

# 經濟論叢

第170卷 第3号

- 
- |   |       |    |
|---|-------|----|
| 銀行の貸し渋り行動 (2) .....                             | 古川 顕俊 | 1  |
| ナッシュ遂行可能性と普遍写像問題 .....                          | 島 義博  | 19 |
| ユーロ債市場の形成と<br>S・G・ウォーバーグ商会, 1963-1968年(1) ..... | 菅原 歩  | 43 |
| D. H. ロバートソンの<br>産業変動論とマーシャル的伝統 (1) .....       | 伊藤 宣広 | 57 |
| 保護関税政策の国際政治経済モデル (1) .....                      | 劉 吟衡  | 74 |
- 

平成14年9月

京都大學經濟學會

## ユーロ債市場の形成と S・G・ウォーバーク商会， 1963-1968年（1）

菅 原 歩

### はじめに

1960年代以降のロンドンでは、ポンドの国際通貨としての地位の低下とニューヨーク市場の存在にもかかわらず主要な国際金融市場としての地位を維持することができた。それは二つのユーロ市場の形成によって可能となった。ひとつは1957年に始まるユーロダラー市場の形成であり、もうひとつは1963年に始まるユーロ債市場の形成である。ユーロダラー市場は短期金融市場であり、ユーロ債市場は長期資本市場である。ロンドンでは、ドルを利用するというイノベーションが短期・長期の両市場で行われた。

筆者は、このユーロダラー市場・ユーロ債市場それぞれについてドル利用というイノベーションを行った主体に着目して、市場の形成過程を明らかにする作業を行った。形成期のユーロダラー市場では、貿易金融を主な業務とするいくつかの銀行が一番手企業と見なされていた。それらは、マーチャント・バンク、英系海外銀行、フランス系銀行など多様なカテゴリーの銀行よりなる<sup>1)</sup>。

他方、ユーロ債市場の形成者は明瞭に特定されている。それはS・G・ウォーバーク商会であるとされる。その理由は、最初のユーロ債として広く認められているアウトストラテ社債を同商会が手掛けているためである。したがって、本稿はユーロ債市場の形成過程と要因を明らかにすることを目的とし、

1) 菅原歩「ユーロダラー市場の形成と英系海外銀行，1957年～1963年——The Bank of London & South America (BOLSA) の事例——」『社会経済史学会第70回全国大会報告要旨』2001年。

それに際して S・G・ウォーバーグ商会の活動に着目する<sup>2)</sup>。

本稿では1960年代の同商会の活動が主な検討対象となる。しかし、史料利用の制約により、ウォーバーグの活動の全体にわたって詳細を明らかにすることはできない。実証での本稿の貢献は、1960年代の *Issuing House Year Book*<sup>3)</sup> の利用によって、その時期のウォーバーグの発行業務内容を整理した点ということになる。

S・G・ウォーバーグ商会についての先行研究としては、Attali の著作と Chernow の著作がある<sup>4)</sup>。いずれも同商会についての基本的な情報を与えてくれる。問題点は同商会のビジネスの発展を数量的に明確にしていない点である。本稿はそのギャップを埋めるための試みでもある。

## I ユーロ債市場の形成——戦後国際資本市場の変化——

1950年代までは、国際的長期資本移動の主要なチャネルは外債市場であった。外債 (Foreign bonds) とは、非居住者の借り手による発行国の通貨建てでの債券発行である。他方、ユーロ債 (Eurobonds) とは、元来その債券の表示通貨同以外の国で起債・購買される債券を指していた。ただし、その後の市場の発展により、オフショア市場での発行であれば、発行国の通貨建てであっても

2) 本稿は、私の独自の問題設定に対しても意義を持つ。その問題設定とは、1960年代のロンドンの国際的地位の再確保を、1950年代のロンドン諸銀行の活動に結び付けて説明しようというものである。1950年代のロンドン諸銀行の活動としては、特にカナダでの活動に着目した。ウォーバーグは、1930年代に積極的に対カナダ直接投資を行ったマーチャント・バンクのひとつである。1950年代のマーチャント・バンクのカナダ投資については、菅原歩「N・M・ロスチャイルド商会の鉱業投資 (1952-1960年) —— BRINCO の設立と初期活動 ——」『経営史学』第36巻1号、2001年、同「ロバート・バンソン商会の経営改革と事業拡張——1930年代のカナダ投資とその背景——」『経済論叢』第167巻4号、2001年。

