

マーチャント・バンクのアンダーライティングの再検討 —18世紀商人の発展プロセスの観点から—

中 塚 晴 雄

はじめに

第一章 ロンドン商人の創業と資金調達

第二章 他人資金の借入から貸出へ

第三章 ロンドン商人の投資から残高引受に

おわりに

参考文献

はじめに

本稿は、マーチャント・バンクの証券の引受(アンダーライティング: securities underwriting)の成立プロセスを再検討したいと考えている。マーチャント・バンク(merchant banker: 商人銀行)は、ロンドン商人が国内交易や海外貿易、特に大西洋間貿易に従事した後、あるいは従事しながら、海運海事業にまつわる特有のリスク事情に対する海上保険業の引受(アンダーライティング)から分岐発展したものであると、広く常識とされている¹。19世紀前半(1800年代前半)には、マーチャ

ントバンクの証券の引受(アンダーライティング)は、海上保険業の引受から、分岐発展した。その後、マーチャント・バンクの証券の引受(アンダーライティング)は、その業務の内容から、残額引受(securities stand-by underwriting)と言われた。残額引受とは、現代的にもほぼ意味が変わらず、「公募額が募集予定額に達しないときは、その残額を引受証券会社および引受シンジケート団の金融期間が取得する旨を発行者と契約することをいう。」(金融実務辞典、吉原[2000] 残額引受の項)。マーチャント・バンクの残額引受の由来は、海上保険のアンダーライティングからというのは定説になっている²。筆者は、以前に、マーチャント・バンクが証券引受を行うにあたって重要な契機として担保、特にイギリス特有の浮動担保(floating charge)が大きな役割を果たした、との拙稿をあらわした³。海上保険の引受からマーチャント・バンクの残額引受が分岐成立した点を、本稿は、マーチャント・バンクがロンドン商人を起源として発展するプロセスのうえで、マーチャント・バンクの証券引

¹ マーチャント・バンクの証券引受(securities stand-by underwriting)の観点以外からの研究はいわゆる国際通貨論からのアプローチが多い。また、マーチャント・バンクをロンドン市場の所与の前提としてベアリング家やブラウン家のような海外の先行研究からの盛衰を対象とした研究も多い。マーチャント・バンクの成立は、古典的にはチャップマンの学説にしたがってロンドン商人の発展から成立したと考えられている(Chapman [2010])。また、いわゆる国際通貨論の立場から、国際通貨論の貿易通貨の立場から荷為替信用の関係性は強く認められるがその点について荷為替信用の成立に金融活動が不可欠であったという研究もある(八木[2001][2007])。さらに、アムステルダムがロンドンに先駆けて国際金融都市あるいは国際商業都市になれたのはマーチャント・バンクの国際的決済によるところが大きいとの研究もある(橋本[2015])。アムステルダムからロンドンが国際商業(国際貿易)の拠点都市となった契機を、国際通貨論の立場から貿易決済通貨が、マーチャント・バンクの金融活動を通じて、オランダ・ギルダーからイギリス・ポンドに移ったことに求める研究もある(玉木[2007])。逆に、戦間期の国際通貨ポンドの国際体制の構造的不安定をマーチャント・バンクの財務内容の悪化に求める研究もある(平岡[2016])。後者の研究としては、マーチャント・バンクの存在をロンドン市場の所与の前提にして、その活躍をベアリング家(商会)といった海外の先行研究に沿った研究もある(Hidy [2014], 荒井[1971], 寺地[1987])。また海外ではブラウン家(商会)に沿った研究もある(Brown [2012])。後年のマーチャント・バンクの盛衰や日本の証券会社の海外活動に投影するような研究もある(山本[2005])。

² 引受(アンダーライティング: underwriting)の用語を、歴史的にみれば、OED [1933]によると、項目“underwrite”の用語は「to subscribe (a policy of Insurance)」(筆者訳: 保険契約の締結)と定義されている。OED [1933]による用例では、1633年の“1633 Malynes Anc. Law-Merch, 103 one be bound, and two or more do put their hand and scale, and underwrite and seale the said Bill as Principals.”(筆者訳: 1633年のMalynes Anc. Law-Merch p. 103によれば、一人が拘束され、二人以上が無理やり手を秤に乘せられて、本人として当該保険証書を引き受けて)紋章を押印した。1633年という17世紀ごろから英語として利用された海上保険のリスク(危険負担)の引受の用語として定義されている。OED [1933]では、周知のように、その定義の順番は英語として確認された歴史的な順番に依っており、証券引受に相当するOED [1933]の定義は、19世紀ごろに英語に正式に認知されたとして“to agree to take up, in a new company or new issue, a certain number of shares if not supplied for by the public” (筆者訳)と定義された。その用例は、この証券引受の用例がOED [1933]によって、1859年のLindley Comany Law p. 761に“A promoter of a company who had agreed to underwrite 10,000 shares” (筆者訳: 1万株を引き受けることに同意した会社の発起人が)でようやく17世紀半ばの1633年の海上保険のリスクの引受から2世紀近くたった18世紀半ばの1859年に証券引受として利用されるようになった。このOED [1933]が引受(underwriting)の歴史的用語の分岐を見る限り、ロンドン商人の証券引受はロンドンの保険人の引受から分岐したものと通説として広く受け入れるに至ったのだと考えられる。

³ 中塚[1998]

受を始めるようになった。つまり海上保険業の引受は関係なく、マーチャント・バンクの証券引受である残額引受 (securities stand-by underwriting) が生まれたというもう一つの道筋が考えられるのではないか⁴。マーチャントバンクの証券引受、言い換えればアングロ・アメリカンの証券業の引受(アンダーライティング)の起源は、海上保険業ではなく、商人の富の蓄積による古典的なロンドン商人の業務の発展と拡大から生まれたということを明かにしようと考えている。最初は、16世紀(1500年代)のチューダー朝のロンドン商人の起源と富の蓄積から検討を始めてみたい。

第一章 ロンドン商人の創業と資金調達

18世紀に商人(マーチャント)は生まれた

18世紀前半、1730年代から1740年代にかけて、ロンドンに海運や貿易に特化した個人商會を設立した。18世紀中ごろから後半、つまり1740年代から1780年代にはアメリカの拠点を築いた。18世紀後半には、ロンドン商人は巨額の富を蓄えるようになった⁵。

