

戦間期ロンドン証券市場における情報インフラ(上)

IIDA, Takashi / 飯田, 隆

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

経済志林 / The Hosei University Economic Review

(巻 / Volume)

71

(号 / Number)

4

(開始ページ / Start Page)

247

(終了ページ / End Page)

266

(発行年 / Year)

2004-03-05

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003222>

【研究ノート】

戦間期ロンドン証券市場における 情報インフラ（上）

飯 田 隆

目 次

はじめに

- 1 市場の価格情報
 - 2 カード・インデックス・サービス
 - 3 ロンドン取引所会員の情報処理（以上本号）
 - 4 ロンドン市場におけるダウ理論（以下次号）
 - 5 一般紙における金融関連情報
 - 6 経済専門紙誌における情報
- 結びに代えて

はじめに

筆者はかつて、ロンドンを中心とするイギリス証券市場が第1次大戦前の海外投資のための市場から大戦を契機に国内産業企業のための長期性資金供給源へと変貌した過程を明らかにした拙著『イギリスの産業発展と証券市場』の終章の部分で、なお解明が不十分な論点として、当時のイギリス証券市場における情報インフラの問題が十分に明らかにされていないとした。すなわち、「本書では、株価情報の新しいメディアを通じた大衆向け伝播やダウ式平均株価の算定などイギリスの証券市場がすぐれて現代的な市場へと転換したことが指摘されたが、その詳細はそれほど明らかにな

っていない。この種の問題に取り組んだ研究としては、本書でも参考とされた Grieser (1940) がほとんど唯一であるが、なお不十分な側面も少なくないのである⁽¹⁾と。

しかし、拙著がグリーサー論文に依拠した箇所は次のようなものであった。「証券業界全体としても、情報の伝達手段が大きな発展を遂げたことは特筆してよい。この問題についてはN・グリーサーが詳しく論じている。その議論を詳しく紹介する紙幅はないが、簡単にいえば、次のような点において著しい発展がみられた。まず、市場価格指数の情報が整備されてきた。ダウ式平均株価の概念が導入され、1930年代に入ると複数の価格指数情報が提供されるようになった。32年には株価についてのラジオ放送も開始された。また、投資対象に関する様々な情報がエクステル社とムーディ社のカード・インデックス・サービスによって供給された。……ブローカーも様々な投資アドバイスを行うようになった。さらに新聞・雑誌の世界でも証券投資に関する情報量が飛躍的に拡大した。『ファイナンシャル・タイムズ』や『エコノミスト』のような経済専門紙誌はいうまでもなく、『タイムズ』や『オブザーバー』の如き一般紙においてもシティの動向や株主総会の結果についての記事は重要性を増してきた。こうした側面においてもイギリスの証券市場はきわめて現代的特質を帯びてきたのである⁽²⁾」。

結局、拙著では、グリーサーの研究成果について以上で述べたに過ぎず、その詳細な内容や不十分な側面を明らかにしてはいない。しかし、その内容はきわめてユニークなもので、第1次大戦後のロンドンにおける証券取引に関して様々な情報への需要と供給関係やその処理のあり方が大きく変化したことが示されている。今日、IT関連の機能が飛躍的に向上したりインターネット利用の普及などで世界中の証券業界が様変わりしているのと同様、第1次大戦後のロンドンでも、今日の技術水準からすればなお未熟な段階にあるとはいえ、情報伝達経路の革命的变化が証券業者や投資家の行動に与えた影響は甚大なものであった。残念ながら、グリーサー

論文は未公開となっているため、日本の読者には容易に参照できる資料ではないし、不思議なことにロンドン証券取引所の「正史」ともいべき2冊の英語文献⁽³⁾にも、この論文は参考とされていない。しかし、この論文が戦間期のイギリス証券市場の状況を概観する上で必要不可欠な史実を明らかにしていることは確かである。

そこで、本稿では、グリーサー論文の重要な意義と、この論文が未公開であるという事情を鑑み、その内容をできるだけ忠実に紹介することとしたい。ただ、すでに拙著や他の文献で解明されている点は省略する。とくに、グリーサー論文は、第1章で投資家保護の問題をとりあげているが、この問題は拙著でもある程度触れているし、情報インフラ関連とは性質が異なるため、本稿では取り扱わない。また、グリーサーが提示した史実に対する愚見も織り交ぜながら、叙述を進めていく。ただ、基本的には、グリーサー論文の第2章以下の内容を要約したものであるため、同論文のページ等はすべて省略する。

- (1) 飯田隆『イギリスの産業発展と証券市場』、東京大学出版会、1997年、267-268頁。グリーサー論文とは、N. Grieser, “The British Investor and His Sources of Information”, M. Sc. (Econ.) thesis, University of London, 1940のことである。
- (2) 飯田、前掲書、224頁。
- (3) E. V. Morgan and W. A. Thomas, *The Stock Exchange: its History and Functions*, London, 1962; R. C. Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford, 1999.

