)</sup>。もちろん、80年代初頭のように、アメリカ鉄道株式がNYでロンドンの裁定業者により大量に購入されロンドン市場で売却されたり<sup>47)</sup>、パリではわずかしかな上場されていなかったアメリカ証券を、20世紀初頭にフランス人がさかんにロンドンやNYで購入したケース<sup>48)</sup>では、証券保有の国際化が進行した。このように、流通市場での売買は証券の国際化に対してプラス・マイナスの影響を与えたが、いずれの影響が大であったかは断定し得ない。とはいえ、発行市場を通じた国際証券の創出が最も規定的であり、圧倒的であったと結論付けるだけで十分であろう。

さて、既述のように、ある国際証券が一時期その条件を満たしていたとしても、償還されたり母国市場に回帰し、国際証券であることを止めることがある。例えば、先の王立委員会での証言で挙げられた、フランス国債は、1870年の普仏戦争の賠償金を支払うために発行されたも

のであったが、その後母国に戻り、国際証券であることを止めたし、イタリア国債もそうであった。しかし、市場はそのような証券に代わる新しい国際証券を絶えず見いだしたのである。

歴史的にみると、国際証券の筆頭であった政府債では、米国の連邦債・州債が第1の地位を占め、次いで、カナダ、ブラジル、アルゼンチン、オーストラリアなどの政府債が、ロンドンや大陸諸国で広く保有された。欧州諸国債では、トルコ、ロシア、スウェーデンのような資本輸入国の国債がそうした性格を有していた。米国の連邦債・州債が母国に戻るようになると、中国、日本、メキシコなどが新たに登場してきた。ちなみに、南北戦争のために急増したアメリカ連邦債は、70年には10億ドルがヨーロッパで保有されていたが、母国市場への回帰と償還により76年には6億ドル、78年には2.5億ドルと急減した。このこと自体、米国連邦債のグローバルな証券売買が、欧州・NY間で行なわれたことを示す<sup>49)</sup>。

第2に、米国そして程度は劣るがカナダなどの鉄道証券が格好の国際証券として、政府債の減少を補うこととなった。この点で、最も顕著な鉄道は、Canadian Pacific 鉄道であり、さらに、アメリカの Union Pacific、Pennsylvania、Baltimore & Ohio などの諸鉄道であった<sup>50)</sup>。Canadian Pacific は、1910年までに総額1.8億ドルの普通株を世界中の24,000名の投資家に売却した。そのうち、65%がイギリスで、15%が大陸諸国、10%がそれぞれアメリカとカナダで保有されていた<sup>51)</sup>。

次いで、南アなどの鉱山株、US スティールな

46) F. W. Hirst, *The Credit of Nations*, National Monetary Commission, Document No. 579, 1910, p. 9.

47) D. R. Adler, *op. cit.*, pp. 152-56.

48) G. Paish, *The Trade Balance of the United States*, National Monetary Commission, Document No. 579, 1910, p. 174. G. R. Gibson, *op. cit.*, p. 64. 「アメリカの証券はほとんどパリ証券取引所には上場されていなかった。それは両国の税制や、さまざまな法律的要件のせいである。」(H. Feis, *op. cit.*, p. 55. (訳、40頁))

49) A. D. Adler, *op. cit.*, pp. 83-84.

50) A. E. Davies, *Investments Abroad*, A.W. Shaw Co., 1927, p. 93.

どの産業会社株が、それまでの国際証券を補充することになった。外国鉱山株は、欧州投資家にとって特に魅力のある投資対象であった。欧州は豊かな貴金属の産出地をもたないため、ブラジル、アメリカ、オーストラリア、そして南アの金鉱山は欧州投資家の想像力と貪欲さを刺激した。それゆえ、何度となく鉱山ブームが生じたが、最も著しいものは1894-95年間の南ア鉱山株ブーム (Kaffir Boom) であった。それは、文字通り、国際的なブームで、ヨハネスブルグはもちろん、ロンドン、パリ、ベルリン、ブリュッセル市場でそれら株式が同時に活発に売買された。その後、熱狂的なブームは鎮静化した。Rand Mines、Crown Mines、Central Mining Corporation などは、1920年代においても国際証券として人気を博していた<sup>51)</sup>。産業株のなかでは、US スティール株式の18%は海外で保有され、特にイギリスとオランダで活発に売買された。また、スペインの Rio Tinto Copper は国際的に人気が高く、この株式とスエズ運河株はパリで非常に保有されていた<sup>52)</sup>。

このように、国際証券は、この時期枚挙に暇がないほど、重点を移しながらも、大量に創造された。このことと、1850年代から開始されたコミュニケーション技術の変革により、大規模な証券のグローバルな売買と裁定取引が可能となり、国際資本市場が形成されることとなった。その中心的役割を担ったのが、LSE の裁定業者である。彼らの活動と彼らがそのために形成した裁定取引ネット・ワークを、次節で考察する。

### III 裁定業者の出現と特質

前節で述べた通信技術の変革と、国際証券の増大は、グローバルな証券売買を可能としたが、それを専門とする業者の出現なくしては現実とはならない。この分野に進出するには、各金融センターに信頼しうるエージェントやパートナーを有し、証券売買ばかりでなく、外国為替業務にも熟知していることが必要であった。

