

投資銀行の外債引受業務について ニューヨーク資本市場の国際化過程と関連して

九州大学 中塚晴雄

本報告は、投資銀行の外債引受業務とニューヨーク資本市場の国際化、特に外債市場の形成過程を明らかにすることを目的としている。ニューヨーク資本市場の国際化は、投資銀行の外債引受によるニューヨーク外債市場の自立を内容としていた。本報告は、これまで詳細に検討されなかった投資銀行の外債引受業務と外債引受を支えたアングロ・アメリカン独自の制度に分析の焦点をあて外債市場の形成過程の追究を試みる。分析は、アメリカ議会上院公聴会資料と英米法判例およびJ.P.モルガン商会とモルガン・グレンフェル商会の社史に直接依拠して進められる。

ニューヨーク外債市場の自立には、投資銀行の引受プロセスを支える三点の引受技術が確立されなければならなかった。第一は、引受能力を飛躍的に高めた革新的な引受シンジケート、つまり、パーティシペーション・シンジケート(participation syndicate)の創出である。第二は、外債を長期間保全する担保制度の確立である。第三は、外債の発行・引受から償還までを実務的に管理する財務代理勘定の考案である。ニューヨーク外債市場の自立には、パーティシペーション・シンジケートの創出が決定的な役割を果たした。

1915年に、J.P.モルガン商会は、パーティシペーション・シンジケートを英仏第一次大戦債の引受を契機に創出した。アメリカ上院公聴会でJ.P.モルガン商会、パートナーのホイットニー氏は、この点を示唆する次の証言をしている。

「1915年9月に最初の大規模な外国政府債[英仏第一次大戦債](報告者注、以下同じ。)が到来した時、私たちの債券部長が現代の引受シンジケートのスキームを創出したのです。」¹

また、1953年の「合衆国対モルガン他17投資銀行」の判決でメディナ判事も、次のように証言する。

「1915年に証券を販売する現代的シンジケートの方法は、モルガン・スタンレー社他17投資銀行とその前任投資銀行[J.P.モルガン商会他]によって発明されたのである。」²

ハーバード・ロー・スクールのルイ・ロス教授も次のように言及する。

¹ United States Congress, Senate(1939), Investigation of Concentration of Economic Power, Hearings before Trans National Economic Committee, United States Congress, 76th Congress, 2nd Session, Vol.23, p.11859, in Testimony of Mr. Whitney, J.P. Morgan, New York City

² United States v. Morgan et al., United States District Court, S.D. New York, Oct. 14, 1953, 118 Fed. Supp. 630.

「現代の販売グループは、英仏第一次大戦債に源流を發しているといわれている。そのとき、J.P.モルガン商会は、実用的に少しでも債券を分売する能力のある誰でも皆全員を全米全土に広がる販売グループにまとめあげたのである。」³

証言が示すように、パーティシペーション・シンジケートは現代の引受シンジケートの原型である。パーティシペーション・シンジケートは、「パーティシペーションの法理」を用いて、世紀転換期のパートナーシップ・シンジケートに内在する引受能力の限界を克服し、巨額の債券引受を可能にしたのである。

第二の担保制度の確立をみてみると、アメリカの担保制度は、担保物件の所有権を借り手（債務者）の許にとどめるリーエン・セオリーのモーゲイジ（物的担保）制度が普及していた。しかし、外債では、発行者と担保物件は外国に所在するため、債権者（債券保有者）が担保物件の管理・実行・競売を実行することは実務的に不可能である。そこで、外債では、物的担保によらない基金方式の担保である減債基金が設定されたのである。

第三に、投資銀行の引受が現実に機能するためには、債券引受に伴う管理業務、すなわち、オリジネイト時の資金提供と債券の引渡し、販売から償還までの元利金支払と債券管理、減債基金の積立と担保管理・実行などを整備する必要があった。そこで、外債の引受から償還および担保管理と実行を一元的に行うため、外債引受専用の財務代理勘定が設定されたのである。

ニューヨーク外債市場は、1915年の英仏第一次大戦債引受時にパーティシペーション・シンジケートの創出を契機に形成された。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（主幹事 買取シンジケート 販売グループ）に対応して元卸売市場と卸売市場および小売市場という三層構造から構築された。パーティシペーション・シンジケートは、三層構造に対応して投資銀行をリーディング・ホールセラーとホールセラーおよびリテラーに専門分化させたのである。

