

戦間期ロンドン証券市場における情報インフラ(下)

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)

72

(号 / Number)

1・2

(開始ページ / Start Page)

337

(終了ページ / End Page)

356

(発行年 / Year)

2004-08-10

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00003255>

【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（下）

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（以上本誌第71巻第4号）
- 4 ロンドン市場におけるダウ理論（以下本号）
- 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
- 7 金融ジャーナリズムが抱える問題点
結びに代えて

4. ロンドン市場におけるダウ理論

いうまでもなく、今日のわが国における日経平均はダウ式平均株価である。日経平均株価とは、日本経済新聞社の定義によれば、「米国のダウ・ジョーンズ社が開発した修正算式を用いて算出した東京証券取引所第1部上場225銘柄の平均株価のこと⁽¹⁾」である。そして、「東証が1949年5月16日を基準として算出してきたが、71年7月末に日本短波放送が引き継ぎ、85年5月から日経平均株価とした」ものである。ちなみに、ダウ工業株30種平均とは、「ニューヨーク証券取引所に上場している代表的な30銘柄で構

成される平均株価。米ダウ・ジョーンズ社が算出し、発表している。1896年に12種平均としてスタート。1928年以降は30銘柄で固定している⁽²⁾。ダウの修正算式の内容はよく知られているところと思われるが、ダウとは何か、また、わが国では第2次大戦後に導入されたが、イギリスではどうなのか、といったことに関して意外に知られていないのではないだろうか。グリーサー論文は、こうした問いに答えるものである。

ダウ式平均のダウとは、チャールズ・H・ダウという人物の名前であり、彼はアメリカの金融情報提供機関、ダウ・ジョーンズ社の創立者で、長年にわたり『ウォール・ストリート・ジャーナル』のオーナーの1人であったし、その編集者でもあった。ダウ式平均株価の理論の提唱者なのである。

ダウの死後、W・P・ハミルトンが『ウォール・ストリート・ジャーナル』の編集長を引き継ぎ、ダウ理論に基づいた将来の株価予想を発表するようになった。1904年から1929年までの26年間にわたるハミルトンの予想記事に従って投資した場合、年率12%の投資収益が得られることがアルフレッド・コウルズによって解明された。実際、ハミルトンの予想は非常に高い確率で的中すると信じられていた。

『ウォール・ストリート・ジャーナル』の購読者以外、ロンドンではダウ理論が知られることはなかった。1923年、ハミルトンが王立統計協会の会員に選出されてからもなお、そのような状態が続いた。ただ、ニューヨーク市場においてロバート・リーアがダウ理論に基づく投資相談サービスを提供するようになってからダウ理論の存在がロンドンでも少しずつ知られるようになっていた。

ダウ理論がロンドンで広く認識されるようになるのは、1935年、メジャー・オームロッドがハミルトンやリーアの記事などを『フィナンシャル・タイムズ』紙上で紹介するようになって以降のことである。オームロッドはまた、『ダウ理論のロンドン証券取引所への適用』⁽³⁾と称する著作を1939年に発表した。

『フィナンシャル・タイムズ』自体は1932年10月以来、55の主要なイギリス工業株を対象に日毎の平均株価を公表していたが、それはダウ式平均ではなかった。しかし、オームロッドによれば、この株価指数はダウ理論の信奉者にとっても満足しうるものであり、その後のロンドンにおけるダウ式平均株価の算出の基礎となるものであった。

当時のロンドン市場で平均株価を算出することには多少の難点があった。第2次大戦前の取引所の相場表には、各営業日の各銘柄についてジョバーが値付けした売り呼値と買い呼値および実際に売買が成立した価格が記録されているに過ぎず、売買代金や出来高のデータは残されていなかった。売買代金や出来高の数値は平均株価の算出には必要でないから、そうしたデータの欠如はここでは問題にならない。しかし、価格情報にはあいまいさがあった。売買成立価格はジョバーによる売り呼値と買い呼値の範囲内に収まってはいるが、ジョバーは2つの呼値の値幅を広く付ける傾向があったので、売買成立価格もまちまちで、どの価格を平均価格算出のための基礎データとすべきか、厄介な問題なのである。ジョバーの売り呼値と買い呼値の中間値（中値）で事足りるわけではない。売買成立価格の多くが中値よりも高い場合もあるし、その逆のケースも多々みられるからである。ただ、各銘柄の売買成立価格がジョバーの呼値間でどの辺りの水準に落ち着くかが概ね一定していると仮定すれば、それぞれの銘柄に関するそれぞれの営業日ごとの売買価格をとりあえず確定することは可能である。こうした考えの下に、平均株価算出の対象となる銘柄の特定営業日の株価を確定することによって、ロンドン取引所における平均価格を求めようとしたのである。このようなロンドン市場での平均株価の算出手続きは、ダウ理論の信奉者たちも納得しうるものであった。