商人の資金調達

商人が商売をするうえで、資金調達は常に考慮せざるをえなかった。商人がどのように資金を調達して海運と貿易に特化した商人に起業参入できたのか。どのように商會(マーチャント)となっていたのか。また、海運や貿易の商売で成功した商人は、儲けた資金をどこに投資したのであろうか⁶。

起業資金

ロンドンの商人になるには、人集めも大変であったが、とにかくにもまず先立つものはお金であった。現代でいうと企業の創業プロセスでは、アーリーステージ(early stage)の段階である。大西洋間貿易では、製造業と同じく設備投資を有する資本集約型産業であった。18世紀中頃(1750年頃)、海運と貿易、つまり貿易業を始めるには、途方もなく巨額の資金を必要とされたとさ

れていた。大西洋間貿易の事業に商人として参入するには、資本金3千ポンド⁷から4千ポンド⁸が必要であった。他方で、家具職人の初期費用は100ポンド⁹と見積もられていた¹⁰。商人の創業には、家具職人の30倍から40倍の資金を必要とした。貿易に携わる商人は、商人といえども、現在の日本円で、ざっくりと1億円ちかくの巨額の初期投資の設備資金を必要としたのである。

資金調達の困難さ

大西洋間貿易に携わるロンドン商人の仕事は、生産設備を擁する企業のように、アーリー・ステージを脱しても、長期の設備投資を必要とする産業であった。参入費用が高くても、資本市場や銀行から資金調達できれば良かったのであるが、現代とは違って300年前の17世紀から200年前の18世紀にかけては、まだ資本市場が未整備であり、銀行融資でも長期貸付金の信用リスクを取れず、商人が、現在価値で1億円ちかくの新規参入の起業資金を調達することは非常に困難であった。

商人の債務不履行

当時のイギリスでは、銀行が融資したとしても、貸付金の元本回収は大変困難であった。イギリス独自のものでもあったが、司法権の管轄違いで、債権者(銀行家など)は、貸付金を回収できないこともあった。債務者の財産が、貸付金返還訴訟の対象外になる場合もあった。訴訟で回収しようとしても、当時のイギリスでは、債務者の債務不履行と債務者の財産差し押さえを同時に進めることもできなかった。商人への貸し付けの約3割(26%)が訴訟に持ち込まれた。商人に対する貸付に対して債務不履行が約3割にものぼった。この債務不履行率(訴訟率)では、およそ商人にお金を貸し出す金融業者や富裕層はいないはずであった。比較すれば、現代の金融機関の貸出金の債務不履行率は約2%にすぎない。だから、商人の創業時の資金は、銀行家や金融業者からの借入で調達できなかった。したがって、商人は、創業にあたっては、親戚筋からもしくは相続で調達されていたのが実際であった¹¹。

⁴ アメリカでは、マーチャント・バンクの残額引受が、19世紀後半、1870年頃に全額買取引受(securities firm commitment underwriting)に発展して二十一世紀の現代に至っていると考えられている。

⁵ Hancock [1995] p. 240

⁶ *op. cit.*, pp. 240-1.

⁷ 17世紀(1600年)の3千ポンドは、現在(2017年)の41万3,600ポンドに相当した。17世紀(1600年)の貨幣価値では、3千ポンドで、馬を364頭もしくは牛1,612頭を購入できた。現在の41万ポンド(17世紀の3千ポンド)は、日本円だと約6,229万5,174円(1£=150円)であった。

⁸ 17世紀(1600年)の4千ポンドは、現在(2017年)の55万1,500ポンドに相当した。17世紀(1600年)の貨幣価値では、4千ポンドで、馬を485頭もしくは牛2,150頭を購入できた。現在の55万1,500ポンド(17世紀の3千ポンド)は、日本円だと約8,326万3,210円(1£=150円)であった。

⁹ 1百ポンド(1600年)の現在価値(2017年)は1万3,780ポンドに相当した。当時(1600年)の1百ポンドでは、馬12頭もしくは牛53頭を購入できた。

¹⁰ *op. cit.*, p. 212, Morrison [2017] p. 115

¹¹ Morrison [2017] p. 115

起業の資金源

パートナー一人で貿易商会を始めようとも、複数の共同パートナーで貿易商会を始めようとも、初期の設備投資と運転資金は必要であった。すなわち、商会の建物を借りて、あるいは建物は自前で建てて、見栄えの良い調度品を揃え、商品を保管する倉庫を借りるなり、自前で建てて、事務員を雇い、当時は高価な筆記用具などの消耗品を購入して揃えなければならなかった。当時は、そんな貿易商人の起業に融資する銀行家もいなかった。だから、パートナーの稼いだ財産や親族の相続財産、ときには結婚の女性側の持参金で、初期の設備投資と運転資金を賄ったといわれている¹²。

起業は長兄が多かった

商人の創業者は、現実には、自らの稼ぎと儲けの蓄積で、初期の巨額な設備資金や運転資金を先代（父親）や先々代（祖父）から生前贈与を受けたり、遺産を相続して初期投資を調達したとしても、商人であるパートナーの共同パートナーやパートナーの下位に属するアソシエイト（同僚）たちが必ずしも同じように先代（父親）や先々代（祖父）からの膨大な遺産の分け前にありつかなかった。仮に先代（父親）や先々代（祖父）に生前贈与や遺産になりうる資産があったとしても、先代（父親）の直接の死亡による相続によって、遺産を受け取れた例は稀であった。理由は、そもそも兄弟姉妹がいた場合には（それが普通だったが）当時の法慣習や法制度は、長兄相続もしくは著しく長兄に有利な相続であった。また、遺言（遺書）を用いたとしても、18世紀の法慣習としては、長兄以外に遺言（遺書）で大きな遺産を残す風習はなく、属人的な仕事が多かった世の中であったから、若くて経験の浅い次男以下に財産を遺言（遺書）で残すことは極めて稀であった。したがって、相続が初期資本として頼りになるといっても、長兄以外の次男以下に貿易商人に参入しようとした場合には、先代（父親）や先々代（祖父）の財産を相続できなかった。そのような次第で、長兄はロンドン商人に参入できる巨額の資金を相続で賄うことが可能であったが、一族の次男以下は、ロンドンを捨て、一族の一員として、時には長兄のロンドン商会の代理人として、一山当てにアメリカに渡ったのもやむをえなかった¹³。

