

## マーチャント・バンクの外債引受過程：外債担保の 発展と財務代理勘定について

中塚, 晴雄

<https://doi.org/10.15017/3000186>

---

出版情報：経済論究. 100, pp.203-222, 1998-03-31. 九州大学大学院経済学会  
バージョン：  
権利関係：



# マーチャント・バンクの外債引受過程

## —— 外債担保の発展と財務代理勘定について ——

中 塚 晴 雄

### 目次

#### はじめに

#### I ジュニアス・モルガン商会における貿易金融から債券発行引受への転換

#### II マーチャント・バンクの外債引受を支えた担保制度

#### —— フローティング・チャージから減債基金へ ——

#### III 財務代理勘定の創設

#### —— イギリス議会上院特別報告にもとづいて ——

#### むすびにかえて

### はじめに

本稿は、マーチャント・バンクが、いつ、どのようにして、外国政府債、外国企業債を引き受けられるようになったのか、を明らかにすることを目的としている。本稿は、マーチャント・バンクによる外債引受の基底にある制度に視角を設定する<sup>1)</sup>。本稿では、引受契約書、担保契約、受託者証書、外債発行目論見書、財務代理勘定、払込関係書類、ジュニアス・モルガン商会の部門別収益、イギリス法の判例、といった原資料を基礎にマーチャント・バンクの外債引受過程を実証的に明らかにする。本稿は、イギリス議会上院特別委員会報告書、法準則となるイギリス法判例、モルガン・グレンフェル商会とJ.P.モルガン商会の社史に直接依拠している。本稿によって、闇につつまれていたマーチャント・バンクの外債引受が、いつ、どのようにして、行なわれるようになったのか、が明らかとなる。

後に明らかにされるが、マーチャント・バンクの貿易金融から外債引受への転換をジュニアス・モルガン商会を例にとり実証的に検討する。ジュニアス・モルガン商会は、1867年に、チリ政府債の引受主幹事と財務代理人となって以来、外債引受に参入した。ジュニアス・モルガン商会は、1880年代に外債引受と貿易金融の双方を主力業務としていた。1890年代に入ると、ジュニアス・モルガン商会は、貿易金融から外債引受に主力業務を移行するのである。

マーチャント・バンクの外債引受を支えた制度が、イギリス法の担保制度と財務代理勘定である。外債、国内債を問わず、債券形態をとる長期債権の保全には、担保制度の発展が不可欠であった。国内債を担保するために、債券担保には不向きなモーゲイジに代わる担保制度の考案が急がれた。国内債担保のために創出された担保制度が、フローティング・チャージである。フローティング・チャージは、企業の流動資産や将来の資産をも含めた継続企業そのものの全てを債券担保としたのである。

しかし、外債には、フローティング・チャージの創出だけでは担保として不充分であった。担保となる企業、担保物件が、イギリス法の手が届かない外国に所在するからである。そこで、考案された

のが、減債基金である。減債基金は、あらかじめ外債の償還のために一定の資金を積み立てる制度であった。加えて、減債基金を保証するためにモーゲイジが設定された。モーゲイジによって、債権者は、担保物件からの収益を取得する。債権者は、その収益を減債基金に充当する。外債では、第一次的な債権保全として減債基金が、第二次的な債権保全としてモーゲイジが、設定されたのである。

担保制度を実際に運用する者は、担保受託者である。担保権者である投資家は、多数に上るため、担保受託者が、投資家を代表して、担保と減債基金の管理、実行を行った。担保受託者には、引受主幹事のマーチャント・バンクがなった。

債券引受を裏側で支える資金移転、元利金支払等の資金管理、モーゲイジの管理、減債基金の管理を行った者が、財務代理人である。財務代理業務と担保受託者業務と引受主幹事とは、マーチャント・バンクに帰属した。マーチャント・バンクの債券形態の長期信用取扱専用の勘定が、財務代理勘定である。債券引受業務、財務代理業務、担保受託者業務は、財務代理勘定を通じて一括して行われた。マーチャント・バンクは、短期信用の貿易金融とは別に、債券専用の財務代理勘定を開設することで、債券形態の長期信用を引き受けられた。減債基金と財務代理勘定とが、ロンドン証券市場におけるマーチャント・バンクによる外債引受の制度的要因である。ここに、マーチャント・バンクが、国際資本市場としてのロンドン証券市場を舞台に、外債引受を行う制度的仕組みが整うのである。

- 1) マーチャント・バンクの国際金融業務は、従来、国際通貨論の立場から、貿易金融と外国為替市場を中心に述べられてきた。木下 (1990)、徳永 (1976)、平岡 (1972) を参照。本稿は、ロンドン証券市場において長期信用の拡張を担ったマーチャント・バンクの債券引受業務の展開過程に焦点をあてている。また、マーチャント・バンクの債券引受に関する研究は、日本のロンドン証券市場における外債発行を中心に研究したSuzuki (1994) がある。本稿は、イギリス議会下院特別委員会報告とイギリス法裁判資料を基に、マーチャント・バンクの債券引受けのメカニズムを実証的に研究する。また、本稿は、担保制度に関して、川波 (1995) の第2章に大きく負っている。

## I ジュニアス・モルガン商会における貿易金融から債券発行引受への転換

### 1. 最初の外国政府債引受——1867年チリ政府債——

ジュニアス・モルガン商会<sup>1)</sup>が、初めて、外国政府債の引受主幹事となったのは、1867年2月の7%チリ政府債発行を引き受けた時である<sup>2)</sup>。この時、ジュニアス・モルガン商会は、12万4,500万ポンドの利益を得た。この成功を受け、ジュニアス・モルガン商会は、同年引き続き6%チリ政府債発行を引受け、36万ポンドの利益を得た。ジュニアス・モルガン商会は、チリ政府の財務代理人となった。財務代理人業務は、政府債保有者への元利金支払を取り扱うので、ジュニアス・モルガン商会に着実な手数料収益をもたらした。

19世紀前半以来、ロンドン証券市場における外国政府債の発行引受業務は、ロスチャイルド商会とベアリング商会に占められていた<sup>3)</sup>。だから、後発のアメリカ系マーチャント・バンクであるジュニアス・モルガン商会は、チリ、アルゼンチン等のラテン・アメリカ諸国、スペイン、イタリア、スカンジナビア諸国等の比較的遅れたヨーロッパ諸国の政府債を引き受けることでロンドン証券市場の外債発行引受業務に参入した<sup>4)</sup>。ジュニアス・モルガン商会が、ヨーロッパ諸国の政府債として、最初に引き受けたのは、1869年の3%スペイン政府債、800万ポンドである<sup>5)</sup>。ジュニアス・モルガン商会は、

1870年に、普仏戦争債（フランス政府債）6%，1,000万ポンドを引き受けたことで、ロンドン証券市場においてロスチャイルド商会、ベアリング商会に次ぐ発行商会としての地位を獲得した<sup>8)</sup>。

外国政府債引受業務に参入する以前は、ジュニアス・モルガン商会の主たる業務は、アメリカに対して様々な商品の輸出入をファイナンスすることであった<sup>7)</sup>。そのうちの重要な収益源は、イギリスからアメリカ鉄道会社への鉄道用レールの輸出のファイナンスであった<sup>8)</sup>。ジュニアス・モルガン商会は、1851年から1871年まで、イギリスのC. M. Lampson & Co.のアメリカ鉄道会社への鉄道用レールの輸出をファイナンスした<sup>9)</sup>。しかし、外国政府債引受に参入するにつれて、ジュニアス・モルガン商会は、1873年1月には、アメリカへの鉄道用レールの輸出ファイナンスから撤退したのである<sup>10)</sup>。

## 2. 貿易金融から債券引受業務への転換 —— 実証分析 ——

表1は、1845年から1909年の64年間にわたる、ジュニアス・モルガン商会の収益構造である。ジュニアス・モルガン商会は、19世紀前半には、国際金融業務として、商業信用状発行、貿易関連業務、貿易金融業務をロンドンで行っており、商業信用状、貿易手形等、貿易金融の手数料から主たる収益をあげていた。1860年代から1870年代にかけて、ジュニアス・モルガン商会の中心業務は、伝統的なマーチャント・バンク業務、すなわち、貿易金融であった。貿易金融は、短期信用業務でもある。表2によると、1860年代の債券引受収入<sup>11)</sup>は、総収入計の約20%を占めるにすぎなかった。1870年代には、債券引受収入は、総収入計のわずか13%を占めるにすぎない。しかも、表1によれば、1861年、66年、69年と1873年、75年、76年に、債券引受収入は損失を計上している。この赤字額は、後年の1880年代と1890年代の損失を計上した年にくらべて、はるかに大きな損失額であった。ジュニアス・モルガン商会の債券引受業務は、収益の柱にするには、損失を計上する危険のある極めて不安定な業務であった。1870年には、普仏戦争債の引受主幹事となったものの、いまだ、ジュニアス・モルガン商会の債券引受業務は、伝統的マーチャント・バンク業務を凌駕するにいたらなかった。1870年代には、ジュニアス・モルガン商会は、短期信用である貿易金融が中心であった。

