

第1次大戦前における米国の対外証券投資

——証券発行引受を中心として——

土 井 修

はじめに

周知の通り、第1次大戦前の米国は、イギリスを始めとするヨーロッパ諸国から大量の資本を輸入する「債務国」であった。しかし、19世紀末以降、国内での金融資本確立の進展と相俟って、投資残高では諸外国の対米投資を下回っていたとは言え、相当な額にのぼる対外投資を展開していた。この対外投資は、直接投資が中心であったが、証券投資もまた急激に増加したのであった。

本稿の課題は、この対外証券投資の展開において重要な役割を果たした金融機関による証券発行引受活動を概観することである。具体的には、(1)米国資本市場においていかなる金融機関がいかなる外国証券（米国系企業証券を含む）を引受けたのか、(2)引受けた証券の地域的分布にいかなる特徴が見られたか、(3)政府証券引受と企業証券引受との間にいかなる関連が見られたか、等の諸点を明らかにすることである。

なお、分析対象時期は、米国資本市場での外国証券発行が本格化した1899～1914年が中心である。また、引受に関する政治的・経済的分析や国内証券引受・ヨーロッパ市場での米国証券引受との関連についての分析等は今後に期したい。

1. 概観

この期の対外証券投資の特徴は、表1に見られるように、(1)直接投資に比べて投資額が著しく小さい（1914年末残高で直接投資の約3分の1を占めるにすぎない）、(2)直接投資は着実な増加傾向を示しているのに対して、1897～1908年には約18倍の増加、1908～14年には減少と、増減の波が見受けられる、(3)形態別では、債券が圧倒的割合を占め、債券はドル債券と外貨債券がほぼ半々である、等である。これらは、1920年代の場合と極めて対照的である。

表1 米国の対外投資残高（1914年末、100万ドル）

	1897年	1908年	1914年
直接投資	634.5	1,638.5	2,652.3
証券投資	50.0	886.3	861.5
私的購入	50.0	85.0	100.0
ドル債券	—	429.9	417.8
外貨債券	—	442.8	399.0
外国株式	—	111.6	127.7
本国送還他	—	▲ 183.0	▲ 183.0

出所: Cleona Lewis, *America's Stake in International Investments*, 1938, p. 605

1914年末残高を地域別に見ると、ラテンアメリカ、ヨーロッパ、極東、カナダの順であるが、国別ではイギリス、カナダ、メキシコ、日本が圧倒的割合を占め、これら4カ国で全体の約8割を占める。¹⁾ (表2) 1900～14年の証券発行額を時系列・地域別に見ると、1900～05年に全体の約56%が発行され、イギリスと日本が中心で、1906～14年はメキシコ、カナダ証券が主であった。特にカナダ証券の発行は1911年以降本格的となった。²⁾

第1次大戦前における米国の対外証券投資

表2 地域別証券投資（1914年末、100万ドル、%）

ヨーロッパ	195.5	20.7
イギリス	121.6	
ロシア	29.0	
ドイツ	23.1	
フランス	10.0	
スウェーデン	5.0	
他	6.8	
カナダ	178.8	18.9
ラテンアメリカ	352.6	37.3
メキシコ	266.4	
キューバ	35.0	
アルゼンチン	25.7	
ボリビア	8.2	
ブラジル	6.1	
他	11.2	
極東	217.4	23.0
日本	183.8	
中国	7.3	
フィリピン	26.3	
その他	0.2	0.0
リベリア	0.2	
合計	944.5	100.0

出所: Cleona Lewis, op. cit., pp. 654-655.

備考: 公募発行証券が中心で、本国送還・
支払拒否分を含まず。

- 注 1) 1900 ~ 14 年の対外証券発行額 (在外米国系企業の発行証券も含む) は、約 11 億 2,100 万ドルで、内訳は、ラテンアメリカ : 34.9 % , 極東 : 27.7 % , ヨーロッパ : 21.3 % , カナダ : 16.1 % で、残高で見た場合とほぼ一致している。Ralph A. Young, Handbook on American Underwriting of Foreign Securities, 1930, pp. 10~11, 58~59.
- 2) Ibid., p. 11; Cleona Lewis, Americas Stake in International Investments, 1938, p. 345.