相続で商人の仲間入り

貿易業に参入を企図する商人で、一族の跡取りのような長子長兄は、先代（父親）や先々代（祖父）の他に、母親や祖母、叔父叔母、キリスト教でいう洗礼式の名付け親、が重要な資金源とみなせた（親族を資金供給源とみるのは現代的な道德感ではあまりよいことではないが）。具体的事例として、1751年にロンドンで貿易業に参入したジョン・サージェント二世は、従弟の死から、遺産として、6,000ポンドとロンドンのミッシング通りに家（店）を相続した。同年には、妻の妹の死亡によって、ジョン・サージェント二世は400ポンドを相続した。前年の1750年には、ジョン・サージェント二世は、富裕な叔父から、ベッドフォードシャー（ロンドン郊外の地所）を相続した。その叔父からは、セントポール教会の墓所も二箇所を相続した。このように、商人としての貿易事業が一山当てて大儲けに依存する結果、初期資本金や店舗や郊外の地所そのうえ超一等地の墓地さえも、実際は、パートナーの仕事で稼いで貯めるよりも、一流の商人の証の財産や店舗や地所や墓地は一族からの相続から機械的にもたらされたものであった¹⁴。

商業組合への弟子入り

貿易はロンドンの商人組合のなかでは新参者であったので、商業組合にパートナーやアソシエイト（同僚）は徒弟制度に入門して商業のやり方を覚えた。商業のイロハのなかでは、手紙の写しを作成することは帳簿への数字の記入なども入っていた。財産は相続に頼ることが多かったものの、商業のイロハは商業組合の徒弟制度に公式非公式に弟子入りして徒弟制で学んだのである¹⁵。

商人仲間の財産や事業の引き受け

一族親族からの財産の相続がひと段落すると、パートナーになった商人は、商人組合の徒弟制で学んだ親方商人から相続財産の個人商会を引き受けた。現代で言うところのM&Aであった。ときには、商人は、取引相手の商人や商会の財産を引き受けたのである¹⁶。

私掠船も資金源

貿易業に参入しようとする商人は、18世紀（1700年代）のイギリスの戦争を大いに収入源として貿易商会の初期投資に利用した。18世紀の戦争相手国はルイ十四世のフランスであった。フランスもアメリカに植民地を持って

¹² Hancock [1997] p. 242

¹³ *op. cit.*, pp. 242-3

¹⁴ 他にも、ジョン・ボイドは、26歳のとき、セント・クリストファーにある砂糖農場（プランテーション）二箇所を、お金持の祖母の死亡によって相続した。*op. cit.*, p. 243

¹⁵ *op. cit.*, p. 244

¹⁶ 商人仲間の財産や事業の引き継ぎでは、一族親族からの財産の相続がひと段落すると、パートナーになった商人は、商人組合の徒弟制で学んだ親方商人から相続財産の個人商会を引き継いだ。現代で言うところのM&Aであった。ときには、取引相手の商人や商会の財産も引き受けた。*op. cit.*, p. 241

いた。1756年から1763年にかけての七年戦争（ヨーロッパ大陸）のアメリカ植民地版のフレンチ・インディアン戦争のアメリカ大陸のほかにも、大西洋間を横断する商船も、ロンドン商人の資金源になった。ロンドン商人の雇った商船は、船長には「拿捕と競売」の権限をイギリス王室政府が付与した書類「私掠免許」（*marque and reprisal letter of marque*）を渡していた。英国軍艦ではないが、商船であっても敵国、特にスペインやフランスの商船を、持ちうる武力で拿捕し、イギリス母国に曳航して、海軍省（事務所）の査定の上に、競売して、船長、航海士、船員、それに船主あるいは船を雇った商人、それぞれが規定の競売金を「報奨金」として入手できた。いわば公的な認可を受けた私掠船であった。

私掠船からの莫大な収入

商人の私掠船での拿捕の稼ぎは、ばかにならないほど大きな額であって、1744年のアイルランド沖で、オズワルド商会（商人）のイギリス商船が拿捕したフランス商船の拿捕によるフランス船と積み荷は、ロンドン商人に数千ポンドの富をもたらした。オズワルド商会（商人）の、私掠船の数々の戦果は、15,000ポンドにものぼった。オズワルドは、このお金を企業の設備資金と運転資金に賭って、海運業と貿易業のオズワルド商会として商売を始めたのであった¹⁷。

資本金の拡大

18世紀（1700年代）の終わりまでには、少ない数ではあるが、いくつかのロンドン商会は、かなりの資本金（出資金）と借入金を調達できるようになっていた。1810年から1818年にかけてのロスチャイルド商会とブラウン商会とベアリング商会の資本金が示されている¹⁸。ブラウン商会は12万ポンドであり、ロスチャイルドは177万ポンドにも各商会の資本金は伸びたのであった。

ブラウン商会とベアリング商会とロスチャイルド商会

19世紀後半になっても、このロンドン商会の資本金の表出から100年以上たったとしても、イギリスにおける通常の商人の資本金は、10万ポンドであったこと¹⁹を考えれば²⁰、ロンドン商人で成功したブラウン商会やベアリング商会やロスチャイルド商会の資本金は傑出した大きさであった。1810年のブラウン商会の資本金12万ポンドは、現在価値（2017年）で換算すると（2017年）558万3千ポンドになる（邦貨価値8億5千万円）。1810年

当時の12万ポンドで馬1万1428頭もしくは牛2万4千頭を購入できた。また、1810年のロスチャイルドの資本金は、177万ポンドにもなる。当時（1810年）のポンドを現在価値（2017年）で換算すると8,235万ポンドにもなる（現在邦貨：125億円）。1810年の177万ポンドで馬16万8671頭もしくは牛35万4千頭を購入できた。この英国ロンドン商人の中でも傑出した商人（マーチャント）が、資本力、人脈、専門的知識を駆使してロンドン市場でマーチャントからマーチャント・バンカーに変容していったのである²¹。