以上のような経過を経た後、ロンドンにおいてダウ式平均株価の情報が提供されるようになったのは、1937年3月に非公募会社として設立されたインベストメント・タイミング社がそうしたサービス事業を開始してからのことである。同社は、ダウ理論に基づいた過去の平均株価の傾向、すな

わちチャート（わが国ではケイ線と呼ばれる）などの情報を提供する機関として、イギリスで最初の存在であった。

一般的にいて、株式相場が下落傾向にある時期に投資額を増やす人々はほとんどいない。例外的な投資家は今後、相場が下がることを予想し、まだ相場が高い段階で（いわゆる空売りを含む）売り注文を出し、相場が実際に低落した時点で買い戻すことで収益を挙げるわけである。このような投資家にとって、今後の株式相場の動向に関する予想はきわめて重要な情報である。インベストメント・タイミング社がダウ理論を基礎とした株式相場全体の予測情報を提供しはじめたのは、まさに1936年12月から翌年の1月をピークにニューヨーク、ロンドン両市場が下落傾向に陥った時期であり、同社の予測に従って投資行動をとった投資家は十分な収益を得られたようである。というのも、設立後のインベストメント・タイミング社は着実に業績を伸ばしたからである。

インベストメント・タイミング社の情報提供を受ける顧客は様々で、ブローカーや個人投資家のみならず、一般のビジネスマンから、1社ではあるが鉄道会社もサービスを受けていた。ダウ式平均株価は相場の将来を予測するものと受け止められるようになってきた。ただし、インベストメント・タイミング社のサービス料は比較的高価で、15ギニー（15ポンド15シリング）だった。したがって、普通の投資家や資金力のないブローカーは利用できなかった。このことも理由だったのか、同社のサービス規模はかなり控え目なものであって、当時、全米で6000人を超える会員を抱えていたロバート・リア社とは比較にならないものだった。

- (1) 日本経済新聞社編『やさしい日経経済用語辞典』、日本経済新聞社、2002年、非売品、244頁。この辞典は『経済新語辞典2003年版』を抜粋したものである。
- (2) 同上、194頁。
- (3) Major Ormerod, *Dow Theory Applied to the London Stock Exchange*, London, 1939. 筆者は未見。

5. 一般紙における金融関連情報

ロンドンにおける日刊新聞の証券関連記事は1825年に登場しているが、その扱いは地味なものであった。『タイムズ』のような一般紙において証券関連記事が重視されるようになったのは、海外証券投資が本格化する1870年代以降のことである。その時期には、ロイター社の海底電信ケーブルを利用したり、『タイムズ』の海外特派員を通じて海外経済情報が特集記事として提供されるようになった。しかし、それらの情報を必要としていた読者は限られていて、金融・証券業界に従事する人々以外にそうした読者はほとんどいなかった。

当時は、『タイムズ』以外にも『スタンダード』や『デイリー・ニューズ』などの日刊紙が証券関連記事を掲載していた。これらは『タイムズ』よりも購読料が安価であったり、より詳しい情報を提供したりしたので、一部の業界関係者は重宝していた。その後、1880年代から90年代にかけて、一般紙の経済関連記事は充実化していったが、他方でなお不十分な側面もあった。それは、以下の3つの理由による。第1に、当時はジャーナリストへの賄賂が横行していて、それを回避するために十分な取材ができなかった。第2に、主要な会社は証券発行を行う際に主要紙に目論見書の広告を載せるため、そうした会社に対する批判的な記事を公表することに逡巡があった。第3に、誤った記事を掲載した場合、名誉毀損罪に問われる可能性が出てくるため、記事の内容は慎重にならざるを得なかった。それに、『タイムズ』のような保守的一般紙はなお、シティのニュースに冷淡なところがあった。週間経済専門誌『スタティスト』などは、1894年に『タイムズ』のそのような態度に批判的な記事を掲載したことがある。

19世紀の最後の10年間において、一般紙の世界で画期的な事態が生じた。1部が2分の1ペニーの価格で提供される最も安価な新聞の登場である。すなわち、『デイリー・メール』が発刊された。これは、印刷技術の向

上によるコスト削減に基づくものである。その結果、他紙も価格を下げる動きが生じた。当初、『デイリー・メール』のシティ関連記事は他の一般紙とそれほど変わらない内容であったが、1906年にチャールズ・ドゥグイド⁽¹⁾がシティ部門の編集長を務めて以降、彼自身、シティの様々な業者に通じていたので、同紙のシティ関連記事はより包括的での確性を増した。『タイムズ』も同じ頃、金融ジャーナリストとして著名なハートリー・ウィザーズ⁽²⁾をシティ部門の編集長に迎え入れた。同紙は、1904年以降、金融や市況の動向に関する特集記事を付録として週に1回は掲載するようになった。こうして、1914年に至るまでに、日刊一般紙のシティ関連記事は充実度を高めていた。