1880年代に入り、ジュニアス・モルガン商会は、貿易金融から債券引受業務に業務の中心を転換した。この転換は、ジュニアス・モルガン商会の主たる収益源が、1880年代に貿易金融から債券引受に逆転したこと、および、1880年代と1890年代に債券引受収入が貿易金融収入を凌駕したことから実証される。1880年代に、ジュニアス・モルガン商会は、貿易金融という短期信用から債券引受業務という長期信用を取り扱う業務に転換した。1890年代に入ると、この傾向は、一層広がり、ジュニアス・モルガン商会は、総収入の過半を債券引受収入によって支えることとなる。1880年代から1890年代にかけて、ジュニアス・モルガン商会は、短期信用を中心とした伝統的マーチャント・バンクから長期信用を中心とした債券発行商会（issuing house）に転換したのである。

## 3. 債券引受商会移行の制度的要因 —— 担保制度の発展と財務代理勘定 ——

マーチャント・バンクのジュニアス・モルガン商会は、1867年から30年を経た1890年代に、中心業務を貿易金融業務から債券引受業務へ転換した。短期信用業務から長期信用取扱業務への転換を支えた制度的要因は、2つある。第一は、同時期にイギリス法において発展した債券担保制度である。イ

表 1 ジュニアス・モルガン商会の部門別収益構造

(単位：ポンド)

| 年    | 総収益       | 手数料 <sup>a)</sup> | 債券引受    | 利子      | 経常収益      | 年    | 総収益       | 手数料 <sup>a)</sup> | 債券引受      | 利子      | 経常収益      |
|------|-----------|-------------------|---------|---------|-----------|------|-----------|-------------------|-----------|---------|-----------|
| 1845 | 12,656    | 1,430             | b)      | 358     | 11,486    | 1880 | 279,566   | 59,332            | 79,482    | 16,909  | 180,863   |
| 1846 | 29,592    | 2,562             | b)      | 1,053   | 22,821    | 1881 | 324,330   | 109,205           | 160,670   | 24,547  | 185,533   |
| 小計   | 42,248    | 3,992             | 0       | 1,411   | 34,307    | 1882 | 159,064   | 64,817            | 23,449    | 28,421  | 127,771   |
| 1851 | b)        | b)                | b)      | b)      | b)        | 1883 | 175,782   | 59,020            | 61,437    | 8,876   | 120,975   |
| 1852 | b)        | b)                | b)      | b)      | 37,625    | 1884 | 115,914   | 65,585            | -41,078   | -166    | b)        |
| 1853 | 41,681    | 30,170            | b)      | 6,259   | 40,533    | 1885 | 143,420   | 38,280            | 91,364    | -10,979 | 112,670   |
| 1854 | 29,527    | b)                | b)      | b)      | b)        | 1886 | 194,361   | 52,272            | 123,943   | -3,482  | 162,034   |
| 1855 | b)        | 30,612            | 20,475  | -2,021  | 42,515    | 1887 | 204,834   | 86,564            | 47,704    | 17,326  | 159,724   |
| 1856 | b)        | 47,881            | 41,927  | 1,385   | 87,469    | 1888 | 161,950   | 36,222            | 104,426   | 5,771   | 132,716   |
| 1857 | 91,040    | 55,805            | 22,638  | 10,747  | 50,000    | 1889 | 173,974   | 39,160            | 107,803   | 10,339  | 146,413   |
| 1858 | 89,620    | 29,959            | 37,388  | 19,789  | 43,043    | 小計   | 1,933,195 | 610,457           | 759,200   | 97,562  | 1,248,413 |
| 1859 | 75,920    | 30,661            | 39,096  | 3,104   | 60,000    | 1890 | 43,641    | 26,842            | -5,559    | 6,724   | 32,384    |
| 小計   | 327,788   | 225,088           | 161,524 | 39,263  | 361,185   | 1891 | 125,268   | 52,262            | 22,580    | 10,275  | 97,045    |
| 1860 | 82,496    | 37,452            | 36,493  | 7,204   | 76,437    | 1892 | 211,047   | 67,712            | 99,102    | 8,316   | 180,720   |
| 1861 | 49,260    | 42,360            | -13,911 | 4,748   | b)        | 1893 | 97,763    | 57,607            | -57,444   | 4,927   | b)        |
| 1862 | b)        | 56,015            | 311     | 6,802   | b)        | 1894 | 108,264   | 42,441            | 39,194    | 8,854   | 76,075    |
| 1863 | 104,826   | 35,427            | 64,343  | 9,702   | 85,004    | 1895 | 363,683   | 90,081            | 220,766   | 15,969  | 323,485   |
| 1864 | b)        | 40,128            | 26,881  | 20,679  | b)        | 1896 | 264,762   | 78,758            | 146,229   | 19,997  | 137,365   |
| 1865 | 50,794    | 17,775            | 26,057  | 5,747   | 49,949    | 1897 | 362,581   | 96,754            | 225,913   | 17,656  | 312,308   |
| 1866 | 93,561    | 62,003            | -18,278 | 12,283  | 27,457    | 1898 | 261,216   | 60,699            | 170,723   | 13,790  | 230,476   |
| 1867 | 121,114   | 71,274            | 7,226   | 17,364  | 100,000   | 1899 | 243,336   | 87,729            | 115,785   | 21,003  | 209,839   |
| 1868 | 116,065   | 48,330            | 20,770  | 16,604  | 70,000    | 小計   | 2,081,561 | 660,885           | 977,289   | 127,511 | 1,599,697 |
| 1869 | 97,238    | 62,001            | -6,681  | 12,778  | 40,000    | 1900 | 208,745   | 48,606            | 130,021   | 11,570  | 185,657   |
| 小計   | 715,354   | 492,775           | 143,211 | 113,911 | 448,847   | 1901 | 488,831   | 135,902           | 307,737   | 33,794  | 449,270   |
| 1870 | 136,513   | 73,490            | 5,784   | 20,797  | 115,000   | 1902 | 388,849   | 54,996            | 275,253   | 43,670  | 343,446   |
| 1871 | 374,363   | 159,527           | 122,669 | 41,881  | 352,274   | 1903 | b)        | 70,419            | -240,779  | 23,147  | b)        |
| 1872 | 231,703   | 104,476           | 43,933  | 26,638  | 200,000   | 1904 | 203,839   | 51,320            | 119,977   | 22,104  | 122,708   |
| 1873 | 175,165   | 88,215            | -12,751 | 22,306  | 100,000   | 1905 | 143,107   | 56,594            | -220,859  | 30,923  | b)        |
| 1874 | 252,074   | 125,043           | 55,668  | 22,515  | 180,000   | 1906 | 181,631   | 97,407            | 40,349    | 30,174  | 147,483   |
| 1875 | 164,277   | 84,231            | -49,453 | 21,885  | 75,184    | 1907 | 119,242   | 66,303            | -413,421  | 14,574  | b)        |
| 1876 | 176,842   | 86,107            | -21,106 | 19,696  | 120,822   | 1908 | 139,166   | 92,438            | 26,334    | 26,498  | 32,921    |
| 1877 | 202,477   | 90,333            | 1,024   | 18,115  | 168,000   | 1909 | b)        | 64,279            | 147,226   | 41,066  | 283,779   |
| 1878 | 137,014   | 47,906            | 41,794  | 13,721  | 99,992    | 小計   | 1,873,410 | 738,264           | 119,170   | 277,520 | 1,565,264 |
| 1879 | 181,863   | 44,237            | 71,497  | 9,015   | 130,784   | 合計   | 9,005,847 | 3,615,026         | 2,419,453 | 873,747 | 6,799,769 |
| 小計   | 2,032,291 | 903,565           | 259,059 | 216,569 | 1,542,056 |      |           |                   |           |         |           |

a) 貿易手形の手数料は、手数料に含まれる。

b) 不明。

出所) Burk(1989) Appendix I, pp.260-62 (Sources : MS 181, various volumes, George Peabody Papers, Essex Institute, Salem, Mass. MSS 21761, Morgan Grenfell Papers, Guildhall Library. Private Ledgers, Morgan Grenfell Papers, MGC) ; Appendix II, pp.264-66 (Sources : MS 21768, vol.1-13, plus other ledgers, Morgan Grenfell Papers. Guildhall Library. Annual balance sheets, and chief accountant's files, Treasury Safe Surround Boxes, MGP, MGC) より作成。

表2 1860年代から1890年代のジュニア・モルガン商会の収益構造  
(単位：%)

|         | 1860<br>-69年 | 1870<br>-79年 | 1880<br>-89年 | 1890<br>-99年 | 1900<br>-09年 |
|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 手数料     | 66.1         | 44.4         | 31.2         | 31.8         | 39.3         |
| 債券・株式引受 | 19.9         | 12.8         | 39.2         | 46.9         | 9.1          |

出所) 表1と同じ。

ギリス法の担保は、モーゲイジからフローティング・チャージ、そして、減債基金へと発展した。第二は、長期信用業務を取り扱う財務代理勘定の創設である。財務代理勘定は、債券発行引受に係る一切の資金移動を取り扱う勘定であった。財務代理勘定は、貿易金融を取り扱う短期信用の当座勘定とは別に債券引受業務に関する長期信用を専門に取り扱う勘定であった<sup>12)</sup>。