この条件を十分満たしている金融業者とえば、誰でもマーチャント・バンクを想起するであろう。しかし、彼らの中で国際証券の売買業務に進出したものの数は少ない。裁定業者であると確認できたマーチャント・バンクとして、Haes & Sons、Raphael & Sons や、Samuel Montagu & Co.、S. Japhet & Co. の名を挙げることができる。前2商会は、取引所の入会基準が緩やかであった時期に、Haes 商会は1802年の LSE 設立当初から、Raphael 商会は1857年に取引所会員となり、同時にマーチャント・バンキング業務を営んでいたという特殊な存在であり、Raphael 商会はアメリカ証券の活発な裁定業者であった<sup>54)</sup>。1909年にジョバー・ブローカーの機能分離が厳格化され、同時に裁定業者としての認可を総務委員会より受けなければならないとの規則改正に応じて、2商会とも NY 業者との裁定取引の認可を受けた。次に、後者の2商会とも、遅れて (S. Montagu は1853年に、S. Japhet は96年) ロンドンに移住した新興のマーチャント・バンクであり、前身の業務が証券ブローキングであったことが、裁定業務の継続を促したのであろう<sup>55)</sup>。

51) R. C. Michie, *op. cit.*, pp. 54-55.

52) A. E. Davies, *op. cit.*, pp. 10, 93. ブーム期にはフランス投資が最も活発であったようで、95年だけで1億ポンドもの南ア鉱山株を購入したと言われている (H. A. Meredith, *op. cit.*, p. 188).

53) A. E. Davies, *ibid.*, p. 69 S. S. Huebner, *op. cit.*, p. 6.

54) C. G. P., 4 February 1909. S. Chapman, *op. cit.*, p. 48 (訳、90頁)

その他の既存マーチャント・バンカーや新参のバンカーが裁定業務に進出しなかった原因として、マーチャント・バンカーのLSEへの加入を拒否した取引所ルールを挙げることができる。裁定業務を執行するにあたって、取引所の会員であることはきわめて重要であった<sup>56)</sup>。わずかな価格差を利用しようとする裁定取引では、売買のたびに証券売買手数料を支払うことは大きな負担となった。会員であることは、当然そのコストを免れているわけであり、市場の刻々の動向をも察知しうる立場にあった。このルールの適用を免れたRaphael商会のような例外もあるが、一般にマーチャント・バンカーの裁定業務進出への障害となった。

次の要因は、チャップマンが指摘しているようにマーチャント・バンカーに共通する保守主義にあったが<sup>57)</sup>、その背景には、十分にマーチャント・バンキング業務だけですばらしい収益を挙げることができたことがある。これを示す良い事例は、1890年代に死亡したLSE会員の遺産額をマーチャント・バンカーと比較することである。会員のそれはわずか4万ポンドであるのに対し、外国銀行家やマーチャント・バンカーの平均遺産は51万ポンドであった<sup>58)</sup>。同じシティーで活躍した金融業者でありながら、この大きな差は、展開した業務の収益性を反映していると考えざるをえない。それを勘案すると、敢えて収益の高いマーチャント・バンキングに

加えて、裁定業務に進出することは経済合理性がないと言わざるをえない。

マーチャント・バンカーについて、先の条件を満たしうるのが証券業者、特にLSEの会員であった。

イギリス資本市場が海外の投資家と一定の関係を築き始めたのは、主としてオランダを初めとする大陸諸国のイギリスへの海外投資がかなりの規模に達した1720年代からであった。彼らが投資した特権会社株式の名義書換はロンドンに限定されていたので、彼らはエージェントを利用せざるをえなかった。そのエージェントとなったのは、当時のロンドン商人であった<sup>59)</sup>。しかし、その後次第に職業的自立化を達成した証券業者が代置し、こうしてロンドンの証券業者と海外の投資家との関係が強まったと推測されるのであるが、管見の限りではそれを示す資料を見いだすことはできなかった。この事は、LSE会員が、海外の投資家や証券業者との関係を築き始めた時期が19世紀前半のかなり後であった、とも予想させるが、いずれにしても今後の研究課題である。

さて、証券業者は、電信の出現以前に、裁定業務に乗り出していたわけであるが、この時の状況を伝えてくれる資料として、第1に、証券ディーラー（当時の用語法によれば、ポジションをもつジョバーのこと）Lionel L. Cohenの1878年の王立委員会での証言がある<sup>60)</sup>。証言によれば、彼の商会は、父がLSEの会員となった1819年以来、アムステルダム、アントワープ、

55) S. Chapman, *ibid.*, pp. 60-61. (訳、114-115頁) その他、前身が証券ブローカーで、18世紀末頃にオランダからシティーへの移住後に裁定業務に従事したマーチャント・バンクとしてL. Cohen & Co.が挙げられるが、1901年に全ての業務から撤退した。(ibid., pp. 48, 60. (訳、91、114頁))

56) S. S. Huebner, *op. cit.*, p. 93.

57) S. Chapman, *op. cit.*, p. 172. (訳、330頁)

58) D. T. A. Kynaston, *op. cit.*, p. 122.

59) P. G. M. Dickson, *The Financial Revolution in England*, Macmillan, 1967, pp. 311-18.