第二章 商人の他人資金の借入から貸出へ

他人資本の調達へ

創業時の自己資金を、相続や仲間から、ロンドン商人は、資金調達した。その調達先は、大西洋間貿易での私掠船の戦利品にまで及んだ。現代の日本円に換算して最低でも一億円以上かかる巨額の自己資金の調達に成功したロンドン商人は、大西洋間貿易の事業を拡大するために、自らの自己資金による信用増を背景に、いままでは困難であった資金の借入に乗り出したのである。

設備資金の借入

相続や時には結婚持参金で、自己資金を調達した商人は、初期投資資金を十分に所持していた。初期投資を行って貿易業に参入した商人（マーチャント）は、ときには外的要因で経営的には難しい局面に立たされた。例えば、1760年代から70年代の七年戦争に近い期間では、アメリカのプランテーションが敵に占領されたり、戦災にあった。このような場合、損失を資本金を取り崩して填補する必要があるから、ロンドン商人でさえも資金不足に陥った。プランテーションのような資本設備が戦災にあうような事態では、ロンドン商人も、自己資金だけでは補填できず、借入金に頼らざるを得なかった。この借入金の性質は、どちらかというとき長期の設備資金であった。この借入金は、通常の商業信用の供与とは異なった。すなわち為替手形や帳簿貸しや質などの短期の借入資金とは異なっていた²²。

資本金を他人資金で増強

しかし、このような戦災による設備、つまりアメリカの農業プランテーションの毀損を補填する金額は多額であった。言い換えれば、このような設備毀損は、再設備

¹⁷ *op. cit.*, pp. 242-3

¹⁸ Morrison [2017] p. 116, p. 143

¹⁹ 19世紀半ばの10万ポンドは、現在価値（2017）660万ポンドである（現在邦貨10億円）。19世紀半ばの10万ポンドで、馬3,636頭もしくは牛10,318頭を購入できた。

²⁰ Chapman [2010] p. 40

²¹ Morrison [2017] p. 116

²² Hancock [1997] p. 247

資金とも考えられる。単年度や数年間では、巨額の補填額には、富裕なロンドン商人でも返済能力を超えていた。このような資本性の高い借入金を借り入れる場合は、商人は、放蕩三昧や高額なお洒落な服装や豪華な宝石に費やされるようなことは厳に戒められなければならなかった。借入金の資金用途は、倒産の危機に瀕した時に資本金を維持する目的であったり、あるいは特別な商機、つまり戦争はマイナスにもプラスにもなるので、アメリカの敵地でプランテーションを奪ったり、新プランテーションを開拓したりするようなどきに必要の資本金を他人資本、つまり借入金で融通する場合に限るべきであった。当然ながら、借入期間が長くなったとしても、このような場合の商人の資金借入は、元本と利子の償還が可能な場合に限られた²³。

商人は借りるのに慣れていない

しかし、18世紀前半（1700年代前半）のロンドン商人は、相続で初期資本を集めた後、貿易で財をなしていた。そのような富裕な商人は、お金を借りることに慣れていなかった²⁴。したがって、通常の資金の借入は、銀行家から借入に慣れない商人への、基本的には単純な融資（貸付）であった²⁵。

通常の資金貸借

銀行家の貸し手は、資金用途を許可して、使用期間中に金利を支払い、定められた期日までに元金を貸し手に償還するという条件で、資金を、商人の借り手に貸し出した。貸し手が借り手に要求する金利は、1714年から1800年という18世紀にかけて、イギリス本国では法律で定められた最高利率が5%で、アメリカ植民地では8%から6%であった²⁶。

貸借金の事務処理

商人が借りるときは、銀行家の貸し手の帳簿上の借り手名義の口座（account）に貸し出されたお金が入金（記帳）された後、現金は引き出された。借り手名義の口座に利子と元本が入金された。銀行家の貸し手は、万が一の借り手の債務不履行のために、約束手形や英国債や譲渡可能な裁判所の判決（イギリス独自）や借り手の財産を担保に取った。借り手の借入金残高は、銀行家の貸し手の証書で常に証明され、その借入証書はイギリスでは自治体に登録された²⁷。

貸出金の取り立ては複雑

実際には、貸出や借入の契約はシンプルであったが、確実に貸し手が借り手に償還を迫るには18世紀（1700年代）特有の事情から複雑かつ困難であった。18世紀（1700年代）のイギリスでは、銀行家は、まだ契約履行、つまり借入金の完済を求めるには、ロンドン商人であっても、法律の執行力には不十分な司法制度であった。最初に、銀行家の貸し手は、借り手を再確認し、次に借り手に対する貸出債権（借入債務）を確定し、すなわち既存債権（借入残高）を確定し、何本もの貸出債権（借入債務）件数があるときは、確定した債務者に何本もの貸出債権（借入債務）を名寄せで一本化、償還期限の順番に並べなおして、貸し手は、借り手の期限と金額と利子を並べて一覧表にする必要があった。ここまでしなければ、商人の借り手がそもそも何本の借入金があって、それぞれの返済期限は別々であり、元本と利子もそれぞれ別な金額を統合して確定しなければ、銀行家の貸し手は借り手に借入債務の返済を請求できなかった。これは現代でも同じである²⁸。

訴訟は現実にはできない

このような貸出は、当然、しばしば訴訟になった。貸し手と借り手の債権債務関係、つまり信用の貸し借りを親族に頼った場合には、親族間でも訴訟になった。ただし、実際には、訴訟は起きずに、その手前の段階の仲裁や和解や脅しで終わることが多かった。なぜなら、商人間の排他的かつ相互扶助的な共同体や親族間で元利金の償還の訴訟を起こすには、心理的な障害が立ちはだかったからである。貸し手の厳しい取り立ては、すなわち、借入債務の確定に担保の差し押さえと競売を伴う訴訟は、商人のギルド的な共同体の人間関係や親族の親戚づきあいを破壊するものだったからでもある²⁹。

