

株式恐慌とアメリカ証券市場

— 両大戦間期の「バブル」の形成と崩壊 —

学位論文内容の要旨

本論文の課題は両大戦間期アメリカの株式ブームとその崩壊過程を株式擬制資本の動向を主要な対象として分析することである。課題への接近にあたっては、株式ブームと1930年代の崩壊過程における擬制資本の動態を実物資本（利潤率）の動向と密接に関連させて考察することが重要となる。つまり株式擬制資本は利子率と利潤率の2要因により規定されるという一般的規定を景気変動過程において具体化し、実物資産（利潤率）と擬制資本（利回り）の関連、株式擬制資本の有する利益請求権と議決権という二つの側面の絡み合いに着目して分析を進めることにする。

最初の1～3章では1920年代の株式ブームの歴史的背景が考察される。第1章「アメリカ証券市場と銀行制度」では、アメリカ銀行制度の特徴をなす分散的銀行制度と証券市場の関連を取り上げ、地方銀行の決済・余剰資金がコルレス関係を通じてニューヨーク大銀行に集中し、コルレス預金はブローカーズ・ローンを媒介にして株式市場に流れる、というアメリカ特有の資金循環構造が説かれる。またアメリカ証券市場の歴史的発展の過程をたどることにより、ニューヨーク市場と地方市場がそれぞれ果たした役割が考察されている。次いで第2章「第1次資本集中運動と証券市場」では、産業企業の資本集中運動と証券市場の関連が取り上げられる。巨大企業合併は主として実物資産と証券の交換としてなされたが、その際に実物資産の過大評価と「過大」資本化を伴うことが多く、そうした「水増し」株式は実物資本の現実的利潤率に照応した評価を株式市場において受けることになる。普通株価は「最後の貸し手」たる中央銀行不在のもとに発生した1907年恐慌において大幅な下落を経験し第1次大戦前には依然として額面を下回る水準に低迷していた。第3章「産業構造の変化と証券市場」では、第1次大戦がアメリカ経済に及ぼした影響が論じられ、産業構造の変化と莫大な戦時利潤は上場株式銘柄の多様化と資本の「水抜き」を実現し、20年代末株式ブームの基盤を形成したことが指摘される。

第4～5章では20年代末株式ブームが取り上げられる。第4章「相対的安定期の証券市場」では、株式ブームの実物経済的基盤が分析され、上場企業の利潤動向とその還元形態である配当安定化政策、株式配当、株式分割、新株の株主引受が考察されると同時に、大衆投資家が株式市場に参入することにより、新規に発行された株式の受け皿となり、株式の分散化が進んでいたことが論ぜられる。20年代後半の株式市

場では活発な株式取引が行われ、株式回転率が高い銘柄もかなりの数に及んでいたことを反映して、一般に株式ブームを”投機的”と規定する論者が多い。だが現実には多くの株式銘柄の利回り、P E Rは企業利潤と配当政策の動きをかなりの程度まで反映しており、投機一色でこの時期の株式市場を説明するのは一面的であることが指摘される。とはいえ公益事業株、一部の産業株の株価は利潤的基礎から乖離した動きを示しており、29年6月以降には株価の二極化現象が顕著となっていたことが論ぜられている。第5章「株式投機と1929年株式恐慌」では、そうした株価動向を投機の観点から分析し、ブローカーズ・ローンの供給源泉が銀行から「その他」に移行したこと、その背景にある連邦準備銀行の金融政策との関連が取り上げられる。さらに投資会社は20年代末に株式市場における需要・供給の有力な担い手として登場してきており、そのことが株式ブームの最終局面における「投機の自立化」現象を生み出す規定的要因となっていたことが指摘されている。