ジュニアス・モルガン商会は、債券引受を取り扱う専用の勘定を開設することで、貿易金融という短期信用と債券引受業務という長期信用業務を独立して取り扱った。ジュニアス・モルガン商会は、顧客から預かった預金残高を、コールで運用した<sup>13)</sup>。ジュニアス・モルガン商会は、預金残高から債券発行引受時の調達資金を発行者に提供しなかった。ジュニアス・モルガン商会は、財務代理勘定を通じて、引受証券を販売し、販売代金を取得した後に、発行者に調達資金として提供したのである<sup>14)</sup>。一度、外国政府、外国企業の財務代理勘定が、商会内に開設されると、ジュニアス・モルガン商会は、当該外国政府、外国企業の債券発行を継続的に引き受けることになる。ジュニアス・モルガン商会は、1867年のチリ政府債引受時に、財務代理勘定を開設して以来、1868年の6%チリ政府債、1870年の5%チリ政府債と継続して引き受けた<sup>15)</sup>。だから、20世紀初頭には、ジュニアス・モルガン商会は、熱心に財務代理勘定を開設した<sup>16)</sup>。ジュニアス・モルガン商会は、国際的なモルガン商会のネットワークを活用し、国際金融サービスを必要とするニューヨークのJ.P.モルガン商会、パリのモルガン・ハルジェ商会の顧客の財務代理口座を開設したのである。

1) ジュニアス・モルガン商会は、ジュニアス・モルガン (J.P.モルガンの父) が、ジョージ・ピアボディから引き継いだ商会である。ジュニアス・モルガン商会は、ニューヨークのJ.P.モルガン商会の母体でもある。ジュニアス・モルガン商会は、ロンドン、ニューヨーク、フィラデルフィア (ドレクセル商会)、パリ (モルガン・ハルジェ商会) にネットワークを形成するモルガン各商会の中で、J.P.モルガン商会の最も重要なパートナーであった。

2) cf. Burk (1989) p.33.

3) cf. *op. cit.*, p.43.

4) スカンジナビア諸国の政府債は、主に、ハンプロー商会を通じて参加した (cf. *op. cit.*, p.46)。

5) cf. *op. cit.*, p.33.

6) cf. *op. cit.*, p.34, その後、仏政府は、仏政府債引受主幹事をロスチャイルド商会とベアリング商会に戻した。1872年の仏政府債発行には、ジュニアス・モルガン商会は、わずか375万フランの参加であった (cf. *op. cit.*, p.43)。

7) cf. *op. cit.*, p.24.

8) cf. *op. cit.*, p.38.

9) 1859年1月当時、ジュニアス・モルガン商会は、前身のジョージ・ピアボディ商会であった (cf. *op. cit.*, p.24)。

10) ジュニアス・モルガン商会は、ドレクセル・モルガン商会との鉄道レール輸出用の共同勘定を停止したことで、鉄道用レール輸出ファイナンスから撤退した。外債引受業務の進展も理由の1つであるが、直接的には、イギリスの鉄道用レール輸出の落ち込みとアメリカ鉄道用レール生産量の増加が原因である。cf. *op. cit.*, p.38.

- 11) 引受業務では、債券業務が、ほとんどを占めていた。債券業務の中心は、外国政府債引受とアメリカ鉄道債引受であった。以下、特に断りのない限り、引受業務を債券引受とする。ジュニアス・モルガン商会、J.P.モルガン商会とも株式発行引受をほとんど扱わなかった理由は、両商会とも株式発行を投機的と考えており、商会の信用に傷がつくと考えていたからである。
- 12) 長期信用を取り扱うといっても、マーチャント・バンクが長期信用を預金から貸し付けることを意味していない。債券形態の長期信用は、発行者と投資家間の債権債務関係である。マーチャント・バンクは、債券引受業務を通じて、発行者と投資家の間の長期信用を仲介するのである。長期信用供与ではなく、長期信用業務であることに注意。
- 13) cf. Carosso (1987) p.460. また、1920年代のアメリカの投資銀行でも同様の運用がみられた。投資銀行であるJ.P.モルガン商会、クーン・ローブ商会、キダー・ピーボディー商会は、預金をニューヨークのコール市場で運用しており、一括買取引受には用いていなかった (Carosso (1970) p.308, 邦訳下巻, p.479)。
- 14) 債券引受が、調達資金の提供と売れ残り債券の引受(購入)という概念であったとしても、実務上は、調達資金後払い(代金後払い)ということが一般であった。後述する1867年のホンジュレス政府債の財務代理勘定を参照。
- 15) バークも、チリ政府の財務代理人就任が、後続のチリ政府債の引受を導いたとする (cf. Burk (1989) p.33)。
- 16) cf. Carosso (1987) p.460.

## II マーチャント・バンクの外債引受を支えた担保制度 —— フローティング・チャージから減債基金へ ——

マーチャント・バンクの債券引受商会転換を支えた金融技術とは、何か。それは、担保と財務代理勘定である。本章では担保を扱う。債券とは、発行者と証券保有者との長期にわたる債権債務関係である。発行者と証券保有者との間に、長期の債券債務関係を構築するには、債券発行を支える担保が必要であった。債券に設定された担保は、長期にわたる債権を保全するうえで、債権者に不可欠な金融技術であった。

### 1. イギリス法における担保制度の発展 —— モーゲイジの欠陥 ——

イギリス法において、債権を保全する担保制度は、モーゲイジ (mortgage) であった。長期債権を表章する債券も、モーゲイジによって担保される。イギリス法では、  
「モーゲイジとは、財産に対する担保の設定である。一定期間、利子を伴って所定の金額を支払う条件を遂行することで、モーゲイジは、無効にすることができる。」 (Wharton (1953) p.669, “mortgage” ; Jowitt (1959) p.1191, “mortgage”)

モーゲイジとは、債権保全のため、財産に設定された担保権である。モーゲイジは、最初、資金の借り手から貸し手に、借り手の不動産を移転する形態であった<sup>1)</sup>。これが、イギリス法におけるコモン・ローのモーゲイジである。借り手は、借入金の返済により、貸し手から不動産を受け戻すことができる。貸し手は、手元に借り手の不動産を移転することで、借り手に債権履行を強制した<sup>2)</sup>。債務不履行時には、貸し手は、手元にある借り手の不動産に対して受戻権喪失手続き (foreclosure) を実行し、競売・売却の後、債権に充当することで、最終的な債権履行を達成した。

コモン・ローのモーゲイジは、借り手の不動産が貸し手に移転する。貸し手は、手元にある借り手の不動産からの収益を取得する。コモン・ローのモーゲイジでは、借り手は、担保に供した不動産からの収益を取得して、債務の返済に充当できなかった。担保不動産を借り手の許に置き、担保不動産

からの収益から元利金を支払うことができれば、19世紀イギリスの鉄道、船運、鉄鋼、公共事業会社による借入の担保制度として有効に機能することはできない。しかも、コモン・ローのモーゲイジでは、担保権を設定できる範囲は、不動産と有体動産（物）に限られており、債権に担保を設定できない。コモン・ローのモーゲイジの担保物件は、企業の土地、建物、機械をはじめとする固定設備の担保設定に限定される。また、コモン・ローのモーゲイジは、担保後取得した財産に担保を設定できないので、担保設定時、つまり、借入時の財産に担保物件が限定される。19世紀イギリスの鉄道、船運、鉄鋼、公共事業会社の発展によって、原料、半製品、仕入品、売掛代金債権、会社の取引債権等、流動資産の方が、土地・建物、機械等の固定設備の担保価値よりも大きい場合も生じた。また、鉄道、運河、船運、鉄鋼、公共事業会社の急速な事業拡大によって、借入時に担保設定した財産よりも将来取得する財産の方が、担保価値が大きくなった。コモン・ローのモーゲイジは、企業を構成する財産に一括して担保を設定できなかった。コモン・ローのモーゲイジは、社債担保として有効に機能しなかったのである<sup>3)</sup>。

## 2. モーゲイジからフローティング・チャージへ

債券担保に関して、コモン・ローのモーゲイジの欠陥を克服するフローティング・チャージ(floating charge)<sup>4)</sup>と呼ばれる企業担保が、1870年にイギリス判例法において創出された。著名なWhartonの『法学辞典』(Law Lexicon)によれば、フローティング・チャージとは、

「継続企業が、存続する間、〔当該企業の〕資産に設定されたエクイティ上の担保(charge)であると示すことができる。フローティング・チャージは、担保設定者〔債券発行者〕が、継続企業であることを停止するまで、または、何らかの方法で、債権者〔債券保有者〕が、介入するまで、通常のやり方で、企業に営業を続行することを許し、かつ、フローティング・チャージを構成する財産に通常のやり方で取引を行うことを許すものである。」(Wharton (1953) “floating charge” p.423)

