

TERG

Discussion Paper No.498

金本位制下の社債信用形成の制度的障害：
1898年日本鉄道株式会社外債不成立の史料分析

陳 梓博

2026年6月22日

TOHOKU ECONOMICS RESEARCH GROUP

Discussion Paper

GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS AND
MANAGEMENT TOHOKU UNIVERSITY
27-1 KAWAUCHI, AOBA-KU, SENDAI,
980-8576 JAPAN

金本位制下の社債信用形成の制度的障害：
1898年日本鉄道株式会社外債不成立の史料分析

陳 梓博

要旨：

本稿は、1897年の金本位制採用後における日本の民間企業の対外信用形成を、1898年にロンドン資本市場で試みられた日本鉄道株式会社のポンド建て外債発行交渉の事例から実証的に検討するものである。従来、Sussman & Yafeh (2000)は金本位制の採用が日本国債のリスクプレミアムを有意に低下させたことを実証したが、その分析対象は政府外債に限定されており、金本位制が民間主体の信用形成に与えた影響は未解明のままである。本稿はThe Baring Archive所蔵の一次史料

(HC6.1.27)を詳細に分析し、ベアリング商会が借款の不可欠な条件として抵当権の設定を求めたのに対し、日本側は現行条約下では外国人への抵当権設定が不可能であると回答し、交渉が不成立に終わったことを明らかにした。ベアリング商会は日本鉄道の財務内容を高く評価しながらも、抵当権なしでの融資を拒否したのである。同時期の政府外債と比較すると、政府は排他的引受条項や日銀事前引受といった追加条項を市場から要求されながらも外交交渉や財政動員によって起債を実現したのに対し、民間企業は抵当権という法的担保を提供できず、ロンドン資本市場での資金調達ができなかった。この対比は、政府信用と民間信用が異なる制度的基盤の上に形成されていたことを示す。本稿の分析は、金本位制の整備だけでは不十分であり、抵当権設定を可能とする法制度の整備が民間企業のロンドン資本市場での資金調達に不可欠であったことを実証するものである。

キーワード：

金本位制、日本鉄道株式会社、ベアリング商会、抵当権、条約改正

**Institutional Obstacles to Corporate Credit Formation under the Gold Standard:
An Archival Analysis of the Abortive Attempt to Issue Foreign Bonds
by Nippon Railway Company in 1898**

Zibo Chen

Abstract :

This paper examines the formation of private-sector creditworthiness in Japan following the adoption of the gold standard in 1897, through a case study of the abortive attempt by Nippon Railway Company to issue pound-denominated bonds on the London capital market in 1898. While Sussman and Yafeh (2000) demonstrated that the adoption of the gold standard significantly reduced the risk premium on Japanese government bonds, their analysis was confined to sovereign debt, leaving the impact on private-sector credit formation unexplored. Based on a detailed analysis of primary sources from The Baring Archive (HC6.1.27), this paper reveals that Baring Brothers & Co. insisted on a mortgage as a precondition for the loan, while the Japanese side responded that under the existing treaty regime, mortgage rights could not be granted to foreigners. Although Baring Brothers regarded Nippon Railway's financial position as sound, it refused to proceed without a mortgage. In contrast, during the same period the Japanese government managed to raise funds through sovereign bond issues, even when the market demanded additional terms such as exclusive underwriting clauses or advance subscription by the Bank of Japan—by mobilizing diplomatic negotiations and fiscal resources. Private companies, however, could not provide the required mortgage and thus could not raise funds in the London capital market. This contrast demonstrates that government and private-sector creditworthiness rested on fundamentally different institutional foundations. The paper concludes that the adoption of the gold standard alone was insufficient; the establishment of a legal framework enabling mortgage rights was a precondition for Japanese private companies to gain access to London capital market.

Keywords:

Gold Standard, Nippon Railway Company, Baring Brothers & Co., Mortgage,
Treaty Revision

1. 問題意識と先行研究

1.1 問題の所在

金本位制の採用（1897年）は、明治日本の対外信用をどのように変化させたのか。この問いに対し、Sussman & Yafeh（2000）¹は、月次データを用いたイベントスタディにより、金本位制の採用が日本国債のリスクプレミアムを有意に低下させた唯一の制度改革であることを計量的に実証した。彼らの分析では、憲法発布（1889年）、議会開設（1890年）、中央銀行設立（1882年）といった他の制度改革は、短期的に市場の評価を変えなかった。この知見は、金本位制が「Good Housekeeping Seal of Approval」（Bordo & Rockoff, 1996）²として機能したことを示唆する。

しかし、Sussman & Yafehの分析は、市場価格（リスクプレミアム）という結果指標に依拠しており、金本位制下での信用改善がどのような制度的メカニズムを通じて進行したかについては未解明のままであった。とりわけ、彼らの分析対象は政府外債に限定されており、金本位制が民間主体の信用形成に与えた影響については検討されていない。

Schiltz（2012）³は、金本位制の採用動機そのものに疑問を呈した。彼は、日本が金本位制を採用したのは低コスト借款や貿易促進のためではなく、Eichengreen, Hausmann & Panizza（2003）⁴のいう「原罪」（自国通貨建てで国際市場から借入できない構造的問題）への対処と、日清戦争後の帝国拡張の財政需要のためであったと論じた。金本位制は高コストな制度的コミットメントであり、その経済的便益は限定的だったのである。

神山恒雄（1995）⁵は、松方財政から日露戦争期までの国内公債政策を経済規模の拡大を優先する「積極基調」と、兌換制度維持のために通貨収縮を是とする「消極基調」という枠組みを提示しながら分析した。それにより、金本位制採用後の外債発行が国内の財政政策や公債管理と密接に連動したことを明らかにした。また、地方債の海外募集が「我国経済ノ信用上ニ影響」を及ぼすとの政府認識が存在したことを示し、国家信用の管理への政府関与の経緯を実証した。しかし、神山の分析は国内政策レベルに集中しており、個別の社債発行交渉がどのような制度的障害に直面したかについては、具体的な史料分析を行っていない。

これらの先行研究に共通するのは、金本位制の信用効果を政府レベルで分析している点である。金本位制下で民間主体の信用がどのように評価され、どのような制度的障害に直面したかについては、未解明のままである。この空白を埋める上で重要なのが、本稿が分析対象とする1898年にロンドン資本市場で発行が試みられた日本鉄道株式会社（以下、日本鉄道と略す）の社債である。

1.2 先行研究との関係⁶

¹ Nathan Sussman and Yishay Yafeh, "Institutions, Reforms, and Country Risk: Lessons from Japanese Government Debt in the Meiji Era," *Journal of Economic History* 60, no. 2 (2000): 442-467.