この時形成されたニューヨーク外債市場は、現代のユーロ債市場、ニューヨーク国際資本市場の原型でもあった。現代の投資銀行の引受シンジケートは、墓碑名広告に見られるようにスペシャル・ブラケットとメジャー・ブラケットおよびサブ・メジャーという階層構造をとる。これは、パーティシペーション・シンジケートの現代的形態である。本報告は、歴史実証的なだけでなく現代的意味もあるのである。

【討論者のコメント】 専修大学 小林襄治 氏

本報告は、これまでの投資銀行の研究がともすればJ.P.モルガン商会やクーン・ローブ商

³ Loss, Louis and Seligman, Joel, 3rd ed. (1989), Securities Regulations, Vol. 1, Little, Brown & Company, Boston, p.327, n.16.

会等の勢力争いとして理解される傾向があったことは異なり、投資銀行の引受シンジケートに着目し、議会資料と判例を用いて英仏第一次大戦債を契機にパーティシペーション・シンジケートが創出され、第一次大戦大戦後も通じた発行市場の構造とシンジケートの構造を明らかにした点に研究の独自性がある。

2. アメリカにおける証券市場の生成発展過程を研究するにあたり、外債発行市場を強調する必要はないのではないか。国内証券発行市場の上に革新的な技術が採用されたと考えべきではないか。
3. 担保制度と担保受託制度および財務代理制度とパーティシペーション・シンジケートをはじめとする引受シンジケートの発展過程とは直接は関係ないのではないか。
4. ナショナル・シティ銀行の当座勘定を経てJ.P.モルガン商会の財務代理勘定に債券販売代金が払い込まれる点をどのように考えたらよいのか。
5. 1930年代の外債のデフォルトを考慮すると、債券を保全するための担保制度と減債基金は現実には債券保全制度として機能しなかったのではないか。
6. 1930年代以降、ニューヨーク資本市場は国際化した事実はないと考えられるが、ニューヨーク資本市場の国際化についてどのように考えられるか。

[回答]

17. パートナーシップ・シンジケートおよび担保制度や担保受託制度や財務代理制度、国内証券発行市場の生成過程から確立した制度である。その意味で、パーティシペーション・シンジケートや外債特有の担保である減債基金は、国内証券発行市場の制度を踏まえて確立した革新的技術といえる。しかも、パーティシペーション・シンジケートは、1920年から34年にAT & T社の社債、30件、計億9千万ドルの引受シンジケートとして用いられ、また、1927年のニューヨークガス会社等の国内株式の引き受けシンジケートとしても用いられた。1917年の自由公債や1918年の勝利公債、合計214億3292万4700ドルといった国債の大量販売方式としても採用された。減債基金も、国内鉄道社債の担保方式として設定されるようになった。このように、国内証券発行市場の上に採用された外債特有の革新的技術は、今度は、外債発行市場から国内証券発行市場に大きな影響を与えたのである。
18. 債券担保制度と担保受託制度および財務代理制度を確立したことで、ニューヨーク外債市場は制度的枠組みを与えられた。担保制度と担保受託制度および財務代理制度の確立は、ニューヨーク外債市場形成に向けた次の段階として、引受能力の飛躍的増大、すなわち、外債発行額の巨額化とニューヨークでのオリジネーションの実行を要請した。ここに至り、引受シンジケートの革新的発展が要請され、1915年の英仏第一次大戦債発行を契機に、パーティシペーション・シンジケートがJ.P.モルガン商会によって創出されるのである。このように、担保制度と引受シンジケートは密接な関係がある。
19. 投資銀行は、ナショナル・シティ銀行のコルレス網を利用して全米全土から引き受けた

債券の販売代金を集めることが可能となった。すなわち、商業銀行のコルレス網が全米全土に張り巡らされたので、投資銀行は全国に所在するリテラーを組織してパーティシペーション・シンジケートを確立し、引き受けた債券を全米全土に販売することが可能となったのである。