フローティング・チャージの特徴は、引用の定義からも明らかなように、モーゲイジとは異なり、発行企業の営業活動の継続に重点を置いている点にある。第一に、フローティング・チャージでは、発行者(債務者)は、担保の設定された財産の所有権(権原)を債券保有者(債権者)に移転することなく、経営を継続できた。モーゲイジでは、発行者は、担保の設定された財産を債券保有者に移転することが必要であった。モーゲイジと異なる第二の点は、一括して企業を構成する総財産に、すなわち、不動産、動産だけでなく、原料、在庫品等の流動資産、売掛金債権に担保を設定できたことにある<sup>5)</sup>。

19世紀半ばから、フローティング・チャージは、製鉄会社、船会社、鉄道会社の発行する社債の担保として利用されてきた。フローティング・チャージが、イギリス法上、初めて、先例として確立するのは、1870年の「パナマ、ニュージーランド、オーストラリア王立郵便会社に関する事件」(In re Panama, New Zealand and Australian Royal Mail Company)<sup>6)</sup>である。パナマ、ニュージーランド、オーストラリア王立郵便会社は、蒸気船15隻(総数1万2,500トン)、他石炭積み用帆船(総数8,000トン)を擁する船運会社であった。同船運会社は、1866年6月に、1万ポンドの7年満期モーゲイジ付社債(mortgage debenture)を発行した。同船運会社は、社債発行時に、会社事業全体に担保を設

定した。社債の名称は、モーゲイジ付社債であるが、しかし、社債の券面と判決を読む限り、使われている文言はチャージである。社債の名称のモーゲイジは、担保一般を指していると考えられる。社債の券面には、社債が同船運会社事業全体を担保としている点について、次のように述べる。

「支払に関して、上記〔船運会社〕事業全体 (undertakings) に担保を設定している。すなわち、事業から生じる全収入、および、当該会社の全不動産、権利、権原、利益である。」 ([1870] 5 Ch. App. 319)

パナマ、ニュージーランド、オーストラリア王立郵便会社に関する事件の判決は、上記引用を内容とした社債契約を全面的に認め、同船運会社全資産に当該社債の担保が設定されていること、担保とされる会社の資産には、将来の流動資産、売掛金債権も入ること、債務不履行、担保権実行となるまで、事業を日常通り続行できること、を判示した。

ここに、フローティング・チャージが、社債担保制度としてイギリス法上、確立した。1870年以降、フローティング・チャージは、社債、すなわち、発行会社と債券保有者間の長期信用を支える機能を果たした。フローティング・チャージは、1870年以降のロンドン証券市場における社債発行の増大を支えた。ロンドン証券市場の社債発行は、フローティング・チャージという企業担保を創出することで、モーゲイジによって阻まれていた発行会社と債券保有者間の長期信用を拡大した。フローティング・チャージは、モーゲイジに内在する問題を克服し、債券発行を拡大した。フローティング・チャージは、発行会社と債券保有者間の長期信用拡大を支える担保制度であったのである。

### 3. 困難な外債担保とロンドン証券市場における外債の重要性

フローティング・チャージ付債券は、イギリス国内企業の発行する債券に限られていた。言い換えれば、フローティング・チャージ付債券は、外国政府債、外国企業債には用いられなかった。債券担保の形態は、コモン・ローのモーゲイジからフローティング・チャージへ発展した。けれども、フローティング・チャージは、外国政府債、外国企業債を担保するには、不十分な方法であった。外債の場合、そもそも物的担保全般に実効性がなかったからである。

19世紀後半から20世紀初頭にかけて、アメリカ、ラテン・アメリカ諸国、ロシア等の東ヨーロッパ諸国、日本は鉄道施設、港湾改良、公共施設に要する資金調達に迫られていた。世界で唯一外国政府、外国企業が資金調達可能であった場所は、ロンドン証券市場であった。マーチャント・バンクは、外国政府、外国企業の資金需要に応えるため、実効性のある外債担保を考案する必要があった。

表3は、1853年から1913年にかけての、ロンドン証券市場における証券発行額の推移であり、一貫して増加基調にある。表4によると、1883年以降、外国証券は、ロンドン証券市場の証券発行総額の過半を占めていた。外国証券は、主に、外国政府債と外国鉄道債であった。1883年には、外国証券は、全体の49.9%を占めた。ロンドン証券市場で発行された外国証券で、外国で支払われたものを含めば、1883年には、外国証券は、全体の68%も占めていた。

ロンドン証券市場における外債の重要性を鑑みると、有効な外債担保を考案することはロンドン証券市場発展の必須条件であった。コモン・ローのモーゲイジとフローティング・チャージは、外債担保として有効ではなかった。外債は、国内債と同様には物的担保を設定できなかった。イギリス国境外に所在する外国政府、外国企業の担保物件の管理や担保権の実行は、実務的に不可能である。だか

表3 ロンドン証券市場における証券発行額

(単位: 百万ポンド)

| 部 門       | 1853   | 1863   | 1873   | 1883   | 1893   | 1903   | 1913   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 政府計       | 923.3  | 1073.3 | 1345.4 | 1889.6 | 1932.2 | 2513.6 | 3324.0 |
| 国内        | 853.6  | 901.9  | 858.9  | 914.5  | 901.7  | 1102.2 | 1290.0 |
| 外国        | 69.7   | 171.4  | 486.5  | 975.1  | 1031.5 | 1411.4 | 2034.0 |
| 鉄道計       | 225.0  | 442.9  | 727.6  | 1475.3 | 2419.0 | 3082.4 | 4147.0 |
| 国内        | 193.7  | 245.2  | 374.0  | 658.1  | 854.8  | 1104.6 | 1217.0 |
| 外国        | 31.3   | 197.7  | 353.6  | 817.2  | 1564.2 | 1977.8 | 2929.0 |
| 公共事業      | 24.5   | 27.1   | 32.9   | 101.8  | 140.3  | 200.1  | 435.0  |
| 金融業       | 13.1   | 26.3   | 121.8  | 102.2  | 199.5  | 440.5  | 609.0  |
| 商工業       | 21.9   | 26.7   | 32.6   | 43.0   | 172.6  | 690.9  | 917.0  |
| 鉱業計       | 7.4    | 5.1    | 7.7    | 20.8   | 32.9   | 41.1   | 91.0   |
| 国内        | —      | 1.0    | 1.3    | 0.6    | 0.3    | —      | —      |
| 外国        | —      | 4.1    | 6.4    | 20.2   | 32.6   | 41.1   | 91.0   |
| 農業 (全件外国) | —      | —      | 1.1    | 1.6    | 1.7    | 9.7    | 24.0   |
| 合 計       | 1215.2 | 1601.4 | 2269.1 | 3634.3 | 4899.2 | 6978.3 | 9550.0 |
| 国内証券      | 1114.1 | 1228.2 | 1421.5 | 1820.2 | 2269.2 | 3538.3 | 4469.0 |
| 外国証券      | 101.0  | 373.2  | 847.6  | 1814.1 | 2263.0 | 3440.0 | 5080.0 |

出所) Michie(1987) p.52, Table 2.3 (Sources : *Stock Exchange Official Intelligence* (London 1885) p.cxxiv ; (1894) p.1730 ; (1904) p.1926 ; (1914) p.1707)

ら、外債では、物的担保の実効性がないのである<sup>7)</sup>。

外国政府、外国企業が、担保物件の売却等を図って担保物件を毀損しようとした場合、イギリスの債権者は、強制力をもって、債務者である外国政府、外国企業の担保毀損を停止し、原状に回復する措置をとれない。イギリスの裁判所の判決の強制力は、外国には及ばないからである。また、外国政府債、外国企業債が債務不履行に陥った場合、債権者が担保権実行を試みても、外国に所在する担保物件を競売し、債権に充当することはできない。イギリスの裁判所による担保権受戻手続き、競売の効力は、外国には及ばないからである。担保物件が外国に所在するという理由だけで、担保の実効性はなくなる。そこで、ロンドン証券市場で外債を発行するには、物的担保という方法以外で、債券に表章された長期債権を保全する新たな担保のメカニズムを考案する必要があったのである。

#### 4. 外債担保 —— 減債基金とモーゲイジの組み入れ ——

外債特有の債券担保の方法として、減債基金(sinking fund)を設置する方法が考案された。しかも、減債基金の設置は、コモン・ローのモーゲイジと連動していた。外債担保は、外国政府の関税、外国所在の鉄道、鉱山等にコモン・ローのモーゲイジを設定し、債権者が関税、鉄道、鉱山等からの収益を取得し、減債基金に充当する方法であった。減債基金とは、Whartonの『法学辞典』によれば、「借り手によって定期的に一定の額を積立てることによって、債務の償還を形成する基金」(Wharton (1953) p.934, “sinking fund” ; Jowitt (1959) p.1645, “sinking fund”)