² Michael Bordo and Hugh Rockoff, "The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'," *Journal of Economic History* 56, no. 2 (1996): 389-428.

³ Michael Schiltz, "Money on the Road to Empire: Japan's Adoption of Gold Monometallism, 1873-97," *Economic History Review* 65, no. 3 (2012): 1147-1168.

⁴ Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza, "The Pain of Original Sin," in *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, ed. Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (University of Chicago Press, 2003).

⁵ 神山恒雄『明治経済政策史の研究』（塙書房、1995年）。

⁶ 島倉孝介「日露戦後の日仏関係と外資導入」『史学雑誌』第135編第4号（2026年）1-36頁。同論

本稿と最も密接に関係するのが、鈴木俊夫の一連の研究である。Suzuki(1994)⁷は、1870年から1913年までの日本政府外債の発行実務を体系的に分析した代表的な研究であり、各外債の発行条件（利率、価格、手数料など）やシンジケート構成を詳細に実証した。同書第8章およびSuzuki(1995)⁸は、ベアリング商会が1901年以降に日本の民間鉄道投資を試みた過程を詳細に検討し、外国人による抵当権設定の法的障害が民間への外資導入の最大の障壁であったこと、そして「鉄道財団抵当法」（1905年）の成立と日本興業銀行の仲介機能が民間への外資導入を促進したことを実証した。

これらの研究が明らかにしたのは、ベアリング商会が日本鉄道投資の条件として「抵当権の設定が不可欠である」と認識していたこと、そしてその認識が「鉄道財団抵当法」の成立という法制度整備へと結実した過程であった。Suzuki(1995)は、1898年にベアリング商会が日本鉄道から借款打診を受けていたことを脚注で指摘しているが、同脚注はその事実の存在に言及するにとどまり、具体的な交渉過程やベアリング商会側の判断については、一次史料に基づく分析を行っていない（Suzuki, 1995, p. 60, note 27）。そのため、ベアリング商会がこうした法・制度的制約を認識するに至った初期の経緯や、その認識の形成過程は、未解明のまま残されている。

本稿が分析する1898年の日本鉄道外債交渉の事例は、この問いに直接答えるものである。従来使用されてなかった一次史料——The Baring Archive 所蔵のHC6.1.27——から、ベアリング商会が1898年の時点ですでに抵当権を借款の必須条件として要求し、それが条約未改正のために不可能であることを認識していた事実を実証する。すなわち、鈴木の研究が1901年以降の交渉過程から明らかにしたベアリング商会の「抵当権設定の必要性」という認識は、1901年以降に生じたものではなく、少なくとも1898年にはすでに成立していたのである。⁹

さらに本稿は、この事例分析を通じて、次の点を明らかにする。すなわち、金本位制の採用（1897年）は政府信用の形成に寄与したが、民間企業が国際市場で信用を獲得するためには、それとは別個の、抵当権設定を可能とする法制度の整備が必要であった。1898年の日本鉄道外債不成立は、金本位制という通貨制度の整備だけでは不十分であり、抵当権設定を可能とする法制度の整備が同時に進まなかったことの帰結であり、政府信用と民間信用は異なる制度的基盤の上に形成されていたことを示していた。

2. 史料紹介

2.1 史料の概要

本稿が依拠するのは、The Baring Archive（ロンドン）に所蔵されているHC6.1.27「1898, Yokohama: Walsh, Hall & Co. to Barings」である。この史料群は、横浜のウォ

文は、日露戦後（1905年以降）のフランスからの資本導入を分析し、外交政策と外資導入の相克を実証した。島倉が明らかにしたのは、日本が国際資本市場へのアクセスを獲得した後の段階で、外交的要因が民間外資導入を制約した過程である。本稿が扱う1898年のロンドン資本市場における社債交渉とは直接の関連性が薄いため、ここでは扱わない。

⁷ Toshio Suzuki, *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market, 1870-1913* (The Athlone Press, 1994).

⁸ Toshio Suzuki, "Baring Brothers & Co. and Japanese Railway Investments, 1901-1906," *Japanese Yearbook on Business History* 11 (1995) 53-74.

⁹ なお、Suzuki(1995), p. 57は、1898年に英国の機関車製造業者 Beyer Peacock & Co.が九州鉄道・山陽鉄道の無担保社債を購入しようとした際、「外国人が社債を購入する場合に会社の資産を担保として設定できるのか」という問題が生じたことを指摘している。本稿の事例とは取引の性質（外債発行と既発社債への投資）は異なるが、いずれも外国人による担保権設定の法的障害に関わる事例である。

ルシュ商会 (Walsh, Hall & Co.) からベアリング商会 (Baring Brothers & Co.) へ送付された 1898 年 5 月から 9 月までの書簡および電報 19 点からなる。¹⁰この書簡群は、管見の限り、先行研究において系統的に分析されたことのない一次史料である。

ウォルシュ商会 (Walsh, Hall & Co.) は、1859 年の横浜開港とともに創設されたアメリカ系商社であり、開港初期から日本茶や生糸の輸出などを手がけた¹¹。本稿が分析する 1898 年の交渉当時、同社は日本側 (日本鉄道株式会社) の代理人として、ベアリング商会への借款打診の伝達や条件の取次ぎを担った。なお、創業者の一人であるジョン・ウォルシュは 1897 年に死去したが、商社としての事業活動はその後にも継続された。