第6～7章では株式ブームの崩壊過程を証券価格の変動と証券の再編という2つの視角から分析される。第6章「大恐慌期の証券市場」では、恐慌期の利潤率低下が債券、優先株、普通株の諸価格に及ぼした影響を取り上げている。まず債券価格を規定するのは利子・元本の支払い状況であるが、債務不履行債を多く発生させたのは外国債と社債であり、社債の中では鉄道債と産業債が高いデフォルト率を示していた。債券の高いデフォルト率はとりわけ外債、鉄道債の債券価格の低水準により示されている。次に優先株においても配当延滞企業が続出しており、そのことはとりわけ鉄道株・公益事業株の価格を低水準に推移させていた。所得請求権において最も下位にある普通株は利潤率変動の影響を直接に受けやすいリスク・キャピタルであり、大恐慌期の株価下落は利潤率の激しい下落を反映して、32年にはピーク時の26%、40年には56%の水準にあった。だが株価を個別銘柄で見れば、恐慌期の個別利潤率の多様性を反映して、株価も多様な動向を示している。40年の株価水準は大部分の銘柄において29年の株価ピークを下回っていたものの、1919年を基準として見れば、20年代に株式配当・分割などの形態で株主に利益を還元していた優良産業株において、投資価値を増加させていた銘柄が比較的多くみられたことが指摘されている。第7章「大恐慌と会社証券の再編成」では、利潤率低落が会社支配権の移動あるいは資本金価値の変化を強制する会社証券の再編過程を取り上げている。大恐慌期には合併・清算により市場からの退出を余儀なくされた企業とともに、多数の債務不履行企業が利潤率を回復させるために企業再編を実施していた。再編過程では利子負担を軽減するために債務の圧縮が行われ、債権者はその見返りとして普通株を取得するのが一般的であった。かくて一方では企業支配権の移動（社債権者→普通株主）、他方では債務削減と旧資本金を原資とした不稼働実物資産の整理がなされることになる。さらに大恐慌期には債務不履行状態にない多数の大企業においても減資政策が採用されており、実物資本の整理が過去の利潤にとどまらず、資本金の食い潰しにより遂行されたところに、1930年代不況の深刻さを垣間見ることが出来る。

学位論文審査の要旨

主 査 教 授 濱 田 康 行
副 査 教 授 佐々木 隆 生
副 査 教 授 井 上 久 志
副 査 教 授 森 杲 (札幌大学経営学部)

学 位 論 文 題 名

株式恐慌とアメリカ証券市場

— 両大戦間期の「バブル」の形成と崩壊 —

本論文は両大戦間期におけるアメリカ株式市場の動向、とりわけ1920年代後半の株式ブームと1930年代の株価崩壊がアメリカ経済の実物的側面とどのように関わっていたかを解明したものである。

1929年のニューヨーク証券市場崩壊は極めて衝撃的な出来事であり証券経済史上、またアメリカ経済史上の一大事件である。にもかかわらずこれを本格的に扱った研究は少ない。特に株価崩壊を挟んで1920年代と1930年代を総合した研究は少ない。本論文はこうした従来の研究の間隙を埋める業績である。

序章と終章を含め9つの章から構成される本論文の内容は以下のとおりである。

序章で課題の設定と分析視角を提示した後、第1章ではアメリカの証券市場の構造を銀行制度との関連で明らかにする。アメリカの銀行制度の特徴のひとつは分散性、つまり地域に多数の小規模銀行が存在することである。これらの銀行は取引の集中決済のためニューヨークの銀行に決済用の資金を置く(コルレス預金)。これをニューヨークの大銀行はコール市場等を経由した証券ブローカー向けの貸付に利用した(ブローカーズローン)。コルレス預金の運用には流動性が要求される一方、預金収集競争故のコストがあり、それなりの収益性も求められていた。ブローカーズローンは一種の証券担保貸付であり貸借両側の要望を満たすものであった。これによって証券市場に厚みができるとともに、投機的取引の背後に銀行資金が控えるという独特の構造ができあがる。

第2章では世紀転換期における産業企業の資本集中運動について述べ、その運動と証券市場との関わりが明らかにされる。巨大企業合併は実物資産と証券の交換という型で進行するが、その際に実物資産の過大評価が行われ結果として過大な株式が発行された。これを「水増し」と呼んだ。また、実物資産以外の無形固定資産(たとえばGood Will=暖簾)についても相当額の株式発行が行われた。それらの保有者は金融機関であることが多く、金融と証券の関わりは深まっていく。水増し株式は利潤水準に敏感に反応し1903年には急落する(1903年恐慌)

第3章では第一次世界大戦がアメリカ経済に及ぼした影響が論じられる。アメリカ経済は膨大な戦時利潤を得るが、これを今度は「水抜き」に利用し、その結果普通株の投資対象としての地位は高まっていく。「水抜き」の第一の方法は市場からの買い戻しであり、第二の方法は資産側に混水されていた過大資本部分を利益留保金からの償却という型で処理することである。この時期には大量の国債が証券市場で発行され、個人消化が進められたために投資家層の構成に変化が生じた。また売り出さ