表 4 ロンドン証券市場の国内証券と外国証券の部門別割合

(単位：%)

| 部 門                | 1853 | 1863 | 1873 | 1883 | 1893 | 1903  | 1913  |
|--------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| 政府計                | 76.0 | 67.0 | 59.3 | 52.0 | 39.5 | 36.0  | 34.8  |
| 国内                 | 92.5 | 84.0 | 63.8 | 48.4 | 46.6 | 43.8  | 38.8  |
| 外国                 | 7.5  | 16.0 | 36.2 | 51.6 | 53.4 | 56.2  | 61.2  |
| 鉄道計                | 18.5 | 27.7 | 32.1 | 40.6 | 49.4 | 44.2  | 43.4  |
| 国内                 | 86.1 | 55.4 | 51.4 | 44.6 | 35.3 | 35.8  | 29.4  |
| 外国                 | 13.9 | 44.6 | 48.6 | 55.4 | 64.7 | 64.2  | 70.6  |
| 公共事業               | 2.0  | 1.7  | 1.4  | 2.8  | 2.9  | 2.9   | 4.6   |
| 金融業                | 1.1  | 1.6  | 5.4  | 2.8  | 4.1  | 4.1   | 6.4   |
| 商工業                | 1.8  | 1.7  | 1.4  | 1.2  | 3.5  | 3.5   | 9.6   |
| 鉱業計                | 0.6  | 0.3  | 0.3  | 0.6  | 0.7  | 0.6   | 1.0   |
| 国内                 | —    | 19.6 | 16.9 | 2.9  | 0.9  | 100.0 | 100.0 |
| 外国                 | —    | 80.4 | 83.1 | 97.1 | 99.1 | —     | —     |
| 農業（全件外国）           | —    | —    | 0.1  | —    | —    | 0.1   | 0.3   |
| 国内証券               | 97.1 | 76.7 | 62.6 | 50.1 | 46.3 | 50.7  | 46.8  |
| 外国証券               | 8.3  | 23.3 | 37.4 | 49.9 | 53.7 | 49.3  | 53.2  |
| 国内証券 <sup>a)</sup> | —    | —    | —    | 32   | 35   | 40    | 40    |
| 外国証券 <sup>a)</sup> | —    | —    | —    | 68   | 65   | 60    | 60    |

a) ロンドン証券市場で発行された外国証券で、外国で支払われたものを含む場合の国内証券と外国証券の比

出所) Michie(1987) p.53, Table 3.3 (Sources : *Stock Exchange Official Intelligence* (London 1885) p.cxxiv ; (1894) p.1730 ; (1904) p.1926 ; (1914) p.1707)

である。発行者は、債券のような長期債務の全部または一部を円滑に償還するため、定期に収益から基金を積み立てる。外債に表章される長期債権は、発行者が償還資金を減債基金に定期的に積み立てることにより、保全される。外債は、実効性の乏しい物的担保によって、長期債権を保全されるのではない。外債は、物的担保ではなく、債務者の償還資金の積立てによって、債権履行を確保される。外国政府、外国企業が減債基金の積立てを停止した場合には、債務不履行と同様の効果が発生する。減債基金には、外債本体と同様の強い法的効果が認められていたのである。

さらに、外債は、外国政府、外国企業の減債基金への積立てを強制するため、外債担保の二次的仕組みとして、物的担保を用いるのである。外国政府債の場合は、外国政府の関税、アルコール税、国営鉱山等にコモン・ロー上のモーゲイジを設定する。債権者は、担保受託者の財務代理勘定を通じて、関税収入、アルコール税収入、国営鉱山等の製品代金を取得し、減債基金に積み立てる。コモン・ローのモーゲイジでは、債権者は権原取得により、法律上、債務者の担保財産から生じる収益を自らの債権保全のために用いることができるからである。また、外国企業債の場合は、外国企業の鉄道、鉱山、運河等にコモン・ローのモーゲイジを設定する。コモン・ローのモーゲイジの設定された鉄道、鉱山等から生じる収益を、債権者は、担保受託者の財務代理勘定を通じて、減債基金に充当する。外債の場合、物的担保に頼らず、減債基金が、一次的な担保として設定される。物的担保は、減債基金を補

う外債の二次的な担保として用いられるのである。

## 5. 外債担保の実例 —— イギリス議会下院特別委員会報告書から ——

1875年4月19日付、イギリス議会下院特別委員会報告『外国政府債に関する特別委員会からの特別報告』(*Special Report from the Select Committee on Loans to Foreign States*)に依拠して、財務代理勘定の実例から外債担保を具体的に検討する。

第一の実例は、1871年発行のパラグアイ政府債、8%、100万ポンドに設定された担保である。引受主幹事は、Robinson, Fleming & Co.であった。パラグアイ政府債には、第一次的な担保として、減債基金が設定されていた。減債基金を補う第二次的な担保として、抵当権が設定されていた。減債基金は、21年間、年2%に相当する金額を四半期毎に累積的に積み立てる内容である。減債基金の積立てを保障するために、パラグアイ政府債には、抵当権が設定されていた。イギリス議会下院特別委員会資料の証拠No.29「当該債券〔パラグアイ政府債〕に設定された資産」<sup>9)</sup>から引用すると、  
「関税や歳入に加えて、当該国〔パラグアイ〕の下記の資産に、当該債券〔パラグアイ政府債〕の利子と減債基金のために、特に抵当権が設定されている。①国有地と国有林、②公共建築物、③国有鉄道」  
(ただし、担保物件の詳細は、引用略、House of Commons (1875) p.183)

パラグアイ政府債では、担保物件が外国に所在することから、外債に表章される長期債権の担保は、第一次的には、減債基金が、第二次的に、抵当権が設定されていたのである。

第二の実例は、1867年ホンジュラス政府債100万ポンドの発行である<sup>9)</sup>。引受主幹事は、Biscoffsheim & Goldschmidtであった。同商会は、1867年ホンジュラス政府債の担保受託者でもあった<sup>10)</sup>。ホンジュラス政府債には、債権保全のため、減債基金が、第一次的に設定された。第二次的には、モーゲイジが、設定された。資料1によれば、モーゲイジの設定された資産は、①ホンジュラス政府債の融対物件である鉄道と鉄道収入、②ホンジュラス領土と国有林であった。ホンジュラス領土に設定されたモーゲイジの結果、ホンジュラスから産出する鉱石の収入は、減債基金に充当された(資料2参照)。資料2の財務代理勘定によると、ホンジュラスから産出した鉱石の販売代金は、財務代理勘定を通じて、減債基金に充当されていた。担保受託者のBiscoffsheim & Goldschmidtと債券保有者は、ホンジュラスから産出する鉱石の収入を減債基金に充当できた。コモン・ローのモーゲイジでは、モーゲイジの設定された担保物件の権原が、担保権者に移転するからである。

外債では、減債基金が、担保として設定された。物的担保のモーゲイジは、減債基金を補強する補助的な役割を果たした。実効性のある担保の付保により、投資家は、外債を比較的低いリスクで購入できた。外債に有効な担保を設定することで、各国政府は、鉄道敷設、港湾整備、公共建設等の近代化に要する資金をロンドン証券市場から外債形態で調達可能となった。1870年以降、減債基金による外債担保は、国際資本市場としてのロンドン証券市場を制度面から支えたのである。

1) cf. Kempin (1990) p.213.

2) 英米法上正確に述べると、コモン・ローのモーゲイジで、借り手から貸し手に移転する担保不動産の権利は、コモン・ローの権原 (legal title) である(田中 (1991) pp.566-567, “mortgage”を参照)。コモン・ローの権原は、わが国をはじめとする大陸法系諸国の所有権に相当する(前掲書, pp.852-853, “title”を参照)。

- 3) コモン・ローのモーゲイジの欠陥を克服する動きとして、エクイティ・ローのモーゲイジの展開もあった。エクイティ・ロー (equity law) が、担保不動産を移転することなく、借り手の不動産に担保権を設定する担保を成立させた。これが、エクイティのモーゲイジである。エクイティのモーゲイジ (equitable mortgage) は、エクイタブル・チャージ (equitable charge), エクイタブル・リーン (equitable lien) とも呼ばれる (cf. *Wallace v. Evershed* [1899] 1 Ch. 891; *London Pressed Hinge Company* [1905] 1 Ch. 576)。しかし、エクイティ・ローのモーゲイジでも、企業の流動資産、借入後の取得財産に担保権を設定できなかった。
- 4) フローティング・チャージは、わが国では浮動担保という訳語が用いられる (我妻 (1968) [836] p.573を参照)。
- 5) 執行 (1982) pp.214-215を参照。
- 6) [1870] 5 Ch. App. 318. その他にも、フローティング・チャージに関する先例は、次の3件, *Standard Manufacturing Company, in re* [1891] 1 Ch. 627, *Opera, in re* [1891] 3 Ch. 260, *London Pressed Hinge Company* [1905] 1 Ch. 576がある。
- 7) 現在でも、ユーロ債発行、わが国の外債発行では、一般的に担保は付されていない (井上 (1989) p.95を参照)。
- 8) cf. House of Commons (1875) p.181, Appendix No.29.
- 9) 引用した箇所の標題は、1869年ホンジュラス政府債となっている。しかし、1869年債は、1867年にロンドン証券市場において、発行したホンジュラス政府債100万ポンドの売れ残りをパリで販売したものである (cf. House of Commons (1875) p.lxvi)。だから、本稿では、1869年債を1867年債として取り扱う。
- 10) 担保受託証書記載による (cf. House of Commons (1875) p.35, Appendix No.7)。