借款を打診した日本鉄道株式会社は、1881 年に設立された日本初の民間鉄道会社であり、当時は東京・青森間を結ぶ幹線鉄道を運営していた。政府から年 8% の純益保証や監督を受けるなど、民間企業としては手厚い保護・監督下にあった。¹²

交渉の相手であったベアリング商会 (Baring Brothers & Co.) は、19 世紀後半から 20 世紀初頭にかけてロンドン資本市場を代表するマーチャント・バンクの一つであり、各国政府債や鉄道証券の引受業務に広く関与していた。日本についても、1902 年以後の政府外債において重要な役割を果たしたことが知られている。¹³

2.2 書簡の時系列

本史料群に収録された書簡・電報の時系列は、以下の表の通りである。

表 1 1898 年日本鉄道外債交渉の時系列

日付	文書番号	発信者→ 受信者	主要内容	意義
5 月 31 日	No.250	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	借款打診。500 万・1000 万・2000 万円、利率 5%、期間 10 年 (延長可)。大蔵省認可の必要性を明記。	政府関与の手続的 要件の明示

¹⁰ HC6.1.27 の公式目録による解説 : The Baring Archive, Series HC6: Indian Sub-Continent, Far East & Australasia, 6.1.27 「1898, Yokohama: Walsh, Hall & Co. to Barings」、1898 年 5 月～9 月、書簡および電報 19 点。日本鉄道株式会社のロンドンにおけるポンド建て外債発行提案に関するもの。会社の印刷定款および鉄道経営免許状、1897 年 12 月 31 日付の取締役報告書、本州の路線図、および 1898 年 8 月 8 日付 Gaspar Farrer (H.S. Lefevre & Co.) から Thomas Baring 宛の書簡 1 通を含む。

¹¹ ウォルシュ商会は、1862 年にフランシス・ホール (Francis Hall, 1822-1902) が経営に参加する以前は「Walsh & Co.」と称した。本稿が扱う HC6.1.27 の書簡における宛先はすべて「Walsh, Hall & Co.」である。同商会の設立者はトーマス・ウォルシュ (Thomas Walsh, 1827-1900) とその弟ジョン・グリア・ウォルシュ (John Greer Walsh, 1829-1897) であり、開港直後の横浜に進出し、金・銀・生糸・茶などの貿易を主力事業とした。ウォルシュ商会の詳細な沿革については、櫻井良樹『幕末・明治の茶業と日米交流 : 中山元成と G・R・ホールを中心に』(芙蓉書房出版、2020 年) 第 5 章、および櫻井良樹「G・R・ホール (George Rogers Hall) 関係史料について」『麗澤大学紀要』第 105 巻 (2022 年) 72-77 頁を参照。

¹² 日本国有鉄道編『日本国有鉄道百年史』第 2 巻 (日本国有鉄道、1970 年) 385-474 頁。

¹³ ベアリング商会の沿革については、Philip Ziegler, *The Sixth Great Power: A History of Barings 1762-1929* (Collins, 1988) に詳しい。明治期日本における同商会の具体的な活動は、Suzuki(1994)を参照。

日付	文書 番号	発信者→ 受信者	主要内容	意義
6月 8日	No.270	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	借款額を£1,000,000 に特定。手数料 控除後の純価格提示を要求。	価格交渉の開始
7月 15日	No.338	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	抵当権要求に対し「現行条約では不 可能、翌年の条約改正後は問題ない」 と返答。	条約障壁の顕在化
7月 28日	No.356	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	提示価格 87 (手数料控除後 86) を確 認。富士製紙・富士紡績の借款打診 も伝達。抵当には「工場・建物は可、 土地は不可」。	担保制度上の制約 の具体化
8月 5日	No.370	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	日本側取締役会が手取額 86 に異議。 利率 6%への引上げを検討。ベアリ ング商会は「日本の工業証券への融 資に消極的」。	交渉の行き詰まり
8月 6日	No.374	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	競合他社の出現。利率 5.5%での最良 価格を照会。	競争による条件改 善の試み
8月 8日	—	Gaspard Farrer →Thomas Baring	ベアリング商会内部検討。「100 万 ポンド・5.5%」の代替案「125 万ポ ンド・5% (利率維持)」を提案。	ベアリング内部の 条件模索
8月 18日	No.385	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	Baring からの重要書簡が未着。複数 の外国商社が競合中。	通信遅延による交 渉停滞
9月 8日	No.419	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	「現行条約では抵当権設定不可能、 条約改正後は問題ない」と再確認。 取締役会改選により再審議中。	制度的障壁の最終 確認
9月 8日	No.420	ウォルシュ商会→ ベアリング商会	政府の大規模外債計画が検討中。外 資との合弁銀行構想に言及。	優先順位の変化

出所：HC6.1.27 (The Baring Archive) 所収の書簡・電報に基づき筆者作成。

以下、表に記載された各書簡の内容を補足する。

5月31日 (No.250)¹⁴、ウォルシュ商会は日本鉄道株式会社の借款打診を初めてベアリング商会に伝えた。借款額は500万・1000万・2000万円の3案、利率5%、期間10年(その後10~30年の延長可)と提示された。調達資金は路線の複線化と車両増強に充当される予定であり、日本国内では年12%程度の高金利を強いられるため、ロンドン資本市場での起債を模索するものであった。¹⁵この書簡では、借款に

¹⁴ HC6.1.27, No.250, 31 May 1898.

¹⁵ HC6.1.27, No.250 から引用：“Money here, at about 12% per annum, is too dear to place the Bonds in Japan.”

