

Title	ユーロ債市場の形成とS・G・ウォーバーグ商会, 1963-1968年(2)
Author(s)	菅原, 歩
Citation	経済論叢 (2003), 171(1): 18-33
Issue Date	2003-01
URL	https://doi.org/10.14989/45533
Right	
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	publisher

經濟論叢

第171卷 第1号

シャープの対米輸出マーケティング（2）……………	近藤文男	1
ユーロ債市場の形成と S・G・ウォーバーグ商会, 1963-1968年（2）…	菅原 歩	18
ハロッド “An Essay in Dynamic Theory” （1938年草稿）をめぐるハロッド=ケインズ 往復書簡の解明（1）……………	中村隆之	34
保護関税政策の国際政治経済モデル（2）……………	劉 吟 衡	59
D. H. ロバートソンの 産業変動論とマーシャル的伝統（2）……………	伊藤宣広	69

平成15年1月

京都大學經濟學會

ユーロ債市場の形成と S・G・ウォーバーグ商会, 1963-1968年 (2)

菅 原 歩

III S・G・ウォーバーグ商会のユーロ債ビジネス

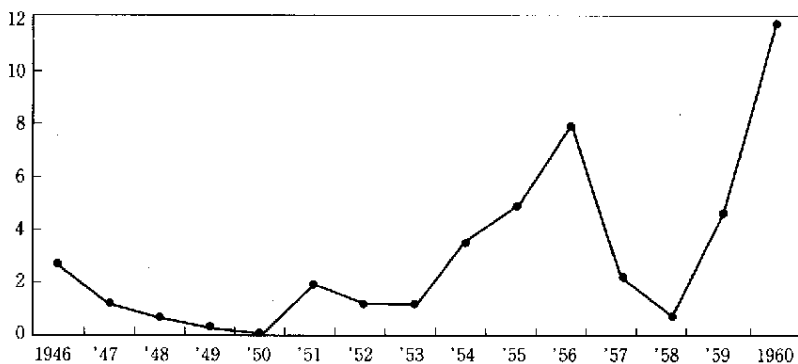
S・G・ウォーバーグ商会の前身は、1934年にシグムント・ウォーバーグ Sigmund Warburg によってロンドンに設立されたニュー・トレーディング社である。シグムント・ウォーバーグは、ハンブルグの伝統的なマーチャント・バンクである M・M・ウォーバーグ商会のウォーバーグ家の一員であり、1934年にイギリスに移住し帰化した。

ニュー・トレーディング社の設立時の資本金は12万ポンドで、出資者はシグムント・ウォーバーグ、ハリー・ルーカス Harry Lucas¹⁾、リチャード・ジェッセル Richard Jessel²⁾、ダッチ・インターナショナル社 The Dutch International Corporation、ベルリナー・ハンデルス社 The Berliner Handelsgesellschaft である。株式の半数を所有したダッチ・インターナショナルは、ドイツの M・M・ウォーバーグ商会とベルリナー・ハンデルスが所有してい

1) ニュー・トレーディング設立時のマネージャー。割引商社ナショナル・ディスカウントの元経営者。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, 下巻109-110ページ)。

2) 第11表の Jessel, Toynbee & Co. (証券ブローカー) のパートナー。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, p. 202.

第1図 ウォーバーグの発行額: 1946-1960年 (単位: 100万ポンド)



出所: *Times Issuing House Yearbook*, annually より作成。

注1): 額面価格。

2): 共同発行も全額を加算。

た³⁾。

ニュー・トレーディング社がS・G・ウォーバーグ商会 S. G. Wargurg & Co. と改名したのは1946年10月である⁴⁾。S・G・ウォーバーグ商会はマーチャント・バンクなので、主要業務は貿易金融(アクセプタンス)と証券発行である。しかし、S・G・ウォーバーグ商会は引受商社委員会 Accepting House Committee のメンバーではなかった⁵⁾。そのため、アクセプタンスが同商会の主要な収入源となっていたとは考えにくい。以下では発行業務について検討する。