債権債務関係の物理的な距離

債権取り立てには、貸し手と借り手との物理的な距離が障害になった。貸し手の商人が、借り手の商人との間に距離があると、たとえばロンドン商人が貸し手でアメリカの商人が借り手とすると、逆のアメリカの商人が貸し手でロンドン商人が借り手の場合もありうるが、貸し手と借り手の間に大西洋が立ちはだかっていた。債権債務関係に致命的なほど物理的な距離があると、貸し手の

²³ Hancock [1997] p. 247

²⁴ *op. cit.*, p. 248

²⁵ 日本では明治維新以降に明治政府はナポレオン（3世）の統治下でナポレオン法典を編纂した仏法学者ポアソナードをお雇い外国人で東大に雇い、フランス法の影響を受けた民法を制定した。それ以降、金銭の元利金の返済を伴う貸借は金銭消費貸借契約になる。

²⁶ *ibid.*

²⁷ *ibid.*

²⁸ *op. cit.*, pp. 248-9

²⁹ *op. cit.*, p. 249

商人が、借り手に返済を強制して債権債務関係を終わらせようとしても、借り手に効果的な督促状や逃げないように借り手を監視することは大変困難であった³⁰。

法律と司法制度の不備

貸し手の商人の貸した資金の取り立てで、一番の障害は法律や司法制度が18世紀（1700年代）では借入金（借入債務）の返済について十分な法律と司法制度にはなっていなかったことである。当時の法律では、貸し手は、債務者の全財産を差し押さえられなかった。しかも、驚いたことに、貸し手は、訴訟を通じて、借り手（債務者）のお金、当時は金貨、と株式は差し押さえから免除されていた。また、当時は、貸し手は、借り手に債務不履行確認訴訟と担保物件の差し押さえを同時にはできなかった。現代にも通じる点もあるのが裁判で訴訟を起こしても、費用がかかり、判決まで時間もかかり、必ずしも貸し手に有利な判決が下りるとは限らなかった³¹。

商人も借り手から貸し手に転化

それでも、ロンドン商人が貸し手となって資金を貸す理由は、ずばり儲かるからに他ならなかった。モノを輸出入する貿易事業よりも、貸出の方が儲かった。ロンドン商人は、通常、イギリスでは上限金利5%で、植民地では6%から8%で貸し出していた。この金利の数字は、海軍債や英国勝利債に投資した時の利率4%に比べれば、貸し手になって資金を貸し出すことは、投資と貸付の違いはあるものの、ファンドへの投機で得た2～7%の平均収益率や奴隷貿易で得た6%と比べても有利であった。例えば、1700年代に、借入初年度は不明だが、ホーム伯爵に貸し出された10,000ポンドは、毎年500ポンドの利息をもたらした。1759年には、毎年の支払い利息の累積は、8,500ポンドにもなった。この利子は、商人に支払われたものである³²。

債務不履行でも儲けた

また、18世紀は、農業革命と言われる輪作（作物）と囲い込み（畜産放牧）の時代でもあった。現代とはまるで状況が違うが、農地の需要は大きく、農地から上がる粗収入も大きかった。ロンドン商人は、生産量の拡大が著しい農業に貸し出した。土地の価格も上昇気味であった。農地の地価上昇の結果、驚いたことに、貸し手の商人は、貸した資金の債務不履行のときでも、担保にとった土地を取得することで、債務不履行にもかかわらず、

むしろ儲けたのである³³。

債務不履行ビジネス

債務不履行によって、かえって貸し手の商人が利益を得る実例を見てみよう。1760年代初頭にて、ロバート・スコットとジョン・プリングルの二人の商人は、南米のグラナダの農園主に4,000ポンドを融資した。その際に、融資の担保にコーヒー農園と木綿農園を設定した。1766年という6年後に、借り手の農園主は、債務不履行に陥った。貸し手の商人は、担保権を実行して、南米の農地を入手した。その2年後、ロンドン商人二人は、値上がりした農地を転売して、差額を儲けた。このように貸し手の商人は、元利金を返済できなくとも、債務不履行に陥っても、担保設定、担保権の実行、土地の取得、土地の値上がり、土地の転売で儲けていた³⁴。

貸し手優位

貸し手の商人は、借り手に対する支配力や影響力を行使した。また、貸し手の商人は、借り手の経営や生活をしっかりと把握していた。さらに、貸し手の商人は、借り手の稼ぎの管理を引き受けることもあった。

返済方法

貸し手の商人は、現代的には困難であるが、地方の農地や外国の農地から上がる粗収入から直接元利金の返済を受ける権利を得ていた。借り手は、地方や外国の農地から上がる収穫物を、ロンドンの商人への返済のために、仲間のロンドン商会に収穫物の引受先を指定し、収穫物を保管してもらっていた。例えば、1750年から1756年にかけて、貸し手がロンドンのホーム商会で、今となつては借り手が不明ではあるが、ホーム商会への借金返済として、少なくとも3,300ポンド相当の未精製黒砂糖が、借り手の仲間のグラント社に預けられた。3,300ポンド相当の未精製黒砂糖は、ホーム商会の勘定で手数料を取られて販売されて、ホーム商会への返済に充当された³⁵。

貸付規模

1763年から1784年にかけて、オズワルド商会は、少なくとも83件の融資を行った。年間当たり4件の融資案件であった。総額は、現状でわかる限り、5万5千ポンド以上であった。オズワルド商会の一件当たりの融資額は1,000ポンド以上を超えることも珍しくはなかった。83件のうち三分の二が、1,000ポンドを超える融資案件

³⁰ *ibid.*

³¹ Hancock [1997] p. 249

³² *op.cit.*, pp. 249-50

³³ *ibid.*

³⁴ *op.cit.*, p. 250

³⁵ *ibid.*

であった。平均融資額は、4,175ポンドにのぼった³⁶。

融資基準

当時の短期の貸出では、貸し手の商人は、よく知っている人物か職業的な能力が認められない人物に決して融資しなかった。例えば、オズワルド商会は、ダービーという人物の仲介である貴族に1万ポンドの融資案件を仲介されたが、仲介者のダービーがある貴族の名前を明かすことを拒否したため、名前の分からない人物には貴族であっても、貸し出しはしないということであった。もうすこし敷衍すれば、商人が、貸し出しをするかどうかの判断基準は、借り手についてよく知っていること、および金銭的な余裕があること、と考えられた³⁷。