3) 日本にある *Issuing House Yearbook* は、1951年版から1964年版までである。それ以降の情報については、British Library にて収集した。

4) Attali, Jacques, *A Man of Influence: Sir Siegmund Warburg 1902-1982*, London, Weidenfeld and Nicolson, 1986, Translated by Ellis, Barbara from *Un homme d'influence*, Paris, Librairie Artheme Fayard, 1985, Chernow, Ron, *The Warburgs: The Twentieth-Century Odyssey of a Remarkable Jewish Family*, New York, Random House, 1993. (青木榮一訳「ウォーバーグ——ユダヤ財閥の興亡——」上・下、日本経済新聞社、1998年)。

第1表 国際資本市場の規模 (単位: 10億ドル)

	1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	1969年	1970年
ユーロ債	0.1	0.5	0.8	1.2	1.9	3.5	2.9	3.0
外債	1.7	1.7	2.3	2.2	2.6	3.4	3.2	2.3
ユーロクレジット								4.7

出所: 小林穰治「ユーロ債市場」『証券研究』第54巻, 1977年, 126ページ。

ユーロ債の範囲に入るようになった<sup>5)</sup>。

第1表はユーロ債市場登場以降のカテゴリー別の国際資本市場の規模の推移を示している。第1表より, 1960年代にも外債が依然として主要な国際的長期資本移動のチャンネルだったことが分かる。しかし, ユーロ債は登場から6年目の1968年には外債と同規模の発行額となった。本稿では1963年から1968年をユーロ債市場の形成期としている。始期の設定理由は, 1963年にアメリカ金利平衡税が設定されたこと<sup>6)</sup>, アウトストラード債が発行されたことである。終期の設定理由は, ユーロ債市場の規模の拡大, 1968年以降ユーロクレジットが登場したこと<sup>7)</sup>, 1968年に国際証券決済機構であるユーロクリアが設立されるという制度的な変化があったことである。

形成期には各市場別のユーロ債の発行額についての情報を得ることができない。そのため, 債券発行の幹事銀行の国籍によって各国ユーロ市場の規模を推定する。第2表が幹事銀行ごとの発行額を示している。第3表は第2表の各国ごとの金額のみを比率に直したものである。第2表・第3表について注意すべき点は, アメリカにはユーロ債の発行市場は存在しないため<sup>8)</sup>, アメリカ系投

5) 奥代英樹「ユーロ債市場」館龍 郎ほか編『金融辞典』東洋経済新報社, 1994年。

6) 金利平衡税により外債起債コストが1%上昇した。「アメリカの国際収支改善対策」『東京銀行月報』第15巻9号, 1963年9月, 19ページ。

7) 1968年のオーストリア政府への1億ドル融資がユーロクレジットの始まりとされる。棟近みどり「ユーロ市場の成立と発展」(尾上修清編『国際金融論—金融のグローバル・システム』ミネルヴァ書房, 1993年) 142ページ。

8) ニューヨークにオフショア市場の International Banking Facilities (IBF) が設立されるのは1981年である。しかし, そこでの証券取引は禁止されていた。及野政男『オフショア市場』有斐閣, 1986年, 149ページ。

第2表 ユーロ債発行幹事

(単位:100万ドル)