2. 金融機関による外国証券引受

(1) 政府債引受 (表 3)

主要国の政府債発行額およびその引受幹事を示したのが表 3 である。¹⁾ この表から、まず第 1 に、この期に発行された政府債の多くの部分が外貨債券であったことが知れよう。この外貨債券は、ドイツの場合 (マルク債) を除いてすべてポンド債であった。これは言うまでもなく当時のポンドの国際通貨としての地位に基づくものであるが、対外証券投資における米国市場の成長は、このポンド債の国際引受の一端を担うという形で行なわれたのであった。²⁾

第 2 に、この国際引受の場合には、米国側幹事は、ヨーロッパ諸国の金融機関と密接な資本的・金融的・人的関係を有する金融機関であることが知れよう。国際債引受の最も多いのは、J・P・モルガン商会、スパイヤー商会、クーン・ロープ商会であるが、これらはいずれもヨーロッパ諸国にそうした金融機関を持っていた。即ち、J・P・モルガンの場合はイギリスの J・S・モルガン (後のモルガン・グレンフェル)、スパイヤーの場合はイギリスのスパイヤー・ブラザーズやドイツのラザード・スパイヤー・エリッセン、クーン・ロープの場合はドイツのウォーバーグやフランスの金融機関、等である。³⁾ これらの金融機関による米国市場での引受活動は、こうしたヨーロッパの諸金融機関と密接な連携を保ちつつ展開されたのであった。

第1次大戦前における米国の対外証券投資

第3は、政府債引受業務が上記3行に著しく集中している点である。前述の国際債が多いこと、その引受には業務上の国際的連携関係を有する金融機関が有利なことから当然の帰結であるが、引受業務は、これら3行にナショナル・シティを含めた4行による独占体制下にあると言っても過言ではないであろう。この集中度は1920年代に比べても高い。⁴⁾

第4に、イギリスはモルガン、日本はクーン・ロープと、各々数件の発行証券を独占的に引受けているが、他の国、特にメキシコとキューバでは、モルガンとスパイヤーとの間に競争が展開されたようである。⁵⁾その他、イギリス、フランスを除くヨーロッパ諸国の場合はクーン・ロープないしナショナル・シティの引受が比較的多く見受けられ、また、ナショナル・シティは1912年以降外国証券引受を積極化していることが窺える。⁶⁾また、フィリピンの場合は競争入札によって引受機関を決定している。

なお、これら政府債の発行目的は、イギリスおよび日本の戦費調達（それぞれボーア戦争、日露戦争）の他、財政赤字補填、鉄道建設、公共事業推進、通貨安定、借換等であるが、引受を通して米国金融機関が当該政府の財政・金融に強い影響力を及ぼす場合がしばしば見られた。従って、これら金融機関による引受活動は、米国政府の外交政策、特に中国に対する門戸開放政策やラテンアメリカに対するいわゆる「ドル外交」（対欧借款の対米借款への借換を中心とした勢力圏化政策）と連携しつつ進められる場合が多く、その意味で各金融機関の引受に関しては政治・外交分析が必要不可欠である。⁷⁾