60) この商会が注55)で指摘した、マーチャント・バンカーとして活躍し、同時に裁定業務に従事したL. Cohen & Co.である可能性は極めて高いのであるが、残念ながら直接的証拠は見い出せなかった。

ベルリン、ブリュッセル、ジェノヴァ、ハンブルク、ウィーンにコレスポネント (correspondent) を有し、自己勘定で大規模な裁定業務を行なってきた。さらに、これらのコレスポネントを「違った場所にあるわが商会 (My houses in different places)」と称していることや、大陸から渡来したユダヤ人であると推定されることから、彼の商会が大陸諸都市にもつ既存の同族的コネクションを前提に、裁定業務を展開した状況を伺い知ることができる。しかも、同様な起源をもち同じ裁定業務を行なっている商会が他に2つあるとも証言している。この証言から推測できることとしては、マーチャント・バンカーの出自と同様に、大陸諸都市で金融業務を営み各地に一定の同族的関係を有してきた一族の一員が、18世紀末から19世紀前半にイギリスに定住し、そのネットワークを利用して裁定業務をきわめて早期に開始したケースが、少なくとも3事例あることである<sup>61)</sup>。

次に、証券業者が裁定業務に乗り出した他の違った事情を示しているのが、ブローカー T. W. Powell の78年の証言と、その後 Heseltine, Powell & Co. が1908年1月に総務委員会に宛てた書簡である。その書簡は、裁定業務へ進出した事情を的確に要約している<sup>62)</sup>。

「LSE のルール変更が、わが商会が半世紀以上もの間アメリカ市場で保持してきた地位に影響しないことを信ずる。……故 E. Heseltine と故 T. W. Powell が (1849年頃……Powell 自身の証言によれば50年代初頭——筆者) 最初にアメリカ鉄道株と社債をイギリスに紹介した時、取引が可能で認められた市場がロンドンに存在するなら、

この種の証券はより魅力的になるという、顧客の陳情により、価格形成を余儀なくされた。それで、わが商会は興味を持つ証券を喜んで売買し、フィラデルフィアやNYにいるわれわれのエージェントを通じて帳簿を均衡化させた。これは最初郵便でなされ、これがアメリカとの裁定取引の始まりであった。」

また、Powell は、50年初頭にアメリカに「注文を送り回答を得るのに1ヶ月かかり、……人々 (証券ブローカー——筆者) は注文を (われわれと) 直ちに取引引きすることをしばしば選好した。それがわれわれの取引の始まりであり、時が進むにつれてより増大した。……ケーブルの確立後、この取引は相当増加した」と証言し、同様のアメリカ証券の裁定業者として、Foster & Braithwaite 商会と他の2商会を挙げている<sup>63)</sup>。

ここでは、ブローカー商会であった Heseltine, Powell 商会が、当時ロンドンでは市場性の少なかったアメリカ鉄道証券に対し、ジョバーの代わりに価格形成を余儀なくされたこと。その結果、鉄道証券のポジションの均衡化のため、北米のネット・ワークを通じて、郵便で裁

62) C. G. P., 27 January 1908. この商会のアメリカ鉄道証券への関与は深く、1860年には経営不振に陥った Marietta & Cincinnati 鉄道の再建のためのロンドン委員会を発起し、Atlantic & Great Western 鉄道債の趣意書に名を連ねた。70年代には同じく著名な鉄道証券ブローカーである Foster & Braithwaite 商会と共同で Baltimore & Ohio 鉄道や Pennsylvania 鉄道債の引受ブローカーとして活躍した。80年代の初めには Norfolk & Western 鉄道やその前身である Atlantic, Mississippi & Ohio 鉄道、さらにはこの路線沿いの炭田開発会社 Flat Top Coal Co. の起債に関与し、次いで Pennsylvania 鉄道のロンドンの代理店となった。(D. R. Adler, *op. cit.*, pp. 58 n. 78, 101 n. 50, 135 n. 77, 136 n. 81, 148, 207-09)

63) R. C. '78, Qq. 5300-09.

61) R. C. '78, Qq. 3033, 3079-88, 3425.

定取引を開始した状況が語られている。このことから、LSE 会員が裁定業務を開始したもう一つの状況が推察される。

以上、LSE 会員が裁定業務に進出した状況を明らかにしている資料はわずかしかないが、あえて、その過程を、ジョバーとブローカーに分けて一般化してみよう。

まず、フランス国債やフランス鉄道株式など、国際証券のジョバーとなった会員は、ロンドンで価格形成を行なう過程で、十分な取引量がないためポジションの均衡化に苦慮したであろう。そこで、最もその証券に対して流動性のある母国市場にポジションの解消のための注文を出すことになった。その過程で、本来は、LSE の立会場でブローカーとだけ接触をもっていたジョバーも、その恒常的な注文執行のために、その母国市場の証券業者とその業務に対する提携を取り結んだと一般的には考えられる。しかし、現実には、大陸諸都市に同族的コネクションをもっていた Lionel L. Cohen のような商会在、既存のコネクションを利用して裁定業務に進出した事例の方が多いであろう。

次に、ロンドンで国際証券の注文を受けたブローカーは、取引所のジョバーがそれに対して価格形成をしている時には、彼らに注文の執行を依頼するであろう。ところが、彼らの提示する条件が、例えばパリ市場の条件よりも不利な場合、パリ市場でその注文を執行することが顧客の利害にかなうことが生じる。逆に、フランスのブローカーも同様な事態を経験するであろう。その時に、既に、国際証券の売買や引受を通じてパリのブローカーと一定の関係を有しているならば、その関係を通じて、恒常的な裁定取引を開始するように促されるであろう。ただ、顧客の注文だけではそのような恒常的裁定取引