しかし、第1次大戦の勃発から1918年の終戦に至るまでの時期、日刊紙の金融関連記事は劇的に縮小した。それでも『タイムズ』の場合、1918年を迎えた頃、1部12頁のうち2頁を金融や市況関連記事に割いていた。ただし、価格は4ペンスに上昇した。『デイリー・エクスプレス』については、戦前は1部12頁だったが大战末期には4頁に縮小し、それに応じて経済関連の記事も少なくなった。「ロンバード街で」とか「取引所事情」といったコラムはなくなり、毎日のビジネス動向は簡潔な記述が主要銘柄の価格の動きとともに掲載されるにとどまった。『デイリー・メール』も同様に、シティ情報の扱いはきわめて控えめとなった。そればかりではない。戦前は8紙あった全国向けの日刊一般紙自体の数が急減し、大战直後は、戦前のままの新聞としては上記の3紙のみとなってしまった。1900年の時点で独立していた4紙が合併し、戦間期には『デイリー・テレグラフ・アンド・モーニング・ポスト』となった。『スタンダード』も他の新聞と合併して夕刊紙となった。日刊一般紙を通じての経済・金融関連情報の伝播量は著しく縮小したのである。

発行部数に関しては、大战前よりも相対的に地位の低下を招いた新聞と戦間期に部数を伸ばした新聞がある。『デイリー・メール』は地位が低下した部類に属し、戦前は他紙よりもはるかに多い100万部の発行を誇ってい

たが、戦後になると1930年に184万部、1937年では158万部と他紙に比較して部数が減った。1937年の時点で最大発行部数を記録したのは、『デイリー・エクスプレス』で、約233万部を発行していた。『デイリー・テレグラフ』は1928年に8万4000部に落ち込んでいたが、『モーニング・ポスト』と合併する直前の36年には約49万部に回復、『デイリー・テレグラフ・アンド・モーニング・ポスト』となって以降もさらに増加し、39年には76万部を超えた。高級紙としての面目を保ち続けた『タイムズ』も発行部数を度外視できなくなり、大衆化の波にさらされるようになった。

第1次大戦後における日刊一般紙の記事内容は戦前とは大きく異なるものとなった。外国為替市場の動向、国際政治、経済の側面に対する政府規制の増加といった新たな事態がシティ関連情報の重要性を高めていった。そうしたシティ動向を伝える日刊紙として、4つのタイプがある。まず、第1に『デイリー・テレグラフ・アンド・モーニング・ポスト』および『タイムズ』の高級紙2紙である。これら高級紙では、最も完全な市況や金融関連の報道がなされている。株式市場、貨幣市場、外国為替市場それぞれの動向や事業契約、配当の発表や各社社長の記者会見など様々な情報が提供されている。単に、事実の報道のみならず、それらに対するコメントも付されている。また、報道の内容も羅列的ではなく、それらのニュース・バリューや読者の関心度に応じて紙面が作られている。これらの特色は、1900年、ドゥグイドが批判した当時の金融関連記事とは対照的である。

第2に、『デイリー・テレグラフ・アンド・モーニング・ポスト』と『タイムズ』以外の朝刊紙、『デイリー・メール』や『デイリー・エクスプレス』などがある。これらのシティ関連記事も充実化しているが、高級紙ほど包括的で詳細ではない。例えば、株式相場表などは、高級紙に比べると、情報量が少なく不完全である。ただ、見出しの大きさや大胆な表現に特色がある。例えば、『デイリー・エクスプレス』などは小見出しを大きな活字を用いて強調する傾向がある。また、シティ関連記事の紙面は、他の分野に比べて劣ることはなく、同様の扱いをしている。

第3に、夕刊紙もその日のシティの動きを報道するようになった。株価動向などをエクステル社のチックカー・テープから情報を得たり、取引所会員の手元の株価相場表で補ったりして掲載している。市況に関するコメントや推奨銘柄のコラムなども設けられている。ただ、夕刊紙の場合、多くの読者はシティ動向よりも、その日に行われた競馬や競争犬レースの結果に関心を寄せており、夕刊紙の存在意義もそちらにある。

第4に、近年、より大衆向けの画報紙の発展が顕著である。最初の画報紙は1891年に発刊された『デイリー・グラフィック』である。この画報紙は、紙面の4分の3をシティに関するニュースに充てていて、株価動向などを詳細に伝えていた。ただし、シティの動きに対するコメントや批評はなされなかった。1910年には、鉱山株情報など市況関連記事がより多くなった。15の工業株銘柄からなるポートフォリオの価格が上がるか下がるか読者が賭けを行う企画も行われた。しかし、1903年に登場した『デイリー・ミラー』やその後刊行される『デイリー・スケッチ』は、いずれもシティ関連情報の取り扱いはごくわずかで、スポーツの結果などに多くの紙面を割いた。