1. 市場の価格情報

投資家がロンドン市場での価格情報を得る場合、その伝達チャンネルは4つある。①取引所相場表、②基本的に4社の情報提供業者が供給するチック・テープ・マシン、③新聞や雑誌に掲載される情報、④取引所会員を

主体とするブローカーやジョバーからの情報である。問題は、それぞれがもたらす価格情報がまちまちであることである。これは、1つには、ロンドン取引所特有の売買成立価格のマーキングに根本的難点があるためである。第1次大戦前は、売買成立価格をマークする義務がなかったため、大きな問題となっていたが、大戦中に取引所規則が改正され、マークが義務づけられた⁽¹⁾。しかし、1930年代後半に至ってもすべての売買成立価格がマークされることはなかった。とくに、売買が活発な銘柄や時間においては取引所会員がもれなくマークすることは不可能であった。したがって、上記の4つの伝達チャンネルがマークされたどの価格を採るかによって、価格情報は互いに一致しないことになる。

第2の混乱の要因は、取引所の立会時間が終了してもいわゆる街路市場で取引が継続して価格が変化することである。取引所取引は午後4時に終了するが、相場表に記載される売買成立価格の情報は午後3時30分から終了時間までの取引に限られる。しかし、ニューヨーク取引所はロンドンの立会時間終了後も開かれているため、とくに米国証券の取引はスロッグモートン街での「街路市場」で続けられる。ニューヨークでの売買が活発で、価格が刻々と変化する場合、ロンドンの街路市場も熱気を帯びてきて、ロンドン取引所での終値とはかなり異なってしまうケースもみられるのである。街路市場での価格変化はチックー・テープに記録されるので、チックーからの情報が有力となることもある。

エクステンジ・テレグラフ社（以下エクステル社と略記）がチックー・テープ・マシンを使つての価格情報提供を行うようになったのは1872年3月以降のことである。同社は、海底ケーブル敷設船「グレート・イースタン号」の船長だったジェイムズ・アンダーソンが創業した会社で、彼は当時すでにニューヨークで利用されていたチックー・マシンを最初にロンドンに導入した人物である。当初の機械は性能が低くて、1分間に6語しか印字できなかったという。しかし、その後は早い時期から改良されていった。最初の10年余りは証券取引所の価格情報の伝播に限定されていた

が、1894年以降は一般的なニュースなども配信するようになった。同社はロンドン証券取引所とは特別な関係を構築し、第1次大戦までには取引所に関連する情報を収集する外部機関として取引所総務委員会が認めた唯一の存在であった。

エクステル社は、取引所からは、主として証券価格と配当・利子に関する情報を入手して配信していたが、折りに触れて上場会社についての情報や株主総会の議案などの情報もチックカーで伝播した。同社の従業員のうち2人は取引所会員資格を取得していて、彼らは立会場内においてジョバーから別のジョバーへと渡り歩き、価格情報などを仕入れた。こうして配信されるチックカー情報もまた、すべての売買成立価格を記録したわけではなかった。チックカーにおいても、取引が活発化する時間帯や頻繁に売買される銘柄の価格に関しては完全に記録することは不可能であった。しかし、総じて立会場内での情報収集活動の経験と熟練さによって、情報伝達はかなりスムーズに機能した。

エクステル社以外に、公式に取引所に入出りできる情報収集・伝達業者が登場することは許されなかった。しかし、ロイター社は例外で、同社への情報提供者には取引所会員がいて、彼らを通じて同社は、エクステル社と同様のチックカーによる情報提供サービスを開始した。1931年のことである。ロイター社は自ら立会場に出向いて情報収集することはできないため、複数のブローカーと特別な契約を交わし、そうしたブローカーたちがジョバー間を巡回して価格情報を入手してロイター社に伝えた。彼らは顧客からの売買注文をもってジョバーに接するわけではないので、実際にはジョバーと売買を成立させることはなかった。

エクステル社が提供する情報は、戦間期を通じて、証券取引所情報のみならず、一般の新聞と同様、政治・産業・金融などの分野に加えてスポーツに関する情報も含まれるようになった。情報の受け手はロンドンのウェストエンドに所在するいくつかの「クラブ」に所属する会員が多かったので、エクステル社の情報提供は「クラブ・サービス」と呼ばれる場合もあ

った。

ロイター社も1933年以降、取引所関連以外の情報提供に注力するようになり、とりわけ政局動向を商業・金融情報と同様に重視した。政局の動きが証券市場の動向に与える影響は第1次大戦後、増加していた⁽²⁾。取引所情報については、始値が伝達されてから1時間毎に250銘柄の最新の価格情報が伝えられ、それは立会場の閉鎖時間まで続いた。