を正当化するだけの取引量がないであろうから、自らの自己売買で裁定取引を行なうようになったと考える方が妥当であろう。

さらに、上記の2例がLSE 会員が自己勘定で裁定取引に乗り出す状況を考えてケースであるが、ブローカーの場合、委託注文を受けて裁定取引の一端を担うケースが考えられる。例えば、海外の金融センターの証券ブローカーや金融商会在、ロンドンと同様、国際証券の登場とともに自ら裁定業務を展開し、ロンドンでの価格情報の取得や取引執行のために特定のLSE 会員と恒常的関係を構築した。先に引用した Charles T. D. Crews の場合、1870年代初めに裁定取引へ進出した契機は判明しないし、「実験期」の事例ではないが、フランスとオランダの裁定業者の大規模な委託を受けて、注文を執行することを専業とする業者であったと推測される。同様なケースとして、コンスタンチノーブルやアレキサンドリアとの裁定業務に従事している外国商会在を50年代から主たる顧客としていた証券ブローカー、W. J. Galloway を挙げることができる<sup>64)</sup>。

このように、「実験期」には、上記のような状況に至ったジョバーやブローカーが自己勘定で裁定業務に進出した場合や、海外の裁定業者の委託を受けて裁定業務に従事したブローカーのケースや、そして Heseltine, Powell 商会在のような状況から裁定業務に進出した事例など、さまざまな背景から、不十分な通信手段を使いながらも、裁定業務を開始したことが分かる。そのなかで、国際的なコネクションをもっていた Lionel L. Cohen の商会在や、国際証券の発行業務にも携わっていた Heseltine, Powell 商会在

64) R. C. '78, Qq. 7034-40.

ような会員の活動が最も積極的であったと考えられる。

さて、電信が導入され情報伝達の迅速化と安定化が計られると、裁定取引はその規模を拡大し、各市場間の価格乖離を狭めていくことになる。そのわずかな乖離を利用するため、より迅速かつ安定した情報伝達のサービスが要求され、それが達成されると、さらに取引規模は拡大することになった。この結果、1%の1/5というわずかな価格乖離でも、裁定業者は利得しうようになった<sup>65)</sup>。

このような、取引所間のわずかな価格乖離を利用して、裁定業務を行なうためには、信頼しうるパートナーを海外金融センターで確保することから始まり、裁定取引にあたって従うべき詳細なマニュアルを作成しなければならなかった。電信は、取引執行中に疑問点を質す双方向の通信を提供しなかったからである。そこで、裁定業者は提携する業者と綿密な検討をはかり、相互理解を深めなければならなかった。ロンドン・大陸諸国間では、直接の接触やパリなどでは電話による交渉が可能であったが、ロンドン・NY間の交渉は手紙でも1週間かかり、大変な仕事であった。彼らがどのような取決めをなしたかの事例として、ロンドン商会 Nathan Rosseli が1911年 NY の E. & C. Randolph に宛てた手紙が参考になる<sup>66)</sup>。以下のような項目が指示された。

「NY への打電の時間。電信内容は写しをとること。注文・執行の暗号コードの確認。取引の執行を確認すること。ロンドンへの打電は新聞記事を含む。ロンドン価格を受

け取り後、NY 側は裁定取引を提案すべきこと。NY の寄り付き後、再度打電すべきこと。2ヶ月の試行期間後、実施する。」

このような内容が、その後も詳細に詰められる必要があった。

次に、裁定業務には様々なバック・オフィス業務が不可欠であった<sup>67)</sup>。例えば、手数料や利子率の計算、証券の移送の際の保険業務、電信コストの支払い、手紙の確認、金融市場や為替相場の変動への対処、清算および繰り延べ取引の執行などである。これらを行なうために、「暗号解読のための専門スタッフ」をはじめ、「非常に熟練し専門化したクラーク」を養成し、「仕上げるのに多年を要する費用のかかる経営機構」を構築しなければならなかった<sup>68)</sup>。

このような複雑な性格とその費用のため、LSE 会員のうち、わずかな商会しか裁定業務を行なわなかった。1909年2月1日から実施された取引所規則は、ブローカーであれジョバーであれ海外証券業者と2重資格で裁定業務を執行することを認め、但し、総務委員会の承認を要するとした。それを受けて、1908年12月21日から申請の審議を開始した。その日から1年後の1909年12月13日までの間に承認された、裁定取引の提携コネクションを集計したのが表3以下である。LSE の87商会が、326社の海外商会と裁定取引の提携を申請し、許可された。1909年に、LSE でパートナーシップを結んでいた商会の総数は判明しない。商会数は歴史的には増加傾向を示し、1887年529社、1914年910社であったので<sup>69)</sup>、1909年の時点で約825社の商会があったと推定される。とすれば、全商会の10%強とい

65) W. C. Van Antwerp, *The Stock Exchange from Within*, Doubleday, Page & Co., 1913. p. 284.

66) R. C. Michie, *op. cit.*, pp. 71-72.

67) W. C. Van Antwerp, *op. cit.*, p. 284.

68) C. G. P., 7 February, 3 March, 1908.

69) D. T. A. Kynaston, *op. cit.*, pp. 106-7.