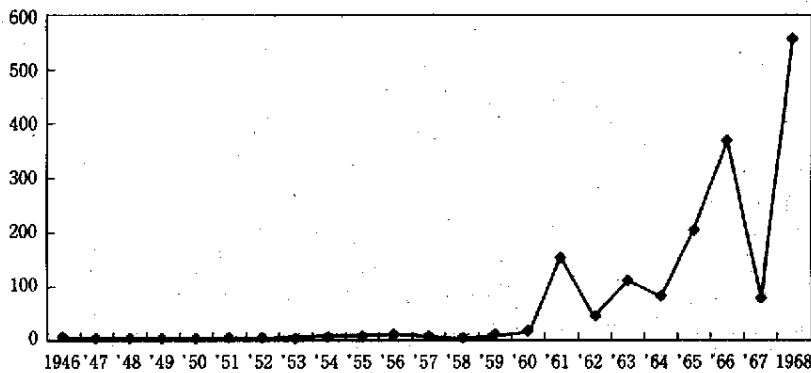
第1図が1946-1960年までの、第2図が1946-1968年までのウォーバーグが仲介した証券発行の件数と金額を示している。第9表は1946-1968年までのウォーバーグの発行件数を示している。ウォーバーグの発行額は1960年代に入ってから急拡大していることが第9表より分かる。

3) *Ibid.*, p. 126.

4) *Ibid.*, pp. 172-173.

5) ウォーバーグは、1956年に引受商社委員会のメンバーのセリグマンを買収することでメンバーの資格を得た。Chernow, 邦訳, 下巻359-361ページ。

第2図 ウォーバークの発行額：1946-1968年 (単位：100万ポンド)



出所：第1図と同様。

注：第1図と同様。

次に、ウォーバークの発行業務の特徴を明らかにするために、第10表～第13表を利用する。第10表は1946-1962年の発行金額上位を、第11表は1963-1968年の発行金額上位を示している。第12表はウォーバークの発行での外貨建て比率を示している。第13表は発行一件当たりの平均額を示している。第10表と第11表はユーロ債が発行される1963年を境として前後に分けた。

1946-1959年では、1955-1957年にかけて発行額の増加傾向がある。1955年の発行額増加は件数によりもたらされている。1956年より平均額が100万ポンドを上回り、発行額増加も平均額増加によりもたらされた。1959年までは外貨建て発行はほとんど行われていない。しかし、1956年の Peruvian Transport と 1957年 Tronto and London Investment はドル建て発行である⁶⁾。この時には、割当て Placing やイントロダクションといった発行方法によって為替管理を回避したものと考えられる⁷⁾。

6) Tronto and Londonは、ウォーバークとサミュエル・モンクギューが1951年にカナダに設立した投資子会社。菅原歩「ロバート・ベンソン商会の経営改革と事業拡張——1950年代のカナダ投資とその背景——」『経済論叢』第167巻4号、2001年、66ページ。

7) 証券発行方法の分類については、飯田隆「イギリスにおける証券発行方法の歴史的展開」『経済学年誌』法政大学、第20巻、1983年。

第9表 ウォーバーグの発行件数

	総件数	内外貨	単独件数	内外貨	共同件数	内外貨
1946年	9	0	8	0	1	0
1947年	5	0	4	0	1	0
1948年	3	0	3	0	0	0
1949年	3	0	2	0	1	0
1950年	0	0	0	0	0	0
1951年	8	0	7	0	1	0
1952年	4	0	4	0	0	0
1953年	3	0	3	0	0	0
1954年	8	0	7	0	1	0
1955年	9	0	7	0	2	0
1956年	4	1	3	1	1	0
1957年	2	1	1	1	1	1
1958年	1	0	1	0	0	0
1959年	4	0	4	0	0	0
1960年	13	2	11	0	2	2
1961年	17	2	14	0	3	2
1962年	16	2	14	1	2	1
1963年	29	4	25	3	4	1
1964年	36	7	26	3	9	5
1965年	34	5	32	8	2	1
1966年	29	12	22	8	7	5
1967年	19	6	18	7	1	0
1968年	74	25	48	4	26	23