は株主総会の決議と大蔵省の認可が必要であることが明記され、日本鉄道株式会社の定款・鉄道経営免許状と第32期半期報告書（1897年12月期）が添付された¹⁶。日本鉄道は東京から青森に至る825マイル（約1328キロメートル）の路線を有する日本最長の鉄道網であり、高崎・前橋への支線も含まれていた。また、株価は額面50円に対し70円で取引されていたことも本文で紹介され、市場で高く評価されたことをベアリング商会に伝えた。

6月8日（No.270）¹⁷、借款額は£1,000,000（100万ポンド）に特定され、ベアリング商会に対して手数料控除後の純価格の提示が求められた。大蔵省認可の必要性が再確認され、ベアリング商会からの条件提示を待つ正式な提案が株主総会に付される予定であることが伝えられた。

7月15日（No.338）¹⁸、ベアリング商会からの条件付き承認に対し、ウォルシュ商会は抵当権（mortgage）に関して「現行条約では外国人への抵当権設定は不可能だが、来年の条約改正後は問題ない」と返答した。¹⁹これは交渉の成否を分けた核心的な論点である。同日、取締役会がこの情報に基づいて借款問題を審議する予定であることが伝えられた。

7月28日（No.356）²⁰、ベアリング商会の提示価格87（手数料控除後86）が確認された²¹。また同書簡では、富士製紙・富士紡績の借款打診が合せて伝達され²²、担保条件として「工場・建物は可、土地は条約未改正のため不可」と明記された。この書簡は、1898年時点での外国人担保権の制度的限界を具体的に示す重要な証拠である。

8月5日（No.370）²³、日本側取締役会が手取額86（額面100に対するパーセンテージ）に異議を唱え、利率6%への引き上げと引き換えに価格改善を検討する意向が伝えられた。同時に、ベアリング商会が「日本の工業証券への融資に消極的」²⁴であることが判明した。また同書簡では、将来的な「外国資本と日本資本による銀行（a

¹⁶ HC6.1.27, No.250 に同封の添付資料：「Regulations」（「日本鉄道会社定款」、前掲『日本国有鉄道百年史』第2巻、421-426頁）、「Charter」（「東京ヨリ青森ニ至ル鉄道特許条約書」、同書427-429頁）、および「THIRTY SECOND REPORT FOR THE SECOND SEMI-ANNUAL TERM, ENDING 31ST DECEMBER OF 30TH YEAR OF MEIJI (1897)」（「第32期半期報告書」、老川慶喜・中村尚史編『明治期私鉄営業報告書集成1 日本鉄道会社』第4巻（日本経済評論社、2004年）53-107頁。政府による年8%の純益保証（Subsidy）については、同封の定款及び第32期半期報告書に記載されている（前掲第32期半期報告書）。

¹⁷ HC6.1.27, No.270, 8 June 1898.

¹⁸ HC6.1.27, No.338, 15 July 1898.

¹⁹ ベアリング商会は7月12日付電報で、借款£1,000,000・利率5%・価格86.5%（手数料控除後85.5%）を提示し、抵当権の設定を条件とした。コード「Gozana」がこの価格を示していた（HC6.1.27, Copy of Telegram from Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd. to Walsh, Hall & Co., 12 July 1898）。ウォルシュ商会は7月14日、このコードの意味を確認する電報を送った（HC6.1.27, Copy of Telegram from Walsh, Hall & Co. to Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd., 14 July 1898）。翌7月15日、ベアリング商会は改めて電報を送り、コード「Gozaria」が87%を示すことを明確にした（HC6.1.27, Copy of Telegram from Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd. to Walsh, Hall & Co., 15 July 1898）。これらの経緯を経て、ウォルシュ商会は7月28日付書簡（HC6.1.27, No.356）で「GOZARIA=87」と理解したと報告している。

²⁰ HC6.1.27, No.356, 28 July 1898.

²¹ 電報コードの解釈をめぐる詳細な経緯は、注19を参照。

²² 同日、ウォルシュ商会は電報でも同様の照会を行い、「工業会社」の担保付き融資の可能性を尋ねている（HC6.1.27, Copy of Telegram from Walsh, Hall & Co. to Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd., 28 July 1898）。

²³ HC6.1.27, No.370, 5 Aug. 1898.

²⁴ HC6.1.27, Copy of Telegram from Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd. to Walsh, Hall & Co., 3 August 1898. 同電報では「It will not suit to advance money on Japan security mentioned.」と返答した。

Bank with foreign and Japanese Capital) 」の設立構想に触れられており、条約改正後に外国資本を導入する枠組みへの期待もうかがえる。

8月6日 (No.374)²⁵、競合他社の出現を受け、利率5.5%とした場合の最良価格が照会された²⁶。日本側は競争を利用して条件改善を図ろうとしたが、抵当権問題という根本的障害は未解決のままであった。

8月8日²⁷、ロンドンの金融業者 H. S. Lefevre & Co.の重役 (Director) であり、後にベアリング商会の重役となるガスパート・ファラー (Gaspard Farrer)²⁸は、ベアリング商会のトーマス・ベアリング (Thomas Baring)²⁹宛てに日本鉄道借款の条件に関する内部検討書簡を送付した。この書簡は H. S. Lefevre & Co.のレターヘッドを用いて書かれている。

ファラーはまず、ウォルシュ商会が照会した「100万ポンド・87」の条件では日本鉄道の必要資金を満たせない可能性があることを認めた上で、同社が求めている「5.5%債」による代替案について検討していた。その結論として、5.5%という利率はロンドン資本市場では「異例 (unusual)」であるため、融資額を125万ポンドに増額し、利率5%を維持する方が望ましいと提案した。また、ファラーは「抵当権を確認するために7月12日付 (の情報)」と記していた。³⁰さらにファラーは、「保証 (Guarantee)」が問題であるならば、7月17日付の書簡では十分に対処できないとの見解を示し、5.5%債を額面100以上で発行することは、経費 (自己および取引先の報酬、印紙税、ブローカレッジなど) を差し引いた後では困難であると述べている。³¹

8月18日 (No.385)³²、ベアリング商会からの重要書簡 (7月13日・14日付) が未着であることが伝えられ、交渉は通信遅延により停滞した。なお、ベアリング商会は先行する8月6日付の電報において、当該書簡には「すべての可能な説明 (all possible explanation)」が含まれているため、それを待つようウォルシュ商会に指示していた。³³ウォルシュ商会はこの時点でもなお、ベアリング商会の詳細な条件提示を待つ立場にあった。

9月8日 (No.419)³⁴、7月14日・15日付のベアリング商会書簡が9月5日によりやく到着し、「現行条約では外国人への抵当権設定は不可能、来年の条約改正後は問題ない」という日本側の立場が改めて確認された。同時に、取締役会改選によ

²⁵ HC6.1.27, No.374, 6 Aug. 1898.