表3 証券取引所会員の裁定取引コネクション（金融センター別）

| 金融センター       | 裁定コネクションを<br>もつロンドン商会数 | 裁定コネクションを<br>もつ現地商会数 | 金融センター           | 裁定コネクションを<br>もつロンドン商会数 | 裁定コネクションを<br>もつ現地商会数 |
|--------------|------------------------|----------------------|------------------|------------------------|----------------------|
| 欧州           | 98(3)                  | 101                  | 豪州               | 50(17)                 | 94                   |
| Paris        | 24(1)                  | 25                   | Adelaide         | 10(3)                  | 20                   |
| Amsterdam    | 15(2)                  | 17                   | Melbourne        | 9(4)                   | 26                   |
| Brussels     | 13                     | 13                   | Sydney           | 5(2)                   | 9                    |
| Berlin       | 12                     | 12                   | Brisbane         | 5(2)                   | 7                    |
| Hamburg      | 9                      | 9                    | Auckland         | 5                      | 5                    |
| Antwerp      | 8                      | 8                    | Charters Towers  | 3(1)                   | 6                    |
| Frankfurt    | 4                      | 4                    | Wellington       | 3(2)                   | 6                    |
| Rome         | 3                      | 3                    | Perth            | 2(2)                   | 4                    |
| Vienna       | 3                      | 3                    | Dunedin          | 2                      | 2                    |
| Milan        | 2                      | 2                    | Lauceston        | 2                      | 2                    |
| Geneva       | 1                      | 1                    | Kalgoorlie       | 1(1)                   | 4                    |
| Genoa        | 1                      | 1                    | Coolgardie       | 1                      | 1                    |
| Lisbon       | 1                      | 1                    | Reefton          | 1                      | 1                    |
| Madrid       | 1                      | 1                    | Townsville       | 1                      | 1                    |
| Zurich       | 1                      | 1                    |                  |                        |                      |
| 北米           | 54(19)                 | 87                   | 南アフリカ            | 22(1)                  | 25                   |
| New York     | 32(14)                 | 60                   | Johannesburg     | 10(1)                  | 13                   |
| Boston       | 3                      | 3                    | Cape Town        | 3                      | 3                    |
| Philadelphia | 3(1)                   | 4                    | Bulawayo         | 2                      | 2                    |
| Montreal     | 9                      | 9                    | Durban           | 2                      | 2                    |
| Toronto      | 7(4)                   | 11                   | Pietermaritzburg | 2                      | 2                    |
| 中南米          | 3(1)                   | 5                    | Beira            | 1                      | 1                    |
| Havana       | 1(1)                   | 3                    | Pretoria         | 1                      | 1                    |
| Buenos Aires | 1                      | 1                    | Salisbury        | 1                      | 1                    |
| Valparaiso   | 1                      | 1                    |                  |                        |                      |
| 中近東          | 4                      | 4                    | 極東               | 10                     | 10                   |
| Alexandria   | 2                      | 2                    | Singapore        | 4                      | 4                    |
| Cairo        | 2                      | 2                    | Kuala Lumpur     | 2                      | 2                    |
|              |                        |                      | Colombo          | 1                      | 1                    |
|              |                        |                      | Madras           | 1                      | 1                    |
|              |                        |                      | Penang           | 1                      | 1                    |
|              |                        |                      | Shanghai         | 1                      | 1                    |
|              |                        |                      | 合計               | 241(41)                | 326                  |

(出所) C.G.P., 21 December 1908~13 December 1909.より作成。

(注) 括弧の数字は、複数のコネクションをもつロンドン商会数。「豪州」にはニュージーランドを含む。

表4 証券取引所会員の裁定取引コネクション (地域別)

|                                  | 〔上段 実数〕<br>〔下段 比率〕 |            |             |             |            |           |           |              |
|----------------------------------|--------------------|------------|-------------|-------------|------------|-----------|-----------|--------------|
|                                  | 欧<br>州             | 北<br>米     | 中<br>南<br>米 | 中<br>近<br>東 | 豪<br>州     | 南<br>ア    | 極<br>東    | 合<br>計       |
| 当地域の金融センターに裁定コネクションをもつロンドン商会の延べ数 | 98<br>40.7         | 54<br>22.4 | 3<br>1.2    | 4<br>1.7    | 50<br>20.7 | 22<br>9.1 | 10<br>4.1 | 241<br>100.0 |
| 当地域に裁定コネクションをもつロンドン商会数（a）        | 42<br>48.3         | 36<br>41.4 | 3<br>3.4    | 4<br>4.6    | 13<br>14.9 | 11<br>2.6 | 6<br>6.9  | 87           |
| 内、当地域の複数の金融センターにコネクションをもつもの      | 18                 | 12         | 0           | 0           | 9          | 4         | 0         |              |
| 内、当地域内で複数の現地業者とコネクションをもつもの       | 18                 | 18         | 1           | 0           | 9          | 4         | 0         |              |
| 裁定コネクションをもつ現地商会数（b）              | 101<br>30.9        | 87<br>26.7 | 5<br>1.5    | 4<br>1.2    | 94<br>28.8 | 25<br>7.7 | 10<br>3.1 | 326<br>100.0 |
| ロンドン商会1社あたりの現地商会数（b）/（a）         | 2.4                | 2.4        | 1.7         | 1.0         | 7.2        | 2.3       | 1.7       | 3.7          |

(出所) 表3と同じ。

(注) 「当地域に裁定コネクションをもつロンドン商会数」の「合計」87社は、裁定コネクションをもつロンドン商会のネットの数。

う、わずかなグループが裁定取引に従事していたことになる。さて、ミチも数字は若干違うが、同様な集計を行なっている。その結果を踏まえ、「わずか262社の商会が裁定契約を登録した」と主張しているが<sup>70)</sup>、それは大きな間違いである。彼の集計した Table 3.2で分かるように、262社とは、各金融センターとの間で、裁定コネクションを有している商会をそのまま合計した延べの数字で、例えばパリとNYに裁定コネクションを有している同一商会を2社と重複して数えている(われわれの集計では表3の「合計」、241社にあたる。詳細は表4参照)。262社だと全商会の1/3が裁定取引に従事しているわけで、彼らが少数であると言うことはできなくなる。ところで、申請をせずに裁定業務を実施していた会員もいたであろうが、承認は自動的に与えら