	1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年	63-68年計	順位
フランス	0	14	116.2	194.5	773.4	656.8	1754.9	
Banque de Paris et de Pays-Bas	0	14	95	143.5	490	304.5	1047	5位
Credit Commercial de France	0	0	10	31	136.2	112	289.2	
Credit Lyonnais	0	0	11	20	147.2	240.3	418.5	
ドイツ	15	162.25	179.4	532	614.9	1232.05	2735.6	
Commerzbank	0	0	31.2	44.5	82.4	192.55	350.65	1位
Deutsche Bank	15	149.75	148.2	308.75	377.5	633.75	1632.95	
Dresdner Bank	0	12.5	0	178.75	155	405.75	752	
イタリア	0	0	20	172.5	470	297.5	960	
Banca Commerciale Italiana	0	0	20	172.5	470	297.5	960	6位
ルクセンブルク	20	47	8	80.1	112.2	87	354.3	
Kreditbank S. A. Lux.	20	47	8	80.1	112.2	87	354.3	
オランダ	0	34	40	70	160	280	584	
Amsterdam-Rotterdam Bank	0	34	40	70	160	280	584	
スイス	0	0	0	0	30	0	30	
Swiss Bank Corporation	0	0	0	0	15	0	15	
Union Bank of Switzerland	0	0	0	0	15	0	15	
イギリス	15	237.5	168.4	302.5	627.7	985.05	2336.15	
N. M. Rothschild	0	101	29	87.5	260	354.75	832.25	9位
S. G. Warburg	15	136.5	139.4	215	367.7	630.3	1503.9	2位
ヨーロッパ合計	50	494.75	532	1351.6	2788.2	3538.4	8754.95	
アメリカ	14	220.5	649.4	876.75	1523.2	2071.15	5355	
First Boston Corp.	0	45	31.2	120	193	210	599.2	8位
Kuhn Loeb	0	75.5	115	91	295	277.75	854.25	
Lazard Freres & Co.	0	55	140	129	280	167	771	
Lehman Brothers	0	8	55	139.5	250	503.5	956	7位
Morgan & Cie International	14	15	185	156.25	310	410	1090.25	3位
White, Weld	0	20	123.2	241	195.2	502.9	1082.3	4位
合計	64	715.25	1181.4	2228.35	4311.4	5609.55	14109.95	

第3表 ユーロ債発行幹事：国別シェア (単位：%)

	1963年	1964年	1965年	1966年	1967年	1968年
フランス	0	2.0	9.8	8.7	17.9	11.7
ドイツ	23.4	22.7	15.2	23.9	14.3	22.0
イタリア	0	0	1.7	7.7	10.9	5.3
ルクセンブルク	31.3	6.6	0.7	3.6	2.6	1.6
オランダ	0	4.8	3.4	3.1	3.7	5.0
スイス	0	0	0	0	0.7	0
イギリス	23.4	33.2	14.3	13.6	14.6	17.6
ヨーロッパ合計	78.1	69.2	45.0	59.2	64.7	63.1
アメリカ	21.9	30.8	55.0	40.8	35.3	36.9

出所：第2表より算出。

資銀行も発行業務はロンドンか大陸ヨーロッパのいずれかの市場で子会社などを通して行っていたということである。第3表の数字をそのまま受け取れば、形成期ユーロ債市場はアメリカ、ドイツ、イギリスで発展したことになるが、実際にはアメリカの数字はヨーロッパ各市場に振り分けられるべきものである。したがって、実際にはドイツとイギリスが主要な発行市場であった。

第4表は形成期ユーロ債市場での主要な借り手国を示している。第4表より、主な借り手国は、アメリカ、日本、デンマーク、ノルウェー、イタリア、ドイツ、オーストリアである。上記からアメリカを除いた各国は、1920年代と1950年代の両時期（50年代はドイツも除く）において外債市場での主要な借り手国であった<sup>9)</sup>。したがって、これらのヨーロッパ諸国と日本は外債市場の代替市場としてユーロ債市場を利用したと考えられる。

以上より、ユーロ債市場形成の要因と意義を明らかにするためには、ユーロ債市場と外債市場との関連を考察しなければならないことになる。第5表のアメリカ、イギリス、スイスの項目によって各外債市場の規模の推移が分かる。以下では、イギリスを基準としてアメリカ、スイスの外債市場との比較を行う。

9) 1920年代については、安保哲夫『戦間期アメリカの対外投資』東京大学出版会、1984年、152-153ページ。1950年代については、「ヨーロッパ大陸の外債市場」『東京銀行月報』第15巻11号、1963年11月、6-7ページ、および、Atrali, *op. cit.*, pp. 202-209.

第4表 ユーロ債借り手国 (単位:100万ドル)

	1963年	1964年	1965年	63-65年計	1966年	1967年	1968年	63-68年計
イギリス					40	51	133.8	224.8
フランス			30	30		157.2	102.3	319.5
イタリア	33	49	20	102	60	65	75	404
ドイツ		20	65	85	45		190	405
オランダ			28	28	48	43	183.5	330.5
デンマーク	29	117	35	181	47.6	72	58	539.6
フィンランド	5	26	11.2	42.2		24	37.5	145.9
スウェーデン			71.2	71.2	34	30	0	206.4
ノルウェー	12	92	78	182	10	56.3	24.4	454.7
オーストリア	10	18	12	40	37	72.3	66.3	255.6
その他ヨーロッパ	13	20	40	73	74.6	165	60	445.6
分類不能					62.5	105	0	167.5
アメリカ			330.5	330.5	439.3	527	2101.3	3728.6
カナダ						16	188.6	204.6
日本	20	162		182			165	529
オーストラリア			50	50	25	70	25	220
ニュージーランド			20	20	25	40.2	34.4	139.6
南アフリカ					25	62.5	55	142.5
欧州機関	4.5	60.5	27.5	92.5	101	140	25	451
国際機関					65		0	65
発展途上国		5		5	57.5	132	217	416.5
合計	126.5	569.5	818.4		1196.5	1828.5	3742.1	

