

會學濟經學大國帝都京

叢論濟經

號二第 卷六十二第

行發日一月二年三和昭

論叢

損益勘定に關する一考察 法學博士 上野道輔

法人重復課稅立法の分析 法學博士 神戶正雄

利潤成立の機構 文學博士 高田保馬

社會黨の農民獲得運動 法學博士 河田嗣郎

長崎貿易に於ける銅及銀の支那輸出に就いて 文學博士 矢野仁一

說苑

重農學派の純收入論 法學士 山口正太郎

雜錄

Fairplay 誌の批評に應ふ 經濟學博士 小島昌太郎

徳川時代の漁民騷動 經濟學士 黒正巖

紐育倫敦兩資本市場の爭覇 經濟學士 松本佳三

營業收益稅の改正法案 經濟學博士 沙見三郎

法令

商工會議所法施行令

紐育、倫敦兩資本市場 の争覇

松本佳三

世界大戦が生んだ國際經濟上の變化は、各方面に波及したのであるが、就中、國際資本市場ほど大なる變化を受けたものは無からう。戦前倫敦は、國際金融の中心市場として、國際資本市場の上にも、確固たる覇權を握つてゐたが、大戦の大打撃を受けて、其勢力亦昔日の觀なきに反し、紐育資本市場は、大戦以來國際的に大なる變動を來たし、遂に倫敦市場を壓せんとするの盛況である。

近著の Bank-Archiv (XXVII. Jahrgang, 2. Lieferung)

誌上に發表せられたる Dr. Walter Flemmig; New Yorks und Londons Kampf um die finanzielle Hegemonie in der Welt. は、恰も此の問題を扱つてゐる。以下、此の論文を骨子として、更に V. Reibnitz; Amerikas internationale Kapitalwanderungen 1926 を参照して兩市場最近の狀態を述べて見やう。

英國は歐洲大戰前、資本輸出の代表國であつて、其中心地たる倫敦は、國際資本の中心市場としての覇權を掌握してゐた。ペインシュ氏に依ると、一九〇九年末の英國の對外投資總額は、約三十億磅と評價されたのである。

處が、世界大戰によつて倫敦市場は大に動搖し、資本力も減退して、遂に英國は、公私の資金を紐育市場に仰がざるを得なくなり、従て對米關係に於て、戰前の債權國も今や債務國となつた。最近の倫敦資本市場を説明する爲めに、第一表を掲げる。

第一表、最近英國に於ける新證券發行高

(Economist 調査)(單位百萬磅)

年	國內發行	對外國發行		總計
		英領植民地	外國	
一九一三	三六	七六	八四一六一	一九七
一九二四	八五	七二	五二一二五	二〇九
一九二五	一五五	六一	一六七七七	二二二
一九二六	一二九	五三	四八二〇二	二三一

右表に依れば、一九二五年度、及び一九二六年度の發行總額は、其前年の一九二四年に比して増加してゐるが、此れは、内地に於ける證券需要の増加した爲めであつて、對外發行は、反つて減少してゐる。但し、一九二五年の對外發行額僅かに七千七百萬磅に過ぎないのは、同年四月、金本位復歸に當りて、金の流出を防ぐ一時的對策として、従前の外債抑制を一層嚴重に勵行したに基づく。この外債抑制も、同年十一月三日に至りてやつと撤廢され、名實共に金本位に復歸したのであるから、之れを例外とする。更に之れを、戰前の一九一三年に於ける外國新證券發行額、千六百十萬磅に比し、大なる減少である。尙、外國證券發行中、

英領植民地への新發行が、逐年減少してゐる事は、注

目すべき現象で、こは、英領植民地の證券需要の減退に基づくものではなく、當時倫敦市場は、投資能力に限りがあつたからである。

一九二七年に於ける倫敦市場の状況は、次に掲げる第二表の示すが如くである。

第二表、英國一九二七年上半年新證券發行萬
(Statist. 調査) (單位百萬鎊)

年	内 國	英領植民地	外 國	合 計
一九二七 上半期	一〇三	三八	二二	一六三
一九二六 上半期	七一	三五	二八	一三五
一九二五 上半期	一六三	三二	一一	二〇七
一九二四 上半期	五七	三二	三八	一二七

即ち、一九二七年上半年の新證券發行總額に於ては、一九二六年度よりも増加してゐるが、これは、全く内國債の増加の爲めであつて、外國債發行(英領植民地を含む)は、前年度より約三百萬鎊の減少となる。

然るに、上半期から下半期への轉換期に於て、一時倫敦市場は、國際的に非常な活躍をなした。例へば、

エストランド七分利附國際公債五十萬鎊、ギリシヤ七分利附擔保附證券、及びダンチツヒ六分利附煙草證券が倫敦市場に募集された時、何れも數倍の申込があつた。同時に、獨逸新募債の一部も、同市場に於て發行されんとしてゐた。然し、此の盛況は只一時的現象に過ぎず、倫敦市場に投資力の無くなつた事が、其後間もなく實證された。蓋し、同市場に於て都合よく募入された外國債は、國際聯盟の保證にかゝる、二三の證券に過ぎずして、フィンランド、及びザクセン自由國債等の應募成績は、大した効果を擧げなかつたのである。其理由としては、一方に於て、英國一般に資金が缺乏し、倫敦市場に於ける投資力が無くなつた事と、他方に於て、其等發行物が、買手側に取つてよい條件でなかつたからである。特に、此の事は、ベルリン市債發行の際、明瞭に現はれたのであつて、爾後、倫敦市場は、暫らくの休養を必要としたのである。