表3 主要政府債の発行引受

売出年月	発行額 (1000ドル)	発行政府	幹 事		海 外 幹 事
1899.7	110,000 (25,000)	メキシコ	JPM		JSM, Dresdner Bk, DB, Bleichroeder
1900.3	150,000 (12,000)	イギリス	JPM		
*1900.8	50,000 (28,000)	イギリス	JPM	BM, Drexel, Kidder	JSM, Barings
*1900.9	20,000 (20,000)	ドイツ	Kuhn	NCB	Disconto, M M Warburg
1900.9	10,000	スエーデン	Nat'l Park Bk		
1901.4	300,000 (50,000)	イギリス	JPM	BM, Drexel, Kidder	JSM, Rothschilds
1902.4	160,000 (25,000)	イギリス	JPM		Rothschilds, Barings
1904.1	7,000	フィリピン	Harvey	Fisk, NCB	
1904.2	35,000	キューバ	Speyer		
1904.5	50,000 (25,000)	日本	Kuhn	NCB, B of C	
1904.10	40,000 (20,000)	メキシコ	Speyer		Speyer Bros, L Speyer Ellisen, DB, Mattos Bros
1904.11	60,000 (30,000)	日本	Kuhn	NCB, B of C	
1905.3	150,000 (75,000)	日本	Kuhn	NCB, B of C	Parr's Bk, Hongkong Shanghai
1905.3	2,500	フィリピン	Mercantile Trust		
1905.7	150,000 (50,000)	日本	Kuhn	NCB, B of C	
*1905.9	1,500	フィリピン	Fisk & Robinson		
1905.11	125,000 (16,250)	日本	Kuhn	NCB, B of C	De Rothschild Freres
1906.6	1,000	フィリピン	Riggs Nat'l Bk		
*1906.8	1,000	フィリピン	Fisk & Robinson		
1907.3	115,000 (46,000)	日本	Kuhn	NCB, B of C	De Rothschild Freres
*1908.	2,500	ボリビア	JPM		
1909.3	50,000 (10,000)	アルゼンチン	JPM	NCB, FNB	Barings, JSM, DB, Banque de Paris
1909.8	16,500	キューバ	Speyer		Speyer Bros, Mattos Bros
1910.7	55,500 (7,700)	メキシコ	JPM		MG, Bleichroeder, Banque de Paris
1911.6	30,000 (7,500)	中国	JPM	Kuhn, NCB, FNB	
*1911.8	10,000	メキシコ	Speyer		
*1911.11	1,500	ニカラグア	Brown Seligman		
*1912.6	10,000	メキシコ	Speyer		Speyer Bros
*1912.12	25,000	オーストリア	Kuhn	NCB	
1913.5	1,500	ドミニカ	NCB		
1913.10	30,000 (8,245)	メキシコ	JPM	Kuhn	MG, Bleichroeder, Banque de Paris
1914.2	10,000	キューバ	JPM	Kuhn, NCB, FNB	
1914.3	49,825 (3,000)	ギリシア	JPM		
*1914.11	3,000	ノルウエー	NCB		
*1914.12	5,000	スエーデン	Kuhn	NCB	
1914.12	3,000	パナマ	NCB		
*1914.12	10,000	フランス	NCB	JPM	

出所: 注1)参照

備考: (1)()内の数字はボンド債ないしマルク債の米国での引受分を示し, ()のないものはすべてドル債券を示す。
外貨債券はすべてドルに換算してある。

(2)* はノート又はクレジット。

(3)発行額100万ドル以上のもののみ。

(4)主な金融機関の略字は次の通り。

JPM=J P Morgan & Co.
Kuhn=Kuhn Leob & Co.
Speyer=Speyer & Co.
NCB=National City Bank
FNB=First National Bank
BM=Baring Magoun & Co.

B of C=Bank of Commerce
JSM=J S Morgan & Co. (イギリス)
DB=Deutsche Bank (ドイツ)
MG=Morgan Grenfell & Co. (イギリス)
Mattos Bros=Teixeira de Mattos Bros (オランダ)

第1次大戦前における米国の対外証券投資

(2) 地方債引受 (表4)

表4から以下の点が知れよう。⁸⁾ 第1に、発行者である都市は各国の主要都市ないし州が多く、政府債の場合と同様ポンド債が多い。第2に、ドイツ、日本を除けばカナダ、ラテンアメリカ等近隣諸国が中心で、特にカナダの場合1913年に発行額が急増している。第3に、国際債の場合には、モルガン、クーン・ロープといった大手金融機関が引受けているが、他の場合には海外金融機関との十分な業務上の連携関係を持たない中小の金融機関が多い。

なお、これら都市債の発行目的は、政府債の場合とほぼ同じであるが、特に、サンパウロ州債の場合は、コーヒー価格安定を目的としている。⁹⁾

表4 主要都市債の発行引受

売出年月	発行額 (1000ドル)	都 市	国	幹 事
*1900.10	20,000 (2,000)	ハンブルグ	ド イ ツ	C. I. Hudson
1900.11	2,500	ジャリスコ州	メキシコ	Mason Lewis
*1901.3	7,500 (3,750)	フランクフルト	ド イ ツ	Speyer
*1901.3	3,700	ドレスデン	ド イ ツ	F. J. Lisman
1901.4	1,500	モントリオール	カ ナ ダ	E. H. Gay
1906.12	2,000	マニラ	フィリピン	Wm. A. Read
*1907.1	15,000 (5,000)	サンパウロ州	ブラジル	NCB, J. H. Schroder
*1909.1	75,000 (10,000)	サンパウロ州	ブラジル	JPM, NCB, FNB
1909.1	1,600	デュランゴ州	メキシコ	A. B. Leach
*1909.2	50,000 (10,000)	リオデジャネイロ	ブラジル	Seligman
1911.12	3,000	リマ	ペルー	W. R. Grace
*1912.2	45,875 (10,000)	東京	日 本	Kuhn
1912.12	5,000	ブダペスト	ハンガリー	Seligman, Hall.
1913.3	1,750	トロント	カ ナ ダ	Harris
*1913.8	4,507	トロント	カ ナ ダ	Harris, Brown
1913.9	1,500	トロント	カ ナ ダ	Wm A. Read
1913.10	1,626	バンクーバー	カ ナ ダ	Brown
1913.11	3,600	アルバータ州	カ ナ ダ	Spencer, Harris, Equit.
1914.2	2,400	アルバータ州	カ ナ ダ	Spencer, Equit.
1914.7	2,000	メゾンヌーブ	カ ナ ダ	Lee