出所: *Times Issuing House Yearbook*, annually より作成。

注1): スターリング/ドイツマルク債は外貨建て発行に含めている。

2): 単独件数はウォーバーグによる単独発行の件数。共同件数はウォーバーグと他商会との共同発行の件数。

第2図では1960年から発行額が拡大していた。1963年以降はユーロ債によるものと考えられる。その確認は後に行う。まず、1960-1962年の拡大の要因は何かということを考える。第9表では、1960年以降発行件数が拡大していることが分かる。第13表によると、1959年から1960年には一件の平均額も低下している。したがって、1960年の拡大は件数の拡大によりもたらされた。しかし、

1960年から1961年には一件の平均額が大きく増加している。1962年も一件の平均額が200万ポンドを超えている。したがって、1961年、1962年の発行額増大は一件当たりの発行額の増大によってもたらされた。

第10表では、1961年と1962年の金額上位にドイツマルク債発行が多いことが目につく。Bayer, Hoechst の発行は5000万ポンドを、Commerzbank の発行は1000万ポンドを超えている。第12表よりウォーバークのマルク債発行は1960年の August Tyssenn, 400万マルクより始まったことが分かる。また第10表の1960年の発行額1位は、Ericssonの3790万スウェーデンクローナである。したがって、1960年から1962年の発行の特徴は、ヨーロッパ企業によるドル以外の大型の外貨建て発行が行われていたことである。

1963-1968年も発行額上位の多くが外貨建てになっている。第12表より、1963-1968年の発行総額内の外貨比率は1963年のみ20%であり1964年以降は一貫して60%を上回っている。ただし、1961年と1962年も外貨比率が高い。したがって、1961・1962年はマルク債、1964年以降はドル債が外貨債の中心という構図になっている。1963年の外貨発行額第1位は Ericsson のクローナ債である。1963年は、1962年までの特徴の外貨債はクローナ債とマルク債という面と、Autostrade 債によるドル債の始まりという面の二つの特徴を示している。1963年がドル建てユーロ債の始まりの年であり、1964年以降それが大規模に定着している。1964年の City of Turin 債以降になるとスターリング/ドイツマルク債という新たな形のユーロ債がウォーバークによって導入された。これは、投資家が償還・利払い時にポンドとマルクを選択できる債券である。

第11表の1964年以降で2回以上現われている借り手は、ECSC, Toyo Rayon, Republic of Austria, Chrysler, Mobil Oil, Transalpine Finance, New Zealandである⁸⁾。1964年 ECSC 債、1965年 Chrysler 債、1966年 Mobil Oil 債と急速に発行が大型化している。1964年 ECSC 債は共同発行であるが、Chrysler 債と Mobil Oil 債はウォーバークの単独発行である。1965-1967年は外貨債

8) Chrysler, Mobil Oil には子会社による発行も含めている。

第10表 ウォーバーグの発行金額上位: 1946-1962年 (単位: 1000ポンド)

1946年	金額	共同発行
Jessel, Toynbee & Co.	1,000	RB, NMR
Brandeis, Goldschmidt	400	
Jessel, Toynbee & Co.	400	
1947年		
British and French Bank	750	RB
Donaldson Textiles	200	
Donaldson Textiles	200	
1948年		
Elkington & Co.	580	
Steel Scaffoldong	110	
Woodheads Brewery	60	
1949年		
Rio de Janeiro Land	210	HW, SM
Hooper, Struve	50	
Whyte, Ridsdale	41	
1951年		
Tronto and London	894	SM
Brazilian Warrant	762	
Mercury Investment	135	
1952年		
Independent Diaries	500	
Thames Plywood.	450	
Independent Diaries	350	
Independent Diaries	350	
1953年		
Central Wagon	750	
Elikington & Co.	230	
Independent Diaries	200	
1954年		
Private Enterprises	1,000	多数
Keystone Investment	945	
Mercury Investment	500	