れたと考えられるので、この87商会がLSEの裁定業者をほとんど網羅しているであろう。

まず、会員が裁定取引の提携関係を有している海外の金融センターでは、NY、パリ、アムステルダム、ブリュッセル、ベルリンという大きな金融中心地から、ハバナ、アレキサンドリア、シンガポール、上海など小センターを含んでいた<sup>71)</sup>。また、金鉱山株式に関連して、ヨハネスブルクや南アの小都市、西オーストラリアの小都市、パース、カルグーリー、クールガジーなどが含まれていた(表3)。

次に、提携関係を地域別にみると、欧州、北

70) R. C. Michie, *op. cit.*, pp. 74-76.71) オーストラリアでは、Sydney, Melbourne, Adelaide, Hobart, Brisbane, Perth, Charters Towers, Ballarat, Bendigo に証券取引所が開設され、ニュージーランドでは Auckland, Wellington, Canterbury, エジプトでは、Alexandria, Cairo、インドでは Bombay, Calcutta にそれぞれ証券取引所が開設されていた。(W. J. Greenwood, *op. cit.*, pp. 636, 639, 953, 977)

表5 裁定取引コネクションをもつ証券取引所会員構成

| コネクションの数 | ブローカー | ディーラー | 不明 | 合計 |
|----------|-------|-------|----|----|
| 38～10社   | 2     | 2     | 3  | 7  |
| 9～5社     | 3     | 2     | 6  | 11 |
| 4社       | 1     | 1     | 1  | 3  |
| 3社       | 4     | 0     | 5  | 9  |
| 2社       | 3     | 5     | 7  | 15 |
| 1社       | 7     | 12    | 23 | 42 |
| 合 計      | 20    | 22    | 45 | 87 |

(出所) 表3と同じ。

米、豪州、南アの順に裁定コネクションを有していた(表4)。その中で、特異な状況を示しているのは豪州である。13社のロンドン商会在、豪州で94社の現地商会とコネクションをもっている。1社あたり7.2社の現地商会と提携しているが、それは他の地域と比べて、きわめて多い数である。例えば、後述する L. Robinson & Clark Co. は、アデレードに9社、メルボルンに15社、カルグーリーに4社と、きわめて多数のコネクションをもっているし、豪州を専門とする裁定業者は同様の傾向を示している。残念ながらこの原因が判明しない。現地の金融市場の分散状況、9時間40分の時差があることや、通信網の未整備、現物を輸送する際の困難 etc

などが想定されるが、今後の課題としたい。

今度は、ロンドンの裁定業者の状況をみると、裁定コネクション数では、10社以上の現地商会とコネクションをもつ「大手業者」がいる一方、半分弱の42社が1社の現地商会としか提携関係を有していない(表5)。しかし、提携コネクションの数が少ないからといって、彼らの裁定業務が小規模であるとはいえない。例えば、北米との裁定取引の主要業者であるといわれている、Raphael & Sons、Haes & Sons、Higgins & Clarke、はNYに1社の提携関係をもっているだけであり、北米市場で確固たる地位を占めていると自負している Heseltine, Powell & Co. は、NYに2社、フィラデルフィアに1社の提携先を確保しているだけである。このことから、大規模な提携先を確保している業者がいる一方で、特定の市場に特化しその市場で大きなシェアを占めている業者もいることを看過してはいけな

また、多数のコネクションをもっているからといって、グローバルな裁定業務を展開しているとは限らない。そこで、先ず、提携先の数で

表6 主要裁定業者の裁定取引コネクションのパターン

|                         | 提携現地商会数 |    |     |     |    |    |    |    | 提携金融センター数 |    |     |     |    |    |    |    | タイプ   |
|-------------------------|---------|----|-----|-----|----|----|----|----|-----------|----|-----|-----|----|----|----|----|-------|
|                         | 欧州      | 北米 | 中南米 | 中近東 | 南ア | 極東 | 豪州 | 合計 | 欧州        | 北米 | 中南米 | 中近東 | 南ア | 極東 | 豪州 | 合計 |       |
| L. Robinson & Clark Co. |         |    |     |     | 1  |    | 37 | 38 |           |    |     |     | 1  |    | 8  | 9  | 豪州    |
| L. Powell, Sons & Co.   | 2       | 3  |     |     | 10 | 3  | 5  | 23 | 2         | 3  |     |     | 7  | 3  | 5  | 20 | グローバル |
| Vivian Gray Co.         | 5       | 14 |     | 1   | 3  |    |    | 23 | 5         | 5  |     | 1   | 3  |    |    | 14 | グローバル |
| Simon Symons & Co.      | 10      | 3  |     |     |    |    |    | 13 | 9         | 2  |     |     |    |    |    | 11 | 欧米    |
| Morton Bros. & Co.      |         | 1  |     |     |    |    | 12 | 13 |           | 1  |     |     |    |    | 7  | 8  | 豪州    |
| Browning Todd Co.       |         |    |     |     |    | 1  | 11 | 12 |           |    |     |     |    | 1  | 6  | 7  | 豪州    |
| Herold Co.              | 11      |    |     |     |    |    |    | 11 | 10        |    |     |     |    |    |    | 10 | 欧州    |
| Campion Co.             | 9       |    |     |     |    |    |    | 9  | 9         |    |     |     |    |    |    | 9  | 欧州    |
| Govett, Sons & Co.      |         | 5  | 3   |     |    |    | 1  | 9  |           | 3  | 1   |     |    |    | 1  | 5  | 北米    |
| George Wilson           |         |    |     |     |    | 1  | 8  | 9  |           |    |     |     |    | 1  | 5  | 6  | 豪州    |