²⁶ 8月5日付の電報でウォルシュ商会は「7月12日の貴社電報に関して、利率5.5%であれば最も有利な条件 (正味価格) を提示されたい。当方は1%の手数料を必要とする。競合がある」と伝えている (HC6.1.27, Copy of Telegram from Walsh, Hall & Co. to Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd., 5 Aug. 1898)

²⁷ HC6.1.27, Gaspard Farrer to Thomas Baring, 8 Aug. 1898.

²⁸ ガスパート・ファラー (Gaspard Farrer) は、ロンドンの金融業者 H.S. Lefevre & Co.の重役であり、米国・カナダ証券、特にカナダ鉄道金融の専門家であった。1898年当時は H.S. Lefevre & Co.に所属していたが、1900年前後にベアリング商会の重役に就任した (Stanley Chapman, *The Rise of Merchant Banking* (George Allen & Unwin, 1984), pp. 33, 67)。なお、HC6.1.27の史料紹介には「Gasper Farrer, of HS Lefevre & Co.」と表記されている。

²⁹ トーマス・ベアリング (Thomas Baring, 1839-1923) は、「トム・ベアリング (Tom Baring)」とも呼ばれ、1892年から1912年まで同行の重役 (managing director) を務めた (Ziegler, 1988, pp. 267-268)。

³⁰ HC6.1.27, Gaspard Farrer to Thomas Baring, 8 Aug. 1898. 「5.5 percent unusual here; better increase Mortgage to £1,250,000 retaining 5% interest to confirm mort(g)age 12 July.」 ()は筆者補足。

³¹ HC6.1.27, Gaspard Farrer to Thomas Baring, 「I don't see how a 5.5 % Bond would be issued over par from which have to be deducted your own & your correspondents remuneration, stamps, brokerage, & other expenses.」

³² HC6.1.27, No.385, 18 Aug. 1898.

³³ HC6.1.27, Copy of Telegram from Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd. to Walsh, Hall & Co., 6 Aug. 1898.

³⁴ HC6.1.27, No.419, 8 September 1898.

り案件が再審議中であることが伝えられた。ベアリング商会は日本鉄道の財務内容を「満足 (satisfactory)」と評価しながらも³⁵、抵当権なしでの借款には応じなかった。

同じく9月8日 (No.420)³⁶、東京において政府自身の大規模外債計画が検討中であることが報告されるとともに、先月5日付書簡で触れた「外国資本と日本資本による銀行 (a Bank with foreign and Japanese Capital)」について、日本側の構想が改めて伝えられた。それによれば、同事業は日本証券を担保に融資を行い、また一般的な銀行業務や外国為替業務も担うことを企図していた。この書簡を最後に、HC6.1.27における本件に関する通信の収録は途絶えている。

3. 交渉過程の分析

3.1 第一段階 (5月31日～6月8日) : 借款条件の提示と情報収集

交渉の第一段階は、日本側が借款の基本条件を提示し、ベアリング商会が投資判断に必要な情報を収集する段階であった。ウォルシュ商会は日本鉄道の財務内容を詳細に報告し、同社が日本最長の鉄道網を有する優良企業であることを強調した。借款の目的は路線の複線化と車両増設であり、日本国内での資金調達コストが年12%と高すぎるのが、ロンドン資本市場での起債を模索する動機となっていた。

この段階では、抵当権の問題はまだ表面化していなかった。ウォルシュ商会は、大蔵省の認可が借款発行の前提条件であることを明記したが、これは政府保証の提供を意味するものではなかった。むしろ、政府の監督下にある企業としての信用力を市場に示すための手続き的要件であった。

3.2 第二段階 (7月15日～8月5日) : 抵当権問題の浮上と価格交渉

交渉の転換点は7月15日である。ベアリング商会は借款の条件として抵当権 (mortgage) を要求した。ウォルシュ商会は「現行条約では外国人への抵当権設定は不可能」と返答し、「来年の条約改正後は問題ない」との見通しを示した。³⁷この返答は、日本側が制度障壁を一時的なものと認識していたことを示すと同時に、条約改正という政治的プロセスに依存せざるを得ない立場の弱さが顕在化した。

ベアリング商会の抵当権要求は、金本位制下においても、民間企業への信用供与には具体的な物的担保が必要とされたことを示す。政府外債 (1897年) では「排他的引受条項」³⁸という商業的契約条項が補完装置として機能したが、社債では抵当権

³⁵ No.419の文面では「満足 (satisfactory)」と表現されているが、ベアリング商会側の書簡簿 (Letter Books) に収められた当該書簡の原文における実際の表現は、日本鉄道を「これほど見事に管理された企業 (such a well-managed business)」と称賛し、その会計処理を「温かい賛辞に値する (merits warm praise)」と極めて高く評価するものであった；トーマス・ベアリング (Thomas Baring, 1839-1923) は、「トム・ベアリング (Tom Baring)」とも呼ばれ、1892年から1912年まで同行の重役 (managing director) を務めた。Ziegler (1988), p. 311. 当該記述の出自は、Barings to Messrs. Walsh, Hall, 14 July 1898, Baring Mss.(B), Letter Books.

