

# 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—

中 塚 晴 雄

## 要 旨

本稿の目的は、ニューヨーク外債市場の形成過程とその構造とを論究することである。中塚(1997a)は、投資銀行の引受シンジケートの構造が、1915年10月15日に外国政府債である英仏第一次大戦債発行を引き受けたパーティシペーション・シンジケートによって劇的に変化したことを明らかにした。中塚(1997b)は、J. P. モルガン商会在、英米法独自の「パーティシペーションの法理」にもとづいたパーティシペーション・シンジケートを創造したこと、そのシンジケートは、第一次大戦前のシンジケートとは異なり、強力無比な販売力に支えられた巨大な引受能力をもつこと、強大な販売力は、そのシンジケートの主幹事、買取シンジケート、販売グループという三層構造にあること、を明らかにした。

本稿では、J. P. モルガン商会の外債発行引受業務、特に主幹事業務に焦点をあて、ニューヨーク外債市場の形成過程と構造を論究する。その結果、ニューヨーク外債市場は英仏第一次大戦債で導入されたパーティシペーション・シンジケートを契機にロンドン証券市場から自立的に形成されたことが明らかとなる。ニューヨーク外債市場は、元卸売市場、卸売市場、小売市場の三層構造から構成された。ニューヨーク外債市場の自立には、J. P. モルガン商会在、ロンドン証券市場に依存せずに、主幹事として全外債発行引受過程（発行、オリジネーション、販売）を行ったことが決定的な役割を果たしたのである。

## 目 次

はじめに

### I. ニューヨークにおける外債発行

—第一次大戦前—

#### 1. 最初の外債発行

—1899年メキシコ政府債—

#### 2. ボーア戦争債

—1900年から1902年—

### II. ニューヨーク外債市場の形成

—パーティシペーション・シンジケートの創出と英仏第一次大戦債—

#### 1. ニューヨーク外債市場の自立的形成

#### 2. J. P. モルガン商会の英国大蔵省勘定と

フランス共和国商業代理勘定

#### 3. ニューヨーク外債市場の三層構造

むすびにかえて

## はじめに

本稿は、世紀転換期から第一次大戦期にかけてのニューヨークにおける外債<sup>1)</sup>発行を分析対象としている。これまでの研究は、ニューヨークが第一次大戦期に国際金融の中心地となったことを指摘する<sup>2)</sup>。ニューヨークが第一次大戦期に国際金融の中心地<sup>3)</sup>となるには、世紀転換期から第一次大戦期にかけ、外債発行引受シンジケートと J. P. モルガン商会の主幹事業務が大きな役割を果たした。本稿は、外債発行引受シンジケートと J. P. モルガン商会の主幹事業務に分析視角を設定する。ニューヨークにおける外債発行は、1899年のメキシコ政府債発行からはじまる。1899年から第一次大戦前にかけてのニューヨークにおける外債発行は、ロンドン証券市場<sup>4)</sup>で発行、オリジネイトされた証券をニューヨークに船送し、販売されたものであった<sup>5)</sup>。このニューヨークにおける外債発行が、ロンドン証券市場から自立するには、1915年10月15日の英仏第一次大戦債 (Anglo-French Loan of World War) 発行を待たなければならなかった。ニューヨーク外債市場は、英仏第一次大戦債発行引受を契機として形成された。英仏第一次大戦債 5 億ドルは、英仏両国政府により第一次大戦の戦費調達を目的としてニューヨークで発行された。同債券は、ニューヨークで発行された外国政府債である。ニューヨークの J. P. モルガン商会 (J. P. Morgan & Co.) が、主幹事として同債券発行を引き受けた。この時から、ニューヨークは、国際的に長期の資金を調達する市場という意味で国際資本市場<sup>6)</sup>となったのである。そこで、本稿は、ニューヨークにおける最初の外債発行からニューヨーク

外債市場の自立的形成にいたる発展過程とその構造とを明らかにする。これが、本稿の目的である。

後に明らかにされるように、ニューヨーク外債市場形成の構造的要因は、英仏第一次大戦債発行を引き受けた革新的なパーティシペーション・シンジケート(participation syndicate)にある<sup>7)</sup>。パーティシペーション・シンジケートは、J. P. モルガン商会によって創出された。その革新性は、パーティシペーション・シンジケートの強大な販売力に支えられた巨大な引受能力にある。中塚(1997b)が明らかにしたように、パーティシペーション・シンジケートとは、「パーティシペーションの法理」(law of participation)に基づいて組織される引受シンジケートである。「パーティシペーションの法理」は、主幹事とメンバー各社との関係を所有関係から契約関係に転換することで、巨大な引受シンジケートの組織を可能にした。パーティシペーション・シンジケートは、主幹事、買取シンジケート(purchase syndicate)、販売グループ(selling group)という三層構造から構成された。英仏第一次大戦債の引受シンジケートは、買取シンジケート61社、販売グループ1,570社から組織された<sup>8)</sup>。

ニューヨークにおける外債発行の形態は、英仏第一次大戦債発行を境に大きく変化する。1915年の同債発行以前、つまり、パーティシペーション・シンジケートの導入以前では、ニューヨークにおける外債発行は、ロンドン証券市場で発行、オリジネイトされた証券をニューヨークに持ち込み販売されたものであった。ニューヨークの J. P. モルガン商会は、ロンドン証券市場で主幹事として証券発行、オリジネイトを行い、引き受けた証券の一部をニューヨークに持ち込み販売することしかできなかった。

また、第一次大戦前のニューヨークにおける外債発行は、外債による調達資金の側からみれば、ロンドン金融市場への金現送システムであった。第一次大戦前のニューヨークにおける外債発行は、外国政府、外国企業のドル資金調達を目的としたものではなかった。ニューヨークにおける外債発行は、いまだロンドン証券市場のネットワークに取り込まれていたのである。