出所: 注1) 参照

備考: (1) 発行額150万ドル以上

(2) *はポンド債

(3) アダベスト債のみノート

(4) ()内は米国での引受分

(5) 主な金融機関の略字は次の通り

Seligman = J & W Seligman & Co.

Hall = Hallgarten & Co.

Harris = Harris Forbes & Co.

Spencer = Spencer Trask & Co.

Equit = Equitable Trust Co.

(3) 企業証券引受

企業証券発行（米国系企業証券を含む）の最も多いのはメキシコ、カナダ、キューバ等で、業種別では鉄道が最も多い。以下、各国別に主要な企業証券の引受を検討してみよう。

① メキシコ（表5-1）

鉄道証券が圧倒的に多く、中でもナショナル・レールウェイズが最大である。この鉄道は1908年に設立されたもので、ナショナル・レールロード、メキシカン・セントラル、ベラクルツ・アンド・パシフィック等を統合することが目的であった。証券発行の多くは、これら諸鉄道の買収をその目的としていた。この統合過程で、同鉄道の支配権は以前の米国資本からメキシコ政府へ移った。

引受を見ると、ナショナル・レールロード、ベラクルツはスパイヤー、メキシカン・セントラルはラーデンバーク・タルマン、ホーガーテンで、ナショナル・レールウェイズの場合にはクーン・ロープも加わってこれら諸金融機関が共同で引受シンジケートを構成しているが、やはりスパイヤー¹⁰⁾商会が中心である。また、政府債の場合と同様、引受にはヨーロッパの¹¹⁾諸金融機関が参加している。

表5-1 企業証券引受（メキシコ）

ナショナル・レールロード			
*1903.9	8,300	} Speyer	} Speyer Ellisen DB Mattos
1906.4	3,000		
*1907.9	10,000		
ベラクルツ&パシフィック鉄道			
1904.9	6,000	Speyer	

第1次大戦前における米国の対外証券投資

メキシカン・セントラル・レールウェイ			
1902.7	4,000	{ Laden Mississippi	{ Schroder Hope
*1904.7	9,000	{ Laden Hall.	{ Handel Berliner Schroder Hope
*1905.8	9,000		
*1906.2	33,000		
ナショナル・レールウェイズ			
1908.5	13,750	{ Speyer Kuhn Hall. Laden	{ Schroder Speyer Hope Mattos Swiss Financiere
1909.6	24,000		
*1911.4	10,000		
*1911.11	13,000		
1913.6	26,730		
インスティテューション・フォア・イリゲーション			
1908.10	25,000	Speyer NCB	
**メキシカン・ペトロリアム			
1912.1	3,940	Salomon	

出所: 注1)参照

備考: ①*はノート。**は米国系企業。

②主に発行額200万ドル以上のもののみ。

③主な金融機関の略字は次の通り。

Mississippi = Mississippi Valley Trust Co.

Laden = Ladenburg Thalmann & Co.

Ellissen = Lazard Speyer Ellissen (ドイツ)

Hope = Hope & Co. (オランダ)

Schroder = J. H. Schroder & Co. (イギリス)

Swiss = Swiss Bankverein (スイス)

Financiere = Union Financiere de Geneve

Salomon = William Salomon & Co.

② カナダ (表 5 - 2)

第 1 に、鉄道、電鉄、電力、製紙等業種が多岐にわたっている。

第 2 に、現地金融機関との共同引受が多い。W・A・リードとドミニオン・セキュリティーズ、N・W・ハリスとバンク・オブ・モントリオール、リー・ヒギンソンとロイヤル・セキュリティーズ等である。

第 3 に、リード、ブレアは鉄道、ハリスは電鉄・電力、リー・ヒギンソンは製造業をほぼ専門に引受けている。

第 4 に、カナダ最大の鉄道であるカナダ・ノーザンおよびグランド・トランク・レールウェイの場合、ほとんどが設備信託証書である。中長期証券の多くは、イギリスで発行された。