れる証券も多様になり、売り出し方法にも様々な工夫がなされた。そして投資層の底辺の拡大とともに、1920年代の終わり頃には再び持ち株会社を利用した過大発行が生じた。

第4章では1920年代末の株式ブームが分析の対象となる。大衆を株式市場に引き込む装置がこの時期につくられる。まず高額面株式から無額面株式の移行、そして1920年代の高利潤を背景にした配当安定政策の実施である。さらに配当の形態も工夫される。ひとつは株式配当であり、これは利益の外部流出を防いだ。この背後には株式配当への税制上の特典もあった。株式配当によって株価の上昇→配当の増大→株価の上昇というサイクルが形成された。さらに株式分割という方法も広く利用された。かくして株主構成は大衆化し、1916年～1927年の間に株主数は著しい増加を示した。しかし株式の配当利回り、PERなどでみると必ずしも投機一色でこの時期の株価を説明することはできない。株価は二極化現象を起しており、一部には企業収益との対応関係が認められると主張する。

第5章は1929年の株式恐慌を扱っている。まずブローカーズローンの供給源泉が銀行から「その他」分類である大企業、個人、投資会社、外国人投資家に移行したこと。特に投資会社が20年代末に株式市場の資金の需要・供給双方の担い手となり、このことが投機の自立化（実物資本からの乖離）の規定的要因となった。こうして10月24日暗黒の木曜日がやってくる。

第6章では崩壊から1930年代の前半までの証券市場が対象となっている。既に利潤率は1929年5月頃から低下していたが、前述の投機の自立化によってしばらくは上昇を続ける。崩壊は株価の下落→担保価値の低下→株式の強制売却→株価下落というサイクルをつくり出し3年弱で82.6%の下落を記録する。しかし長い期間でみると実は全面安ではなく個別利潤率を反映し株価は多様な動きを示していた。

第7章では、普通株と他の証券との関係が恐慌局面で変化するという理論的に興味深いテーマを取り上げている。1930年代のように社債や優先株への利子・配当支払いが滞るようになると、普通株は無配となり、リスクキャピタルとしての特質をあらわにし、さらに議決権＝支配権においても後退を余儀なくされる。つまり企業合併や企業清算によって普通株の一部が廃棄される。危機を乗り切り企業再編に進んだ場合でも減資が行われるケースが多かった。また減資も様々な形態をとった。資本金から剰余金への振り替え、累積欠損の解消に使い配当を再開するケースも確認されている。こうした後向きな減資ばかりでなく固定資本再評価のためという前向きなものもあった。減資政策はひとつの論争課題であるが、筆者は補論を附しこの問題にひとつの解答を与えている。

終章では1929年のアメリカ証券市場恐慌から現代への示唆を掲げしめくくっている。株式資本は実物資本から相対的に自立しているとはいえ、景気循環のある局面では強制的な一致を迫られる。その一致の方法はおだやかなもの（株価の変動によるもの）と株主権の否定に至る激しいものがあり、1930年代には後者が生じたことを明らかにしている。

本論文の特色、研究上の貢献について以下にまとめる。①ややもすれば分析時期が局限されがちな1929年株式恐慌という現象を20年間から30年間という時空に展開して論述したこと。②株式市場の運動を実物経済との関連で分析したこと。こうした分析視角の故に、1929年恐慌との関連では従来あまり議論がなかった世紀転換期における”水増し”現象、さらに1920年代における”水抜き”などの実体解明に成功した。③株式の持つ二面性・二重性、つまり配当請求権と議決権が景気循環の各局面でどう展開するかという理論的問題を提起し、恐慌局面で二重性が際立って示されることを主張した。さらに1930年代を実証分析することで、擬制資本の運動が結局のところ実物資本の状況に引き寄せられる過程（減資政策）を解明し、自ら提起した問に解答を与えている。

本論文は小林氏の20年以上におよぶ研究の成果である。使われた資料は膨大で、その中にはこれまでの研究で使用されたことのないものが多く含まれている。分析対象も個々の企業から証券市場の構造に至るまで幅広い。

以上のように本論文は証券経済史、アメリカ経済史の研究として極めて高い水準を示しており、学会に多大な貢献をしたと認定する。よって、審査員は全員一致で、本論文が博士（経済学）の学位を授与するに相当と判断した。