年	金額	共同発行
1946年		
Associated Broadcasting	1,510	RB
Albert E. Reed & Co.	735	
Moore Sores	600	
1956年		
Peruvian Transport *\$	6,582	RB
Associated Television	750	
C. V. A. Jigs, Moulds	350	
1957年		
C. V. A. Jigs, Moulds	1,850	SM
Tronto and London *\$	750	
1958年		
Radio and Allied	837	
1959年		
Daily Mirror	3,952	
Stringer Motors	410	
A. J. Wait	178	
1960年		
L. M. Ericsson *Kr	2,615	KL, HB, SEB
Aspro-Nicholas	2,000	
Cheapside Land	2,000	
1961年		
Bayer *DM	65,625	HB, PHHE, KB
Hoechst *DM	62,500	
Daily Mirror	15,721	
1962年		
Commerzbank *DM	17,857	KB, NMR
Bank Leumi Le-Israel * IL	5,145	
Albert E. Reed & Co.	5,000	

注1) : *は外貨建て発行。DM=ドイツマルク、Kr=スウェーデンクローナ、IL=イスラエルポンド。1ポンド=2.8ドル、1ポンド=11.76マルク(1960年まで)、1ポンド=11.2マルク(1961年以降)、1ポンド=14.5クローナ、1ポンド=1イスラエルポンドで算出。

注2) : RB=Robert Benson, NMR=NM Rothschild, HW=Helbert Wagg, SM=Samuel Montagu, KL=Kuhn Loeb, HB=Hambros Bank, SEB=Stokholms Enskilda Bank, PHHE=Philip Hill Higginson Erkangers, KB=Kleinwort Benson, SW=Schroder Wagg.

出所: *Times Issuing House Yearbook*, annually より作成。

第11表 ウォーバーグの発行額上位: 1963-1968年 (単位: 1000ポンド)

1963年	外貨	金額	共同発行
International Publishing		51,165	SW
L. M. Ericsson	Kr	8,999	
Thomson Organisation		6,000	
Autostrade	\$	5,357	
Bank Leumi Le-Israel	IL	5,147	KB, NMR
1964年			
ECSC	\$	10,714	HB, NMR
Toyo Rayon	Y, \$	8,333	HS
Republic of Austria	\$	6,428	HB, NMR
City of Oslo	\$	5,357	
St. Martin Property		5,000	
City of Turin	S/DM	5,000	
1965年			
Chrysler	\$	91,638	
Reed Paper Group		16,060	
Hawker Siddeley Group		15,000	HB, NMR
Toyo Rayon	Y	11,904	
Mobil Oil Holdings S. A.	S/DM	10,000	
Reed Paper Group		10,000	
1966年			
Mobil Oil Corporation	\$	273,772	
Reed Paper Group		10,000	
Transpaine Finance	\$	9,821	NMR
L. M. Ericsson	\$	7,142	
Transpaine Finance	\$	7,142	NMR
ECSC	\$	7,142	
1967年			
Roots Motors		10,081	
ECSC	\$	8,928	
Republic of Austria	\$	8,035	
New Zealand	S/DM	7,200	
New Zealand	\$	7,200	

1968年	外貨	金額	共同発行
British Leyland Motor		167,583	SW
Chrysler Overseas Capital	\$	24,916	syndicate*
Chrysler Overseas Capital	\$	24,916	syndicate
Reynolds Metal European	\$	20,764	syndicate*
Teledyne International N. V.	\$	20,764	syndicate*
Mobil International Finance	\$	14,534	syndicate*
Ente Nazionale Idrocabri	\$	14,534	syndicate
Zepta Overseas Capital	\$	14,534	syndicate
Cassi per il Mezzogiorno	\$	10,382	syndicate*
Plessey		10,089	