エクステル社もロイター社も、ロンドン取引所情報をイギリス国内のみならず海外へも伝播していたが、ロンドン市場に興味を抱く海外の投資家はロンドン特有のジョバー・ブローカー制度やその機構上の特質を十分に理解していなかった。その理由の1つとして、海外へは1銘柄につき1つの価格しか伝えられなかったことが挙げられる。ジョバーは売り呼値と買い呼値の2つの価格を付けるのだが、多数の銘柄について2つの価格を遠い外国まで打電するには費用が高くつく。そこで、売り呼値と買い呼値の中間価格（中値）のみを伝えることが通常であった。したがって、その値は1つの指標に過ぎない。

以上のような具合で、海外投資家は不利な立場にある。ロイター社はそうした投資家を保護するために、いわば「ストップ高・ストップ安」のような仕組みを講じていた。例えば、ある銘柄の株価が突然5シリング高もしくは5シリング安になると海外からの注文をストップし、売買しないというものである。顧客には価格が急激に変化したことを告げるだけである。この値幅（上の例だと5シリング）は海外投資家の居住地とロンドンとの間の距離によって決まる。

取引が活発な銘柄には複数のジョバーが値付けをしているが、その値が相当に異なっていた場合、情報収集者はどの値が「本物」か分からなくなる。もちろん、そういう状態が長く続くと、目敏いブローカーはその値軸を利用して「不当な」利益を得る可能性もあるため、ジョバー同士で暗黙の了解があり、あまり価格差が出ないようにはしていた。それでも複数のジョバーの呼値には違いがあって、価格情報を入手しようとする者を困惑

させることが少なくなかった。

新参の情報収集者はまた、別の困難さに直面した。取引所のジョバーたちは彼らをヨソ者扱いし、疑念をもって接した。ジョバーたちから十分な信頼と信用を得られないと正しい価格情報を教えてもらえなかった。こうしたジョバーたちの「仲間意識」はロンドン証券取引所の著しい特質でもあった。情報収集者たちは、その道の「専門家意識」をもっていたが、ジョバーたちの多くは、アマチュアリズムを尊重する立場から、そうした意識を蔑視する傾向があった。後者の立場は古いイギリスの伝統を引き継ぐものでもあった。ただ、両者の溝は少しずつ埋まりつつある。ジョバーたちが徐々に専門家意識をもつようになり、自分たちが付けた呼値を公表することは重要だと考えるようになったのである⁽³⁾。

2つの代表的な情報提供サービス会社以外にも、取引所情報が投資家に伝播するチャンネルはいくつかある。1つは、銀行などの機関投資家がブローカーと特約を結んで価格情報を入手している。この場合、たいていは電話連絡で情報が伝えられる。

今1つは新聞報道で、いくつかの夕刊紙は、機関投資家と同じように、ブローカーやジョバーと私的な合意の下に価格情報を獲得し、購読者に紙上で伝えている。また、ロンドンの代表的な日刊の金融専門紙、『ファイナンシャル・タイムズ』と『ファイナンシャル・ニューズ』も「公定リスト」と「追加リスト」掲載の銘柄について前日の終値を掲載している。この場合の終値とは、相場表の価格と立会場閉鎖後の取引価格等をチッカーおよびジョバーやブローカーから入手し、それらから算定したものである。

なお、価格情報に関して、実際に、ある銘柄への売買注文がなかったり、売買が成立しない場合でも、市場全体の動きからジョバーがその銘柄の呼値を変更する場合がある。こうした呼値の変化は、その銘柄に対する需給関係によってではなく、市場実勢に応じたジョバーの判断に基づくものである。

1937年7月以降、新しい情報伝達手段が定着した。BBCのラジオ放送がロンドンの証券価格情報を伝える番組を再開したのである。これは、電信・電話やチッカーなどの手段をもたない地方のブローカーがロンドンの市況を知る上で有益だった。

同じ年、ロイター社は新しい情報提供サービスを開始した。これは、従来よりも包括的で分刻みの商況・金融・政局についての情報を国内外の顧客に提供するものである。それらの情報はまた、毎週要約され、謄写版印刷の週刊誌として顧客に郵送される。「経済のレントゲン検査」と題されたその週報は、率直な意見やイギリス政府および外国政府の経済政策に対する忌憚のない批判などによって非常に人気を呼んだ。

ロンドン週報は年間購読料が15ギニーと高額だったので、資力のないブローカーなどには無縁の存在だったが、富裕な個人投資家や機関投資家が定期購読者となっていた。海外の顧客においても評判がよく、例えばロンドンよりも上海の方が購読者数が多かった。ただし、アメリカではそれほど知られていなかった。