第三章 ロンドン商人の投資から残高引受に

商人は、大西洋間貿易の輸出入事業に新規参入するには、現代の日本円の価値で1億円以上の巨額の資金を必要であった。ロンドンのシティでの個人商会の開店、港湾での作業拠点、船舶の購入、船舶の航海、アメリカでの代理人の拠点開設、アメリカでのプランテーション農場（砂糖、タバコ、木綿）の取得、と巨額の設備投資を要した。当初の17世紀（1800年代）のロンドン商人に、3割近い債務不履行率があると、銀行家の中でこの巨額の資金を貸し出す銀行家はいなかった。ロンドン商人が、大西洋間貿易に参入するときの現代の日本円に換算した1億円以上もの巨額の資本金を、相続で資金調達した。ロンドン商人は、長男が多く、一族の全財産を、父から、さらに男子相続人がいない叔父や叔母からも財産を引き継いだ。相続で資本金を蓄えて大西洋間貿易に参入したロンドン商人は、私掠船をも利用して（事業化して）さらに富を蓄積した。

貸付利子と担保競売で儲ける

起業の初期段階（アーリーステージ）を過ぎて一定の資本を蓄えて中間段階（ミドルステージ）まで達したロンドン商人は、財産を持つようになったので、信用も得られるようになって、銀行家から資金を借り入れることもできるようになった。その過程の中で、ロンドン商人は、資金の貸出が貸出利子によって儲かることを知って、余裕資金のあるロンドン商人は、自らの資金を貸し付けた。ロンドン商人の貸出では、借入者の債務不履行でさえも、担保にプランテーション農場を徴求して競売で売り飛ばして儲けることもするようになった。

商人には預金業務はなかった

ロンドン商人やマーチャント・バンク（商人銀行）は、預金を預け入れていたが、個人預金は保有していなかった。マーチャント・バンク（商人銀行）の顧客の貿易取引と投資取引に関連して預金を保有していたのみである。大口企業金融と貿易金融と証券発行を業務を行っていた。いわゆる銀行家や商業銀行のような預金業務と預金受け入れはしてはいなかった³⁸。

商人の投資

このように、ロンドン商人も、資本を蓄積して、資金を第三者に貸し出すまでに発展すると、次の金儲け、言い換えれば、収益を生み出す分野に進出していった。それが、「投資」である。ロンドン商人は、さまざまな事業や金融資産に投資していった。すなわち、商人の事業、商人以外の事業、株式の流動性の低い企業、年金や株式、国債、土地、であった。商人の事業は、資金需要を常に必要とする存在から、資金を生み出す事業、言い換えれば、事業や株式や年金や国債や土地などに投資するようになったのである³⁹。

商人の投資先

たとえば、グラントという商人（商会）は、イギリスのマノール鉱山（Mines of Manor）とヨーク市の建物会社の株式に投資して株主になった。1740年代には、グラントは、またイギリスのスコットランド西部のスペイサイドの木材伐採会社の株式を購入して株主になった。10年後、グラントは、スコットランド東部のアバディーンのパウリング会社の株式に投資した。1760年代には、グラントは、フォースクライド運河（the Forth-Clyde Canal）とキルマーノック（Kilmarnock）の毛織物工場の株式にも投資した。商人（商会）の投資先は、小規模な銀行や土地（農業）改良会社や保険会社の株式もあった。当時では、いずれの株式も売買はされているものの流動性が低い業態であった⁴⁰。

投資家の側面

起業時の資金調達の問題はあったものの、起業段階（アーリーステージ）を超えて、ミドル・ステージに入るような成功したロンドン商人は、貿易取引だけにかかわらず、投資家や金融業者の役割も果たすようになった。商人は、通常、自らの事業、同業者の新規事業、特許会社の株式、年金、国債、土地に投資した。商売がう

³⁶ *op.cit.*, pp. 250-51

³⁷ Hancock [1997] p. 252

³⁸ Brian [2018] p. 5

³⁹ Hancock [1997] p. 258

⁴⁰ *op.cit.*, p. 259

まくいくにつれて、商人本人自身やパートナーシップ制は、初期の設備投資を調達する側から、余剰になった資金を同業者の事業や特許会社の株式や年金や国債や土地に投資する側になった⁴¹。パートナーの投資資産の中で大きな割合を占めたのは、もちろん、パートナーシップ制で経営される自らの商会の事業であった。しかし、商売がうまく行き始めて金銭的に余裕が出れば、小さな個人商会や小さな会社に投資するようにもなった⁴²。

海上保険由来に対する疑問

このロンドン商人の投資の延長線上に証券の引受（アンダーライティング）が発達したと考えられないだろうか。そもそも、通説では、ロンドン商人の投資の引受（アンダーライティング）は、ロンドン商人の海上保険の引受から派生した業務と考えられている。海上保険で、帆船などの船舶の遭難リスクが発生した時に損害を補填する業務から発展したと言われる。ロンドン商人の証券の引受（アンダーライティング）は、残額引受（standby underwriting）といって、ロンドン商人が英国債など発行された証券をまとめて仕入れてきて、言い換えれば、英国債を発行した王室政府や証券を発行した企業から英国債や証券を仕入れてきて、ロンドン商人が仕入れた証券を顧客に売りさばき、売れ残った英国債や証券を買い取る、といった業務内容であった。ジェフリー [2007] によれば、「引受けは、多くの役割の一つで、公債に対する申し込みが不足した時には、引受シンジケートメンバーは、手数料の代わりに公債の一部を受け取ることに同意していた」（p. 157）との引用箇所にも残額引受のイギリスでの成立が裏付けられる。この証券の引受（アンダーライティング）は、海上保険の引受（アンダーライティング）と同じ用語でもあり、また、海上保険における船舶の遭難の被害に、仕入れてきた証券の売れ残りを重ね合わせたのだろう。海上保険における船舶の遭難には、保険人は、遭難で発生した損害に金銭的に補償したことに、英国債や証券を仕入れて売れ残った、つまり、投資した英国債や証券を買い取ることで、いわば仕入れたけど売れなかった商品の損失を被ることが、ロンドン商人の英国債や証券の引受（アンダーライティング）の由来と考えたのであろう。