出所:小林, 前掲論文, 162-163ページ。

1946年から1957年までは、アメリカに比してもイギリスの外債市場の規模は小さくはなかった。アメリカの年々の変動が大きいため、1946年から1957年までの両国の外債発行額の年平均をとると、アメリカ1億2680万ドルに対し、イギリス1億5330万ドルとむしろイギリスがアメリカを上回っている。したがって、1950年代を通してイギリスの外債市場が停滞していたわけではない。

イギリス外債市場のアメリカへの立後れが現われるのは1958年以降である。1958年から1962年のアメリカの外債発行額が年平均8億6380万ドルとそれ以前

第5表 各国外債市場の発行額 (単位:100万ドル)

	アメリカ	イギリス	スイス	アメリカ2	ユーロ債
1946年	223	67.2		-37	
1947年	101	130	12.7	0	
1948年	88	152.8	11.5	-18	
1949年	15	167.6	12.2	-8	
1950年	-47	145.9	48.3	-19	
1951年	378	140.1	11.5	25	
1952年	220	146.7	56.9	18	
1953年	131	60.7	52	13	
1954年	185	221.8	91.4	25	
1955年	-62	177.8	98.5	60	
1956年	288	147.3	65.6	47	
1957年	448	182.3	3.7	42	
1958年	1138.2	171.9	31.9	303.3	
1959年	801.9	126.6	109.6	282.4	
1960年	636.1	118.4	127.9	259.4	
1961年	558.1	154.6	214.1	293.3	
1962年	1184.6	111.4	149.8	529.3	
1963年	1337.2	88.2	155.2	555.2	100
1964年	1231.8	63.6	94.5	170.5	500
1965年	1636.3	62.8	87.6	296.2	800
1966年	1540.6	56	110	98.5	1200
1967年	2170	102.2	171	130.9	1900
1968年	2015.4	36	354.5	110	3500

出所: 小林、前掲論文, 126, 130-131, 134ページ。

注: アメリカ2は、第6表の「その他」の数字。

に比べて著しく拡大したのに対し、イギリスは年平均1億3660万ドルとそれ以前をやや下回るほどであった。また、1960年以降になるとイギリスの外債発行額はスイスのそれをも下回るようになった。したがって、1958年以降になると国際資本市場としてのシティの衰退という事態が生じた。

次に1963年以降の外債市場について見る。第6表は、1963年以降のアメリカ外債市場の借り手の内訳を示している。第5表の1963年以降の部分と第6表を使って、アメリカ、イギリス、スイスの外債市場およびユーロ債市場の比較を

第6表 アメリカ外債発行内訳 (単位:100万ドル)

	カナダ	国際機関	イスラエル	その他
1946年	-186	0		-37
1947年	-142	243		0
1948年	106	0		-18
1949年	23	0		-8
1950年	-9	-19		-19
1951年	214	139		25
1952年	120	82		18
1953年	95	23		13
1954年	79	81		25
1955年	-115	-7		60
1956年	280	-39		47
1957年	235	171		42
1958年	415.1	419.8		303.3
1959年	504.8	14.7		282.4
1960年	267.6	108.6		259.4
1961年	251.3	13.4		293.3
1962年	474.8	180.5		529.3
1963年	781.7	0	0.3	555.2
1964年	818.3	150	93	170.5
1965年	1043.8	200	96.3	296.2
1966年	1147.4	175	119.7	98.5
1967年	1326	510	203.1	130.9
1968年	1256.8	470	179	110

出所:小林, 前掲論文, 134ページ。

注:イスラエルは, 1962年までは「その他」に含まれる。

行う。表6よりアメリカ外債市場では, 1963年以降カナダが発行額を増大させたこと, 1964年以降イスラエルが発行額を増大させたことがまず分かる。その一方で, 1963年の金利平衡税により, 「その他」の発行額が1964年から大きく減少している<sup>10)</sup>。第5表では, 1963年以降イギリス, スイスの外債市場も拡大