二

倫敦資本市場の斯くの如き變化と、全然正反對な變

化を遂げたのは、紐育資本市場である。戦前、紐育市場に於ける発行物は、殆んど内債に限られ、他方歐洲特に英國から、莫大な資金の融通を受けてゐたのであつて、ベイシユ氏の評價によると、一九一〇年末に米國證券に投ぜられた歐洲資本は、約五十二億弗に達し、内、英國の投資は三十三億弗餘を占めてゐた。

處が、大戰開始以來始めて紐育資本市場は、國際的に活躍を開始し、外國にある多額の米國有價證券を買戻したのみならず、更に莫大な資金を、歐洲諸國に融通したのである。

然らば、紐育市場の最近の狀勢如何といふに、戦後、米國に於ける新證券發行は、次の如く漸増の傾向を呈し、一九二六年度の發行總額は、六十四億弗に達した。

第三表、米國に於ける新證券發行額 (Chronicle 誌調査)

一九二三年	四、三〇四萬
一九二四年	五、五九三
一九二五年	六、二一六
一九二六年	六、四〇〇

次に、最近米國市場に於て公募された外國證券發行を米國商務省發表に基き示せば次の如くである。

年	額面元金	借替	純額面價額	發行件數
一九二二 (前年)	八二八	一四六	六八二	一三六
一九二三 (前年)	四九六	八二	四一四	七三
一九二四 (前年)	一、二一〇	三三二	八七八	一〇三
一九二五	一、二七五	二四四	一、〇三一	一五二
一九二六 (前年)	一、三一九	一八四	一、一三五	二一四

米國は、世界大戰に莫大な資本を融通したのみならず、戦後、歐洲の復興、就中米國副大統領ドーズ氏によりて提出された所謂ドーズ案が、一九二四年九月に可決された結果、獨逸の復興を可能ならしめたのである。斯くて、一九二四年度より激増した外國證券發行は、一九二六年末には、戦債問題の一段落と相俟つて、十三億千九百萬弗に達した。

此の一九二六年中の米國市場に公募された外國債を、米國商務省發表に基き地方別にすれば、次表の如くである。

	米國人の應募せる額面總額	米國人に對する借替見積額	新規貨付見積總額
獨逸	三〇一	五	二九六
其他歐洲諸國	二一一	一二	一九九
加奈陀	二九七	五八	二三八
ラテン亞米利加	四五九	一〇四	三五五
東亞	三一	—	三二
領地	一九	五	一四
計	一、三一九	一八四	一、一三五

米國市場に於て發行された獨逸證券は、ドーズ案の實施以來漸増し、一九二六年には、遂に三億弗を突破して米國に於ける最高の起債國であつた。處が、一九二六年末頃から、獨逸は、資金を主に國內に於て調達し初めた結果、紐育市場の對獨逸放資は激減し、一九二七年一月 紐育市場に於ける外國新證券發行の六十五%は、ラテン亞米利加に屬してゐた。米國資本輸出先の斯くの如き變化は、注目すべき現象である。

當時、米國政府は、佛國をして、一九二六年四月下旬に締結した米佛戰債協約を、批准せしめんが爲め、

對佛投資のポイコットを命じてゐたが、ウォール街の大銀行業者は、此の訓令を無視して、瑞西や和蘭に於て發行された佛蘭西證券の多額を引受けたのである。蓋し米國政府は、ウォール街からの此訓令停止の請願を拒絶したが、米國の銀行が、佛の證券發行に對して間接に参加する事を、默認したからである。

米國資本力が、英領植民地たる加奈陀へ侵入する度の益々盛んな事も、興味ある問題である。即ち、一九一〇年に於ける加奈陀證券發行總額の八十一%以上が、倫敦にて募集され、加奈陀内地での募集は、十七%、合衆國に於ける發行は、僅か一、五%に過ぎなかつたのに、一九二六年に於て英國での募集は、同年發行額の二%を出でず、加奈陀内地での發行は、約五十%に増加し、米國に於ての發行額も、ほぼ其れと同額で、二億六千九百萬弗に達したのである。右によつて明かなる如く、大戰以來、英米の對加奈陀放資の地位が顛倒し、且つ加奈陀の資本力も、次第に増大して、現今では、證券發行の半額以上を、内地で募集し得る

勢である。

一九二七年前半期の米國市場に於ける外國新證券發行高は、約三億七千八百萬弗に上り之れが仕向先を考へると、其内、ラテン亞米利加への輸出が最高（約一億四千二百萬弗）で、一九二六年迄第一位であつた歐洲を、遙かに凌駕してゐる。