英仏第一次大戦債発行以降、つまり、パーティシペーション・シンジケートの導入以降、ニューヨークの J. P. モルガン商会は、パーティシペーション・シンジケートの巨大な引受能力により、ロンドン証券市場から自立してニューヨークで発行、オリジネイト、販売という証券引受過程すべてを行うことができるようになった。J. P. モルガン商会は、主幹事としてニューヨークで全証券引受過程すべてを統括できるようになった。J. P. モルガン商会は、パーティシペーション・シンジケートの巨大な引受能力によって、ニューヨークにおいてアメリカ証券史上最高の発行額である英仏第一次大戦債 5 億ドルの引受を可能とした。調達資金 5 億ドルは、ニューヨークのナショナル・シティ・バンク(National City Bank)の英仏両国中央共同勘定に預けられた。調達資金 5 億ドルは、同行勘定から J. P. モルガン商会の英国政府大蔵省勘定およびフランス共和国商業代理勘定へ移転され、英仏両国政府の戦時物資購入代金として支払われた。また、英仏第一次大戦債は、ロンドン金融市場への金現送を目的として発行されたのではなく、英仏両国政府のドル資金調達を目的として発行された。ここに至り、ニューヨーク外債市場は、証券発行引受過程からみても調達資金の側からみてもロンドン証券市場から自立的に形成されたのである。

ニューヨーク外債市場は、パーティシペーション・シンジケートの三層構造から構成された。すなわち、ニューヨーク外債市場は、元卸売市場、卸売市場、小売市場という三層構造から構成された。ニューヨーク外債市場は、全米の販売力のある債券取扱業者、地方銀行等1,500社強を販売グループに組織することで、そのネットワークを全米全土にまで拡張したのである。

## I. ニューヨークにおける外債発行

## —第一次大戦前—

## 1. 最初の外債発行

## —1899年メキシコ政府債—

ニューヨークにおける最初の外債発行は、1899年7月のメキシコ政府債(Mexican 5% external consolidated gold loan of 1899)である。1899年7月まで、外債は、少額のカナダ自治体債の発行はあるものの、ニューヨークではいまだ本格的には発行されていない。この点に関して、コマーシャル・アンド・フィナンシャル・クロニクル紙は次のように述べる。「私たちは、何度かヨーロッパの債券需要を支援できた。これは、全くの新展開であり、ヨーロッパ各国政府は、それ以前には決して合衆国にそのような資金要請を向けなかった。だから、この新展開は、アメリカ史上エポック・メイキングな出来事である。外債は、以前には、私たちの市場ではほとんど未知のものであった。けれども、何件かのカナダ自治体債の少額取引を通じて、外債発行の道が開けてきた。外国政府債が、この地で販売された最初の機会と述べるに値するのは、1899年7月に J. P. モルガン商会がメキシコ政府債務 1 億 1 千万ドルの借り換えを引き受けた時である。」(Commercial and

*Financial Chronicle*, Jan. 5, 1901, p.8)

ここで言われるように、最初のニューヨークにおける外債発行はメキシコ政府債である。しかし、メキシコ政府債発行時には、ニューヨーク外債市場はロンドン証券市場から自立的に形成されているとはいえない。同政府債発行は、ロンドン証券市場で総額2,270万ポンドで発行、オリジネイトされた。うち470万ポンド分が米国に船送され、ニューヨークにおいて発行販売された<sup>9)</sup>。メキシコ政府債は、ニューヨークで発行、オリジネイトされず、ロンドン証券市場で発行、オリジネイトされた。ニューヨークでは、証券発行引受過程の販売が行われただけである。外債市場というには、外債発行引受過程すべてをニューヨークで行う必要がある。外債市場の機能には、外債発行引受過程の販売だけでは不十分である。外債市場は、外債の発行とオリジネーションの機能とを果たす必要がある。ニューヨークにおける外債発行は、ロンドン証券市場における証券発行引受過程の販売機能を担っていた。ニューヨークにおける外債発行は、いまだロンドン証券市場のネットワークに組み込まれていたのである。

メキシコ政府債の主幹事は、ベルリンのブライヒレーダー商会(Bleichröder & Co.)とロンドンのジュニアス・モルガン商会(J. S. Morgan & Co.)である。ニューヨークのJ. P. モルガン商会は、初めてロンドン証券市場において副幹事業務(comanagement)を果たした<sup>10)</sup>。J. P. モルガン商会の副幹事業務は、ニューヨークの投資銀行による最初の外債発行業務であった。この点に関して、シティのデイリー・メール紙は、次のように述べる。  
「事のすべての点で全く予想を超えた出来事は、初めてアメリカの銀行商会が [シティの] ([

は引用者注、以下同じ。) 外債の目論見書上に出現したことである。」(*Daily Mail*, June 8, 1899 in Carosso (1987) p.420)

J. P. モルガン商会は、ロンドン証券市場で副幹事業務を果たし、ニューヨークではメキシコ政府債発行販売のシンジケートを組織した。ニューヨークのJ. P. モルガン商会は、ロンドンのマーチャント・バンカーであるジュニアス・モルガン商会を経なければニューヨークで外債を発行販売できなかったのである。

## 2. ボーア戦争債

### ——1900年から1902年——

1900年から4次にわたり発行されたボーア戦争債では、ニューヨーク外債市場形成に向けた重大な展開がみられた。

モルガン・グレンフェル商会の社史は、ボーア戦争債の与えた影響について次のように述べる。

「1900年には、ロンドンは、いまだ一流の国際金融センターであり、ロンドンの地位は、1920年代に入り、初めて深刻に変化した。しかし、変化の先駆けを言えば、1900年1月 [ボーア戦争債企図時] を特に言及できる。その時、大蔵大臣は、公式かつ直接にニューヨーク金融市場に打診することが望ましいと悟った。事実として、イギリス政府が7年戦争 (1756~63年) 以来、海外に資金を求めたのは初めてのことであった。」(Burk (1989) p.112)

また、J. P. モルガン商会の社史も、次のように述べる。

「シティは、第一次大戦勃発後、長い間続いた卓越した地位を短期間保持することに成功したけれども、ロンドンは20世紀初頭には、指導的地位を弱める徴候を示し始めた。その時は、モ

ルガンと2, 3のウォール街の銀行家が、初めていくつかの外国政府債 [ボーア戦争債等] をスポンサーし、合衆国で販売した時である。」(Carosso (1987) p.509)

ニューヨークのJ. P. モルガン商会は、この時、ロンドン証券市場でボーア戦争債の主幹事を獲得したのである。また、ボーア戦争債発行を通じて、ニューヨークにおける外債発行は、ロンドン金融市場への金現送システムであることが明らかにされた。J. P. モルガン商会は、ロンドン証券市場における主幹事獲得からロンドン証券市場から自立してニューヨークで外債発行を行うために必要な経験を蓄積したのである。