注1)：共同発行業者の名前は第10表と同様。

2)：外貨の欄に表示のあるものは当該通貨建て。

S/DM はスターリング/ドイツマルク債。Y は日本円。

3)：為替レートは、1ポンド=2.8ドル (1967年まで)、1ポンド=2.4ドル (1968年)、
1ポンド=14.5クローナ、1ポンド=1,008円で算出。

4)：1968年の syndicate の*は、ウォーバーグが代表幹事であることを示す。

出所：第10表と同様。

の単独発行が多く、ウォーバーグがユーロ債市場で有力な地位にあったことが分かる。1968年に入ると発行が一段と大型化するとともに、シンジケート形式が定着し、ユーロ債市場は新たな局面に入った。

第13表は債券と外貨それぞれの一件当たり平均発行額を示している。1963-1968年は、債券の平均額が100-400万ポンドであったのに対し、外貨債は500-2600万ポンドである。ここからも外貨債が大型であったことが分かる。1961年と1962年の平均額は大型のマルク債発行によるものである。

第2表と本節により、S・G・ウォーバーグ商会在形成期のユーロ債市場において有力な地位にあったことが示された。次に、ウォーバーグがユーロ債ビジネスを拡大することができた要因を考えなければならない。ユーロ債市場における金融仲介機関の競争力の源泉は、借り手（発行主体）とのつながり、貸し手（投資家）とのつながり、発行条件の整備の三つに細分化できるだろう。

借り手とのつながりは、シーグメント・ウォーバーグによってもたらされた。

第12表 発行額内の外貨比率
(単位: 金額1000ポンド, 比率%)

	金額	比率
1956年	6,582	82.4
1957年	500	21.3
1958年	0	0
1959年	0	0
1960年	2,954	24.8
1961年	128,125	85.6
1962年	23,002	59.1
1963年	21,647	20.2
1964年	47,818	62.1
1965年	156,798	78.4
1966年	341,640	92.9
1967年	49,146	67.1
1968年	362,558	64.7

出所: *Times Issuing House Year-book*, annually より作成。

第13表 一件当たりの発行平均額
(単位: 1000ポンド)

	対総額	ポンド債	外貨債
1946年	303		
1947年	252		
1948年	250		
1949年	100		
1950年	0		
1951年	253		
1952年	311		
1953年	393		
1954年	454		
1955年	553		
1956年	1,996	468	6,582
1957年	1,175	1,850	500
1958年	837		
1959年	1,168		
1960年	917	814	1,478
1961年	8,559	1,438	61,965
1962年	2,383	1,135	11,119
1963年	3,698	3,423	5,411
1964年	2,140	1,043	5,977
1965年	5,885	1,731	17,422
1966年	12,681	1,633	26,279
1967年	3,853	2,004	7,023
1968年	7,912	4,198	13,376

出所: 第1図, 第9表, 第12表より作成。
注: 対総額は, 発行総額÷総件数。

1950年代にシーグメントはニューヨークのクーン・レーブ商会のパートナーであった(1952年エグゼクティブ・ディレクター, 1956-1964年パートナー)⁹⁾。したがって, クーン・レーブを通して1950年代のアメリカ外債市場で発行を行ったヨーロッパの借り手の多くをシーグメントは知ることができた¹⁰⁾。1950

9) Chernow, 邦訳, 下巻306ページ。

10) Chernow, 邦訳, 下巻306, 397ページ。Attali, *op. cit.*, p. 232.