### III 財務代理勘定の創設

#### —— イギリス議会下院特別報告にもとづいて ——

債券引受を支える金融の仕組みは、モーゲイジ、フローティング・チャージ、減債基金といった担保制度の発展だけでは不十分であった。フローティング・チャージと減債基金とを実務上管理、実行する仕組みを整える必要があった。加えて、債券発行を円滑に機能させるためには、債券発行引受を資金管理から支える仕組みも必要であった。担保の管理、実行と資金管理との両業務を行ったのが、財務代理人 (fiscal agent) であった。財務代理人は、1870年代当時、主幹事を果たしたマーチャント・バンクになった。主幹事と財務代理人は、同一のマーチャント・バンクであった<sup>1)</sup>。財務代理業務を実際に行った勘定が、財務代理勘定 (fiscal agency account) であった。

主幹事となるマーチャント・バンクは、発行者との間に契約を締結し、債券の支払、減債基金の支払を行った。債券の支払、減債基金の支払を行う時、主幹事のマーチャント・バンクは、財務代理人と呼ばれた。他方、主幹事のマーチャント・バンクは、債券保有者との間で、担保の管理、実行業務も行った。担保を管理、実行する時、主幹事のマーチャント・バンクは、担保受託者と呼ばれた。そして、財務代理業務と担保受託者業務とは、主幹事のマーチャント・バンク内にある財務代理勘定を通じて行われたのである<sup>2)</sup>。

#### 1. マーチャント・バンクの担保受託者業務

マーチャント・バンクは、債券引受時に、投資家の債券購入を促すために、担保として、発行企業そのものにフローティング・チャージを設定した。マーチャント・バンクは、債券引受により、発行者と投資家との間に長期の債権債務関係を設定した。長期の債権は、返済期間が何十年にも及ぶから、1年以内の短期債権に比べて債務不履行に陥りやすい。フローティング・チャージの設定は、債券に

表章される長期債権の確保を目的としていた。債券形態の長期債権は、発行者の財産全体を担保に徴求することで、債務不履行時にも、履行を確保される。そこで、投資家は、短期債権に比べて債務不履行の可能性の高い長期債権である社債、政府債を安心して購入する。マーチャント・バンクは、債券に担保を設定することで、発行者と投資家との間に、長期の債権債務関係を構築するのである。

ところが、現実の債券履行の確保には、フローティング・チャージの設定だけでは、不十分であった。発行者と投資家間の長期信用は、フローティング・チャージで、発行者そのものを担保に徴求したとしても、担保の設定だけでは確立しない。債券を購入する投資家は、多数に上る。投資家は、発行者に対する債権者であるとともに、発行者に設定された担保の保有者、つまり、担保権者でもある。しかし、実際には、多数の投資家は、企業、外国政府に設定された担保権を各自各々に取得できない。ましてや、多数の投資家が、債務不履行時に、各自各々に担保権を実行することは不可能である。

担保権を実効ならしめるには、投資家全員（総債権者）を代理して、担保を管理、実行する機関が必要である。そこで、主幹事のマーチャント・バンクが、投資家を代表して債券に付保された担保を管理、実行した。主幹事は、投資家を代表して債券に設定された担保を受託管理した。主幹事は、投資家の担保受託者となった。主幹事の受託者業務により、投資家は、安心して、発行者から発行債券を直接購入できた。また、マーチャント・バンクの主幹事は、担保受託者となることで、残額引受を行うことができた。担保の実効を現実には保障することで、残額引受後に、マーチャント・バンクは、引受債券を投資家に転売できるからである<sup>3)</sup>。マーチャント・バンクは、自ら担保を管理、実行する受託者となることで、残額引受を可能とした。マーチャント・バンクは、受託者となることで、主幹事となれた。発行者と投資家間の長期信用は、マーチャント・バンクの担保受託者業務により、構築されたのである。

## 2. マーチャント・バンクの財務代理人業務——債券引受を支える資金業務——

マーチャント・バンクは、担保を設定し、自ら担保の受託者となることで、残額引受を可能とした。担保を設定し、担保の受託者となることは、発行者と投資家間の長期信用構築の制度的な枠組みであった。債券引受は、制度的な枠組みを踏まえて、現実の長期信用を構築しなければならない。債券引受は、単に書類上、発行者から発行債券を引受け、投資家に販売するだけではない。主幹事のマーチャント・バンクは、現実には、発行者から投資家へ債券を引き渡し、投資家から発行者へ資金を移転しなければならない。実務的に債券引受業務を支える仕組みが必要なのである。実務面から債券引受に伴う全業務を行ったのが、財務代理人である。マーチャント・バンクは、主幹事となるとともに、財務代理人として、債券発行、引受、販売、管理、償還という一切の引受業務を行ったのである。

Munnの『金融辞典』は、財務代理人を次のように定義している。財務代理人とは、「資金係として、資金を集め、また、資金を支払い、償還期日の到来した債券元本やクーポンを支払い、記名債券の償還、配当、利子を請求に応じて支払い、また、減債基金の払込を受領するといった支払い機能を果たす。」(Munn (1927) pp.298-299, “fiscal agent”)

ロンドン証券市場を中心に発行者と投資家間に長期信用を構築するには、マーチャント・バンクは、引受主幹事となるとともに、財務代理人と担保受託者にならなければならない。引受主幹事と財務代

理人と担保受託者とは、同一のマーチャント・バンクであった。発行された債券は、財務代理人が発行者と投資家間の資金管理と債券管理を果すから、投資家に円滑に購入される。加えて、発行債券は、受託者が担保を管理、実行することで、長期債権を確保するから、投資家に円滑に購入される。

### 3. 財務代理勘定 —— 主幹事と財務代理人と担保受託者の統合 ——

債券引受に伴うすべての業務、すなわち、引受主幹事業務、財務代理業務、担保受託者業務は、当座勘定とは別の債券引受管理専用の勘定を通じて行われた。マーチャント・バンクの引受管理勘定が、財務代理勘定である。債券形態をとる長期信用を発行者と投資家間に構築するために、マーチャント・バンクは、引受主幹事と財務代理人と担保受託者の機能を果たした。独立しつつも互いに密接不可分な3業務は、ただ1つの財務代理勘定を通じて遂行された。19世紀以来、マーチャント・バンクは、信用状発行、貿易金融、預金業務を主体としていた。しかし、財務代理勘定の開設で、19世紀末には、債券引受業務に進出した。財務代理勘定は、マーチャント・バンクの債券引受を実務的に支えたのである。

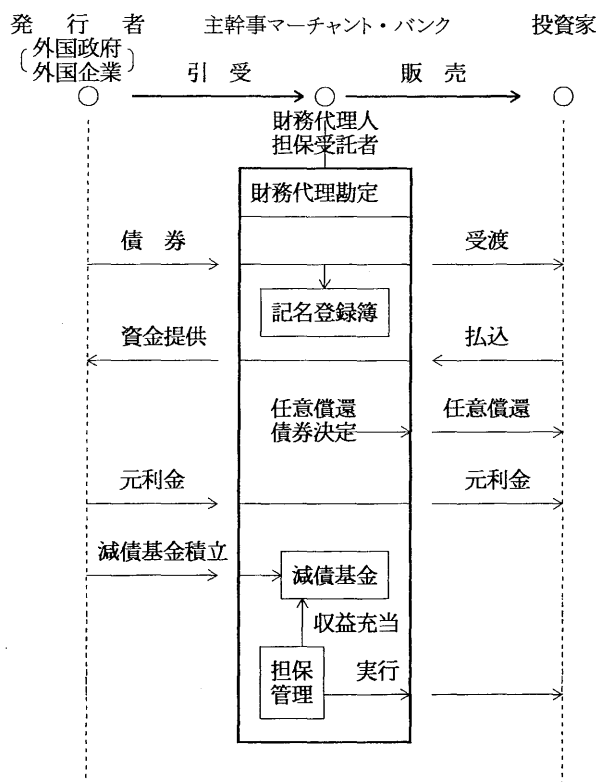
財務代理勘定を通じて、投資家から主幹事への資金払込、主幹事から発行者への資金提供、発行債券の記名登録、発行者から投資家への債券受渡し、発行者から投資家への元利金支払い、発行者の減債基金の積立て、発行者から投資家への任意償還、投資家から投資家への債券移転、投資家から発行者への担保実行（受戻権喪失手続き）と投資家への債権充当、が行われた（図1参照）。言い換えれば、債券引受に関する一切の業務、すなわち、引受主幹事業務、財務代理人業務、担保受託者業務は、財務代理勘定を通じて行われたのである。

ここで、実際に、マーチャント・バンクは、どのように財務代理勘定を通じて、債券発行を行っていたのか、1875年4月19日付、イギリス議会下院特別委員会報告『外国政府債に関する特別委員会からの特別報告』（*Special Report from the Select Committee on Loans to Foreign States*）から、財務代理勘定の実例を挙げて検討する。