1926年に『デイリー・グラフィック』が『デイリー・スケッチ』に吸収されてから、ロンドンの画報紙は2つとなり、シティの動向に多くの注意を払わなくなった。ところが、近年は市況などの情報を多く伝えるようになり、『デイリー・ミラー』の場合、全体で32頁のうち、1頁半はシティの動きを報道するようになった。ただ、読者層の関心を反映して、株による儲け話や投機的銘柄へのコメントが目立っている。

以上の4つのタイプに区分しうるロンドンの日刊紙以外に、シティ情報の伝達媒体として日曜紙がある。日曜紙は全国向けとしては、ロンドンで9紙、マンチェスターで2紙が刊行されている。日刊紙よりも全国をカバーしているし、発行部数も多い。1937年の時点で全国の朝刊紙の総発行部数1050万部、夕刊紙250万部に対し、日曜紙は1500万部に達する。イギリス全土で100世帯が130の日曜紙を購読していることになる。個別にみて

も、『ニュース・オヴ・ザ・ワールド』紙は375万部、『ピープル』紙も300万部と日刊紙を大きく上回っている。とくに、大衆向け日曜紙は購読料も安いため、日刊紙を購読するだけの金銭的余裕のない労働者階層に人気がある。

日曜紙は、『サンデー・エクスプレス』と『デイリー・エクスプレス』との関係にみられるように、日刊の朝刊紙と提携しているものもあるが、その多くは独立していて、独自の取材陣、情報源をもっている。また、日刊の朝刊紙と同様、いくつかのタイプに分かれる。まず、『サンデー・タイムズ』や『オブザーバー』のような高級紙がある。次に、『サンデー・クロニクル』や『サンデー・エクスプレス』に代表される大衆紙がある。さらに、画報紙として『サンデー・グラフィック』などがある。発行部数の多い『ニュース・オヴ・ザ・ワールド』や『ピープル』は、低俗紙ともいべき存在で、日本における、いわゆる3面記事やスポーツ記事を主体としている。最後に、『レイノルズ・ニュース』は独自の存在で、生活共同組合の会員向けの日曜紙である。

日曜紙のシティ関連記事の扱いは、日刊の朝刊紙と同じように、タイプ別に違いがある。高級紙と大衆紙では、そうした記事は重要に扱われている。とくに、高級な日曜紙の経済関連記事は極上で、その週のシティの重要な動きを要約したり、金融や経済の動向に対する適切なコメントや詳細な分析が掲載されている。また、ロンドンのみならずウォール街の情報も詳しく載っている。日刊紙では簡潔にしか扱われていない国際的な市況や日刊紙で伝えることのできない土曜日の市況を提供しているので、そうした情報を必要とするニーズを満たすものである。

他方で、大衆向けの日曜紙のシティ関連頁は、それなりの情報を提供しているが、やや興味本位なところがあり、市場でのゴシップや株による儲け話が目立っている。低俗紙や『レイノルズ・ニュース』においては、金融・経済関連の特別な紙面はない。シティ関連の記事が全く扱われないことはないが、一般ニュースの中で時折、みられる程度である。

さて、イギリスではロンドンで発行されている日刊紙、日曜紙以外に重要な地方紙が存在する。『マンチェスター・ガーディアン』、『グラスゴウ・ヘラルド』および『ヨークシャー・ポスト』などが代表的な地方紙である。いずれも独立しているが、全国を対象とした日曜紙などと提携関係を結んでいる。したがって、とりわけ工業都市、マンチェスターなどの新聞のシティ関連記事は、その正確さと公平さにおいて、ロンドンの高級紙に比肩するものである。また、例えば『マンチェスター・ガーディアン』のように、地元の綿工業に関する情報の提供に注力するなど、地方紙ならではの特色もある。また、地方の会社が証券発行を行う際に、目論見書を広告する場として地元の地方紙は独特の意義を有している。いずれにしても、経済・金融情報の伝達媒体として一般紙としての地方紙も重要な存在である。

- (1) *A History of the Stock Exchange*, London, 1902 などの著作で有名なジャーナリストである。
- (2) *The English Banking System*, Washington, 1910 などの著作で知られる。

6. 経済専門紙誌における情報

ロンドン・シティにおいては、1930年代末期の時点で2つの金融専門日刊紙が刊行されているが、これらの嚆矢は1870年に創刊された『フィナンシアー』に求めることができる。もっとも、その前の時代に金融専門の情報媒体は存在していて、早くも1694年7月に登場した『農商務改良集報』(*Collection for the Improvement of Husbandry and Trade*) が当時の定期取引の記録などを報道していたとされる。しかし、それ以前の経済専門紙誌がもっていた意義は、『フィナンシアー』と異なるため、同紙の創刊をもって今日のロンドン日刊金融専門紙の起源とみなしうる。