10) 「その他」に含まれるのが金利平衡税の対象国である西ヨーロッパ, 日本, オーストラリア, ニュージーランド, 南アフリカである。

を見せてはいない。したがって、ヨーロッパ各国と日本といった借り手はユーロ債市場に向かったと考えられる。

第5表の1963年の「アメリカ2+イギリス+スイス」の外債発行額は7億9860万ドルなのに対し、1964年のそれは3億2860万ドルであり、差額は4億7000万ドルである。1963年から1964年でユーロ債の発行額は4億ドル増大している。したがって、アメリカ、イギリス、スイスの外債市場の減少分はほとんどがユーロ債市場で代替され、残りはドイツ、オランダ、フランスの外債市場で代替されたと考えてよいだろう。

以上より、ユーロ債市場の形成の要因として、発行仲介業者（投資銀行、マーチャント・バンク）の視点からは1958年以降のロンドンの衰退に対する危機感を、借り手の視点からは1963年のアメリカ金利平衡税への対応を、それぞれ挙げることができる。

## II 形成期ユーロ債市場の機構

一般に、直接金融（証券発行による金融）における借り手・仲介業者・投資家の連鎖の中で、仲介業者はさらに、幹事 Manager（オリジネーター Originater とも言われる）、アンダーライター Underwriter、販売グループ Selling group へと機能によって分けられる。幹事は、発行を仲介する証券の種類、金額、条件を決める。アンダーライターは手数料を得る代わりに、証券が売れ残った際にその証券を引取るというリスクを負担する。販売グループのメンバーは、アンダーライターの委託を受けて投資家に証券を販売する<sup>11)</sup>。ひとつの業者が、同時に複数の役割を担うこともあり得る。ユーロ債も同様のシステムによって発行された。ユーロ債発行時の仲介手数料は、幹事が発行額の0.5%、アンダーライターが0.5%、販売グループが1.5%の計2.5%であった<sup>12)</sup>。

11) Hayes III, Samuel, Michael Spence and David van Puijck Marks, *Competition in the Investment Banking Industry*, Cambridge, Harvard University Press, 1983. (高崎幸二訳『アメリカの投資銀行——ピラミッド構造と競争——』東洋経済新報社, 1984年, 18-19ページ)。

12) Hayes, Samuel and Philip Hubbard, *Investment Banking: A Tale of Three Cities*, Boston, M

1950年代アメリカ外債市場の仲介業務の構造が、ヨーロッパの銀行にユーロ債市場形成のインセンティブを与えた。1950年代のアメリカ外債市場ではヨーロッパ各国のさまざまな借り手が多額の発行を行っていた。この場合、幹事とアンダーライターはアメリカの金融機関であった。しかし、それらの証券の70%から75%はヨーロッパで販売されていた<sup>13)</sup>。そのため、ヨーロッパの金融機関は販売グループに加えられていた。

アメリカ外債市場の発行手数料も2.5%、その内販売グループの手数料は、1.25-1.5%といわれる<sup>14)</sup>。しかし、アメリカ外債市場では販売グループのヨーロッパ系銀行の手数料が0.5%であったのに対し、アメリカのアンダーライターは最低1%の手数料であったともいわれる<sup>15)</sup>。仮に、手数料がアンダーライター1%、販売グループ0.5%とすると、幹事手数料も1%となる。ヨーロッパの市場で発行が行われるようになれば、ヨーロッパの銀行は新たに幹事手数料を得ることができ、ヨーロッパの販売グループの銀行は1.5%の手数料を確実に得ることができるようになる。第2表には、1963年から1968年の主要な幹事銀行も示されている。特に第1位、第2位、第4位のドイツ銀行、S・G・ウォーバーク、ホワイト・ウェルドはそれぞれにユーロ債市場の形成に大きな貢献をしたとされる<sup>16)</sup>。

アンダーライターと販売グループについては、銀行ごとの明確な数字を得ることはできない。市場形成期には、ユーロ債の80%程度が最終的にスイス三大銀行（ユニオン・バンク・オブ・スイツァーランド、クレディ・スイス、スイス・バンク・コーポレーション）の顧客に販売されたといわれる。ただし、スイスの銀行の顧客といってもスイス居住者に限られるわけではなく外国居住者

13) Harvard Business School Press, 1990. (細谷武男訳『世界三大金融市場の歴史』TBSブリタニカ、1991年、53ページ)。

14) Kerr, Ian, *A History of the Eurobond Market: The first 21 Years*, London, Euromoney Publications, 1984, p. 17.