年代のクーン・レーブによる ECSC, Bayer, オーストリアなどの発行はシーグムントが手掛けたものであった¹¹⁾。1964年にウォーバーク商会がユーロ債発行を行ったオスロ市もクーン・レーブの顧客であった¹²⁾。

S・G・ウォーバーク商会の貸し手(投資家)とのつながりは直接的なものではない¹³⁾。ウォーバークは債券のアンダーライターや販売グループの金融機関を介して貸し手とつながらなければならなかった。したがって、販売面ではウォーバークにとってはアンダーライターや販売グループを組織できることが重要である。ウォーバークとアンダーライター・販売グループとのつながりもシーグムントによって得られた。これは二つの経路による。ひとつは、シーグムントのクーン・レーブ時代の活動による¹⁴⁾。もうひとつは、シーグムントのドイツ時代(1933年まで)からの縁故である。ウォーバークのシンジケートの主要なメンバーであったドイツ銀行のヘルマン・アプスとコメルツバンクのバウル・リヒテンベルヒはシーグムントの古くからの知人であった¹⁵⁾。

発行条件の整備は、ウォーバークでは取締役のガート・ホイットマン Gert Whitman が担当した。ホイットマンもまた1950年代はクーン・レーブの社員であり、その後シーグムントの誘いによってウォーバークに移った。ホイットマンは各国通貨や利率のメカニズムに通じており、新規発行債の価格や償還期限の設定を行った¹⁶⁾。

以上が、ウォーバークがユーロ債ビジネスを拡大することができた要因である。しかし、これらは成功の条件であって、ウォーバークがユーロ債ビジネスを開始した理由はこれらとはまた別であるはずである。シーグムントがロンドンでのユーロ債発行を行おうと考えた理由がいくつか指摘されている。

11) Attali, *ibid.*, pp. 202-209. Chernow, 邦訳, 下巻311-313ページ。

12) Chernow, 邦訳, 403ページ。

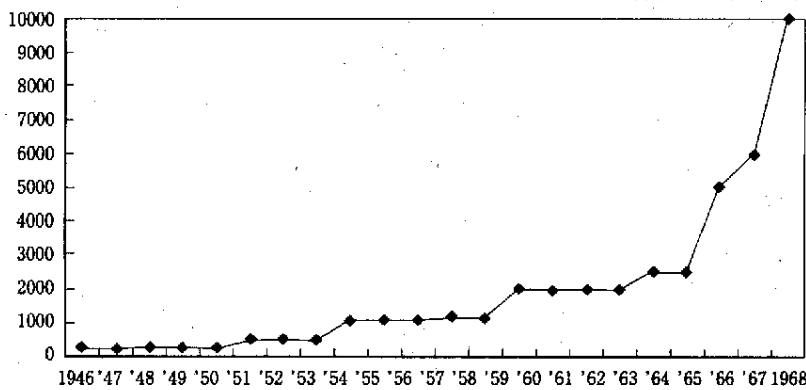
13) ウォーバークの社員であった John Craven は「初期にはウォーバークは全く販売力をもっていなかった」と言っている。Burk, Kathleen, "Witness Seminar on the Origins and Early Development of the Eurobond Market," *Contemporary European History*, Vol. 1, No. 1, 1992, p. 82.

14) Chernow, 邦訳, 下巻402ページ。

15) Chernow, 邦訳, 下巻409ページ。

16) Chernow, 邦訳, 下巻404-406ページ。

第3図 ウォーバーク払込み資本金 (単位:100万ポンド)



出所: Times Issuing House Yearbook, annually より作成。

ひとつは、シーグメントが、クーン・レーブで外国債券の90%がヨーロッパの銀行を通して販売されていることを知ったことである¹⁷⁾。二つ目は、シーグメントが、戦間期のヨーロッパでドルが現地通貨に転換されずに貸借されていたことを知っていたことである。このドル取引は短期・長期の両方でなされていた¹⁸⁾。三つ目は、シーグメントがヨーロッパ統合推進派であったことである。ロンドンが統合ヨーロッパの中心市場になるというビジョンをシーグメントは持っていた。シーグメントがユーロ債の第一号を ECSC にしようとしていたことも彼のヨーロッパ統合志向の現われと見ることができる¹⁹⁾。

ユーロ債業務がウォーバークにもたらしたものを最後に確認する。ウォーバークの利益の推移を得ることはできないので²⁰⁾、払込み資本金の推移を示し

17) Chernow, 邦訳, 下巻, 402ページ。90%という数字は脚注10)の数字(70-75%)とは異なっている。考えられる理由はクーン・レーブのみの数字だからということである。

18) Attali, *op. cit.*, p. 208.