『フィナンシアー』の創刊号には、日毎の金融市況や商況を伝える日刊専門紙へのニーズが高まっているので、それに対応すべく創刊に至ったという編集者の言葉が掲載されている。初期の同紙には、株主総会の報告やロンドン証券取引所の相場表や新規発行銘柄の目論見書などが、貨幣市場の市況や鉱山株や鉄道証券の動向などとともに掲載されていた。シティの業者たちによって同紙が歓迎されたことは、この日刊紙が1924年、『フィナンシャル・タイムズ』に吸収合併されるまで存続しえたことで立証されている。しかしながら、一般紙を巻き込んでの金融ジャーナリズムの発展がみられるのは、『フィナンシアー』の創刊後、30年から40年を経て、20世紀に入ってからのことだった。それまで、金融や経済の専門情報は、それらに関係をもつ業者たちを除く一般の人々にとって、関心の外にあったのである。

ところが、その間、状況は一変した。1880、90年代にそれまでの個人企業やパートナーシップから株式会社へ組織変更するケースが増加し、これに伴って、全国的に株主の数も増大し、金融専門紙の情報への需要が一般の人々にも増えてきたのである。なお、グリーサーはとくに指摘していないが、同時期に海外投資も拡大したため海外証券の投資家層も広がりを見せし、貿易が増大するとともにジョゼフ・チェンバレンやセシル・ローズなどの政治家による帝国主義的拡張政策が推進された結果、海外の経済動向を含めた金融・経済関連情報が広く一般的な関心と呼ぶようになったことは容易に想定しうる。

こうした動きの中で、1884年、後に『フィナンシャル・ニューズ』となる『フィナンシャル・アンド・マイニング・ニューズ』がアメリカ人によって創刊された。月曜を休刊日とする日刊紙で、米国会社株投資に関連する情報の提供を主としながら、イギリス本国の市況、イギリス植民地の経済情勢、米国やその他外国の鉄道関係情報あるいは米国やメキシコの鉱山についての情報などを報道した。また、海外証券発行に関する目論見書の解説などに注力したことも、創刊間もない頃の同紙の特色である。

1988年1月には『ロンドン・フィナンシャル・ガイド』と称する金融情報専門紙が刊行された。当初は週3回発行だったが、好評を得たため、翌2月から日刊紙となり、名称も『フィナンシャル・タイムズ』となった。同紙は、初期においては、当時の「不誠実なジャーナリズム」に対する反対キャンペーンを展開した。それまでの報道における金融情報には不正確さが数多く含まれていたのである。そうした実態の一因は、当時の証券取引所会員の悪習にあることも指摘されている。つまり、その頃の会員は取引所の内部情報を外部に正確に伝えようとしなかったのである。また、当時は実体のない会社設立が横行し、事実上、投資家を欺くケースが後を絶たなかったが、金融ジャーナリズムの中には、そうした詐欺的取引のお先棒をかつぐような事例もしばしばであった。そのような金融ジャーナリズムへは100ポンドから200ポンドに及ぶ賄賂が提供されることもめずらしくなかったとされる。したがって、『エコノミスト』や『スタティスト』のような定評ある金融専門週刊誌は、特定銘柄の推奨については慎重な姿勢をとった。『フィナンシャル・タイムズ』は、日刊紙の次元で、そうした定評を獲得しようとしたのである。

『フィナンシャル・タイムズ』の登場以降、1900年までに『デイリー・ブリオニスト』および『シティ・オラクル』という2つの日刊紙が創刊されたが、前者は同年、『フィナンシアー』と合併して『フィナンシアー・アンド・デイリー・ブリオニスト』と称した。後者は1902年12月まで存続し、その後廃刊となった後、1910年に復刊したが、1915年に姿を消している。したがって、第1次大戦直後のロンドン・シティには3つの金融専門日刊紙が存在した。その後、先述のとおり、1924年には『フィナンシャル・タイムズ』が『フィナンシアー・アンド・デイリー・ブリオニスト』を吸収したので、それ以降は同紙と『ファイナンシャル・ニューズ』のみ存続しているわけである。

『フィナンシャル・タイムズ』と『フィナンシャル・ニューズ』は、ポーア戦争当時は、いずれも6～8頁で価格は1部1ペニーだった。20世紀に

入ってから両紙とも、誠実な報道姿勢を取り続け、記事と広告との区別を厳格化していた。そうした報道姿勢が好感されて、経営が安定し第1次大戦直前までには1部12～13頁にまで拡大していた。しかし、第1次大戦が勃発し、証券取引所が閉鎖されると、公定相場表やチックー・テープからの情報が無くなった。両紙が提供する証券価格情報は名目的なものか、私的取引のためのガイドラインとしての意義しかもてなくなった。大戦中のシティ関連情報の量も少なくなり、ページ数は半減した。大戦後はシティの活動が復活したことを反映して、両紙とも1920年までには大戦直前のボリュームに復帰した。ただし、戦後インフレの結果、価格は1部2ペンスに値上げされた。