なお、表 5 - 2 中の企業のうちモントリオール・トラムウェイはモントリオール・トラムウェイ・アンド・パワー およびモントリオール・ライト・ヒート・アンド・パワー、ノーザン・エレクトリックはベル・テレフォン、カナダ・サザンおよびトロント・ハミルトンはミシガン・セントラルのそれぞれ子会社ないし関連会社である。¹²⁾

なお、1900 ~ 13 年間ににおける諸外国の対カナダ証券投資総額の構成比は、イギリス : 83.7 %、米国 : 12.9 %、他 : 3.5 % であった。¹³⁾

③ キューバ (表 5 - 3)

最大の発行額は、ユナイテッド・フルーツおよびその子会社のナイプ・ベイである。同社は、キューバのみならずコスタリカ、グアテマラ、コロンビア、パナマ等中米諸国でバナナを中心とする果物や砂糖の生産に従事しており、リー・ヒギンソン集団の中核的産業企業である。¹⁴⁾ 同社および子会社証券の大部分は、リー・ヒギンソン商会およびその関連金融機関であるイギリスのヒギンソン商会が引受けている。

その他、砂糖生産のキューバン・アメリカン・シュガー、鉄鉱石採掘業のスパニッシュ・アメリカン (ペンシルバニア・スチールの子会社) 等食料・原料生産企業証券が多く、そのすべてが米国系企業証券である。¹⁵⁾

第1次大戦前における米国の対外証券投資

表5-2 企業証券引受(カナダ)

カナディアン・ノーザン・レールウェイ			モントリオール・トラムウェイ&パワー		
*1907.9	1,500	} Dominion Read	*1912.2	1,350	Dominik
*1908.9	1,700		*1913.4	5,000	Potter
*1909.5	1,000		モントリオール・ライト・ヒート&パワー		
*1909.5	1,500		1902.3	2,500	} B of M N. W. Harris
1909.9	3,000		1903.5	3,400	
*1911.4	3,500		ドミニオン・パワー&トランスミッション		
*1911.11	1,500		1907.3	1,650	{ N. W. Harris Harris T & S
*1912.5	5,000		**カナディアン・カー & ファンドリー		
*1912.12	2,000		1910.1	2,350	{ Royal Lee
*1913.3	4,000	***ベル・テレフォン			
*1913.7	3,500				
グランド・トランク・レールウェイ			1911.3	1,250	} Royal Lee
*1912.4	3,940	} Blair	1912.7	1,750	
*1912.12	3,360		***ミネソタ&オンタリオ・パワー		
*1913.11	2,250		1908.11	3,000	} Peabody
**カナダ・サザン・レールウェイ			1911.3	1,000	
1913.1	22,500	{ Laden Harris	セントローレンス・バルブ & ランバー		
**トロント・ハミルトン&バッファロー・レールウェイ			1913.4	3,000	Chandler
1899.3	3,280	Sweet	**ボウエル・リバー (製紙)		
*1913.2	1,500	Read	1913.1	3,500	Conti
グレート・ノーザン・レールウェイ (カナダ)			**ノーザン・エレクトリック (電機)		
1902.2	3,000	Kleybolte	1914.7	3,500	{ Lee Higginson
モントリオール・トラムウェイ			ドミニオン・コール		
1911.10	10,445	} Harris F. N. W. Harris Harris T & S	1905.4	5,000	{ Lee B of M
1913.3	2,000		ウイニペグ・エレクトリック・レールウェイ		
トロント・レールウェイ			1904.12	2,000	{ N. W. Harris B of M
1914.12	1,500	Read			

出所: 注1)参照

備考: (1)主に発行総額150万ドル以上のもののみ。

(2)*は設備信託証券ないしノート。**は米国系企業。

(3)主な金融機関の略字は次の通り。

Dominion = Dominion Securities Corp. (カナダ)

Read = Wm A. Read & Co.

B of M = Bank of Montreal (カナダ)

Royal = Royal Securities Corp. (カナダ)

Higginson = Higginson & Co. (イギリス)

Peabody = Peabody Houghteling

Conti = Continental & Commercial Trust
& Savings BK

Sweet = Edward Sweet & Co.

Lee = Lee Higginson & Co.