資本の蓄積と投資

しかし、ロンドン商人の創業起業からの発展過程を見

ると、17世紀（1600年代）ごろからロンドンで国内取引やヨーロッパ大陸貿易にいそしみ、18世紀（1700年代）には、太平洋間貿易に参入し、船舶やアメリカでの拠点開設やプランテーション農場などの設備投資を父方や母方そして親戚の叔父叔母からの相続と奥様からの花嫁持参金から、いわば身内から資金を調達して、英国債をはじめとしてさまざまな証券に投資した。その中には、利払いが保証された英国債からある程度流動性のあった特許会社の株式や流動性の乏しい中小企業の株式までであった。つまり、株式投資の一環としてロンドン商人の証券の引受（アンダーライティング）は考えられないのだろうか。論理は以下のとおりである。すなわち、ロンドン商人は、発展するにつれて、英国債や起業の証券に投資するようになった。英国債は、コンスル債であったが、利払いが保証されており、人気も高くなっていった。するとロンドン商人自らが投資するに加えて、大量に英国王室政府の大蔵省から仕入れて、ときには一括で仕入れて、ロンドン商人の得意先や常連を中心に顧客に売りさばくようになった。ところが、仕入れた商品は、英国債や証券に限らず、輸入された物品の商品であっても売れ残るときは、売れ残る。仕入れた商品が売れ残る状態は、ロンドン商人の日常であったろう。仕入れた物品や輸入した物品が売れ残った場合は、ロンドン商人がその損失を補填する。つまり売れ残り品は大幅値下げして損失覚悟の安売りをするか、それでも売れない場合は売れ残り品を廃棄して損失をかぶるはずである。この類似の作業として、発行先から仕入れた英国債や証券でも得意先や常連に売った後売れ残ってしまえば、物品の売れ残りと同じように、仕入れの損失をロンドン商会在が補填するに至ったのであろう。その後、ロンドン商人は、その後数年間時期を待って、売れ残って保管していた英国債や証券を、流通市場の当該銘柄の価格を見て、人気が出て価格上昇傾向にあるときに、こっそりとひっそりと売り出したので処分や損切をしたのであろう。

投資から引受へ

この流れを、ロンドン商人が、証券の引受（アンダーライティング）のやり方を自らの証券投資から発展させたとみる方が、説明が合理的かつ明快と考えられる。ロンドン商人の外部の排他的かつ相互扶助的な保険人の海上保険の補償のやり方を、時の人材育成の方法で考えれば、わざわざ保険人の個人商会に人材を弟子入りさせ、

⁴¹ *op.cit.*, p. 258

⁴² ロンドン商人は、貿易業の本業を通じて、金融業者と密接な関係を築いてきた。成功した商人ならば、金融業者にも投資をしていただろう。したがって、商人が取引先へ与えた信用供与のかたちは、次のようなものが考えられる。すなわち商品を後払いで購入したり（支払日まで商品の前貸しになる）、金利分を入れれば儲けの種であったし、相手側にとっても支払日より前に商品を手取できるので時間の節約にもなった。日常業務のルーティン業務から聞こえてくる情報からも仕事の端緒をつかんだり、仕事の質を維持したり、高めたりすることにも、儲けの種が潜んでいた。パートナーやアソシエイツは、アメリカの現地事情に精通しているので、その経験を背景に投資主として経営に口を出す積極的な投資先の専門分野の顧問的な役割も担った。Morrison [2017] p. 116

⁴³ OED [1933] 「underwrite」の項と本稿前掲注2を参照。

そこで保険人を師匠として徒弟制で、いわば現代の海上保険の船舶遭難リスクの発現に対する損失補償のやり方を学んで、ロンドン商人の英国債や証券の引受（アンダーライティング）に取り入れたというのは、17世紀（1600年代）から18世紀（1700年代）にかけての職業の性質が、やや職人氣質で排他的であり仲間内同士の相互扶助的な性格を考えると、比較的富裕層の集団である保険人と父母からの相続や親族からのや奥様の持参金をかき集めてイギリスとヨーロッパ大陸の貿易業やイギリスと大西洋間貿易業に参入した、新参者のロンドン商人とは、お互いの仲間の排他的な性格から、ロンドン商人から富裕層の保険人に人材を徒弟性に出すとは考えにくい。おそらく保険にもロンドン商人も、排他的のみならず、相当お互いのプライドは相互交流を分け隔てなくできるよりは、相互交流を阻む壁を作っただろう。したがって、ロンドン商人の英国債や会社の証券の引受（アンダーライティング）は、個人商会の内部業務の投資家から、投資から英国債と会社の証券の仕入れ、それに伴う売れ残りの買い取り補償ということから発展していったのは自然のことと考える。

おわりに

16世紀（1500年代）から三次にわたる英蘭戦争で勝利したイギリスは、オランダからイギリスとアムステルダムの間にある英仏海峡や北海での制海権を奪い、また1688年の名誉革命ではオランダ貴族のオレンジ公ウィリアムが妻メアリとイギリスの共同統治者（共同国王）となってオランダ系の共同国王オレンジ公がイギリスの王室政府を支配したため、軍事力、つまり、海軍艦隊や商船隊、また国勢の勢いがアムステルダムからイギリスのテムズ河畔の港町ロンドンに移った。本稿では、ロンドン商人の英国債や証券引受（アンダーライティング）を英国保険人の海上保険の船舶難破によるリスク発生時における損失を補償するという海上保険のリスク引受（アンダーライティング）由来のものと考えられていた通説を、ロンドン証券の成立過程から再考を試みる目的があった。ロンドン商人の勃興を鑑みると、貿易取引、特に、大西洋間貿易に新規参入するには、現代の日本円で言うところの1億円以上の巨額の設備資金を必要とした。不確定要素の大きい大西洋間貿易では船舶事故の問題もあった。アメリカから季節変動価格の上下が激しい一次産品を商っていたため、当時の貿易商人の債務不履行率は30%にもなり、これでは銀行家も起業の貿易商人に資金を融資できなかった。そこでロンドン商人は、父母の遺産をあてにし、叔父叔母の相続財産をあてにし、妻の持参金もあてにし、雇った私掠船の戦利品をも、大西洋間貿易の参入資金とした。ここでは銀行家は、借り手のロンドン商人に約三割に近い延滞率では預金を貸し