³⁶ HC6.1.27, No.420, 8 September 1898.

³⁷ HC6.1.27, No.338, 15 July 1898. “How far the requirements with regard to a mortgage can be met we are not able to say now, although after this date next year when the revised Treaties will come into force there would be no difficulty.”

³⁸ 「排他的引受条項」とは、一定期間、特定の銀行団以外を通じての欧州での起債を禁止する契約条項であり、1897年の軍事公債海外売却契約に付された (前掲『明治経済政策史の研究』、182-184頁；Suzuki, 1994, p. 67)。この条項は、市場が日本政府の信用に不安を感じていたため、引受銀行団のリスクを軽減する装置として機能した。

本稿では、市場が借款国に対して、その信用だけでは不十分と判断して要求した契約上の追加的・制度

という法的手段が求められた。この差異は、政府と民間の信用形成における制度的条件の非対称性を端的に示していた。

価格交渉も並行して行われた。ベアリング商会の提示価格 87（手数料控除後 86）に対し、日本側取締役会は異議を唱え、利率 6%への引き上げによる価格改善を検討した。しかし、抵当権問題が未解決のままでは、価格交渉の進展も限定的であった。また、ウォルシュ商会が同時に打診した富士製紙・富士紡績の借款に対して、ベアリング商会は「日本の工業証券への融資に消極的」との姿勢を示しており³⁹、鉄道というインフラ事業ですら抵当権が設定できない状況では、純粋な民間工業企業への融資はさらに困難であることが明らかになった。

3.3 第三段階（8月6日～9月8日）：複合的要因による交渉停止

8月以降、交渉は複合的要因により停滞した。

第一に、競合他社の出現である。ウォルシュ商会は8月6日、他の外国商社が日本鉄道の借款を競合していたことをベアリング商会に伝え、利率 5.5%での最良価格を照会した。⁴⁰これは日本側の交渉戦略として理解できるが、抵当権問題という根本的障害の前には効果が限定的であった。

第二に、ベアリング商会内部での条件模索である。8月8日付の書簡が示すように、ベアリング商会は日本側の提案に対して内部で複数のオプションを検討した。⁴¹しかし、いずれのオプションも抵当権問題を解決するものではなく、あくまで価格と金利の組み合わせの範囲内での調整にとどまった。この内部検討は、ベアリング商会が本外債を完全に諦めていたわけではないことを示す一方で、制度的障害を乗り越える決断には至らなかったことも示していた。

第三に、通信遅延である。8月18日の書簡では、ベアリング商会からの重要書簡が未着であることが伝えられた。⁴²当時の国際郵便は数週間を要し、緊急の交渉には電報が用いられたが、電報では詳細な条件交渉は不可能であった。

第四に、取締役会の改選である。9月8日の書簡では、5月以降に新たな取締役会が発足したため、借款問題が再審議中であることが伝えられた。⁴³経営陣の交代は、交渉の継続性を損なう要因となった。

第五に、政府自身の大規模外債計画の浮上である。同じく9月8日の書簡（No.420）では、東京で政府借款計画が検討中であり、シンジケートや銀行の代理

的保証を「信用補完装置」と定義する。担保条項、排他的引受条項、中央銀行による事前引受などがこれに該当する。この概念枠組みについては、2026年5月9日の第95回社会経済史学会全国大会（専修大学）における報告「担保から信用へ—明治日本における通貨制度の階段的統合と金融主権の形成過程（1870–1902）」で提示した。

³⁹ HC6.1.27, No.370, 5 Aug. 1898. “We observe from your telegram of yesterday, in reply to our enquiry, that you are not inclined to advance money on Japanese industrial securities.” またベアリング商会は8月3日付電報で「It will not suit to advance money on Japan security mentioned.」と返答した（HC6.1.27, Copy of Telegram from Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd. to Walsh, Hall & Co., 3 Aug. 1898）。

⁴⁰ HC6.1.27, No.374, 6 Aug. 1898. “Since writing yesterday, we have received information that others are competing for the business of the loan for the Nippon Tetsudo Kwaisha and we have accordingly asked you by cable for the best quotation you can name if the rate of interest should be 5.5% per annum.”

⁴¹ 前掲 2.2 節 8月8日書簡の解説を参照。

⁴² HC6.1.27, No.385, 18 Aug. 1898. “The private letters of the 13th & 14th to which you refer unfortunately have not come to hand.” なおベアリング商会は8月6日付電報で「Can you wait our letter of 14th July [and] 15th July. Our letter of [those dates] contains all possible explanation」と返答した（HC6.1.27, Copy of Telegram from Messrs. Baring Bros. & Co. Ltd. to Walsh, Hall & Co., 6 Aug. 1898）。

⁴³ HC6.1.27, No.419, 8 September 1898. “as a new Board of Directors has been elected since we wrote to you in May, the whole question is to be reviewed by them.”

人が大蔵省に売り込みを行っていることが報告された。⁴⁴政府借款が具体化する中で、民間企業の社債発行は優先順位を下げざるを得なかった。

最も重要なのは、ベアリング商会が日本鉄道の財務内容を「満足」と評価しながらも、抵当権なしでの借款には応じなかったことである⁴⁵。この事実は、金本位制下における社債信用の制度的障害が、企業の経営内容とは独立した外在的要因であったことを示していた。ベアリング商会の内部検討ですら、この制度的制約を前提とした条件調整の域を出なかったのである。

4. 政府外債との対照

1898年の社債不成立は、同時期の政府外債との対照によって、より鮮明にその意義が浮かび上がる。

4.1 1897年政府外債

1897年の軍事公債海外売出は、金本位制採用直後の政府外債である。発行条件は溢価（102ポンド）で成立し、発売から十日経過で市場の応募額は募集額約2倍に達した⁴⁶。しかし、契約には排他的引受条項（1年間の欧州起債独占権）が付された⁴⁷。加藤高明駐英公使はこの条項に反対し、銀行団側が撤回に応じる方向で交渉が妥結されたが、ロンドンから横浜への情報伝達が不正確だったため、最終的に付帯条件付きで条項が残留した⁴⁸。