表 5 - 3 企業証券引受 (キューバ)

ユナイテッド・フルーツ		
**1904.6	2,000	Jackson
**1905.6	1,503	} Lee
1907.6	1,600	
1908.12	4,250	} Lee Higginson
1910.12	1,500	
1911.7	2,500	
*1913.5	12,000	
ナイブ・ベイ		
*1906.6	2,750	} Lee
*1909.2	3,500	
キューバン・アメリカン・シュガー		
1910.4	7,500	{ Lawrence Boissevain Coates
スパニッシュ・アメリカン・アイアン		
1907.8	1,000	} Henry & West
1908.7	1,000	
ハバナ・エレクトリック・レールウェイ		
1902.6	7,500	{ Sweet Hanson Glyn
サンチャゴ・エレクトリック・ライト& トラクション		
1912.9	2,000	Lawrence

出所: 注1)参照

備考: (1)* はノート。

(2)* * は株式。

(3)発行総額200万ドル以上のもののみ。

(4)主な金融機関の略字は次の通り。

Jackson = Jackson & Curtis

Lawrence = Lawrence Turnure & Co.

Boissevain = Boissevain Bros (オランダ)

Hanson = Hanson Bros (カナダ)

Glyn = Glyn Mills Currie & Co. (イギリス)

(5)すべて米国系企業

お、ハバナ・エレクトリックに関しては、1911年3月、スパイヤーが同社社債約185万ドルを購入し、海外で売捌いた。¹⁶⁾

なお、キューバ、メキシコ以外の主なラテンアメリカ証券の発行引受には、ボリビア・レールウェイ (1910年、150万ポンド、スパイヤー引受・海外での販売)、チリのブラーデン・コパー・マインズ (1909年8月、250万ドル、グッケンハイム一族引受)¹⁷⁾がある。

④ その他諸国 (表 5 - 4)

発行額の最大のものはロンドン地下鉄で、すべてポンド債である。この地下鉄の支配権は、1901年にJ・S・モルガン商会の手にあったが、翌

第1次大戦前における米国の対外証券投資

年スパイヤーおよびスパイヤー・ブラザーズとチャールズ・T・ヤーケス¹⁸⁾ (シカゴ)に移った。

ウラディカフカス鉄道の場合、ニューヨーク生命保険会社が引受けているのが特徴的である。

フィリピンの場合も鉄道証券で、最大のマニラ・レールロードは、1906年にスパイヤーおよびスパイヤー・ブラザーズが設立した持株会社マニラ・レールウェイ¹⁹⁾ (1906)の支配下に入った。

以上から、企業証券引受を全体として見ると、(1)政府債の場合と同様、海外ないし現地金融機関との共同引受が多い、(2)スパイヤーは、カナダを除いて鉄道証券引受が多く、また、リー・ヒギンソンはカナダ、キューバの米国系製造企業証券、ウィリアム・A・リードはブレアと共にカナダ鉄道証券、ハリスはカナダの電鉄・電力証券をそれぞれ専門にしている、(3)その他中小の金融機関による引受が多い、等が特徴と言えよう。

なお、これら企業証券の発行目的は、他企業買収、設備投資・運転資本確保、借換等であるが、それらの引受は、これら目的を満たすことによって海外企業の資本蓄積を強化したのであり、特に在外米国系企業の場合には、当該国経済への影響力を強めたのであった。

表5-4 企業証券引受 (イギリス・ロシア・フィリピン)

ロンドン地下鉄 (イギリス)		
**1902.4	25,000	} Speyer Speyer Bros Old Colony
*1903.5	17,500	
*1904.4	10,000	{ Speyer Blair
ウラディカフカス・ザザンイースタン鉄道 (ロシア)		
1900.2	10,000	N. Y. Life
1900.2	15,000	{ N. Y. S & T NCB

マニラ・レールロード		
1906.12	26,500	{ Speyer Speyer Bros Hong Kong
マニラ・エレクトリック・レールロード& ライティング		
1906.1	4,635	Salomon
フィリピン・レールウェイ		
1908.11	4,000	Salomon

出所: 注1)参照

備考: (1)* はノート。

(2)* * は株式。

(3)主な金融機関の略字は次の通り。

N.Y. Life = New York Life Insurance Co.

N.Y.S & T = New York Security & Trust Co.