- (1) 飯田、前掲書、243頁。同書では、この情報の出所を明らかにしていないが、グリーサー論文に依拠したものであろう。なお、同書同頁において、「戦前のようにマークされない事例は戦間期では存在しないはずである」と断定しているが、本文で述べるように、グリーサー論文の叙述が正しいとすれば、拙著の断定は間違っていることになる。実際上はグリーサーが述べている内容が実情だったのであろう。
- (2) 戦間期のロンドン証券取引所の動きが政局に大きく左右されるようになった点については、1920年代前半のアイルランド独立問題、史上初の労働党政権の樹立、あるいは1930年代末におけるスペイン内乱や日本の中国侵略、ナチス・ドイツによるチェコスロヴァキア侵攻といった事件などが大きな影響を及ぼした。飯田隆「戦間期のロンドン証券取引所」『社会科学研究』（東京大学）第40巻第3号、1988年を参照。
- (3) 戦間期の取引所会員がプロフェッショナルとしての意識をもちはじめた点については飯田、前掲書、227頁も参照されたい。

2. カード・インデックス・サービス

証券投資で高い収益を挙げようとする場合、価格情報だけでは不十分であることはいうまでもない。証券の発行主体に関する情報もきわめて重要である。そうした情報を投資家に伝播することも価値あるビジネスとなりうる。この点でも第1次大戦後のロンドンでは長足の進歩がみられた。このビジネスはカード・インデックス・サービスという形態で現れた。すでに、1910年までにニューヨークでは、この種のサービスが開始されていたが、ロンドンでは1919年にエクステル社がこのサービスに乗り出した。当初はイギリスの主要な上場企業約1000社の情報を扱った。その後、ロンドンではエクステル社に加えてムーディーズ＝エコノミスト社（以下、英国ムーディーズ社と略記）が同様のサービスを提供するようになった。

カード・インデックス・サービスの様式や内容は以下のとおりである。会社情報などを印刷したカードを顧客に郵送し、顧客は特注のカード・ボックスに保管するようになっている。特定企業において配当率や取締役会メンバーが変わると、その新しい情報を載せたカードが届けられ、古いカードは破棄される。カードにはまた、期末の財務諸表や株主総会の案件、総会における社長挨拶などの情報も掲載される。通常、1社につき年3－4枚のカードが送付されるが、枚数は対象企業によって様々で、それぞれの企業の個別的な事情で決まる。

カードによる外国企業や外国政府に関する情報提供サービスも行われていて、そうした海外情報はとくにブローカー業者の調査部門などで活用されている。それほど資力のないブローカーや金融ジャーナリスト、新聞の編集委員、機関投資家などが個人投資家と並んでカード・インデックス・サービスの顧客となっている。こうした多様な顧客のそれぞれのニーズに対応するため、このシステムは次第に洗練され、補足がなされたり、細分化されたりしてきた。

エクステル社のカード・サービスは本体の会社部門と付録部門とに分かれる。通常はこれらが一括して提供される。まず会社部門のサービス内容をみると、これは株式投資のための企業情報が主体となっている。対象企業は1930年代末には約5000社に増えたが、当初は1000社程度だったから、大変な増加である。提供される情報とは個別企業の業容、資本金額、工場や子会社の所在地、取引銀行や取締役・監査役の名前、配当権を主とする株主権の他、損益計算書や貸借対照表ないしは決算報告書で示される統計データなど多岐にわたっている。また、エクステル社のスタッフの中には公認会計士の資格をもつ者もいて、彼らが財務諸表のデータを分析し、その結果を提供したりしている。さらに、不測の納税義務や子会社に関する情報なども含まれ、相当に詳細な情報が与えられている。とくに、株主総会における社長挨拶といった情報は、財務データだけでは窺うことのできない今後の経営方針や戦略内容が打ち出されており、投資家にとっては意義のあるものである。

付録部門では、上場企業以外の発行主体の証券に関する情報と各種経済情報から成っている。前者には固定型ユニット・トラストやイギリス国債、公共事業体の債券に関連する情報に加え、新規発行の状況も含まれる。後者においては、外国為替相場の動向、国内外の交通状況・鉱石や原油の採掘量、輸出入など貿易関連の情報が載っている。27種にわたる産業別の統計や19種に及ぶ商品市況も提供される⁽¹⁾。ロンドンならではの情報として、帝国圏や植民地の経済状況も入手できる。

以上のように、会社部門と付録部門を合わせると大変な情報量となり、顧客によっては不必要な事柄も多く含まれることになる。そこで、カードによる情報提供の2社は、とくに顧客たるブローカーの要望に応じて特定の情報のみを提供することもある。そうしたブローカーの要望は、ブローカー自身の顧客からもたらされるものであることも多かった。いずれにせよ、戦間期を通じて調査対象の企業数や情報量が飛躍的に増してきたが、それは顧客の要求に対応した結果であった。エクステル社においては、