昨年五月は、内國債のみならず外國債發行額何れも、新記録を作り、同月の發行額兩者合せて、約七億三千七百萬弗に上つた。

然るに、七月に入りては、二三大銀行の手控によつて同市場の成績はあまり良くなかつたが、これは、米國資本力の減退に基づくものではなくて、八月になれば外國特に佛蘭西から巨額な資金の需要があらうとの豫想の下に爲されたに過ぎないのであつて、政府の許可さへあらば、米國の多くの銀行及び金融業者は之れに應ぜんと待ち構へてゐるのである。

米國は尙、資源の豊富な露西亞に對しても、投資の機會を狙つてゐるのであつて、世界の現状から推察す

ると、英米兩資本の競争は、將來此の露西亞を舞臺として戦はれるにちがひない。蓋し、英米の國際資本市場に於ける争鬪は、次第に盛んにして、昨年七月末、紐育からの報告に依ると、倫敦の銀行は、紐育資本市場を抑壓せんと、盛んに努力してゐるやうであるし、現に最近ベルリン新市債の發行に際して、其れが明瞭に現はれたのである。

三

米國最近の經濟上の急激な發展は、歐洲、特に英國より巨額な資本を輸入した御蔭であつて、米國の國富を見ると、一八六〇年に、百六十一億弗であつたものが、一九二二年には、三千二百十億弗に、約二十倍に増加したのであつて、之れを英佛兩國に比較すると、同期間に、英國の國富は約三倍、佛蘭西は約二倍強の増加に過ぎない。世界に於ける斯くの如き富の分布の變化が亦、國際資本市場への變化を引起す事は、當然の理である。

さて然らば、紐育は最近、國際資本市場としての覇

權を、掌握したかといふ問題が起つてくる。此の問題は、紐育取引所總裁の消極的主張もあり、隨分議論の餘地ありと思ふのであるが、少なくとも米國の資本力は、次第に増大し、外國の經濟領域に勢力を進展しつゝありといふ事だけは、否定出來ないであらう。

尙、米國政府の調査に依り、外國に投せられる米國の資本は、米國の國富の増加に比して、其率は、寧ろ減少してゐる。従て米國が、近時過度の資本輸出を爲すとの疑懼は、實際には何ら根據の無い事が證明された。之れに依つて紐育市場の新證券發行は、再び活氣を呈し、外國證券發行も多額に上りつゝあるのである。

最近に於ける英國國際貸借は、次表に示す如く、差引受超過額、即ち對外投資に使用し得べき所得は、戰前(例へば、一九一三年度の差引受超過額は、一億八千百萬磅)に比して、其の減少著しく、一九二六年の如き、それが炭坑爭議の結果として當然の現象とはいへ、尙一九二五年度に比して、六千六百萬磅の逆調

で、若干の支拂超過を呈してゐる。

第六表、最近に於ける英國國際貸借 (英國商務省發表) (單位百萬磅)

摘 要	一九二六年	一九二五年	一九二四年
商品及地金輸入超過額	四七七	三八四	三二四
政府勘定海外支拂超過額	—	一一	二五
計	四七七	三九五	三四九
海運業純收入見積額	一二〇	一二四	一四〇
海外投資純收入見積額	二七〇	二五〇	二二〇
短期利子及手數料收入見積額	六〇	六〇	六〇
其他雜收入見積額	一五	一五	一五
計	四六五	四四九	四三五
差引受取又は支拂超過額	一一二	五四	八六

而して、此の國際貸借に於ける受取殘額は、對外投資の一有力な財源に他ならぬから、最近英國に於ける對外投資の減少は、寧ろ當然の事と思ふのである。

他方、米國に於ける最近の貿易狀況を見ると、出超額は漸減の傾向を辿つてゐるが、これは輸入の増加に

基づくのであつて、何故輸入額が、斯くの如く増加したかと云へば、最近に於ける國內の殷盛と對外債權收入の増加に因るのである。ヒルシュ教授の評價に依れば、近時米國に於ける資本の蓄積は、年々六七十億弗に達するとの事であり、尙、米國の金の保有高は、一九二五年一月一日現在、四十五億弗に達し、正に全世界の富の半以上を、一國で占めてゐる有様であるから、金の膨脹から免れる爲めにも、且又、輸出貿易の發展上から云つても、輸出貿易の先導者たる資本輸出に力を盡さなければならぬ。

近時紐育資本市場の國際的發展は、以上の如くであるが、國際資本市場の中心が、既に倫敦から紐育に移つたとは、未だ信ずる事は出来ない。尤も、現在紐育市場に於ける利子歩合が、倫敦より低位にある事は、米國に取つて利益ではあるが其れにも拘らず、紐育を無條件に世界取引所として維持せんとする米國人の努力には、二つの重大な障害がある。其の一は、米國には引

受機關が未だ充分に發達してゐない事で、他は、米國の銀行制度及び取引所制度を定むる法規が、各州に於て別々であるといふ事である。然しながら、米國の現状から觀察すれば、紐育資本市場の將來は、益々多望であると信ずるのである。