注 1) この期の個別外国証券発行を網羅した資料を入手し得なかったために、主としてコマーシャル・アンド・フィナンシャル・クロニクルから個々に拾い、証券売出し額および売出し金融機関を基礎にして表3以下の諸表を作成した。従って、(1)すべての外国証券発行およびその引受を網羅し得ていない、(2)公募発行証券が中心であるため、私募発行額やその引受額が不明な場合が多い、(3)国際債の場合、米国での引受分が不明な場合が多い、(4)主に売出し金融機関をシンジケート幹事としているため、単なる発行者からの委託販売かあるいは買取・販売か区別のない場合がある、等の問題点がある。

2) 国際債のいくつかを取り上げて、各国市場への割当比率を示せば以下の通り。

付表 国際債の各国割当 (%)

	メキシコ政府債			日本政府債			中国政府債	サンパウロ州債	東京市債
	(1899.7)	(1910.7)	(1913.10)	(1904.10)	(1905.7)	(1905.11)	(1911.6)	(1909.1)	(1912.2)
イギリス	0	14	19	50	33	26	25	33	35
ドイツ	67	14	19	0	33	13	25	13	0
フランス	0	43	40	0	0	48	25	33	44
アメリカ	27	14	12	50	33	13	25	13	22
自国他	6	15	5	0	0	0	0	7	0

出所: Edgar Turlington, Mexico and Her Foreign Creditors, 1930, PP. 226-228, 242-244, 248-249; Commercial and Financial Chronicle 各号

第1次大戦前における米国の対外証券投資

- 3) 呉天降,「アメリカ金融資本成立史」, 65 - 68 頁。なお, これら 3 行は, 外国資本の米国への導入に最も活躍した金融機関でもあった。
- 4) 1920 年代の外国証券引受に関しては, 拙稿「1920 年代における米国の対外証券投資」, 『証券研究』第 60 巻所収を参照されたい。
- 5) 一般にラテンアメリカでは引受をめぐる競争が相対的に強く展開されたと見られる。例えば, 1908 年のボリビアへの借款の場合にはモルガンとスパイヤーとの間で争われた。Margaret A. Marsh, *The Bankers in Bolivia*, 1928, p. 95. なお, アルゼンチン政府債の J・P・モルガン商会による引受は, それ以前から J・S・モルガン商会が同国政府債引受を積極的に行なっていたためと考えられる。Corey Lewis, *The House of Morgan*, 1930, pp. 217-218.
- 6) 表 1 以外に, 米国では起債されなかったがスパイヤーが引|受に参加したものとして, 1911 年 9 月のコスタリカ債 (フラン建て, 700 万ドル), 同年 2 月のハイチ債 (フラン建て, 1,300 万ドル) がある。Commercial and Financial Chronicle (以下, C. F. C. と略す), Feb. 8; Sept. 30, 1911.
- 7) この期の米国国務省は, (1) 貿易の拡大につながる, (2) 借款供与によってカリブ海・中米諸国に対するヨーロッパ諸国の干渉を阻止し米国の勢力圏下に置くことができる, として, いくつかの例外を除いて一般に外国証券発行を奨励していた。この国務省と最も密接に連携していたのは, モルガン商会と見られ, クーン・ロープ, ナショナル・シティ, ファースト・ナショナル等とシンジケートを組み, 中国, キューバ, メキシコ, ホンジュラス (1911 年 8 月対欧借款借換を目的として 1,000 万ドルの貸付を決定したが, 同国の反対に会い実現できなかった) 等の政府債引受を行なった。Cleona Lewis, op. cit., pp. 341-344; C. F. C. Feb. 8, 1911; Benjamin H. Williams, *Economic Foreign Policy of the United States*, 1929, pp. 28-56.
- 8) 表 4 においては, 1901 ~ 10 年の間, 特にカナダが十分網羅されていない。
- 9) 1911 年に, こうしたコーヒー価格安定は独占価格維持につなぐとして米国議会で論議が交され, 戦後はこの目的のための同州債引受は政府から禁じられた。Benjamin H. Williams, op. cit., pp. 400-402.
- 10) 1908 年の統合の際の幹事は, ナショナル・レールロードの証券保有者代表のスパイヤー, メキシカン・セントラルの大口債券保有者であるメキシカン・セントラル・セキュリティーズ (イギリス) 代表のクーン・ロープ, メキシカン・セントラルの経営陣および債券保有者代表のラーデンバーク・タルマン, ホーガーテン, バンク・フュール・ハンデル

・ウント・インダストリー、ベルリナー・ハンデルスゲゼルシャフトである。C. F. C. Dec. 15, 1906; Apr. 4, 1908.