ボーア戦争債は、1900年3月の英国国債 (National War Loan of 1900) 3,000万ポンド、同年8月の3年満期3%利付大蔵省証券(3 year 3 percent exchequer bonds) 1,000万ポンド、1901年4月のコンソル債6,000万ポンド、1902年4月のコンソル債3,200万ポンド、の四次にわたり発行された。発行目的は、ボーア戦争の戦費調達である。

ニューヨークのJ. P. モルガン商会は、1900年3月の英国国債発行に際してイングランド銀行のアメリカ独占代理人(sole American agent)に任命された<sup>11)</sup>。J. P. モルガン商会は、イングランド銀行独占代理人任命により、ロンドン金融市場の主幹事に至る第一歩を踏み出した。J. P. モルガン商会は、同行独占代理人任命によりシティにおける大きなプレステージを獲得した<sup>12)</sup>。1900年8月に、J. P. モルガン商会は、3年満期3%利付大蔵省証券発行の主幹事を初めて獲得した<sup>13)</sup>。ニューヨークのJ. P. モルガン商会は、初めてロンドン証券市場の主幹事となり、同証券市場で、シンジケート

を組織し、オリジネイトした。J. P. モルガン商会は、引き受けた大蔵省証券をニューヨークに持ち込み販売した。ロンドンのジュニアス・モルガン商会は、J. P. モルガン商会のシンジケートに副幹事として参加した。1900年8月の大蔵省証券発行で、ロンドンのジュニアス・モルガン商会は、初めてニューヨークのJ. P. モルガン商会を通さなければロンドン証券市場で証券を販売することができなくなった。1901年4月と1902年4月のコンソル債でもJ. P. モルガン商会は主幹事となった<sup>14)</sup>。J. P. モルガン商会の主幹事の地位は、ロンドン証券市場において定着したのであった。

第一次大戦前のニューヨークにおける外債発行は、ロンドン金融市場への金現送のシステムであった。主幹事のJ. P. モルガン商会は、四次にわたりボーア戦争債をニューヨークで発行販売した結果得られたドル資金をニューヨークで金に交換し、ロンドンのジュニアス・モルガン商会に現送した。ロンドンのジュニアス・モルガン商会は、J. P. モルガン商会から現送された金をロンドンでポンド・スターリングに交換した<sup>15)</sup>。ニューヨークにおける外債発行は、第一次大戦前には外国政府、外国企業のドル資金調達を目的としたものではなく、ロンドン金融市場への金現送を内容としていたのである。

## II. ニューヨーク外債市場の形成

### ——パーティシペーション・シンジケート

#### の創出と英仏第一次大戦債——

### 1. ニューヨーク外債市場の 自立的形成

ニューヨーク外債市場は、1915年10月15日の英仏第一次大戦債発行額5億ドルを契機にロン

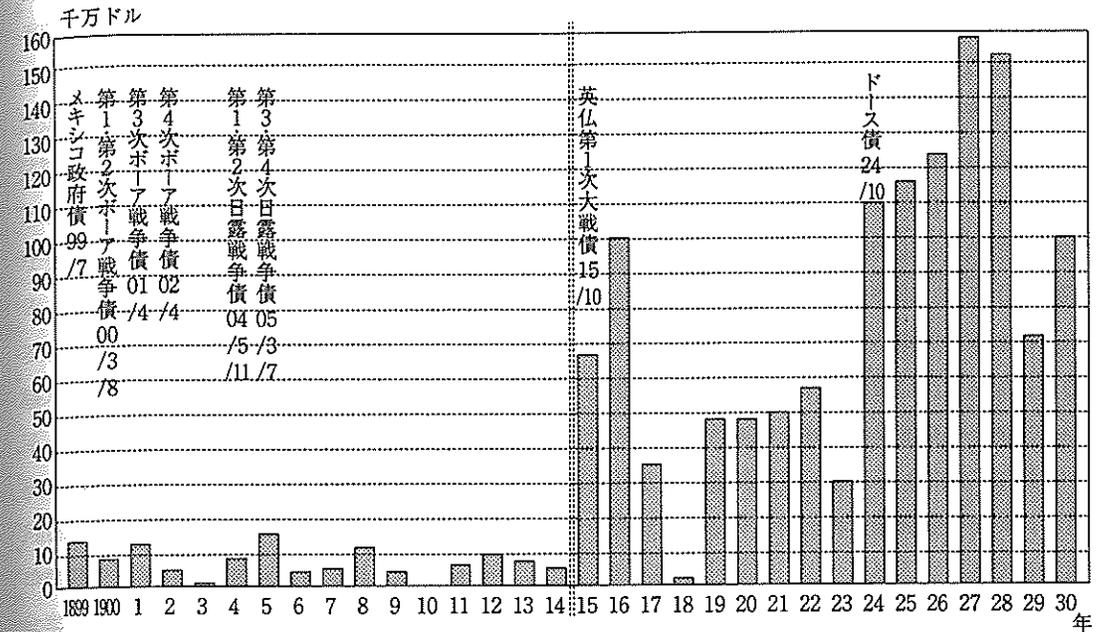
ンドン証券市場から自立的に形成された。ニューヨーク外債市場形成<sup>16)</sup>の理由は、英仏第一次大戦債発行を引受けたパーティシペーション・シンジケートにある。パーティシペーション・シンジケートは、英仏第一次大戦債発行を引き受けるために、引受機能を担う買取シンジケート61社と販売機能を担う1,570社から組織された。パーティシペーション・シンジケートとは、「パーティシペーションの法理」にもとづき組織された引受シンジケートである。「パーティシペーションの法理」は、「参加」<sup>17)</sup>の基本的な法理であり、その内容は、原契約上の権利を売買することで原契約に参加することである<sup>18)</sup>。第一次大戦前の引受シンジケートは、パートナーシップから組織されていた<sup>19)</sup>。パートナーシップ・シンジケートは、主幹事とメンバー各社間の引受証券の「共同所有」(co-owner)<sup>20)</sup>により、顧客を合同し資金を結集したので、単独一社よりも引受能力を高めた。ところが、パートナーシップ・シンジケートは、共同所有に要する資金をメンバー各社に要求するので、共同所有できる者にメンバーを限定した。メンバーの限定は、シンジケートに販売力の限界をもたらした。そこで、限界克服のため、J. P. モルガン商会は、「パーティシペーションの法理」にもとづくパーティシペーション・シンジケートを創出した。「パーティシペーションの法理」は、シンジケートの組織をパートナーシップの共同所有関係から契約関係に転換した。「パーティシペーションの法理」は、パートナーシップでは共同所有に一体化していた引受機能と販売機能とを契約上の権利として分離することを可能にした<sup>21)</sup>。主幹事は、引受機能と販売機能との分離により、共同所有に要する資金をメンバーに求める必要がなくなった。主幹事は、契約上の