19) Chernow, 邦訳, 下巻311, 401ページ。ただし、1963年には ECSC はクーン・レーブの顧客であるとしてウォーバークは発行を行わなかった。1964年よりウォーバークは ECSC の発行を行った。1964年にはシーグメントがクーン・レーブのパートナーを辞している。

20) Attali によれば、ウォーバークの利益は、1945年4万ポンド、1948年6万、1951年16万、1953年20万、1956年100万(税引き前)、1960年250万、1963年240万(グループ全体)とされている。Attali, *op. cit.*, pp. 196, 201, 217, 228. 1960年の数字は、第14表(Kellerの数字)の1961年53ノ

第14表 主要マーチャント・バンクの利益(単位:1000ポンド)

	1961年	1965年	1973年	1974年
Warburg	539	975	5,912	6,565
Hill Samuel	798	912	6,233	5,296
Kleinwort Benson	600	1,044	4,992	4,611
Hambros	655	829	5,599	3,154
Lazard Brothers	124	156	2,124	1,789
Schroders	548	582	2,356	1,525
Brown Shipley	204	240	1,180	1,245
Morgan Grenfell	91	224	1,375	1,113
Guinness Mahon	63	110	862	919
Charterhouse	n.a.	102	427	808
Samuel Montagu	268	515	1,382	657
Arbuthnot	67	125	712	598
Baring Brothers	159	199	624	514
Rea Brothers	114	175	404	417
Singer & Freidlander	246	424	578	212
Anthony Gibbs	n.a.	n.a.	363	-468
Fleming	313	388	n.a.	n.a.
Rothschilids	187	278	n.a.	n.a.
Keyser Ullmann	157	205	n.a.	n.a.

出所: 1961, 1965年は, Kellett, Richard, *The Merchant Banking Arena*, London, Macmillan, 1967. (安藤浩一訳『現代のマーチャント・バンク』東洋経済新報社, 1973年, 92ページ)。

1973, 1974年は, Channon, Derek, *British Banking Strategy and the International Challenge*, London, Macmillan, 1977, p. 63.

注: 税引き後。かつ1961年と1965年は内部留保後。

た第3図によって同商会の規模の拡大を確認する。1964-1968年の資本の増加は急激で、200万ポンドから1000万に到達した。これはウォーバーグのユーロ債ビジネスの拡大とともに進んでいるといえるだろう。第14表は1961年・1965年・1973年・1974年の主要マーチャント・バンクの利益を示している。1961年はウォーバーグの利益は第4位であったが、1965年には第2位に上昇し、1974

、万9000ポンドと大きく異なっている。Attaliの数字は税引き前、第14表の数字は税引き・内部留保後であることによると考えられる。

年には第1位となった。第15表は1951-1962年の主要マーチャント・バンクの払込み資本金を示している。最後発のウォーバーグはきわめて小規模な状態より出発し、1962年に主要マーチャント・バンクのほぼ最低限の資本規模に達した。ここからさらにユーロ債ビジネスのチャンスを得て、代表的なマーチャント・バンクとなった。ユーロ債ビジネスはそれ自体の利益に加えて、ウォーバーグにイギリス企業顧客をもたらした点でもメリットがあった²¹⁾。