- 11) 表5-1以外に多額の証券を発行した企業として、カンサスシティ・メキシコ&オリエント鉄道がある(1912年2月, 1,000万ドル, 10年, 5%)。これは自社がU. S. & メキシカン・トラストを通して売出した。C. F. C., Feb. 2, 1912.

なお, 1914年末時点でのメキシコ政府の対外負債残高(鉄道債等政府保証債も含む)の国別構成に関する資料は見当たらないが, 第1次大戦以降ほとんど証券発行を行っていないことから, 1929年7月1日時点でのフランス: 33.8%, 米国: 21.3%, イギリス: 23.3%, オランダ: 6.9%, ドイツ: 5.6%, 他: 9.0% (Edger Turlington, Mexico and Her Foreign Creditors, 1930, p.319)が一応の目安となろう。

- 12) C. F. C. Feb. 17, 1912; Herbert Marshall, et al., Canadian-American Industry, 1936. p.p. 74, 118, 139.
- 13) Jacob Viner, Canada's Balance of International Indebtedness, 1924, p.p. 126, 134, 138 から算定した。
- 14) 呉天降, 前掲書, 374 - 381 頁。なお, 同社の具体的活動に関しては, 楊井克巳「アメリカ帝国主義史論」, 195 - 227 頁を参照。
- 15) なお, イギリスおよび米国の対キューバ民間投資残高(直接投資をも含む)は, 1914年末で, 各々6億3,500万ドル, 5億4,200万ドルであった。United Nations, External Financing in Latin America, 1965, p. 17.
- 16) C. F. C., Mar. 11, 1911.
- 17) C. F. C., Dec. 5, 1908; Aug. 7, 1909; Jan. 8, 1910. なお, ボリビア・レールウェイは, 当初, ボリビア政府とスパイヤーおよびナショナル・シティとの間で共同で建設する契約が締結されたが, 後にアントファガスタ・アンド・ボリビア・レールウェイが同社株式の過半を取得し, 支配権を握った。また, スパイヤーは150万ポンドの社債をBanque de Paris et des Pays Bas および Societe Suisse de Banque et de Depots (Societe Generale の支店) へ転売した。
- 18) これは, 「J・P・モルガンの英国での失敗(第1の失敗はインターナショナル・マーカンタイル・マリーンへのキューナード・ライン吸収の失敗)」と言われた。Lewis Corey, op. cit., pp. 323-324; C. F. C. Apr. 12, 1902.
- 19) C. F. C., Dec. 15, 1906.

む す び

政府債、地方債、企業証券の各引受の間に見られる特徴を総括して本稿を終えよう。

まず、いずれの証券の引受においても、海外の金融機関との共同引受が極めて多い点である。これは、米国資本市場が諸外国の資本需要を十分満たし得るほど成熟していないことを意味し、またそうであるが故にヨーロッパの金融機関との連携を必要としたのであった。この期の米国資本市場は、従来の国内証券中心の市場から第1次大戦以降の「世界の資本市場」へと成長していく過渡的性格を持っていたと言えよう。

次に、政府債の多くを引受けたモルガン、クーン・ロープ、スパイヤー、ナショナル・シティは、地方債をもある程度引受けているが、企業証券についてはスパイヤーを除いてほとんど引受けておらず、他方、企業証券の多くを引受けたリー・ヒギンソン、リード、ハリス等は、地方債をも引受けているが（特にカナダの場合）、政府債引受は全く行なっていない、という特徴が見られる。この原因に関しては、金融機関相互間での引受業務の分割、国内証券引受業務の動向、アメリカ証券のヨーロッパ市場での引受活動等を検討しなければならないが、その1つは、モルガンやクーン・ロープ等が米国内にいわゆる「利益集団」を形成し、確固たる産業的基盤を持っていたのに対して、ハリスやスパイヤー等はそうした基盤を十分持っていなかったという事情であろう。

最後に、メキシコ証券の場合には、政府債、企業証券のいずれもスパイヤーが多く引受けており、一国の政府債、企業証券のいずれをも同一の金融機関が引受けるという傾向が見られる。この一因は、引受相手企業であるメキシコ国有鉄道とメキシコ政府とが強い経済的利害関係で結ばれているためである。その意味では、メキシコ以外でそうした傾向が見られないのは、引受相手企業がその国経済ないし政府の利害関係と密接に結び付い

ていない、あるいは結び付き得るほどまだ十分成長していないためと言えよう。勿論、そうした関係を明らかにするためには、各国における企業活動、就中この期に証券を発行していない企業をも含めた米国系企業の動向分析が必要である。