20. 担保制度や減債基金が1930年代のデフォルト時に有効に機能しなかったことは事実である。本報告で強調した点は、物的担保のモーゲイジや基金方式の担保である減債基金の債権保全手段としての機能である。担保制度や減債基金が外債に対して債権保全制度として確立したことが、第一次大戦期にニューヨーク外債市場が形成され、1920年代の外債発行ブームが起きた基礎的な要因である。特に、減債基金は、いったん積立がなされなければ債務不履行となる強力な法的効果が付与されていたので、債券保有者にデフォルトの可能性の高い発行者を知らせるシグナルとして機能していた。担保制度や減債基金が、1930年代にどの程度現実に機能したかについては、今後の課題といたしたい。
21. 1930年代以降のニューヨーク資本市場の国際化は、次の三点、すなわち、第一に、1930年代にニューヨーク外債市場の発行高は減少するが、ドルの国際通貨化に結びつくかたちで国際資本市場としての機能を果たしていたと考えられること、第二に、第二次大戦以降、ニューヨーク資本市場の構造と投資銀行の引受シンジケートはユーロ債市場にも引き継がれた点、第三に、1997年から1998年にかけてニューヨーク資本市場での外債発行が大幅に増加していること、を考慮して今後の課題といたしたい。

【質問】 法政大学 西村閑也 氏

19世紀末からのロンドン発行市場で用いられていたアンダーライティング・シンジケート方式は、米国では用いられないのでしょうか？用いられなかったとすれば、その理由はどういうことですか？

【回答】

19世紀末のロンドン発行市場で用いられたアンダーライティング・シンジケートの引受方式は、残額引受を基礎としたシンジケートであった。米国では19世紀後半の引受シンジケートがイギリス型のシンジケートであった。しかし、世紀転換期から1910年代にかけて米国の引受シンジケートは、一括買取方式のパートナーシップ・シンジケートに転換した。理由は、第一に、残額引受の場合、発行者が販売専門部署を持たず経験も浅く、投資銀行の残額買取を待って初めて資金調達が完了するため、発行から資金調達まで時間がかかりすぎる。第二に、発行者は販売部署と販売組織を保有しないから、残額引受は証券販売に費用がかかり非経済的であったからである。つまり、イギリス型の残額引受には資金調達に要する多大な時間と高い発行コストという欠陥があったのである。

【質問】 熊本学園大学 平岡賢司 氏

2. 一括買取引受の場合に、主幹事の買取資金はどこからでているのか？
3. ドル建て外債発行市場の発展は、当該期のドルの国際通貨化の進展と密接な関連があるのではないのでしょうか？

【回答】

12. 一括買取引受の場合、パーティシペーション・シンジケートの導入以前では、投資銀行の買取原資は、投資銀行の預金であった。パーティシペーション・シンジケートの導入以後は、強力な販売力により迅速かつ確実な販売が約束されたため、一括買取契約と実際の買取資金の払出が分離し、一括買取契約締結後に引き受けた債券を販売したうえで買取資金を発行者に払い出すようになった。つまり、パーティシペーション・シンジケートの導入以後は、買取原資を必要としない投資銀行特有の一括買取引受が確立することとなる。J.P.モルガン商会は、パーティシペーション・シンジケートの創造によって買取原資を保有せずに発行者に巨額の資金を供与し、かつ、自ら利益をあえる仕組みを作り上げたのである。
13. ドル建て外債発行市場の発展により、外債発行によって調達した外国政府保有のドル資金は、投資銀行の財務代理勘定に蓄積されることとなる。財務代理勘定のドル資金は、投資銀行の外国為替勘定や商業銀行の当座勘定を通じて貿易通貨や取引通貨として用いられることとなり、債券発行の面からのドルの国際通貨化に大きな役割を果たした。この意味で、投資銀行の財務代理勘定は、広義のドル・バランスといえることができる。

【質問】 千葉商科大学 齋藤壽彦 氏

ナショナル・シティ社やギャランティ社は、投資銀行ではなく商業銀行の証券子会社といえるのではないのでしょうか。投資銀行と商業銀行の証券子会社がニューヨーク資本市場の国際化を担っていたというべきではないのでしょうか。

【回答】

商業銀行の証券子会社も、態様を見ると債券引受を行う投資銀行である。報告の基礎としたアメリカ議会上院公聴会も、証券子会社を投資銀行としている。したがって、本報告では、商業銀行の証券子会社は投資銀行の一形態として扱っており、商業銀行の証券子会社も含む投資銀行がニューヨーク資本市場の国際化を担っていたこととなる。もとより、親会社に商業銀行を頂く証券子会社は、投資銀行といえども独自の性格と機能をもつものと考えられるが、その点については今後の課題といたしたい。