大戦後の両紙の記事内容は戦前と大きく異なるものとなった。金融規制が強化されたために、政局や議会の動向を多く報道するようになった。また、国際情勢についてもより詳しい記事が目立つようになった。とりわけ、米国の経済・金融関連の記事は重要性を増してきた。こうした変化について、1934年の『フィナンシャル・ニューズ』の署名記事は、大戦後、金融専門紙編集者の仕事内容が変化したことを嘆いている。すなわち、かつての自由競争の下での市場では、価格情報が市況を知る上での重要なバロメーターとなっていたが、戦後は金融規制強化によって市場の状態を決めるのは市場ではなく中央官庁となった。そのため、政局や行政指導が一体となって市場の方向性を決定するようになり、日毎の金融発展の明確な意義に対する緻密な判断を下すことが困難となってしまった。要するに、戦後の金融ジャーナリズムは、当局の政策決定やそれによって決まる金融業界の動きをただ「丸投げ」して報道するだけで、独自の判断を表明する機会を失ってしまったというのである。

他方、戦後は新聞作成上の技術が進展し、レイアウトや記事の表現が改善された。見出しを多用して、読みやすくなったし、「読者相談室」のコーナーを設けるなど、読者のニーズに考慮した紙面作りが顕著となった。国内工業株の市況を専門的に取り上げるコラムも登場した。投機的な銘柄

を取り上げる傾向は戦前と同様だったが、安易な予想記事は減少した。1930年代末期の時点では、金融専門日刊紙2紙が負っている責任と公平さに関しては全く問題がないという水準に達している。

新聞に加えて、経済・金融専門週刊誌なども重要な情報伝達手段となっている。週刊誌の発行部数は公表されていないので、個々の雑誌の読者数ははっきりしない。ただ、それぞれの雑誌において広告の頁が占める紙幅の比重でその人気度が推測できる。1930年代末の時点で、最大の発行部数を誇っているのは『インヴェスターズ・クロニクル』である。この雑誌は、それほど高い教育を受けていない一般の人々にも浸透している。同誌は様々な企業の株主総会に関する記事に傾注していて、時期によっては、全体で40-50頁のうち15頁以上をその種の記事に充てている。また、各種業界の動向や世界経済の動きも詳しく報じているし、米国ダウ＝ジョーンズ株価指数の変動も伝えている。1930年代に入って以降、「読者相談室」のコラムを充実化した結果、1933年から38年の5年間で約15万件を超える読者の投資相談があったとされる。同誌は1889年に創刊され、1921年に『マネー・マーケット・レビュー』を吸収合併したものである。

発行部数に関しては『インヴェスターズ・クロニクル』に及ばないものの、歴史や格の高さ、質のよさといった点で『エコノミスト』は、経済・金融専門週刊誌として、一般紙における『タイムズ』と同等の地位を占めている。反穀物法を唱え自由貿易の信奉者だったラドナー卿の協力の下にジョン・ウィルソンによって1843年に創刊された同誌は、1860年代にウォルター・バジヨットが編集責任者となっていたことでも著名である。同誌は、1930年代末の時点において、資本関係としては『フィナンシャル・ニューズ』や『インヴェスター・クロニクル』の親会社、Financial News Ltd. の傘下に入っているが、その編集上の独立性は強固に保たれている。

『エコノミスト』は、創刊間もない頃から月次の統計付録を掲載したり、20世紀に入る頃より「銀行業特集」や「商況回顧」といった年次の統計付録を加えるなど、統計やそれらに基づく分析的な記事で長年にわたって好

評を博してきたが、独立色を強めたのはそう古いことではない。例えば、1880年代の新規証券発行の目論見書に関する記事では、「と伝えられる」とか「取締役会の意見では」というような表現が目立っていて、責任転嫁とも受け止められる姿勢だったが、ようやく1890年代半ば頃より個々の企業情報に対して率直な意見を述べるようになった。1930年代末の時点では、個別企業の新規証券発行や貸借対照表、営業報告書に対する公平で偏りのない分析を提示していることで、高い世評を確立している。

1878年、各種統計、すなわち主要な一次産品価格、証券価格、地金や為替の動き、鉄道統計や貿易統計に力点を置く新しいタイプの雑誌として創刊された『スタティスト』も独特の地位を占めている。同誌はまた、新規発行の目論見書に対して率直な見解を述べることで知られている。そうした姿勢は、創刊の頃からみられていて、同誌は、名うての違法行為や不完全で誤解を招くような目論見書、法外な請求を見つけ出すことにおいて、金融ジャーナル業界におけるリーダーであった。しかし、1930年代において、その姿勢はいくぶん保守的になっている。ただ、企業統計などの完璧さは保たれているし、株主總會の内容を知る上で好個の情報伝達媒体である。