(出所) 表3と同じ。

上位10社について、彼らの活動範囲をみてみよう（表6）。

L. Robinson & Clark Co. は、38社の提携先を有しているが、ヨハネスブルクの1社を除いて、全てがオーストラリアに関係し、メルボルン、アデレード、カルグーリー、シドニーに多数のパートナーを配置している。この点で、当商会は豪州（ニュージーランドを含む）を専門とする裁定業者とタイプ分けできる。また、同じタイプとして、Morton Bros. & Co.、Browning Todd Co.、George Wilson を挙げることができる。豪州を専門とすることの地理的關係から、Browning Todd はマドラスに、G. Wilson は上海にコネクションをもっていることが注目される。

第2の L. Powell, Sons & Co. の場合、全部で23社の提携先をもち、20の金融センターとコネクションを有している。欧州ではパリ、アムステルダム、北米では、NY、モントリオール、トロント、次いで、豪州の5都市、南アの7都市、さらには、コロンボ、シンガポール、クアラランプールをも含む、グローバルな提携関係を構築している。南アの7都市との提携が突出しているが、グローバルな裁定取引を展開している。これと類似するのが、Vivian Gray Co. で、欧州ではパリ、アントワープ、ベルリン、ブリュッセル、ハンブルク、北米ではNYの8社、フィラデルフィアとトロントにそれぞれ2社、ボストン、モントリオール、南アの3都市、そして、アレクサンドリアと提携している。裁定取引の中心は欧州と北米にあるが、タイプ別としてグローバル型に分類した。実際、グローバルな提携関係を展開しているのは、この2社だけであった。

Simon Symons & Co. は見られるとおり、活

表7 全裁定業者の裁定取引コネクションのパターン

|        | グ<br>ロー<br>バル | 欧<br>州 | 北<br>米 | 欧<br>米 | 豪<br>州 | 南<br>ア | 極<br>東 | 中<br>近<br>東 | そ<br>の<br>他 | 合<br>計 |
|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|--------|
| 38～10社 | 2             | 1      |        | 1      | 3      |        |        |             |             | 7      |
| 9～5社   |               | 2      | 2      | 3      | 3      |        |        |             | 1           | 11     |
| 4社     |               |        | 2      | 1      |        |        |        |             |             | 3      |
| 3社     |               | 3      | 1      | 2      | 1      |        | 1      |             | 1           | 9      |
| 2社     |               | 4      | 6      | 1      | 1      | 1      |        |             | 2           | 15     |
| 小 計    | 2             | 10     | 11     | 8      | 8      | 1      | 1      | 0           | 4           | 45     |
| 1社     |               | 19     | 13     |        | 3      | 4      | 1      | 2           |             | 42     |
| 合 計    | 2             | 29     | 24     | 8      | 11     | 5      | 2      | 2           | 4           | 87     |

（出所）表3と同じ。

動の中心は欧州と北米の大金融センター間の裁定取引であり、欧米型と類別される。Herold Co. と Campion Co. は、欧州の金融センターを大規模に網羅している、欧州専門の裁定業者である。最後に、Govett, Sons & Co. は、北米の主要センターとハバナに3社の提携先をもつ、北米・南米型の業者であるが、ここでは北米型と分類した。

以上の分類を全裁定業者、87社に対して行なったのが、表7である。欧州、北米型が多いことが注目される。それは、もともと、国際証券が、主として欧州・北米の政府債、鉄道証券、産業会社株で構成され、これらの地域で上場されていることから当然の結果である。欧米型も含めると、裁定商会の70%、61社が欧州、ロンドン、NYの3大金融センターで裁定取引を展開していた。

次に、11社の豪州型の存在は少し説明を要する。イギリスは、1913年時点でオーストラリア、ニュージーランドに、総海外証券投資残高の11.1%である、4.1億ポンドを投下しているが、

72) H. Feis, *op. cit.*, p. 23. (訳、15頁)

その額は米国、カナダに次ぐ規模である<sup>72)</sup>。1870年代から1914年まで投資の過半が鉄道、ドック、港湾建設に積極的であった植民地州政府の発行する政府債であり、ロンドンでイングランド銀行やロンドン・ウェストミンスター銀行が発行業務および登録業務を実施した。また、対民間投資は、ロンドンで法人化された会社が投資対象となり、80年代は銀行と牧畜金融会社、90年代はロンドンに本社をもつ、いわゆるアングロ・オーストリア鉱山会社への投資がほとんどを占めていた<sup>73)</sup>。この結果、LSE とメルボルン証券取引所に共通上場された多数の政府債や Broken Hill Proprietary、Mount Morgan Mining などのアングロ・オーストリア鉱山会社が、豪州専門の裁定業者に格好の対象を提供したのである。

5社の南ア型裁定業者が、金鉱山会社株式を裁定取引の対象としていたのはいくつもない。90年代のブーム期には欧州の大取引所ばかりでなく、ウィーン、マドリッド、モスクワ、カイロの取引所や設立されたヨハネスブルク取引所を含む、多数の市場で熱狂的に売買された。ブーム期以後その熱狂は弱まったが、成功を収めていた Rand Mines、Crown Mines、Central Mining Corporation などは、国際証券の地位を確保し続け、裁定業者の活動を保証した。