この経緯は、政府がすでに交渉力を一定程度発揮できる段階にあったことを示す。同時に、排他条項が残留した事実は、金本位制だけでは市場の十分な信頼を獲得できなかったことの証左でもある。

4.2 1899年政府外債

1899年の四分利付外債（発行額£10,000,000）は、金本位制下で政府が初めて発行した本格的な外債である。市場の応募は募集額の9.8%に過ぎず、日本銀行が200万ポンドを事前に引き受け、さらに政府が日清戦争賠償金から250万ポンドを追加購入した。発行額の約45%を日本側で保有するという異常な事態となった。⁴⁹

交渉過程では、シンジケート銀行団が担保提供、年賦償還方式、増税制限、起債制限など、日本の財政自主性を大きく制約する厳しい条件を提示した。松方正義蔵相はこれらを「国家ノ威信」に関わるものとして断固拒否し、大蔵省から派遣された早川千吉郎がロンドンで交渉を主導した。⁵⁰最終的に、無担保・随意償還（政府の償還オプション）という条件で合意に達した。

⁴⁴ HC6.1.27, No.420, 8 September 1898. “The matter of a large Government loan is occupying a good deal of attention at Tokyo at present, although not yet determined upon. Agents of Syndicates and we believe Banks also are pressing their views upon the Finance Department with the hope of securing the business.”

⁴⁵ HC6.1.27, No.419, 8 September 1898. “We are much pleased to learn that the detailed account of the working of the Nippon Tetsudo Kwaisha which we sent to you were satisfactory” しかし同書簡では「under the present Treaties a mortgage to a foreigner cannot be made」と述べられており、抵当権なしでの借款は不可能とされている。

⁴⁶ 大蔵省編『明治大正財政史』第12巻（東京：大蔵省、1937年）428頁。

⁴⁷ 排他的引受条項の内容とその契約上の位置づけについては、注38を参照。

⁴⁸ 前掲『明治経済政策史の研究』、183頁。また、交渉の齟齬の詳細については、同書182-184頁を参照。

⁴⁹ Suzuki (1994), pp.69-74；前掲『明治経済政策史の研究』、187頁；明治財政史編纂会編『明治財政史』第8巻（明治財政史編纂会、1972年）631頁。

⁵⁰ 齊藤壽彦「第14章海外駐筋財務完成度成立以前の在外国際金融担当者」『近代日本の金・外貨政策—海外駐筋財務官の研究』（日本経済評論社、2015年）1414-1417頁。

1899 年は、政府が日銀による事前引受という政策的な手段を動員することで発行を成立させ、償還オプション⁵¹を獲得することで契約条件の改善を示した。しかし、日銀引受が必要だったこと自体が、金本位制だけでは市場の十分な信頼を獲得できなかったことの直接証拠である。

4.3 1902 年政府外債と信用形成の非対称性

1902 年の帝国五分公債の海外売出は、金本位制と日英同盟⁵²の同時成立により、市場が日本政府に特別な補完装置を要求しなくなった画期である。平価発行が成立し、排他条項や担保条項は消失した。政府は再販価格の設定に能動的に関与し⁵³、イングランド銀行 (Bank of England) へのインスクリプション (inscription)⁵⁴も認められた。Baring Brothers、Rothschild、Cassel ら一流マーチャント・バンクが引受に参加したことも、ロンドン資本市場の信頼が質的に転換したことを示している。⁵⁵

この 1902 年の到達点と 1898 年の社債不成立を対照するとき、金本位制下の信用形成における政府外債と社債の非対称性が明らかになる。政府外債では、市場が排他的引受条項 (1897 年) や日銀事前引受 (1899 年) といった信用補完装置を要求したが、政府はこれらの条件を受け入れつつ、外交交渉や財政資金の動員を通じて起債を実現した。そして 1902 年には、こうした信用補完装置に依存することなく外債発行を成功させた。これに対し社債は、市場が要求した抵当権という法的担保を条約未改正のために提供できず、ロンドン資本市場での資金調達ができなかった。

この差は、政府と民間企業の信用が異なる制度的基盤の上に形成されていたことを示している。政府は市場が要求する信用補完装置に対して複数の対応手段を有していたのに対し、民間企業は抵当権制度に大きく依存していたためである。

5. 結論

本稿の分析から、以下の三点が明らかになった。

第一に、1898 年日本鉄道外債不成立は、金本位制の採用後も、外国人による抵当権設定を禁じる条約体制に代表される法制度の未整備があれば社債信用が成立しなかったことを示す直接証拠である。金本位制は政府信用の形成に寄与したが、その効果は社債信用には波及しなかった。

⁵¹ 「六箇月前ニ倫敦「タイムズ」新聞ニ抽籤ノ廣告ヲ爲スニ於テハ千九百九年一月一日以後何時ニテモ日本帝國政府ノ都合ニヨリ抽籤ヲ以テ之ヲ百磅ニ付キ百磅ノ割合ニ於テ元金ヲ償還スルコトヲ得 (後略)」のように、政府の都合により繰り上げ返済が可能。前掲『明治財政史』第 8 巻、363 頁。

⁵² 日英同盟の締結がロンドン市場における日本政府の信用を強化したことは、Giovanni B. Pittaluga and Elena Seghezza, "How Japan Remained on the Gold Standard Despite Unsustainable External Debt," *Explorations in Economic History* 59 (2016): 40-54 が実証的にも示している。

⁵³ 「興業銀行はより轉賣受けたる香港上海銀行が、若し更に倫敦に於て之を賣出すことある場合には、其の目論見書は豫め日本政府又は其の代表者に差出し許可を受くべきこと。但し其の賣出價格は我が公債の市價を標準とし、成るべく千圓に付百三磅以上たらしむべく努力すべし」；前掲『明治大正財政史』第 12 巻、425 頁。