権利としての引受機能と販売機能の分離により、全米の販売力のある債券取扱業者1,500社強を組織することが可能となったのである。

ニューヨークにおける外債発行は、パーティシペーション・シンジケートの強力な販売力に支えられた巨大な引受能力によって、初めて、ロンドン証券市場から自立して外国政府債の全証券引受過程(発行、オリジネイト、販売)を行うことが可能となった。J. P. モルガン商会は、パーティシペーション・シンジケートの創出によって、初めてニューヨークでロンドン証券市場に依存せず、外国政府債を発行、オリジネイト、販売することが可能となった。J. P. モルガン商会は、ニューヨークにおける外債発行引受の全証券引受過程を統括する主幹事となったのである。1915年の英仏第一次大戦債は、全証券引受過程をニューヨーク証券市場で行った最初の外国政府債であった。J. P. モルガン商会は英仏第一次大戦債発行引受過程すべてをニューヨークにおいて行うことで、ニューヨークを外債市場としてロンドン証券市場のネットワークから自立させた。第一次大戦前では、ニューヨークにおける外債発行は、ロンドン証券市場で発行、オリジネイトされた証券を持ち込み発行販売したものである。ニューヨークにおける外債発行は、ロンドン証券市場のネットワークに組み込まれていた。メキシコ政府債(1899年)からボア戦争債(1900年から1902年)にかけて、J. P. モルガン商会はロンドン証券市場で副幹事から主幹事の地位を獲得した。シティで蓄積した主幹事の経験は、パーティシペーション・シンジケートの創造による英仏第一次大戦債発行引受に結実した。

パーティシペーション・シンジケートの巨大な引受能力は、ニューヨークにおける英仏第一

図1 ニューヨークにおける外債発行額の推移



出所) Commercial and Financial Chronicle各号, 油井(1988) p.383 (原資料: Dickens, Paul D., *The Transition Period in American International Financing: 1897-1914* George Washington University, 1933, p.73), Lewis(1938) pp.358-59, Mintz(1951) p.9, United States Congress, Senate(1937), Part 27, pp.8254-56, Part 29, pp.9205-6, Part 32, p.3031, pp.10393-401. より作成。

表1 ニューヨークにおける外債発行額の推移

(単位: 100万ドル)

年	外債発行額	1899年=1	年	外債発行額	1899年=1
1899	137.5	1.0	1915	661.4	4.8
1900	88.7	0.6	1916	1,009.4	7.3
1901	125.4	0.9	1917	350.0	2.5
1902	50.4	0.4	1918	23.0	0.2
1903	11.7	0.1	1919	466.3	3.4
1904	84.8	0.6	1920	468.6	3.4
1905	148.9	1.1	1921	500.6	3.6
1906	3.9	0.0	1922	555.4	4.0
1907	49.4	0.4	1923	296.8	2.2
1908	109.5	0.8	1924	1,096.0	8.0
1909	42.8	0.3	1925	1,161.4	8.4
1910	3.0	0.0	1926	1,240.0	9.0
1911	54.8	0.4	1927	1,589.4	11.6
1912	85.2	0.6	1928	1,538.8	11.2
1913	66.9	0.5	1929	718.1	5.2
1914	41.2	0.3	1930	998.0	7.3

出所) Commercial and Financial Chronicle各号, 油井(1988) p.383 (原資料: Dickens, Paul D., *The Transition Period in American International Financing: 1897-1914*, George Washington University, 1933, p.73), Lewis(1938) pp.358-59, Mintz(1951) p.9, United States Congress, Senate(1937) Part 27, pp.8254-56, Part 29, pp.9205-6, Part 32, pp.10393-401. より作成。

次大戦債5億ドルの引受を可能とした。英仏第一次大戦債の発行額は、それ以前とは隔絶した巨額な発行額であった(図1,表1参照)。同債の発行額5億ドルは、当時のアメリカ証券史上最高の発行額である。それまでニューヨークで発行された最高の証券発行額は、1898年の合衆国債のスペイン戦争債2億ドルであった<sup>20)</sup>。1899年から1914年にかけての15年間で、1909年から1913年のドル外交期をはさむものの、毎年のニューヨークにおける外債発行額は、1億ドル強を超えることは一度もなかった。ニューヨーク外債市場は、外債発行額の実績額からみても、1915年の英仏第一次大戦債を契機に形成されたのである。

パーティシペーション・シンジケートは、第一次大戦中のニューヨークにおける外国政府債発行に浸透した。表2によれば、1916~17年に戦時物資調達により逼迫したドル資金<sup>21)</sup>を調達するため、イギリス政府は、三次にわたり英国政府債総額8億ドルをニューヨーク外債市場で発行した。J.P.モルガン商会は、主幹事として三次にわたるイギリス政府債をパーティシペーション・シンジケートによって引き受け、全米全土に売りさばいた。第一次英国政府債の参加者は、487社、第二次英国政府債の参加者

は、583社、第三次英国政府債の参加者は、652社、計1,722社であった。1917年3月には、フランス政府は、フランス政府債1億ドルをニューヨーク外債市場で発行した。J.P.モルガン商会が、主幹事となり、パーティシペーション・シンジケートで引受け、全米全土に売りさばいた。フランス政府債の参加者は、581社であった。パーティシペーション・シンジケートによる外債引受は、1915年から1917年にかけて定着した。英国政府債とフランス政府債は、全米計2,303社をニューヨーク外債市場のネットワークに取り込んだ。図1,表1によれば、1915年には6億6,140万ドルであったニューヨーク外債市場の外債発行額は、1916年には対前年比1.5倍の10億900万ドルに上昇した<sup>20)</sup>。ニューヨーク外債市場は、英仏第一次大戦債発行を契機に形成され、翌16年から17年にかけて定着したのである。