1930年以降、新たに商品、産業、外国の3部門が分離・独立して設けられた。

カード・サービスの費用についてみると、エクステル社の場合、1930年代末で年会費25ポンドであった。その他、契約時にカード・ボックス費として4-5ポンド必要だった。前述のとおり、利用者によっては、すべての情報を必要とせず、特定領域に限って情報提供を希望する者もいたため、そうした顧客に対しては、より低廉な価格で特定の情報提供サービスを行うようになってきた。このような特定サービスに対する需要は、1930年代に入ってから増加傾向にあり、情報提供者者にとっても重要性を増している。また、一括情報の提供よりも人気を高めてきている。

エクステル社と同様のカードを媒体とした情報提供を行っているのが英国ムーディーズ社である。アメリカのムーディーズ社は1900年よりニューヨーク市場で情報提供サービスを開始していた。アメリカ・ムーディーズ社は1925年、イギリスの子会社、ムーディーズ・インベスターズ・サービス社を設立し、ロンドンで同様の事業に乗り出した。同社は、当初、ニューヨーク本社のサービスをロンドンを拠点にヨーロッパの投資家に提供することが主たる事業内容であった。その頃、スコットランドを本拠地とする投資信託会社の一部は、それまでの投資対象に関する会社情報の不十分さに不満を抱いていた。そこで、ムーディーズのロンドン子会社に対しより完全な企業分析を依頼してきた。この依頼を受けて、ムーディーズのロンドン子会社は1927年、約1000社のイギリス上場企業の分析を開始した。投資信託会社への情報提供コストを低くするため、個人投資家を含めた顧客数の拡大にも注力した。調査対象として、投資信託会社の要望に応じて、いくつかの海外企業も加えられたが、最初の頃は会計情報や貸借対照表の分析結果など統計的な内容の情報提供に限定していた。

しかし、イギリス上場企業に関する情報提供サービスへの需要が高まってきたことを反映して、英国ムーディーズ社が登場することとなった。1932年頃のことである⁽²⁾。同社は、ムーディーズ・インベスターズ・サービ

ス社が半額出資し、残りは『エコノミスト』や『ファイナンシャル・ニューズ』を発行しているイギリスの出版社が負担した。同社の設立により、ムーディーズ・インベスターズ・サービス社は、発足当時と同様、アメリカ親会社のサービスをヨーロッパの顧客に提供する代理店業務に特化した。

英国ムーディーズ社の業務内容は、エクステル社の会社部門と同様、約5000の上場企業を対象に会社情報を入手し、契約者に提供するものである。ただ、英国ムーディーズ社は、対象企業の財務分析、とくに貸借対照表と損益計算書に対するより完璧な分析結果を顧客に与えることに注力している。情報提供の手段として、顧客のブローカーなどからの電話による問い合わせに応じる場合もあるが、基本的にはエクステル社と同じように、情報が掲載されたカードを送付している。顧客が支払う契約料は年20ポンドで、エクステル社よりも若干低めだが、入会時にはカード・ボックスの費用として別に5ポンドを負担しなければならない。

英国ムーディーズ社も、エクステル社のように特定情報の分売サービスを行っている。しかし、それほど重視していない。というのも、同社の一括情報提供サービスはそれ自体、簡略化されたフォームとなっていて、顧客の満足度が高いためである。個人投資家の中には特殊で限られた企業情報のみを必要としている者もいるだろうが、そうした要求はエクステル社のサービスで満たされよう。英国ムーディーズ社は、そうしたサービスの領域でのエクステル社との競争を回避している傾向がある。

カード・インデックス・サービスを提供している2社の違いをまとめると以下のものである。英国ムーディーズ社が供給する情報の特徴は、前述のとおり、より比較・分類、分析などの手法を取り入れたものである。また、企業の利益情報はより完璧だし、中小規模企業に関する情報も比較的詳細にわたっている。もちろん、エクステル社の情報の中には、過去3ヶ年の貸借対照表分析の結果を顧客の要望に応じて提供するものもある。とはいえ、エクステル社の場合、各社の財務諸表に示された生の情報をそのまま

提供し、分析は顧客に委ねる傾向がある。ただ、いずれも調査対象の企業の業績や業容に関して善し悪しの判断を示すことはなく、外部の専門家の意見や株主総会での社長挨拶を紹介するに留めている。

エクステル社の情報の優位な点は、海外情報を含むより広範な内容をより迅速に提供することにある。それもコンパクトで利便性に富んでいるので、小規模のブローカーには受けがよい。また、自分自身で企業情報を分析しようとするブローカーや機関投資家、個人投資家には重宝がられている。