おわりに

ユーロ債市場の形成の原動力はヨーロッパの資金需要であった。ヨーロッパの長期資金調達の変化を図式化すれば、アメリカ市場を介してのアメリカ資金の調達から、アメリカ市場を介してのヨーロッパ資金の調達、さらにロンドン市場を介してのヨーロッパ資金の調達という形で変化していったということになる。したがって、ユーロ債市場はアメリカ外債市場の後継者ということもできるだろう。ウォーバーグはこの変化に適応できる条件を満たしていた。ニューヨーク、ロンドン、大陸ヨーロッパのそれぞれに十分な関わりを持っていたことがウォーバーグを形成期ユーロ債市場の主要プレーヤーとした。

ウォーバーグ以外の主要プレーヤーもそれぞれの特徴に応じてこの3地域のネットワークに関わった。アメリカの投資銀行はアメリカ企業が大規模な借り手となるのにもなってヨーロッパに進出した。大陸の銀行のプレゼンスは販売力を基礎としていた。

ウォーバーグについては、ユーロ債ビジネス開始以前までの資本と事業の拡大もユーロ債市場への参入の前提条件として重視してよいだろう。1960年以前のウォーバーグは、国内の中小企業の発行や合併・買収の仲介を主要な業務としていた。ここで、手数料収入を軸とした投資銀行としての経験を蓄積した²²⁾。他方で、ウォーバーグの1950年代の国際的活動は、顧客とのつながりを確保す

21) Burk, *op. cit.*, pp. 82-83.

22) Chernow, 邦訳, 下巻248-249, 372ページ。

第15表 主要マーチャント・バンクの払込み資本金 (単位: 1000ポンド)

	1952年	1953年	1954年	1955年
Hambros	3,000	3,000	3,000	3,000
Kleinwort	2,500	2,500	2,500	2,500
Lazards Brothers	2,250	2,250	2,250	2,250
Schroders	2,241	2,401	2,451	2,888
Baring Brothers	2,050	2,050	2,050	2,050
M. Samuel	2,000	2,000	2,000	2,000
Morgan Grenfell	1,500	1,500	1,500	1,500
Japhet	1,300	1,300	1,300	1,300
Fleming	1,005	1,005	1,005	1,005
Brown Shipley	1,000	1,000	1,000	1,000
Singer & Freidlander	520	520	692	692
Warburg	500	500	1,055	1,055
Rea Brothers	300	300	300	300

1956年	1957年	1958年	1959年	1960年	1961年	1962年
3,000	3,000	3,500	4,000	4,000	4,000	4,500
3,000	3,000	3,000	3,000		5,000	5,000
2,250	2,250	2,531	2,531	2,531	2,700	2,700
3,133	2,146					
2,050	2,050	2,050	2,050		3,075	3,075
2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500	3,000
1,500	1,500	1,500	1,500		2,000	2,000
1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
1,005	1,005	1,256		1,507	1,507	
1,000	1,000	1,000	1,300	1,300	1,300	1,500
692	692	692	692		1,475	1,475
1,055	1,155	1,155	2,000	2,000	2,000	2,000
300	500	500	750	750	750	1,025

出所: *Times Issuing House Yearbook*, annually より作成。Shroders については、Roberts, Richard, *Shroders: Merchants & Bankers*, London, Macmillan, 1992, p. 531.

注: Japhet は1954年に Charterhouse に買収され、Charterhouse Japhet となった。Cannon, *op. cit.*, p.61.

る効果だけではなく、シーグメントのクーン・レーブでの業務にともなう収入や、カナダ投資子会社による外貨収入を通して、初期の外貨建て発行に貢献するという効果も持ったものと考えられる。なぜなら、主幹事は証券販売にともなうつなぎ融資を行わなければならない場合があるし、アンダーライターは証券の買取りに応じられなければならないためである²³⁾。

以上の点は今後も追求していく必要がある。しかし、市場形成期のウォーバーグの活動を明らかにすることで、ユーロ債市場形成のダイナミクスがより明確になったといつてよいだろう。

23) Hayes III, Samuel, Michael Spence and David van Praag Marks, *Competition in the Investment Banking Industry*, Cambridge, Harvard University Press, 1983. (直轄寺二訳「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)。