## 2. J. P. モルガン商会の 英国大蔵省勘定とフランス共和国 商業代理勘定

英仏第一次大戦債発行により調達されたドル資金5億ドルは、第一次大戦前とは異なりニューヨーク金融市場に預けられた。この点に関し

表2 第一次大戦中のニューヨーク外債市場における主要外国政府債発行とパーティシペーション・シンジケートの概要

No.	発行日	外国政府債	発行額(ドル)	期限	利率(%)	主幹事	participantsの数	摘要
1	1915年4月1日	フランス政府債	26,290,000	1年	5	J.P.モルガン商会	103社	パーティシペーション・シンジケートによる、 (買取シンジケート-61社 販売グループ-1570社)  (3年-150,000,000ドル 5年-150,000,000ドル)
2	1915年10月15日	英仏第一次大戦債	500,000,000	5年	5	J.P.モルガン商会	1631社	
3	1916年8月15日	イギリス政府債(第1次)	250,000,000	2年	5	J.P.モルガン商会	487社	
4	1916年10月25日	イギリス政府債(第2次)	300,000,000	3年	5 1/2	J.P.モルガン商会	583社	
5	1917年1月18日	イギリス政府債(第3次)	250,000,000	2年	5 1/2	J.P.モルガン商会	652社	
6	1917年3月16日	フランス政府債	100,000,000	2年	5	J.P.モルガン商会	581社	

出所) United States Congress, Senate(1937), *Munitions Industry, Hearings before the Special Committee Investigating the Munitions Industry, United States Senate, 74th Congress, Second Session, Part 27, pp.8343-44, Part 32, pp.10291-95, pp.10305-12, pp.10317-25, pp.10365-72* より作成。

て、「英仏第一次大戦債発行目的の説明に関する声明」(Statement in Explanation of Purpose of Anglo-French Credit)では、アメリカ国民に調達されたドル資金は海外に流出しないことを強調している。すなわち、  
「1. 借り入れられた資金のうち1ドルも、私たちの大陸を流出しない。  
2. 1ドル1ドル全額は、イギリス人やフランス人が必要とする食料、衣服、原材料、製造品購入の現金支払として、幾人ものアメリカの農民、労働者、商人、工場主に、直接または、間接に支払われるのである。」(Commercial and Financial Chronicle, Oct.23, 1915, p.1328)

ここで言われているのは、次のことである。合衆国議会上院公聴会「軍需産業に関する調査」<sup>22)</sup>によれば、調達されたドル資金5億ドルは、ナショナル・シティ・バンクの当座預金に一度預けられた<sup>23)</sup>。第一次大戦前では、ニューヨーク証券市場の外債発行は、調達したドル資金をニューヨークで金と交換し、ロンドン金融市場に現送した。しかし、英仏第一次大戦債発行で調達した5億ドルは、同公聴会証拠No.4199,ナショナル・シティ・バンクの「英仏両国政府中央共同勘定」<sup>24)</sup>によれば、ニューヨークの大商業銀行であるナショナル・シティ・バンクの英仏両国政府中央共同勘定(British and French Governments central joint account)に預金銀行のコレス網を通じて預けられた。預金銀行からコレス網を通じて集められた資金は、4億7,272万1,681ドルであり、発行額5億ドルに対して95%であった。ナショナル・シティ・バンクの英仏両国政府中央共同勘定に集められた資金のうち、1915年11月10日から1916年4月3日にかけて21回にわたり、2億6,240万4,640ドルが、J.P.モルガン商会の英国大蔵省勘定

(British Government Treasury Accounts)に支払われた。また、1915年11月10日から1916年5月4日にかけて17回にわたり、2億2,003万8,705ドルが、J.P.モルガン商会のフランス共和国商業代理勘定(French Republic commercial agency a/c)に支払われた。J.P.モルガン商会は、英仏両国政府の戦時物資購入代理人であった。J.P.モルガン商会は、英国大蔵省勘定、フランス共和国商業代理勘定に預けられた英仏両国政府の調達資金を用い、両勘定を通じて米産、米産製の軍需物資を調達した。英仏第一次大戦債発行は、ドル資金によるJ.P.モルガン商会の英国政府大蔵省勘定とフランス共和国商業代理勘定とを形成したのである。

1917年の合衆国参戦前まで、同公聴会証拠No.4217, J.P.モルガン商会の「英国政府大蔵省勘定」<sup>25)</sup>によれば、J.P.モルガン商会の英国政府大蔵省勘定は、外債(英仏第一次大戦債、第一次から第三次英国政府債)による資金調達と軍需物資購入資金支払から形成された。J.P.モルガン商会の英国政府大蔵省勘定は、英仏第一次大戦債の資金調達により、同債発行までの540万ドルから、一挙に46倍に増加した。英仏第一次大戦債発行以前の1915年9月30日まで、J.P.モルガン商会の英国大蔵省勘定を通じた調達額は540万ドルである。英仏第一次大戦債発行以降、1915年10月1日から同年12月31日までの調達額は、2億6,253万5,000ドルである。軍需物資調達額に占める同債調達資金の充足率は、95%である。1916年1月1日から同年12月31日までの軍需物資調達額は、7億4,179万ドルであり、第一次から第三次の英国政府債による充足率は、106%である。まとめると、1915年8月から1916年12月31日までの英国政府の軍需物資調達額は、10億4,865