英国ムーディーズ社は1930年以降、そのサービスを拡張した。まず、その年に証券価格情報以外の貿易や商品市況に関する情報提供を開始した。主要な一次製品の価格、生産量、在庫量、消費量などの統計や一般的概況などを月例報告として提供する。その提供手段としてルーズリーフ式ノートが使用された。翌31年には、「海外の情勢と諸問題」についての情報を提供するようになった。海外の証券発行主体の利子・配当の支払い状況や海外証券の新規発行に応募した投資家に対する払込み手続きといった内容を含んでいる。海外情報としては、やはりアメリカの工業株に関連する情報へのニーズが高いため、1933年には、アメリカ企業の業容や業績などのデータに限定した情報提供サービスに着手した。当初は、イギリス投資家に人気の高い約80社のアメリカ企業に関するデータを提供していたが、1930年代末になると、カナダの企業も加えて約500社の情報をカバーするようになった。同時に、大陸ヨーロッパ、アジア、ラテン・アメリカの主要500社のデータをも供給した。これらの情報は、いずれもルーズリーフ式ノートの形態で顧客に伝えられる。

こうして、海外を含む会社情報の範囲という点からすると、英国ムーディーズ社が提供するサービスの方がエクステル社を上回るようになった。他方で、それらすべての情報を入手しようすると、結果として、高い費用がかかることになる。そこで、英国ムーディーズ社はイギリスの会社情報に限って1社あたりの情報内容を限定したコンパクト版を1937年に開発

した。この版は、最も人気があり売買も活発な約2000社をカバーしていて、ルーズリーフ式のカードの大きさもコンパクトにし、電話での問い合わせにも対応している。年間の費用は5ポンドで済むので、資力に乏しいブローカーや投資家には福音となった。ただ、情報量が限られているので、不便な側面があったことは否めない。完全な情報サービスを受けようとするとなればそれなりの費用がかかるものなのである。

ムーディーズ関連の今1つの企業、ムーディーズ・インベスターズ・サービス社も業務内容を拡張し、対米投資に関心を寄せるイギリス投資家のために投資相談サービスを提供するようになった。ニューヨークのムーディーズ本社が収集したアメリカ企業に関連する情報に基づいて、相談を受けたり (consultation)、忠告したり (advice) するのである。ただ、一般にロンドンやヨーロッパの市場では、ニューヨークと違って、助言活動 (counselling) を行うことはない。投資に関する助言者 (investment counsellors) という言葉は、ロンドンではほとんど知られていないのである⁽³⁾。

ムーディーズ関連の両社のサービスを受けようとする、料金は高価となり、富裕な投資家あるいはブローカー業者、機関投資家といった法人顧客だけが利用している。資力のないブローカーや個人投資家は年間5ポンドの費用で済む簡略版のサービスに甘んじなければならないが、それでも有益な情報収集手段となっている。ただ、簡略版を含めても、情報提供業者のサービスを受けている顧客は、投資家やブローカー全体から見ると、限られた存在である。とはいえ、1930年代末の時点で、そうした顧客たちがロンドン証券市場を動かしている最も重要な存在となっているのである。

- (1) ここでいう「商品」とは一般の商品ではなく、穀物や金属原料、原油など一次産品を指している。
- (2) グリーサーは英国ムーディーズ社の設立年や設立に至った経緯について

は全く触れていない。『証券取引所年鑑』(The *Sotck Exchange Official Intelligence*)によれば、同社の名前が出てくるのは1933年版からである。同社は、1930年版に登場する Investment Statistics Ltd. という会社を引き継いだものである。いずれの会社も1888年に設立され『ファイナンシャル・ニュース』を刊行していた Financial News Ltd. の持株会社、Financial Newspaper Proprietors Ltd. が関与しているという。アメリカのムーディーズ社がいつ、イギリスへの関与を開始したかははっきりしないが、Moody's-Economist Services Ltd. の設立年は1932年であろう。いずれにせよ、同社は上場企業ではないので、『取引所年鑑』では十分な情報を得ることはできない。

- (3) 日本語では、厳密な区別を付けることはないが、consult とは単に相談に応じるが意見を述べても責任は取らない。advice は、すべきでないことをはっきり述べるし、多少の責任をもつ。counsel となると、すべきこと、例えばどの銘柄にいくら投資しなさい、その結果には責任をもつ、ということである。わが国の証券業についても、投資決定は投資家の自己責任であり、証券業者が責任を負う必要はないし、そうしてはならないのであるが、たぶんに日本語のあいまいさから、投資結果に関して投資家と証券業者の間でトラブルが生じる場合が少なくない。

3. ロンドン取引所会員の情報処理

周知のように、1986年のビッグバンを迎えるまで、ロンドン証券取引所会員はブローカーとジョバーとに区分されていた。いわゆる単一資格制度である。ブローカーは顧客の投資家のために最良の価格でジョバーと交渉して売買を成立させ、手数料を収入源としている。他方、ジョバーは、自分が担当する証券の価格を付けて会員ブローカーと売買交渉をもつが、取引所会員以外とは取引しない。いずれも、独特の「仲間意識」をもち、言葉では表せないような「勘」や「経験」を重視する傾向があった。ところが、第1次大戦後、いずれも客観的な情報の収集やその活用に注力するようになった。