資料2は、1867年に発行されたホンジュラス政府債100万ポンドの引受主幹事、財務代理人、担保受託者のBisschoffsheim & Goldschmidt商会に開設された財務代理勘定である。引受契約は、Bisschoffsheim & Goldschmidtを引受主幹事とし、受託者証書は、同商会を財務代理人、担保受託者としていた。ホンジュラス政府債の発行目的は、太平洋と大西洋とを結ぶ鉄道の建設であった。同商会は、引受主幹事として、ホンジュラス政府債を引き受けた。同商会は、財務代理人として、ロンドン証券市場、パリ証券市場で販売した引受債券の販売代金を財務代理勘定を通じて、受け取った。調達された資金は、ホンジュラス政府名義の財務代理勘定を通じて、融対事業である鉄道建設費用の支払として、鉄道建設業者の受託者に支払われた。資料1で見たように、ホンジュラス政府債には、減債基金が、第一次的に長期債権担保のため、設定されていた。ホンジュラス領土には、第二次的に、減債基金を補強するモーゲイジが設定されていた。領土に設定されたモーゲイジにより、ホンジュラス産の鉱石の売却代金が、財務代理勘定に受け取られ、利子の支払、減債基金に充当された。

ホンジュラス政府債の販売代金は、資料3によれば、ロンドン・カウンティ銀行を通じて、Bisschoffsheim & Goldschmidt商会の財務代理人勘定へ支払われた。ホンジュラス政府債を購入する投資家は、

図1 財務代理勘定の仕組み



ロンドン・カンウンティ銀行に購入代金を支払った。ロンドン・カンウンティ銀行は、投資家から銀行預金に集積したホンジュラス政府債購入代金をロンドン・カンウンティ銀行からBisschoffsheim & Goldschmidt商会の財務代理勘定へ移転した。

このように、財務代理勘定は、引受に関わる一切の資金移転業務、および、減債基金、担保の管理、実行に関わる業務を行っていた。マーチャント・バンクの引受主幹事、財務代理人業務、担保受託者業務は、財務代理勘定を通じて行われた。マーチャント・バンクは、短期信用とは別に、長期信用業務に関連する債券専用の財務代理勘定を開設した。財務代理勘定は、マーチャント・バンクの貿易金融から債券発行引受への転換を資金管理、担保管理から支える勘定であった。ロンドン証券市場は、マーチャント・バンクの財務代理勘定によって担保管理と資金管理面から支えられることで外債発行が過半を占める国際資本市場として機能したのである。

- 1) 引受主幹事と財務代理人と担保の受託者業務とは、発行引受時には、同一のマーチャント・バンクであった。発行引受後に、引受主幹事は財務代理人業務と担保受託者業務を別の商会に譲渡することもあった。たとえば、1867年のホンジュラス政府債は、発行引受時には、主幹事と財務代理人は、Bisschoffsheim & Goldschmidt商会であった。しかし、5年後の1872年には、1867年債の財務代理人業務と担保受託者業務は、後続する1869年債、1870年債の管理と

ともに別のFord & Wissecombe商会に譲渡された (cf. House of Commons (1875) pp.50-52, Appendix No.10.)

- 2) 本稿では、特に断りが無い限り、財務代理人業務と受託者業務を行う勘定に財務代理勘定の用語を用いる。カロッソは、ジュニアス・モルガン商会とJ.P.モルガン商会について、財務代理人業務と受託者業務とを行う勘定に財務代理勘定という用語をあてている。他方、イギリス議会上院特別報告は、Bischoffsheim & Goldschidt商会、Ford & Widdecombe商会、Pim, Kerferd & Haslewood商会等については、受託者勘定という用語をあてている (cf. House of Commons (1875) pp.50-52, Appendix No.10)。後年、財務代理人と受託者とは、明確に分離する。主幹事と財務代理人と受託者とは、3者別々の銀行、商会が担当することとなる。また、アメリカでは、当初、投資銀行が、財務代理人と受託者とを兼ねていた。しかし、1920年代には、主幹事と財務代理人、受託者とは、明確に分離した。投資銀行は、主幹事を担当した。銀行、信託会社は財務代理人、受託者を担当し、2者は別々の銀行、商会が担当した(1939年信託証券法、303条b項参照。303条b項は、受託者と引受人、財務代理人との兼任を禁じている)。わが国では、財務代理人は、商法309、310条の「募集の受託会社」にあたり、受託者は、担保附社債信託法2条の「担保の受託者」にあたる。社債発行の際、「募集の受託会社」と「担保の受託会社」を担う会社は、銀行、信託会社である。「募集の受託会社」と「担保の受託会社」の銀行、信託会社は、通常、一致する。
- 3) 残額引受後、マーチャント・バンクは、シンジケートを組織して投資家に引受証券を転売した (Loss (1989) p.319)。

## むすびにかえて

本稿は、ロンドン証券市場において、マーチャント・バンクが、減債基金を積み立てることで、外債特有の物的担保とは異なる基金方式の担保を設定し、物的担保を減債基金の補強手段として二次的に組み込むことで、外国政府債、外国企業債の引き受けを可能としたことを明らかにした。外債は、国内債とくらべて、発行者（外国政府、外国企業）が、外国に所在するから、担保物件の実効性は乏しく、発行者への債権履行の強制は難しい。そこで、外債形態の長期債権を担保するには、国内債の担保にくらべてより発展した形態の担保制度が必要となったのである。

イギリス国内の物的担保の発展過程を追跡すると、社債担保の形態は、コモン・ローのモーゲイジに内在する欠陥を克服することから始まり、最終的には、継続企業の資産そのもの、すなわち、流動資産、将来取得する資産をも含めた継続企業全体を担保に徴求するフローティング・チャージへと行き着いた。しかし、フローティング・チャージも、外債の担保には、不十分であった。そこで、外債担保として、物的担保とは異なる減債基金が、創出されたのである。

イギリス法の先例でも確認できるように、コモン・ローのモーゲイジからフローティング・チャージ、減債基金へ発展を遂げた1880年代から1890年代は、マーチャント・バンクが、伝統的な商業信用状、貿易金融から債券発行商会へ業務の中心を転換していた時期でもあった。マーチャント・バンクは、国内の鉄道業、船運業、鉄鋼業の発展に応じて、債券担保のあり方を変化させ、巧みに、債券形態の長期債権を保全する方法を編み出していったのである。ロンドン証券市場では、国内企業の他にも、世界各国政府が、自国の近代化を押し進めるため、鉄道、港湾、公共事業に必要な資金調達を求めている。マーチャント・バンクは、信用力に劣りかつ債権保全手段の困難な外国政府、外国企業に物的担保によらない減債基金を担保とし、減債基金の補強のため、第二次的にモーゲイジを設定することで、外債形態の長期債権を保全し、ロンドン証券市場を中心とした、国際的な長期の債権債務関係を構築、拡大することに成功したのである。

マーチャント・バンクは、外国政府債、外国企業債を主幹事として引き受けるだけでなく、財務代理業務と担保受託者業務とを行っていた。財務代理業務は、発行者（外国政府、外国企業）を代理して、債権引受を資金管理の面から実務的に支える業務であった。担保受託者業務は、外債、国内債に設定された担保の管理、実行、減債基金の実行を行った。同一のマーチャント・バンクが、引受主幹事と財務代理人と担保受託者になった。本来は、引受主幹事は、マーチャント・バンクの利益のために行動し、財務代理人は、発行者（外国政府、外国企業）を代理して行動し、担保受託者は、多数の投資家の利益のために行動するものである。この3業務は、互いに目的と利益が相反する業務である。ところが、18世紀後半にマーチャント・バンクの主たる業務が債券引受に転換した時には、引受主幹事と財務代理人と担保受託者とは、同一のマーチャント・バンクが兼ねていたのである。

マーチャント・バンクは、貿易金融を扱う短期信用の当座勘定とは別に、債券形態の長期債権を取り扱う専用の財務代理勘定を通じて、一元的に、引受主幹事業務と財務代理業務と担保受託者業務を行った。マーチャント・バンクは、財務代理勘定を通じて、債券形態の長期債権の発行、引受、管理、償還まで、一貫して取り扱った。債券形態の長期債権の生成から消滅に、マーチャント・バンクの財務代理勘定は、重大な役割を果たしていた。財務代理勘定は、マーチャント・バンクの外債引受を支える受け皿であった。本来、相反する目的と利益をもつ3業務をマーチャント・バンクは、一元的に統合して行うことで、債券発行、引受、元利金償還、担保管理・実行に、絶大なる権限を行使していた。財務代理勘定に外債引受に関する一切の業務、すなわち、引受主幹事、財務代理人、担保受託者の各業務が一元的に集約されることで、マーチャント・バンクは、1870年代以降、ロンドン証券市場を舞台に、外国政府債、外国企業債を引き受けることができたのである。ロンドン証券市場において、減債基金と財務代理勘定は、マーチャント・バンクによる発行者（外国政府、外国企業）と投資家間の国際的な長期の債権債務関係の構築に不可欠の役割を果たしていた。ここに、ロンドン証券市場は、19世紀後半に、マーチャント・バンクの外債引受により、国際資本市場として形成されるに至るのである。

## 資料 1

### ホンジュラス政府債の保証

- (a) 鉄道と鉄道収入に対するモーゲイジ。
- (b) ホンジュラス領土と国有林に対するモーゲイジ。調査者の公式報告によると、年歳入は、定期の元利金支払に要する額を十分に超えている。
- (c) 太平洋と大西洋間のホンジュラス鉄道についての商業上と政治上の重要性を確信して、仏、英、合衆国政府は、国際条約により、特別に、鉄道開通から事業の不可侵と中立を保証する。
- (d) 委員会は、債券の利用を監視するために任命されてきた。委員会は、建設途上にあるが、竣工区間の鉄道を現在、監視している。委員会は、M.V.Herren, M.M.L.Pelletier, R.Bischoffsheim, M.Scheyerから構成される。
- (e) 鉄道建設は、契約によって、Waring Brothers and MacCendlish of Londonに委託されている。ニューヨークからサンフランシスコまでの距離、パナマ経由：9,730km, ホンジュラス経由：8,074km, ホンジュラス・ルートは、1,656 km短縮できる。パナマ鉄道の収益は、有名である。年間交通量は、約20万人の旅客と10億フラン超の貨物量が見込まれる。
- (f) 当該政府債に関する減債基金の計算書、調査報告書、国際条約は、議長の仕事所に保管される。公衆は、いつでも閲

覧できる。

出所) House of Commons (1875) p.68, Appendix No.12.