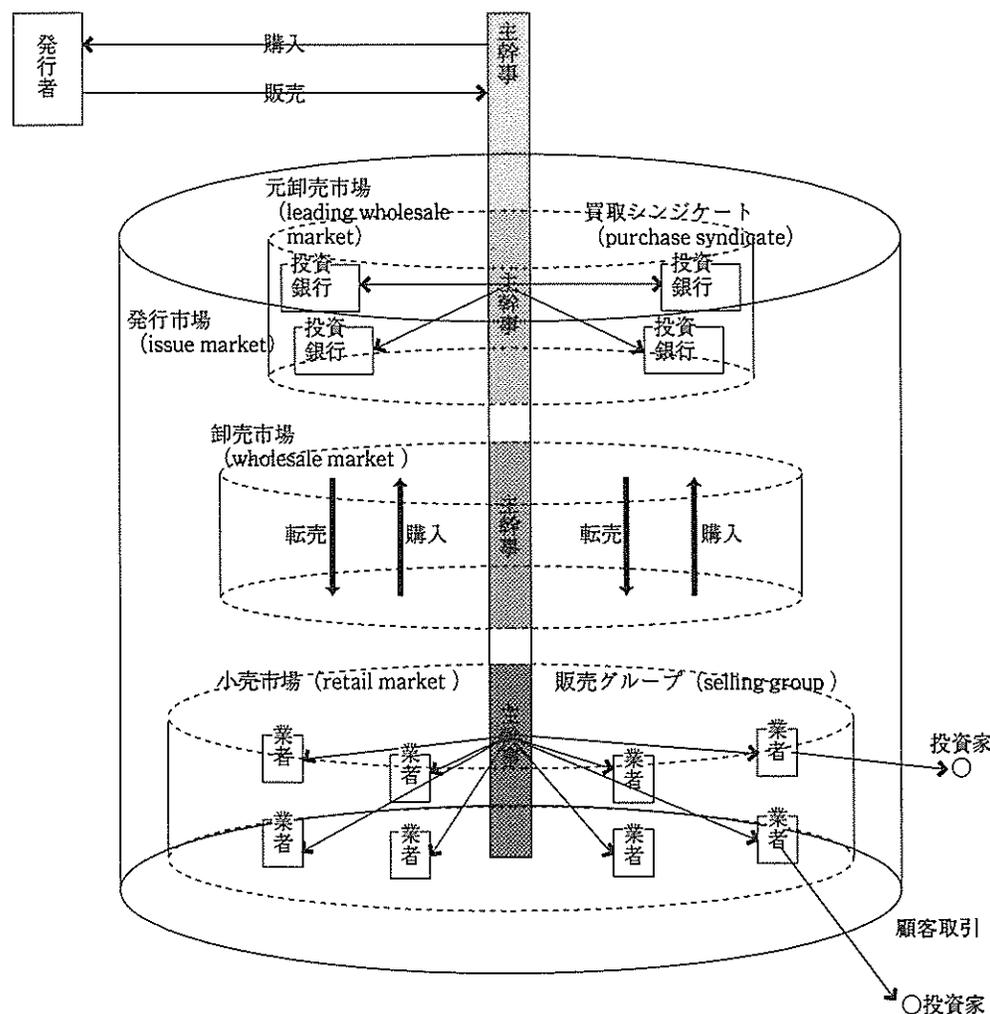
万ドルであり、英仏第一次大戦債と第一次から第三次までの英国政府債計10億5,000万ドルによる充足率は、99.52%であった。第一次大戦期間の英仏両国政府による外国政府債発行は、ニューヨークに戦時物資購入を目的とした外国政府保有ドル預金を形成したのである。

### 3. ニューヨーク外債市場の三層構造

ニューヨーク外債市場の構造は、以下に述べるように三層構造から構成された(図2を参

照)。ニューヨーク外債市場の三層構造は、パーティシペーション・シンジケートの構造にもとづく。パーティシペーション・シンジケートの主幹事と買取シンジケート間における引受証券の売買は、外債元卸売市場(leading wholesale market)を形成する。買取シンジケートと販売グループ間における引受証券の販売は、外債卸売市場(wholesale market)を形成する。販売グループと投資家間における引受証券の売買は、外債小売市場(retail market)を形成する。英仏

図2 ニューヨーク外債発行市場の三層構造



第一次大戦債発行では、J. P. モルガン商会と買取シンジケート61社が外債発行元卸売市場を形成した。買取シンジケート61社と販売グループ1,570社が外債発行卸売市場を形成した。販売グループ1,570社と投資家とが外債発行小売市場を形成した。第一次大戦前のニューヨーク証券市場は、主幹事とメンバーが対等なパートナーシップ・シンジケートから構成されるので階層構造をとらなかった。しかも、第一次大戦前では、引受証券は、主幹事と主幹事の顧客間の売買でほとんど消化された<sup>29</sup>。パーティシペーション・シンジケートはニューヨーク外債市場を三層構造から構築するとともに、ニューヨーク外債市場のネットワークを全米全土に拡張した。パーティシペーション・シンジケートは、主幹事とメンバーとの関係を共同所有関係から契約関係に転換することで、全米の販売力のある1,500社強の債券取扱業者、地方銀行等を取り込むことを可能とした。ニューヨーク外債市場は、全米全土にネットワークを拡大したのである。

外債市場の価格決定と販売量は、ニューヨーク外債市場の全米全土にわたるネットワークにもかかわらず、外債元卸売市場、外債卸売市場、外債小売市場の全段階で、主幹事によるコントロールの下にあった。主幹事は、外債元卸売市場、外債卸売市場、外債小売市場の価格と販売量を独占的に決定した。パーティシペーション・シンジケートでは、主幹事が引受証券を独占的に所有するからである<sup>30</sup>。ニューヨーク外債市場は、全米全土に広がる1,500社強の参加者がいる。しかし、外債元卸売市場は、主幹事と買取シンジケートの主幹事との売買であるので、主幹事が元卸売価格と販売量を決定することになる。外債卸売市場は、買取シンジケ

トの主幹事と販売グループの主幹事との売買であるので、主幹事が卸売価格と販売量を決定することになる。小売市場では、販売グループの主幹事が販売価格と販売量を決定し、強力な販売力で売り切るのである。だから、ニューヨーク外債市場は、全米全土のネットワークにもかかわらず、外債市場の価格と販売量に関する決定過程は主幹事のコントロール下にある。つまり、外債市場の価格と販売量に関する決定過程は、主幹事のシンジケート・ブックにあるのである。主幹事は、元卸売市場としてシンジケート・ブック内の金額をつけかえる。同様に、主幹事は、卸売市場としてシンジケート・ブック内の金額をつけかえ、小売市場としてシンジケート・ブック内の金額をつけかえる。ニューヨーク外債市場は、全米全土にネットワークを拡張する一方、外債市場の価格決定と販売割当量は、主幹事によるコントロール下にあったのである。