15) Hayes and Hubbard, *op. cit.*, 邦訳、43-44ページ。

16) Kerr, *op. cit.*, p. 17.

16) Burk, Kathleen, "Witness Seminar on the Origins and Early Development of the Eurobond Market," *Contemporary European History*, Vol. 1, No. 1, 1992.

も多かった。スイスに次ぐユーロ債の販売先はベネルクス三国であった<sup>17)</sup>。したがって、販売グループではスイス三大銀行とベネルクスの銀行が重要なウェイトを占めていたと考えられる。スイス三大銀行は強力な販売力を持っていたが、幹事やアンダーライター業務への進出には消極的であり、1.5%の販売手数料収入に満足していたといわれる<sup>18)</sup>。

投資家の観点から見たユーロ債の魅力は、債券が無記名式であったこと、利子源泉課税の対象から外れていたこと、最小額面が1000ドルであったことである。これらによって、初期のユーロ債は大陸ヨーロッパの富裕な個人投資家に好まれた<sup>19)</sup>。

初期の機関投資家としては、スカンジナビアやギリシャの海運会社、スカンジナビアの保険会社、イスラエルの中央銀行、ロンドンのクラウン・エージェント、スイス三大銀行が運営する投資信託などが挙げられている。また、1964年には国連の年金基金がニューヨークの信託会社のロンドン支店を受託者としてユーロ債へ投資していた<sup>20)</sup>。以上が、ユーロ債の発行から最終的な販売までの流れと、一般的な観点からのユーロ債市場の形成要因である。

次にユーロ債市場がロンドンで発展した要因について検討する。この問題について検討する時には、まずユーロ債の定義について再考する必要がある。ユーロ債を、債券の表示通貨国以外の通貨建て外債とすると、1963年以前にもユーロ債は存在したことになるためである。そして、そういった1963年以前のユーロ債は主に大陸ヨーロッパで見られた。また、1963年以前も以後もユーロ債の主要な販売先は大陸ヨーロッパであった<sup>21)</sup>。したがって、大陸ヨーロッパ

17) Kerr, *op. cit.*, p. 20.

18) Burk, *op. cit.*, p. 79.

19) Kerr, *op. cit.*, pp. 20-21; Burk, *ibid.*, p. 70.

20) Kerr, *ibid.*, p. 21.

21) 1963年以前のユーロ債として、1949年と1951年のフィリップス社の発行や1961年の SACOR (ポルトガルの国営石油会社) の発行が知られている。フィリップス社は総額2500万ドルをアムステルダム市場で調達した。SACOR は欧州計算単位 EUA 建てで500万ドル相当を調達した。SACOR 債発行の幹事はルクセンブルクのクレディットバンクであった。Ibid., p. 16 and p. 128。ただし、本稿では1963年以前のユーロ債を散発的なものと見なす見解を採っている。したがって

で発展し、買い手も大陸ヨーロッパに存在したユーロ債市場が、なぜ1963年以降主にロンドンで発展していったのかということがより限定された問題となる。

イギリスの税制改革が1963年4月に発表され8月から実施されたことがロンドンにユーロ債市場を引き付けた。この税制改革により、無記名証券の発行が認められた。無記名証券は第二次大戦前には発行されており、その際6%の税金が課されていた。税制改革により無記名証券発行の税率は、イギリス居住者発行の場合3%、非居住者の場合2%へと引き下げられた。

この税制改革に先立って、1962年10月にイングランド銀行総裁クローマーが「世界経済の発展のために外国資本を動員するというヨーロッパの非常に重要な、しかも、現在欠けている役割をみたく」ことを目的として「税制、為替管理、市場手続きなどの面で新機軸を打ち出す必要がある」と述べている。総裁はまた「外国投資家は、イギリスで一般化している時間のかかる登録制度よりも無記名証券を好んでいる」とも述べている<sup>22)</sup>。