## 資料 2

1867年ホンジュラス政府債に関するBischoffsheim & Goldschmidt 商会の財務代理人勘定

(1871年 8 月 5 日付)

| 受 取                   | £. s. d.    | 支 出                          | £. s. d.      |
|-----------------------|-------------|------------------------------|---------------|
| 仮証券の払込金——ロンドン         | 146,115     | 鉄道建設者の受託者への支払                | 293,090 3 4   |
| 仮証券の払込金——パリ           | 3,665 17 8  | Bischoffsheim & Goldschmidtの | 114,330 13 11 |
| Oreへの売却金 (鉱石販売代金)     | 861 5       | 仮証券再購入の貸付                    |               |
| Mr. Lefebvreからの債券販売代金 | 469,443 4   | 手数料                          | 16,849 11 10  |
|                       |             | 利子と減債基金                      | 106,042 8 9   |
|                       |             | ホンジュラス政府債支払                  | 51,617 11 11  |
|                       |             | 技術者報酬, 信託者報酬, 鉱山費<br>用       | 27,876 3 8    |
|                       |             | 中央アメリカ連邦債務への支払               | 2,700         |
|                       |             | 1871年 8 月 5 日付新勘定への残額<br>移転  | 7,588 8 8     |
|                       | 620,085 2 1 |                              | 620,335 2 1   |

出所) House of Commons (1875) p.viii, p.9 “Appendix, No.2, General Trust Deed”.

## 資料 3

ホンジュラス政府鉄道債, 100万ポンド

応 募 書 類  
銀 行 家 保 管

ロンドン・カウンティ銀行 (London and County Bank) 宛

Gentleman

ロンドン・カウンティ銀行に, £ \_\_\_\_\_ の額を支払った後, 私は, この結果, あなたが, 私に上記ホンジュラス債に関する債券について, 額面£ \_\_\_\_\_ を割り当てることを要求します, そして, 私は, その結果, 上記, または, 私に割り当てられたいくばくか少ない額に同意し, そして, 割り当てられた時の額に, 10%を追加で支払います。

I am, gentleman,  
Your obedient servant,

署名  
住所  
日付

銀行受領証

No. \_\_\_\_\_

銀行の署名の後, 応募者保管

1867年 7 月 \_\_\_\_\_ 日に受領し, ホンジュラス政府鉄道債の内金として, £ \_\_\_\_\_ 額は, 上記債券の額面£ \_\_\_\_\_ の割当の応募次第, 要求預金 (deposit required) である。

ロンドン・カウンティ銀行

£ \_\_\_\_\_

出所) House of Commons (1875) Appendix I, p.8.

## 引用・参考文献

## イギリス議会下院特別委員会報告

1. House of Commons (1875), *Special Report from the Select Committee on Foreign States*, April 19, in Irish University Press Series of British Parliamentary Papers, Special Report and Report from the Select Committee on Loans to Foreign States with Proceedings Minutes of Evidence Appendix and Index, Monetary Policy General 10, Shannon, Ireland, 1969.

## イギリス法判例およびアメリカ法判例

1. *Crompton & Co. Limited, in re, Player v. Crompton & Co. Limited*, [1914] 1 Ch. D. 954.
2. *London Pressed Hinge Company, in re, Campbell v. London Pressed Hinge Company*, [1905] 1 Ch. 576.
3. *Opera, in re* [1891] 3 Ch. 260.
4. *Panama, New Zealand, and Australian Royal Mail Company, in re* [1870] 5 Ch. App. 318.
5. *Pennsylvania Co. for Insurance on Lives and Granting Annuities v. United Railways of Havana & Regla Warehouses, Limited*, 26 F. Supp. 379 District Court, D.Maine, S.D., Feb. 8, 1839.
6. *Standard Manufacturing Company, in re* [1891] 1 Ch. 627.
7. *Wallace v. Evershed* [1899] 1 Ch. 891.

## 外国文献

1. Bruce, Jon W., 3rd ed. (1991), *Real Estate Finance in a Nutshell*, West Publishing Co., St. Paul, Minn.
2. Black, Henry Campbell 6th ed. (1990), *Black's Law Dictionary*, West Publishing Co., St. Paul, Minn.
3. Burk, Katherine (1989), *Morgan Grenfell, 1838-1988 : The Biography of a Merchant Bank*, Oxford University Press, Oxford.
4. Carosso, Vincent P. (1970), *Investment Banking in America : a History*, Harvard University Press, Cambridge, Mass (カロソ, V.P.「アメリカの投資銀行」(小林襄二他訳) 上下『証券研究』55巻, 56巻, 1978年)
5. Carosso, Vincent P. (1987), *The Morgans : Private International Bankers, 1854-1913*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
6. Cernow, Ron (1990), *The House of Morgan : an American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, Touchstone, N.Y. (ロン・チャーナウ『モルガン家』(青木榮一訳) 上下, 日本経済新聞社, 1993年)
7. Dewing, Arthur Stone, 5th ed. (1953), *The Financial Policy of Corporations*, Vol. I, Ronald Press Co., N.Y.
8. Jowitt, Earl, (1959), *The Dictionary of English Law*, Sweet & Maxwell Limited, London.
9. Kempin, Frederick G., Jr., 3rd ed. (1990), *Historical Introduction to Anglo-American Law in a Nutshell*, West Publishing Co., St. Paul, Minn.
10. Loss, Louis and Seligman, Joel 3rd ed. (1989), *Securities Regulation*, Vol. I Little, Brown & Co., Boston.
11. Michie, R.C. (1987), *The London and New York Stock Exchanges 1850-1914*, Allen & Unwin, London.
12. Mozeley and Whiteley's, 9th ed. (1977), *Mozley & Whiteley's Law Dictionary*, Butterworths, London.
13. Munn, Glenn G. 2nd ed. (1927), *Encyclopedia of Banking and Finance*, Bankers Publishing Co., N.Y.
14. Suzuki, Toshio (1994), *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market 1870-1913*, The Athlone Press, London.
15. Wharton, 14th ed. (1938), *Wharton's Law Lexicon*, Stevens & Sons, Lim and Sweet & Maxwell, Ltd., London.

## 邦語文献

1. 井上一郎 (1989)「国際債券」澤木敬郎, 石黒一憲監修『国際金融取引 I (新版)』有斐閣, 所収。
2. 川波洋一 (1995)『貨幣資本と現実資本——資本主義的信用の構造と動態——』有斐閣。
3. 木下悦二 (1990)『外国為替論』有斐閣。
4. 田中英夫編集代表 (1991)『英米法辞典』東京大学出版会。
5. 執行秀幸 (1982)「企業担保権の行方」篠塚昭次編『現代金融担保法の展開』成文堂, 所収。
6. 徳永正二郎 (1976)『為替と信用』新評論。
7. 中塚晴雄 (1997)「パートナーシップ・シンジケートとパーティシペーション・シンジケート——引受シンジケート

- の発展過程について(一)——」『経済論究』（九州大学大学院）第99号，11月。
8. 中塚晴雄（1997）「パーティシペーション・シンジケートの形成——引受シンジケートの発展過程について(二)——」『経済論究』（九州大学大学院）第99号，11月。
9. 中塚晴雄（1998a）「ニューヨーク外債市場の形成過程——英仏第一次大戦債を契機として——」『証券経済研究』（日本証券経済研究所）第11号，1月。
10. 中塚晴雄（1998b）「投資銀行の外債引受過程について——モーゲイジ債の発展と財務代理勘定について——」『経済論究』（九州大学大学院）第100号，3月。
11. 日本証券経済研究所（1992）『外国証券関係法令集 アメリカIV〔改訂版〕』日本証券経済研究所。
12. 平岡賢司（1975）「「スターリング為替本位制」とロンドン・バランス」『経済論究』（九州大学大学院）第35号。
13. 星野英一（1983）『民法概論II（物権・担保物権）』良書普及協会。
14. 我妻栄（1968）『新訂担保物権法（民法講義III）』岩波書店。