### むすびにかえて

本稿は、世紀転換期から第一次大戦期にかけてのニューヨーク外債市場の形成過程とその構造について論究した。その結果、明らかにされたことは、英仏第一次大戦債発行を契機に創出されたパーティシペーション・シンジケートによって、ニューヨーク外債市場はロンドン証券市場から自立的に形成されたことである。主幹事のJ. P. モルガン商会は、ロンドン証券市場に依存することなく同債をニューヨークで発行、オリジネーション、販売した。ニューヨーク外債市場は、元卸売市場、卸売市場、小売市場の三層構造から構築され、全米全土にそのネットワークを拡大した。元卸売市場、卸売市場、

小売市場それぞれにおける販売価格と販売量の割当は、主幹事によるコントロール下におかれた。ニューヨーク外債市場で調達された英仏両国政府保有の5億ドルという巨額の資金がナショナル・シティ・バンクの英仏両国政府中央共同勘定およびJ. P. モルガン商会の英国政府大蔵省勘定とフランス共和国商業代理勘定を通じてニューヨーク金融市場に預けられた。初めて、ナショナル・シティ・バンクとJ. P. モルガン商会とに5億ドルという巨額の外国政府勘定が置かれることとなった。

1915年から1917年にかけて、パーティシペーション・シンジケートは、ニューヨーク外債市場における外債発行引受シンジケートとして浸透した。1916~17年には、計三次の英国政府債発行額8億ドルが、パーティシペーション・シンジケートによって引き受けられた。英国政府債とフランス政府債の参加者、計2,303社をニューヨーク外債市場のネットワークに取り込んだ。パーティシペーション・シンジケートは、ニューヨーク外債市場の外債発行高を飛躍的に高めるとともに、ニューヨーク外債市場のネットワークを全米全土に拡大した。英国政府債とフランス政府債の主幹事は、J. P. モルガン商会であった。J. P. モルガン商会は、第一次大戦前にロンドン証券市場で蓄積した主幹事業務の経験をパーティシペーション・シンジケートの創出に結実させた。1920年代には、J. P. モルガン商会、ナショナル・シティ社、ギャランティ社の主幹事による外債発行の99%近くまでが、パーティシペーション・シンジケートで引き受けられるに至った<sup>30</sup>。英仏第一次大戦債を契機に形成されたニューヨーク外債市場は、第一次大戦期から1920年代にかけて、国際的に長期の資金を調達するという意味で国際資本市

場として大きく発展展開したのである。

## 注

- 1) ニューヨークにおける外債とは、ニューヨークにおいてドル建てで非居住者が発行し、投資銀行から成る引受シンジケートによって引受けられ、主としてアメリカの投資家によって消化される債券を指す(日本証券経済研究所(1992), p.704を参照)。
- 2) cf. Buck(1992) p.121, Carosso(1970) pp.222-23 (邦訳上巻, pp.341-42), 安保(1984) p.56。本稿は、その指摘を踏まえ、引受シンジケートとJ. P. モルガン商会の主幹事業務からニューヨークの国際金融の中心地への発展過程を考究する。また、土井(1992)は、世紀転換期から第一次大戦前にかけての米国の対外証券投資について、証券引受の点から、特定金融機関が特定証券を引き受けることを明らかにしている。本稿は、土井(1992)の引受金融機関と発行者との関係を明らかにした視角とは別の視角、つまり、引受シンジケートとJ. P. モルガン商会の主幹事業務から同期のニューヨークにおける外債発行の展開過程を考究する。
- 3) 本稿では、国際金融の中心地とは、国際間の資金貸借、決済センターを指す(大阪市立大学経済研究所(1992), 「国際金融市場」の項を参照)。
- 4) 本稿では、証券市場とは、証券を売買の対象とし、取引の客体となる市場を指す(大阪市立大学経済学研究所(1992), 「証券市場」の項を参照)。本稿では、ロンドン証券市場を、ロンドンにおいてイギリス国内外証券を発行する市場とする(日本証券経済研究所(1992) p.679を参照)。ニューヨークに持ち込まれ発行された外債は、主にイギリス国債とロンドン証券市場における外国政府債である。
- 5) ホブソンは、英国から合衆国への債券・株式の船送について次のように指摘している。すなわち、「知名の政治家は大西洋を横断して西に向かう大船舶は債券や株式を底荷として運搬していることを発見した。」(Hobson (1914) xv (邦訳p.1))
- 6) 大阪市立大学経済研究所(1992), 「国際資本市場」の項を参照。
- 7) パーティシペーション・シンジケートの形成過程については、拙稿、中塚(1997a), および、J. P. モルガン商会によるパーティシペーション・シンジケートの創出と同シンジケートの詳細については、拙稿、中塚(1997b)を参照。
- 8) cf. Chernow(1990) p.200 (邦訳上巻, p.254)
- 9) cf. Carosso(1987) pp.419-20.
- 10) cf. *ibid.*
- 11) cf. Burk(1989) p.115, Carosso(1987) p.510.
- 12) cf. Burk(1989) p.115.
- 13) ベアリング・ブラザーズ商会と各々50%の共同主幹事であった(Carosso(1987) p.512)。
- 14) 両債は、ロスチャイルド商会と各々50%の共同主幹事であった(*op. cit.*, p.513)。
- 15) cf. Burk(1989) p.113。金現送の条件は、J. P. モルガン