次に第7表・第8表によって、各市場の発行コストを比較する。ただし、第7表は内国債の発行コストなので参考用の数字である。イギリスは内国債の発行時コストはヨーロッパで最も低い。また、外債の発行コストもスイス、オランダと同程度である。したがって、基本的な発行コストが安いことに、無記名債券についての新たな制度が加わったことによってロンドンにユーロ債発行が集まる条件が整えられたといえる。

ロンドンにおける外債での無記名債券の利用は、1962年12月に発行されたアイスランド国債200万ポンドが戦後で最初である。利用許可は1963年3月になって与えられた。次いで1963年5月にベルギー国債2000万ドルが無記名債券で発行された。幹事は、サミュエル・モンタギューであった。イングランド銀行はシンジケートに対し、アンダーライティングのドル資金としてはユーロダ

22) したがって、1963年を特約的なユーロ債市場の出発点と見なしている。

22) The Treasury Department, *A Description and Analysis of Certain European Capital Markets*, Washington D.C., U.S. Government Printing Office, 1964. (日本経済調査協議会訳「欧州資本市場」春秋社、1965年、207-209ページ)。

第7表 内国債発行コスト：1963年

(単位：%)

	銀行 手数料	発行税	上場 手数料	その他	合計
アメリカ	1.125	Z	0.012	0.398	1.54
イギリス	2.00	0.25	0.03	0.49	2.77
イタリア	1.70	0.12	Z	1.08	2.90
スイス	2.50	0.64	Z	0.06	3.20
オランダ	2.52	0.75	0.06	0.10	3.43
カナダ	3.25	0.20	Z	0.42	3.87
ベルギー	3.00	0.70	0.0125	0.43	4.13
フランス	5.00	0.47	Z	0.35	5.82
西ドイツ	2.50	2.50	0.515	0.68	6.20

出所：「ヨーロッパ大陸の外債市場」『東京銀行月報』第15巻11号，1963年11月，30ページ。

注：Zは極めて僅か。

第8表 外債発行コスト：1963年

(単位：%)

	当初税金	総コスト
アメリカ	n. a.	1.25-4.75
スイス	1.2	3.5 -5.0
イギリス	2.0	4.25-4.5
オランダ	2.0	4.0 -5.0
西ドイツ	2.5	7.0 -8.0
イタリア	n. a.	n. a.
ベルギー	1.6	n. a.
フランス	n. a.	n. a.

出所：「ヨーロッパ大陸の外債市場」  
『東京銀行月報』第15巻11号，  
1963年11月，31ページ。

注：n. a. は不明。

ラーを利用することを条件として発行に許可を与えた。また、このベルギー債はどの取引所にも上場されなかった。次いで、1963年7月にアウトストラード Autostrade 社債1500万ドルが無記名債券で発行された<sup>23)</sup>。幹事は、S・G・ウォーバーグ、ドイツ銀行、バンク・ド・ブリュッセル、ロッテルダム銀行であった。また、この債券はロンドンとルクセンブルクに上場された<sup>24)</sup>。

証券発行業務におけるロンドンの優位については以下の各業者、制度の存在があげられている。マーチャント・バンク、法律、法律家、受託業者、印刷業者、証券の印刷業者、会計士、通信システム、イングランド銀行などである。印刷業者は一晩中論見書の作成を行った<sup>25)</sup>。

以上がユーロ債発行市場としてのロンドンの利点である。しかし、ロンドンはユーロ債市場の形成期には流通市場としての利点は持っていなかった。為替

23) アウトストラードはイタリアの道路公団で、公営企業 IRI の傘下。Chernow, *op. cit.*, 邦訳, 下巻403-404ページ。

24) The Treasury Department, *op. cit.*, 邦訳, 209-211ページ。

25) Burk, *op. cit.*, p. 80.

管理によりイギリス居住者が外貨建て債券を買うことが困難だったためである。イギリス居住者は、ドル建て債を買う場合、「投資ドル」を高いプレミアム付きでポンドと交換するか手持ちのドル建て債を売却して得るかなければならなかった<sup>26)</sup>。アウトストラーデ債はロンドン市場に上場されたが、実際の販売と売買はほとんど大陸ヨーロッパで行われた<sup>27)</sup>。したがって、ロンドンは全ヨーロッパ的なアンダーライティング・販売グループが組織される場所であり、実際の販売は大陸ヨーロッパで、現地の銀行を通して行われた。

---

26) *Ibid.*, p. 79.

27) *Ibid.*, p. 79, Hayes and Hubbard, *op.cit.*, 邦訳, 43ページ。