えなかったはずである。その後、家族資本（稀に私掠船の戦利品）で立ち上がったロンドン商人は、大西洋間貿易で資本を蓄積し、ついには銀行家から必要な長期資金を借り入れるのにさえ成功するようになった。ロンドン商人は、資本的には余裕ができて、その当時のイギリスやアメリカにおける貸出金の法定利息の上限ではかなりの実入りになることが分かったので、ロンドン商人であっても、余裕資金を第三者に貸し出すようになった。この際、融資が正常に履行されていれば投資した英国債や企業株式の利子と利回りで稼ぎ、他方で融資が債務不履行に陥った場合には、投資した企業証券に設定されている担保を、その時分のイギリスとアメリカの経済成長に合わせた不動産価格や設備投資の価格の上昇から、競売して、債務不履行の時でさえ、ロンドン商人の投資の利益を得るようになった。すると、英国王室政府の大蔵省から英国債を仕入れて、あるいは企業証券を仕入れて、ロンドン商人の常連客やお得意さんに英国債や企業証券を販売する。そして売れ残りを、ロンドン商人が買い取ったという訳である。この一連のプロセスを証券引受、つまり残額引受と考えているのである。本稿で示したロンドン商人の由来発祥が興隆隆盛まで大西洋間の巨額の利益を得るまでのプロセスにおける「投資」こそが、ロンドン商人の英国債や証券の引受（アンダーライティング）の成立過程に相応しい論理であると考えられる。本稿では、シンプルかつクリアーにロンドン商人の英国債や証券引受（アンダーライティング）はロンドン商人の「投資」の活発化から分岐成立した業務と機能と考えた方が、証券の引受の起源としてより合理的かつ論理的という考えられるのである。

参考文献

洋書

- Brian, O'Sullivan [2018] *From Crisis to Crisis: The Transformational of Merchant Banking 1914-1939*, Palgrave Macmillan
- Brown, John Crosby [2012] *A Hundred Years of Merchant Banking a History of Brown Brothers and Company, Brown, Shipley Company* (Classic Reprint), Forgotten Books.
- Cassidy, Youssef, Grossman, Richard S., Schnk, Catherine R. [2018] *The Oxford Handbook of Banking and Financial History*. Oxford University Press
- Chapman Stanley [2010] *The Rise of Merchant Banking*, Routledge, first issued in paperback
- Garner, Bryan A. editor in chief [1999] *Black's Law Dictionary Eighth edition*, Thomson & West
- Hancock, David [1997] *Citizens of the World: London Merchants and the Integration of the British Atlantic*

Community 1735-1785, paperback edition, Cambridge University Press
Hidy, Ralph, W. [2014] *The House of Baring in American Trade and Finance (Harvard Studies in Business History)*, Harvard University Press; Reprint
Morrison Alan D., Wilhelm, Wiliam J. Jr. [2017] *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, Oxford University Press
Oxford University [1933] *The Oxford English Dictionary*, The Oxford University Press.

※Only this dictionary is referred to as OED [1933] as a matter of academic convention.

和書

青山吉信・今井宏編 [2004] 『新版 概説イギリス史—伝統的理解をこえて—』有斐閣
荒井政治 [1971] 「イギリスにおけるマーチャント・バンカーの成立過程—ベアリング兄弟商会を中心に—」『關西大學經濟論集』第20巻20号5－6合併、439-465
今井宏 [2004] 「第4章 近代イギリスの形成」青山吉信・今井宏編『新版 概説イギリス史—伝統的理解を超えて—』有斐閣、所収。
川北稔 [2006] 『イギリス史』山川出版社
坂本優一郎 [2105] 『投資社会の勃興—財政金融革命の波及とイギリス』名古屋大学出版会
ジョーンズ・ジェフリー [2007] 『イギリス多国籍銀行史—1830年～2000年』(坂本恒夫、正田繁監訳) 日本經濟評論社
玉木俊明 [2006] 「近世におけるヨーロッパの經濟發展とオランダの役割—アムステルダム・ロンドン・ハンプルクの関係—」『京都マネジメントレビュー』10号
寺地孝之 [1987] 「1837年恐慌におけるマーチャント・バンカー：ベアリング商会を中心として」『商學論

究』(関西学院大学) 第35巻第1号
中塚晴雄 [1998] 「マーチャント・バンクの外債引受過程—外債担保の發展と財務代理勘定について—」『經濟論究』第100号
中塚晴雄 [2006] 『金融論—初心者にもわかるやさしい金融論—改訂版』税務経理協会
中塚晴雄 [2022a] 「16世紀と17世紀における商人の勃興と法的安定性—マーチャント・バンク成立前史の観点から—」福岡大学『福岡大学研究部論集(社会科学編B)』福岡大学研究推進部、2022年1月
中塚晴雄 [2022b] 「17世紀のロンドン商人の情報と組織—情報が組織に与えた影響の観点から—」福岡大学『福岡大学研究部論集(社会科学編B)』福岡大学研究推進部、2022年1月
中塚晴雄 [2022c] 「17世紀のイギリスのロンドン商人の取引確立—私的仲裁の法的安定性の観点から—」福岡大学『福岡大学研究部論集(社会科学編B)』福岡大学研究推進部、2022年1月
日本証券經濟研究所 [2014] 『図説イギリスの証券市場 2014年版』日本証券經濟研究所
橋本理博 [2015] 「18世紀における国際的決済とアムステルダム銀行」『証券經濟学会年報』部会報告論文、第49号別冊3－2－1
平岡賢司 [2016] 「再建金本位制と国際金融体制」日本經濟評論社
八木功治 [2001] 「信用状生成史(2) マーチャント・バンクと荷為替信用状の誕生」『松山大学論集』第13巻第1号
八木功治 [2007] 「信用状生成史：その4：ブラウン商会グループの貿易と貿易金融」『松山大学論集』第19巻第1号
山本利久 [2005] 「マーチャント・バンク」『新潟産業大学經濟学部紀要』研究ノート、第29号
吉原省三編集代表 [2000] 『金融実務辞典』金融財政事情研究会