#### IV おわりに

以上、87社の LSE 会員商会在、守備範囲の程度を異にしながらも、裁定取引を展開したことが明らかになった。この87社は LSE の商会的

10%にすぎないが、逆に87社もの商会在裁定業務というきわめて特殊な取引に従事していたことは注目すべきことである。ロンドン市場では、彼らの他、数社のマーチャント・バンカーや、外国銀行およびインベスメント・バンクのロンドン支店なども、この新たな裁定取引に積極的に参加した。ちなみに、これらロンドン支店は、一方でロンドンで一種の店頭市場を形成し LSE の競争相手であったと同時に、他方で海外からの注文を LSE につなぐチャンネルとしても働き LSE の流動性を高めた。さて、裁定取引においても、彼らは競争相手としてのみ存在したわけではなかった。裁定取引は LSE 会員だけで完結されるわけではなく、提携先との共同事業である。この点で、LSE 会員のドイツでの提携先として Deutsche Bank、Dresdner Bank、Schaaffhausen'scher Bankverein、National Bank für Deutschland、フランスでは Credit Lyonnais、NY では Kidder Peabody、Salomon Bros.、Lee Higginson & Co.、カイロでは Société Générale などの名前が見られるように、彼らは LSE 会員と相互に補完し合いながら、裁定業務を展開したのであった<sup>74)</sup>。

LSE 会員が彼らと競合しながらも、相互に補完しつつ展開した裁定取引は、欧州大陸、ロンドン、北米の大金融センターや豪州、南アに上場されている国際証券の価格を均衡化させ、「1つの価格、世界価格をもつ」ものとした<sup>75)</sup>。そし

73) A. R. Hall, *The London Capital Market and Australia 1870-1914*, Australian National University, 1963, pp. 96-98, 206.

74) 1920年にパリ証券取引所では「約20商会在外国市場との裁定取引を行っており、毎年20万ドルの利益をあげている」(W. Parker, *The Paris Bourse and French Finance*, Longmans, Green & Co., 1920, p. 37)と言われたが、戦前も同程度の規模であったであろう。また、ヒューブナーは、1914年に NY・ロンドン間で20商会在裁定業務部門をもっていと指摘している (S. S. Huebner, *op. cit.*, p. 87)が、これは NY の業者についての数字であろう。

75) S. S. Huebner, *ibid.*, p. 94.

て、それを通じて、国際証券の流動性を高めそれらの更なる資金調達を容易とした。次に、国際証券の活発な売買とその価格均衡化は、同一市場に上場されているローカルな証券の価格形成にも影響を与え、それらが一種の「世界価格」に収斂されることを促した。

裁定取引による国際証券の価格均衡の程度を計るために、ミチは、ロンドン・NYの国際証券の価格乖離を1860年と70年で比較している。60年には、一日の価格が重なり合ったのはわずか8.5%であった。70年には重複は73.6%となり、価格の乖離が極端に減少したことが分かる<sup>76)</sup>。また、第一級のアメリカ鉄道債のNYとロンドンの利回りの相関関係を分析したエーデルシュタインによれば、両地の資本市場は1871-1913年にわたって裁定取引によって密接に統合されていた<sup>77)</sup>。

さらに、裁定取引と国際証券のグローバルな売買によって生ずる、国際的な資金移動は、アインチヒが述べたように「国際的な貨幣状況に影響を与えるほど十分大きく」なかったが、各金融市場間の資金需給関係を一層緊密にさせ、当時の金本位制度の安定に貢献した。例えば、1880年代からのポンド・ドルの為替相場の安定要因として、証券の裁定取引と、為替相場が金現送点を超えた場合、金に代わって国際証券が輸送され為替相場を金現送点以内に引き戻す手段として用いられたことが指摘されている<sup>78)</sup>。

もちろん、同様に、大陸諸国との為替安定に寄与したことはいうまでもない。

このように、電信の確立と国際証券の登場により、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、欧州と北米においては「今や共通の資本市場が存在している」<sup>79)</sup>と云う状況を生み出した。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。それは、イギリスが最大の資本輸出国であったことだけによるものではない。大量の証券を上場・売買しうるLSEの能力、入会の容易さ、市場間競争に弾力的に変化する手数料、政府の規制の少なさ、これら全てがロンドン資本市場を国際証券の最大の流通市場としたのであった<sup>80)</sup>。

付記：本論文は、平成7～8年度に文部省科学研究費を支給された研究課題「イギリス資本市場と国際投資ネット・ワーク」の研究成果の一部である。

76) R. C. Michie, *op. cit.*, p. 48

77) M. Edelstein, *Oveseas Investment in the Age of High Imperialism*, Columbia U. P., 1992, pp. 82, 330 note 10.

78) L. H. Officer, *op. cit.*, p. 198. A. H. Cole, 'Evolution of the Foreign-Exchange Market of the United States', *Journal of Economic and Business History*, vol. 1, 1929, pp. 415-16. また、為替取引を代替する証券の裁定取引の事例については、S. S. Huebner, *op. cit.*, pp. 95-97 を参照。

79) *The Economist*, Oct. 11, 1856, p. 1117. この時、エコノミスト誌は、「ヨーロッパの全ての主要国において、今や共通の資本市場が存在していると言いうる」と述べた。

80) この点の詳細については、R. C. Michie, *op. cit.*, Ch. 3, 参照。