以上の他にも、金融専門雑誌としては最古の歴史を誇る、1835年創刊の『マイニング・ジャーナル』がある。同誌は、名前が示すように、鉱山株や鉱山会社の業績動向を伝えてきた。同じように、鉱山関連の情報誌として『マイニング・ワールド』もある。証券投資家にとって有益なのが『インヴェスター・ガーディアン』で、新規登録会社の情報に強みを発揮している。こうした金融専門雑誌の多くは情報源としてエクステル社のカード・インデックス・サービスや英国ムーディーズ社に依存している。したがって、投資家はエクステル社や英国ムーディーズ社に手数料を支払うことなしに、これらの雑誌を講読し、投資相談を行うことで、それらの情報を入手しうるのである。こうした点から、金融専門誌は小口の投資家に重宝されている。

なお、一般的な週刊誌、例えば『ニュー・ステイツマン・アンド・ネイション』や『スペクテイター』などにおいても、第1次大戦後は金融関連の記事が掲載されるようになった。また、シティに本拠を置く出版社が出している投資家向けのハンドブックの類も投資家の一部にとって重要な手引きとなっている。他方、投機ブームの時期に数多く登場する一過性の雑誌などがあり、中には無料で配布されるものも見受けられるが、これらの情報には疑わしい側面が濃厚である。

7. 金融ジャーナリズムが抱える問題点

金融ジャーナリズムにおいて新聞や雑誌の編集者は一定の制約を負っている。その制約は、第1に、法律上の問題であり、第2には金融情報を扱っていることそのものから出てくる問題である。

法律上の問題とは名誉毀損罪の存在である。紳士の国イギリスでは、名誉毀損で法廷に訴える際の訴訟費用が比較的小さい。したがって、誤解を招くような報道をすると、簡単に名誉毀損で訴えられる可能性がある。そこで、ジャーナリズムは訴えられた時の損失の大きさを考えて、報道を自粛しがちな側面がある。事実、1928～29年のブームの時代に、名誉毀損罪に問われることを恐れて、不正取引の実態を十分に報道できなかったことがある。こうした事態に対して金融ジャーナリストは仕方のないことだと達観している。名誉毀損罪の存在によって、ジャーナリズムの報道の自由をどう定義するかは困難だとする見解もある。それに、何か問題が起こりそうになると、金融ジャーナリズムは法廷闘争に持ち込むことなく示談で解決しようとする傾向がある。それに加えて、1939年に制定される不正投資防止法によって不適格な投資物件を推奨することは有罪となるため、金融ジャーナリズムはより慎重な姿勢を余儀なくされている。

第2の問題とは、産業界がジャーナリズムにもたらす広告収入のことである。新聞にしても雑誌にしても、その作成費を売上高でまかなうことは

表3 一般紙における広告全体に占める金融関係広告の割合 (1938年10~12月)

新聞名	広告全体の 段数	金融関係広告 の段数	金融関係広告 の割合
The Times	4551	511	11.23%
Daily Telegraph	6492	257	3.96%
News Chronicle	3433	58	1.69%
Daily Mail	4449	105	2.36%
Daily Herald	4193	73	1.74%
Daily Express	4553	131	2.88%

(出所) N.Grieser, "The British Investor and His Sources of Information", M.Sc. (Econ.) thesis, University of London, 1940, p.160 より作成。

まず不可能である。売上高は作成費の3分の1をкаろうじてカバーできる程度であって、残りの費用や利益は広告費に依存している。広告主たる事業会社や金融業者に不利な情報を報道することには、当然、躊躇しがちな側面がある。広告主の立場からすれば、自分たちに都合の悪い報道をされることを度外視して広告を出すわけではない。ここに商業紙誌の弱みがある。とくに、1920年代後半のブーム期には、投機的な事業会社からの広告収入に依存した、いかがわしい新聞・雑誌の類が数多く登場した。

しかし、1930年代に入ってから、そうした傾向は薄れつつある。表3が示すように、広告主に対して最も独立している新聞、つまり率直な意見を表明する新聞において広告全体に占める金融関係広告の割合が高いのである。一般紙の中で『タイムズ』は金融関連記事において最も忌憚のない報道をしていることで著名だが、その『タイムズ』が金融関係の広告(目論見書や株主総会の決議や社長の意見広告など)に広告全体の1割以上を依存している。これは、同紙の威信が高く、購読者層の質も良いため、『タイムズ』に広告を出すこと自体が一種のステータスとなっているからである。こうして、金融関連記事に関して公平で信頼に足る報道を行うことが広告収入の増加に帰結するという好ましい状況が生じているのである。