まず、ブローカーの状況を見ると、そもそもロンドンのブローカーが投

資家に課す最低手数料率はニューヨークの証券業者に比べて割高であった。それは、ロンドンのブローカーが単に取り次ぎ業務に特化しておらず、投資相談に応じたりするため、そうしたサービス料も含まれるからである。ただ、投資の助言にまでは及ばなかった。また、ロンドンの手数料が比較的高いのは、ブローカーに顧客を紹介する投資家の顧問弁護士や会計士、銀行を含む金融機関などに手数料を配分するからでもある。かねてより、ブローカーにとってはそうした利害関係者とのコネが重要であったし、証券発行を手がけるブローカーや発行会社の社長あるいは取締役会メンバーと良好な人間関係を構築し、そうした筋からの情報の方が会社のバランスシートや目論見書の情報よりも重要だったし、市場内のうわさや風評なども無視できないものであった。

しかし、戦間期を通じて、次第に各種統計や発行主体の業績・業容、一般的な経済状況、またそれらの科学的分析結果といった情報の意義が高まり、そうした情報の収集・処理が必要不可欠なものとなってきた。そのため、取引所総務委員会は商業専門学校や大学の学生に証券業への関心を高めるべく、証券取引所に関する懸賞論文を募集するなど広く啓蒙に努めるようになった。ただし、ニューヨークのように、証券業専門の学校を設立するまでには至らなかった。取引所会員の大多数は事務員としてブローカー業者に就職し、いわば社内教育を受けながら証券業のノウハウを身に付けてきたが、その教育内容に統計学や経済学の学習が盛り込まれるようになった。ただ、それは比較的新しい事態であった。また、統計分析のできる人材を採用しようとする業者も出てきた。

各種情報を収集すべく、1930年代末には会員ブローカーの約3分の2が「証券業図書室」(the Stockbrokers Mutual Reference Society)の会員となっていた。この「図書室」は、取引所への問い合わせが第1次大戦後急速に増加した結果、設立された。取引所総務委員会によると、問い合わせ件数は1918年までの10年間では年平均233に過ぎなかったのに、1938年には7289件に及んだという。ブローカーの情報源として他に、先の2つの

表1 ロンドン証券取引所会員ブローカーの企業形態 1938-39年

	企業数	パートナー数
個人企業	53	53
2人パートナー企業	124	248
3人パートナー企業	85	255
4人パートナー企業	71	284
5人パートナー企業	34	170
6人パートナー企業	33	198
7-10人パートナー企業	53	431
11-15人パートナー企業	13	152
合計	466	1,791

(出所) N.Grieser, "The British Investor and His Sources of Information", M.Sc. (Econ.) thesis, University of London, p.79.

節でみたように、チッカー・テープや情報提供者からのカード・インデックス、後にみるようなジョバーが作成するパンフレットの類や金融専門紙誌から入手した。そうした情報を処理して独自の情報を生み出す業者も登場した。そうした業者は独立した統計・調査部門を設け、分析結果を毎週または毎月の報告書にまとめ、顧客に配付した。ただし、年ごとの、あるいは半年ごとの顧客ポートフォリオ分析まで行う業者は例外的存在だった。

ロンドンのブローカーの科学的な情報収集および分析がニューヨークのライバルたちに及んでいないことは確かである。それは、イギリスにおける公式統計の不備を反映するものでもあった。例えば、アメリカの連邦準備銀行が公表しているような銀行業に関する詳細な統計をイングランド銀行は出していない。それに、大雑把ながらも同行が金融統計を公表するようになったのは、1931年のマクミラン報告以降のことである。しかし、それ以上に、ロンドンの業者の情報処理能力が総じて劣るのは、その小規模性に求められる。

表1は、1930年代末時点での会員ブローカーにおけるパートナーの人数

別の業者数を示したものであるが、ロンドンのブローカー業者の7割以上が4人以下のパートナーしかいない零細業者で占められている⁽¹⁾。全体のおよそ38%は個人営業か2人のパートナーシップ業者であった。したがって、統計・企業分析を行いうるような人材を雇用するか育て上げたり、統計・調査部門を設けることのできる大手の業者は限られていた。それでも、資力の乏しいブローカーまでも客観的な統計などの情報収集を重視するようになったのは、顧客がそうした活動を求めるようになったからである。

ブローカー業者ほどではないにせよ、ジョバー業者もまた、第1次大戦後には情報収集や処理能力が求められるようになった。元来、ロンドン取引所のジョバーは、ディーラーとしての特質上、自分が取り扱う証券の在庫と自由裁量のきく資金額を除けば、証券価格の動きそのものが最も重要な情報であって、その証券の発行主体にはほとんど関心をもたなかった。19世紀末のアメリカ証券の市場にいるジョバーはその株式に関して銘柄の名前と価格以外にほとんど知識をもたなかったという記録もある。しかし、戦間期における主要な取引対象の変化とその大きな価格変動は、ジョバーに対しても客観的情報の重要性を認識せしめた。ジョバーはもはや、自らの取り扱い銘柄の現在価格や市場の「雰囲気」に注意するだけでは不十分で、その銘柄の発行主体である企業の業績や業容、今後の見通しなどについての知識をもっておく必要が出てきた。