⁵⁴ インスクリプション (inscription : 登録) 方式には、証券売買時の印紙税免除、配当金の郵送受取、配当金の自動再投資、少額の税金支払による普通証券への転換といった投資上の利点があった。英国政府は原則として外国債への元利支払保証を行わなかったが、外交的に重要な外国公債については、保証に代替する措置としてイングランド銀行におけるインスクリプション方式を認めることがあった。日英同盟締結後、日本政府がロンドン市場で売り出した 5% 内国債に対しては、日本の外交的地位を考慮し、この方式が認められた。(鈴木俊夫「香港上海銀行と日清戦争賠償公債発行 (1895-1898 年)」『中京経営研究』創立記念号 (1992 年) 179-200 頁、特に脚注 70 および対応する本文を参照)。

⁵⁵ Suzuki(1994), pp.75-82, 前掲『明治経済政策史の研究』、194 頁；前掲『明治大正財政史』第 12 巻、424-428 頁。

第二に、この非対称性の原因は、政府と民間企業の信用が異なる制度的基盤の上に形成されていたことにある。政府は、市場が排他的引受条項や日銀事前引受といった条件を要求したのに対し、外交交渉や財政資源の動員など複数の対応手段を有していたため、これらの条件を受け入れながら起債を実現することができた。これに対し民間企業は、抵当権という法的担保を市場から要求されたが、条約未改正のためにそれを提供できなかった。この差異が、政府と民間企業の信用形成経路を分岐させたのである。

第三に、本稿が初めて系統的に分析した The Baring Archive 所蔵の HC6.1.27 は、鈴木俊夫（1995）が描いた「ベアリング商会の日本鉄道投資参入」（1901-1906年）の前史として位置づけられる。ベアリング商会は 1898 年にすでに日本鉄道株式会社から借款打診を受けていたが、本稿が明らかにしたように、抵当権という法的手段を欠いていたためにこの時点では投資に踏み切れなかった。ベアリング商会が本格参入を果たすのは、「鉄道財団抵当法」の成立を待たねばならなかったのである。1898 年の「失敗」は、単なる一案件の頓挫ではなく、法制度整備の必要性を明確に示す事例であった。

本稿の分析は、単一の社債事例に依拠しており、社債信用形成の全体像を描くにはさらなる事例の蓄積が必要である。とりわけ、同時期に打診された富士製紙・富士紡績の借款や、条約改正後に発行された神戸市水道公債（1899年）、横浜市水道公債（1902年）、大阪市築港公債（1902年）、⁵⁶などの地方外債事例との比較を通じて、法制度の整備が社債・地方債市場に与えた効果をより体系的に検証することが今後の課題である。また、金本位制の採用が外債発行における信用形成の十分条件ではなかったという本稿の知見を踏まえれば、信用形成に必要なその他の条件については、ロンドン資本市場における他国の事例との比較を含め、引き続き検討が必要である。

⁵⁶ 前掲『明治大正財政史』第 12 巻、714 頁。

参考文献：

I.一次史料

未刊行史料：

The Baring Archive, London, HC6.1.27 “1898, Yokohama: Walsh, Hall & Co. to Barings”
(Series HC6: Indian Sub-Continent, Far East & Australasia).

刊行史料集：

大蔵省編（1937）『明治大正財政史』第12巻、大蔵省。

老川慶喜・中村尚史編（2004）『明治期私鉄営業報告書集成 1 日本鉄道会社』第4巻、日本経済評論社。

日本国有鉄道編（1970）『日本国有鉄道百年史』第2巻、日本国有鉄道。

明治財政史編纂会編（1972）『明治財政史』第8巻、明治財政史編纂会。

II.二次文献

英文：

Bordo, M., & Rockoff, H. (1996). The gold standard as a ‘good housekeeping seal of approval’. *The Journal of Economic History*, 56(2), 389-428.

Chapman, S. (1984). *The rise of merchant banking*. G. Allen & Unwin.

Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). The pain of original sin. In B. Eichengreen & R. Hausmann (Eds.), *Other people’s money: Debt denomination and financial instability in emerging-market economies*. University of Chicago Press.

Pittaluga, G.B., & Seghezza, E. (2016). How Japan remained on the gold standard despite unsustainable external debt. *Explorations in Economic History*, 59, 40-54.

Schiltz, M. (2012). Money on the road to empire: Japan’s adoption of gold monometallism, 1873-97. *The Economic History Review*, 65(3), 1147-1168.

Sussman, N., & Yafeh, Y. (2000). Institutions, reforms, and country risk: Lessons from Japanese government debt in the Meiji era. *The Journal of Economic History*, 60(2), 442-467.

Suzuki, T. (1994). Japanese government loan issues on the London capital market, 1870-1913. The Athlone Press.

Suzuki, T. (1995). Baring Brothers & Co. and Japanese railway investments, 1901-1906. *Japanese Yearbook on Business History*, 11, 53-74.

Ziegler, P. (1988). *The sixth great power: A history of Barings 1762-1929*. Collins.

和文：

神山恒雄（1995）『明治経済政策史の研究』塙書房。

櫻井良樹（2020）『幕末・明治の茶業と日米交流——中山元成とG・R・ホールを中心に——』芙蓉書房出版。

櫻井良樹（2022）「G・R・ホール（George Rogers Hall）関係史料について」『麗澤大学紀要』105、72-77。

斉藤壽彦（2015）『近代日本の金・外貨政策——海外駐節財務官の研究』日本経済評論社。

島倉孝介（2026）「日露戦後の日仏関係と外資導入」『史学雑誌』135(4)、1-36。

鈴木俊夫（1992）「香港上海銀行と日清戦争賠償公債発行（1895-1898年）」『中京経営研究』創立記念号、179-200。