結びに代えて

以上において、N・グリーサーが1940年にロンドン大学に提出した修士学位論文に依拠しながら、戦間期のロンドン証券市場における情報インフラの実態を概観してきた。当時の証券取引に関わる情報について、誰がどのように収集し、いかなる伝達手段で投資家に伝播してきたかという問題に対し、グリーサー論文はかなりの程度に解明していると評価しうる。ただし、なお不十分な側面が残されていることは否めない。以下では、そうした点についていくつか指摘を行うことにしよう。

まず第1に、そもそも「イギリスの投資家」とは何か、どのような社会階層が証券投資家になっているのか、何も説明されていない。「イギリスの投資家とその情報源」というタイトルにもかかわらず、情報源の話は詳しいが、「イギリスの投資家」に関する説明がない。それは自明の存在であるとの前提の下に議論が行われている。確かに、著者自身「この研究のタイトルは誤解を招くものである。筆者が思うに、その代わり『ロンドン証券市場における情報』とした方がより適切である。なぜなら、ロンドン証券取引所の利用者はイギリスの投資家のみに限らず、海外の投資家も含まれるからである⁽¹⁾」と弁明しているが、それは態よく論点をすりかえているに過ぎない。本論文には、海外の投資家はもとより、肝心のイギリスの投資家についての記述がない。なるほど、本論文では、富裕な、情報提供業者に手数料を支払う余裕のある大口投資家とそうでない小口の大衆投資家が存在していることを窺わせる記述が何ヶ所もある。しかし、拙著で述べたように⁽²⁾、そうした、いわば「投資家層分解」が生じるのは第1次大戦後のことなのであるが、この新しい大衆投資家層の実態は、本論文をもってしても不明確なのである。もっとも、グリーサーがロンドン証券市場の実態を研究し始めた時点ですでに大衆投資家層は存在していたわけで、その実態を明らかにせよ、という注文が無理といえれば無理なのであるが。

第2に、情報伝達手段として、第1次大戦後は電話の普及が顕著であったが、その利用に関する実態把握が不十分である。大戦直前の1912年におけるイギリス全国の電話加入者は70万人に過ぎなかった。それが、1922年の初頭に100万人を突破し、1932年には200万人に達し、1939年には325万人に及んでいた⁽³⁾。証券業者間での電話利用の普及や電話サービスの改良が証券取引に与えた影響に関してはミキが著した「正史」に触れられているが⁽⁴⁾、富裕な投資家が電話を利用して業者と接触したような話はグリーサー論文には出てこない。しかし、そうしたことは1930年代末には十分ありえたと考えられる。グリーサーは、この修士論文の作成にあたって、ブローカーや金融ジャーナリストに対して数多くのインタビューを行ったとしているが、電話利用の話は出なかったのであろうか。

第3に、第1次大戦を契機に、イギリスの証券市場では主要な取引対象がそれまでの国内鉄道証券と海外証券からイギリス国債とイギリス国内商工業証券へと変化したのであるが、そうした変化が金融関連情報のあり方にどのような影響を及ぼしたのか、あまり明確に論じられていない。そういう変化が生じたという意識がグリーサーになかったのかも知れないが、金融ジャーナリズムの変容を取り扱っている以上、この大きな変化が基底にあることが看取されうるはずだと思われるのだが。そうした意識がないためか地方証券業者との情報のやり取りといった連繋が等閑視されている。しかし、国内商工業証券が主だった取引対象となったため、ロンドン・ブローカーにとって地方業者との密接な関係の構築は死活問題となっていたのである⁽⁵⁾。

以上のような不満は残るものの、いずれにせよ、戦間期のイギリス投資家が証券取引に関する情報をどのように入手していたかについて相当程度に明らかにしたという点で、この論文は他に類をみないユニークな成果であり、修士論文とはいえ、非常に価値ある研究といえよう。「はじめに」で述べたように、近年、IT革命と呼ばれるような情報伝達手段の多様化や情報処理の仕方やスピードが格段に進歩しつつあり、それが経済社会に

いかなる影響を及ぼしつつあるかが強く意識されるようになってきたが、そうした意識の下に、経済史を従来とは異なった視点で探求していくと、非常に興味深い史実が明らかになると考えられる。そうした視点に立った場合、グリーサー論文は改めて大きな意義をもちうることが理解されるであろう。

- (1) Grieser, op.cit., p. 1.
- (2) 拙著『イギリスの産業発展と証券市場』, 211頁。
- (3) S. Pollard, *The Development of the British Economy, 1914-1980*, 3rd Edition, 1983, p. 96. 同書はまた、第1次大戦後に郵便制度も飛躍的な進歩を遂げたことも指摘している。
- (4) R. C. Michie, *The London Stock Exchange; A History*, 1999, pp. 179-180.
- (5) 前掲拙著, 224頁を参照されたい。