そこで、取り扱い証券を発行している会社の貸借対照表、損益計算書、将来の業績予測、株主総会での社長挨拶、年次報告書などをまとめたパンフレットを作成し、ブローカーに配付する業者も出てきた。資力のあるジョバー業者は、統計・調査部門を設置し、独自の分析結果を打ち出す場合もあった。ただ、ブローカーと異なって、取り扱い銘柄に関する情報が最も重要であるため、一般的な経済状況や商品市況などはそれほど必要でなかった。したがって、ジョバーが提供するパンフレットは、カード・インデックス・サービスの情報に大きく依存したものであった。ただし、ジョバー自体がチックー・テープで伝播される価格の情報源であることを忘れ

表2 ロンドン証券取引所会員ジョバーの企業形態 1938-39年

	企業数	パートナー数
個人企業	83	83
2人パートナー企業	84	168
3人パートナー企業	59	177
4人パートナー企業	37	148
5人パートナー企業	28	140
6人パートナー企業	15	90
7-10人パートナー企業	24	193
11-14人パートナー企業	11	135
15人以上のパートナー企業	2	36
合計	343	1,170

(出所) N.Grieser, op. cit. p.85.

てはならない。

ジョバー業者の企業形態を示す表2によると、ブローカー以上に小規模業者の集中度が高いことが分かる。すなわち、ジョバー業者のほぼ半数は個人営業か2人のパートナーシップで構成されていた。したがって、上記のように統計・調査部門をもち、独自の分析結果を生み出すような大手の業者はまれであった⁽²⁾。それに、拙著でも述べたように、戦間期のジョバー業務は困難化し、業者数の減少傾向が進行していた。それだけに新しい情報の収集・処理にコストを割くことは大きな負担であったと思われる。しかしまた、そのようなベクトルに向かわなければジョバー業者として生き残ることも難しかったのである。

- (1) 表1と表2に示されたグリーサーの数字の根拠は不明である。企業数は、Michie, op. cit. p.202の1938年の数字とほぼ同じなので、同様の資料に拠るものと一応は考えられる。飯田、前掲書、226頁では、1938年のブローカー数は2,491名、ジョバー数は1,433名となっているが、これはモーガン＝トーマスの共著書の224頁に依拠したものであり、ミキの著書の表5・5の数字と合致する。会員権をもちながら活動していない業者が208人

いたので、1938年時点でのロンドン取引所の会員総数は4,132名となる。ところが、同じミキの著書の表5・4では4,076名となっていて56名の相違がある。この相違についてミキは何も説明していないが、原資料が異なるためなのか、はっきりしない。いずれにしてもロンドン証券取引所の公式文書であるから、当時の会員数などについて、取引所じたい正確に把握していなかったとも考えられる。

- (2) 1930年代末の時点において、ロンドン証券取引所には零細業者が多かったことは確かであるが、第1次大戦直前と比較すれば、総じて事業規模が拡大したことは間違いない。というのも、D・キナストンによれば、1914年における1業者あたりのパートナー数は3.14だったのに対し（飯田隆「第1次大戦前のロンドン証券取引所」『証券研究』第109巻、313頁）、グリーサーの数字では4.2に増加するからである。

主としてロンドン証券取引所総務委員会の資料に依拠したミキの著書によれば、戦間期の取引所会員の多くは保守的で、大衆投資家層の出現という新事態に対応できなかった。パートナー数を増加して事業規模を拡大したり、それに伴うクラーク（事務員）の増員、宣伝・広告活動の強化、支店網の確立ないし拡張を実施した業者はまれな存在だった。大多数の会員ブローカーは第1次大戦前と同様のビジネス・スタイル、すなわち少数の富裕な個人投資家や資力のある機関投資家とのプライベートな取引関係の維持に固執していたという。Cf. Michie, op. cit. pp.196-207. ミキの叙述には、そうした保守性・消極性を強調する傾向がある。

他方で、いくつかの大手ブローカーが新事態に対処すべく、情報の収集・処理システムの構築に注力していたことも事実である。例えばカズノブの場合、1930年代に入ると「オーミグ・システム」と呼ばれる情報処理のための機械化（今日でいうOA化）を推進していた。Cf. D. Kynaston, *Cazenove & Co.: A History*, London, 1991. ch. 6. ロンドン取引所会員業者の保守性はグリーサー論文に出てくるデータ（表1や表2）でも窺うことができるが、1業者あたりのパートナー数の増加にみられるように、個々の業者の中には、相当程度の改革を取行したケースも存在したのである。ミキがグリーサー論文を参照していたならば、その論調は若干違ったものになったかも知れない。

（未完）