## 引用・参考文献

## 外国文献

- 1) Armstrong, Alan W.(1968), "The Developing Law of Participation Agreements," *Business Lawyer*, Vol.23, No.689.
  - 2) Black, Henry Campbell(1933), *Black's law Dictionary and Concise Encyclopedia*, 3rd ed., St. Paul, Minn.
  - 3) Bouveir, John, 3rd ed.(1914), *Bouvier's Law Dictionary and Concise Encyclopedia*, Vernon Law book Co., Kansas City, Mo. and West Publishing Co., St. Paul Minn.
  - 4) Buck, James E. ed.(1989), *The New York Stock Exchange: The First 200 Years*, Greenwich Publishing Group, Inc., Essex, Conn.
  - 5) Burk, Katherine(1989), *Morgan Grenfell, 1838-1988: The Biography of Merchant Bank*, Oxford University Press, Oxford.
  - 6) Carosso, Vincent(1970), *Investment Banking in America: a History*, Harvard University Press, Cambridge, Mass. (カロソン, V. P. 「アメリカの投資銀行」上, 下, 「証券研究」55巻, 56巻, 1978年)
  - 7) —(1987), *The Morgans: Private International Bankers, 1854-1913*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
  - 8) Chernow, Ron(1990), *The House of Morgans: an American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance* Touchstone, New York (ロン, チャーノウ「モルガン家—金融帝国の盛衰」(青木榮一訳)上, 下, 日本経済新聞社, 1990年)
  - 9) "First Installment of Anglo-French Loan Called for," *Commercial and Financial Chronicle*, Oct.30, 1915.
  - 10) *Hambleton et al. v. Rhind*, Jan. 5, 1897, 35 A. 601.
  - 11) Hobson, C.K. (1914), *The Export of Capital*, Constable and Company, London (ホブソン, C.K. 「資本輸出論」(楊井克巳訳)日本評論社, 1968年)
  - 12) *Liberty Bond Act*, in Bankers Trust Company, Bond Dept.(1917), *United States Liberty Loan of 1917*, Bankers Trust Company, Bond Dept., New York(Microform, New York Public Library) .
  - 13) Loss, Louis and Seligman Joel, 3rd ed.(1989a), *Securities Regulation*, Vol.1, Little, Brown & Co., Boston, Mass.
  - 14) —, 3rd ed.(1989b), *Securities Regulation*, Vol.3, Little, Brown & Co., Boston, Mass.
  - 15) Mintz, Ilse(1951), *Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States 1920-1930*, National Bureau of Economic Research, Inc., N.Y.
  - 16) Noyes, Alexander D.(1926), *The War Period American Finance*, Bankers Pub.Co.Boston,Mass.
  - 17) "Retrospect of 1900," *Commercial and Financial Chronicle*, Jan.8, 1901.
  - 18) Ryan, Reade H. Jr.(1984), "Participations in Loans under New York Law," *International Financial Law Review* Oct.
  - 19) "Statement in Explanation of Purpose of Anglo-French Credit," *Commercial and Financial Chronicle*, Oct.23,
- の意見を大きく反映していた(cf. Carosso(1987) p.512.)。
- 16) 本文の外債市場は、外債発行市場を指す。外債流通市場は、第一次大戦期の外国人保有アメリカ証券の購入に基礎が与えられる(安保(1984) pp.57-58を参照)。1920年代に外債流通市場は本格的に形成された。1920年代では外債の償還期限は、第一次大戦中の償還期限の3年から5年にくらべて30年強と長期化する。償還期限の長期化により、外債利回りと利子率の変動との間に裁定が生じ、1920年代に外債の本格的売買が行われた。ここに外債流通市場が形成される。
  - 17) Bouveior(1914) "participate" p.2460, Black(1933) "participate" p.1328.
  - 18) cf. Ryan(1984) p.41。「パーティシペーションの法理」は、英米法の判例集積により現代まで発展した。「パーティシペーションの法理」の英米法上の発展については、拙稿、中塚(1997b)を参照。
  - 19) パートナーシップ(partnership)で組織された引受シンジケートをパートナーシップ・シンジケートと呼ぶ。パートナーシップ・シンジケートの詳細については拙稿、中塚(1997a)を参照。
  - 20) *Uniform Partnership Act*, Sec.6
  - 21) 「パーティシペーションの法理」による引受機能と販売機能の分離については、拙稿、中塚(1997b)を参照。
  - 22) Noyes(1926) p.138.国内株式では、1902年のU.S.スティーラの創業株式発行引受が2億ドルであった(呉(1971) p.205を参照)。
  - 23) 英国はドル不足を理由にロシア向調達契約の一つを解除した。cf. Chernow(1990) p.197 (当該箇所は、邦訳には訳出されていない)。
  - 24) 外債発行額は、1917年には3億5,000万ドル、翌18年には2,300万ドルと大幅に落ち込む。連合国の戦費調達方法が、同年4月の合衆国参戦により外債発行から政府間借款に転換したからである。自由公債法2条(*Liberty Bond Act*, Sec.2)によれば、合衆国政府は、連合国への資金供与を目的とした自由公債を発行した。また、同趣旨で勝利公債を発行した。
  - 25) United States Congress, Senate(1939), *Munitions Industry*.
  - 26) cf. "First Installment of Anglo-French Loan Called for," *Commercial and Financial Chronicle*, Oct.30, 1915, p.1420.
  - 27) cf. *ibid.*, United States Congress, Senate(1937), Part 33, Exhibit No.4199, British and French central joint loan account, pp.10799-800.
  - 28) cf. *op. cit.*, Part 34, Exhibit No. 4217, J. P. Morgan & Co.-Summary of Credits and Charges to British Government Treasury Account, Aug. 25, 1915, to Dec. 31, 1921, pp.10916-11319.
  - 29) cf. Loss and Seligman(1989a) p.326.
  - 30) 「パーティシペーションの法理」では、主幹事に引受証券の所有権がある。
  - 31) cf. United States Congress, Senate(1931, 32), Part1, pp.160-63, Part2-2, pp.900-3)

1915.

- 20) United States Congress, Senate(1931,32), *Sales of Foreign Bonds or Securities in the United States*, Hearings before the Committee on Finance, United States Congress 72th Congress 1st Session, Part 1, 2-1, Dec.18, 1931-Jan.7, 1932, Government, Printing Office, Washington.
- 21) United States Congress, Senate(1937), *Munitions Industry*, Hearings before the Special Committee Investigating the Munitions Industry, United States Senate, 74th Congress, 2nd Session, Part 27, 29, 32, 33, 34, Jan.13, 1932-Feb.6, 1932, Government Printing Office, Washington.

邦語文献

- 1) 安保哲夫(1984)「戦間期アメリカの対外証券投資」東京大学出版会。
- 2) 吳天降(1971)「アメリカ金融資本成立史」有斐閣。

- 3) 土井修(1992)「米国の対外・対内証券投資」敬愛大学経済文化研究所。
- 4) 中塚晴雄(1997a)「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)99号, 1997年11月。
- 5) ——(1997b)「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)99号, 1997年11月。
- 6) 日本証券経済研究所(1992)『新版 証券辞典』日本証券経済研究所。
- 7) 大阪市立大学経済研究所(1992)『第三版 経済学辞典』岩波書店。
- 8) 油井大三郎(1988)「資本輸出増大とその経済的意義」鈴木圭介編「アメリカ経済史Ⅱ(1860-1920年代)」東京大学出版会, 所収。

(九州大学大学院博士課程)