

金融英語の語源（4）：信託は便益、権利は正義、流動性は信頼

Watabe, Ryo / 渡部, 亮

(出版者 / Publisher)

野村アセットマネジメント研究開発センター

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

ファンドマネジメント / ファンドマネジメント

(開始ページ / Start Page)

80

(終了ページ / End Page)

85

(発行年 / Year)

2008-12-25

金融英語の語源（４）

－信託は便益、権利は正義、流動性は信頼

法政大学教授 渡部 亮

本稿の第一回で、英語がラテン語の影響を受けたと述べた。しかし、両者には文法上の違いもあるし、英語がラテン語によって征服されたというよりは、英語がラテン語の語彙を吸収したというのが事実に近いであろう。英語は、ラテン語だけでなく、マンガやカラオケのような日本語、バンガロー、ヴェランダといったヒンドゥー語など、他言語を次々に吸収してきた。その吸収力は凄まじく、英米両国の国力の源泉ともなっている。

もちろん、金融英語は外国語源の語彙だけで出来ているわけではないし、英語独自の用語も無数に生み出してきた。そこで今回は、独自用語の代表例として信託、権利、流動性を取り上げる。

信託の起源

英語の歴史を振り返ると、多言語の語彙を吸収する過程で単純な間違いを犯すこともあった。その例が「信託」を意味した use である。

現代英語で「信託」は、ゲルマン語源の trust を使うが、その昔はラテン語源の use が使われた。一方現代英語の use は「用途」、「使用」、「慣習」を意味する。その use が、昔はなぜ「信託」を意味したかということ、ラテン語がフランス語経由で英語に入るときに誤訳があったらしい。

もともとラテン語には「働き」や「仕事」を意味する opus という単語があったのだが、それが「土地から上がる収益」や「収益権」を意味するように

なり、さらに「信託」の語源にもなった。ところが、この opus がフランス語に入って oes (oeuvre) とか ues と訳されたときに、まったく別のラテン語 usus と混同されたらしい。後者の usus は「用途」や「慣習」を意味する現代英語の use に相当し、そのフランス語訳が us という紛らわしい言葉だった。そのため「用途」と「信託」というまったく別々の概念が、英語では同じ use というようになった（注1）。ともあれ、英国における信託は債権でも物権でもなく、便益権といった特殊な概念であった。

しかし、その後土地信託が濫用されるようになり、ヘンリー八世の時代（1535年）にユース法（Statute of Uses）が制定されて、信託の使用に制限が加えられた。同法を日本語に意識すれば「土地信託法」ということになるが、すでにこの時には、use が信託を意味するようになっていた。

それではなぜ土地信託が濫用されるようになったのであろうか。ひとつには、国王と教会との間で権力争いがあり、教会（修道院）が信託を利用して土地保有の永続を図ろうとしたためである。それに加えて、長子単独相続（primogeniture）というコモンロー上の法制度もあった。

長子単独相続制度

イングランドでは、古くから財産の相続は長男に限定され、多数の子息が土地を分割相続することは禁じられていた。分割相続を認めると、国王への土

地復帰がむずかしくなり、封建制の維持が困難になったからである。そこで長男以外に相続させたいと願う土地所有者は、信託という便法を利用するようになった。しかも信託の受託者を一人だけではなく複数にして、欠員が生じた場合に受託者を補充するようになれば、永遠に国王への土地復帰を防ぐことができた(注2)。これは、現代の株式会社が継続事業体 (going concern) といわれるのに似ていた。しかし土地信託が盛んに行われるようになると、今度は別の問題が発生するようになった。それは、土地の原所有者(委託者)と土地信託の受託者の間で、土地使用から上がる収益をどちらに帰属させるかという問題であった。

先例や慣習を重視するコモンローは、信託を受けた受託者を、土地の法的所有者 (legal owner) とみなした。そもそもコモンローは長子単独相続を原則としており、信託はそのコモンローをかいくぐる便法であったから、委託者側が受益権を主張しても、コモンロー裁判所は受け付けなかった。

しかし、それでは土地の原所有者(委託者)に不公平な場合もあるというので、委託者の受益権を救済する措置が次第に講じられるようになった。これが「エクイティ(衡平法)による救済」という法理であり、13世紀末には確立したとされる(注3)。受託者がコモンロー上の所有者とされたのにたいして、委託者はエクイティ上の所有者 (equitable owner) とみなされた。

エクイティは、コモンローを補完する法体系として営々と存続し、「エクイティによる救済」が行われた。その後、エクイティとコモンローは、1873-75年の裁判所法 (Judicature Acts) によって統合され、統一の裁判所で運用されるようになったのだが、そこに至るまでの過程で、1844年に共同出資会社法が制定され、エクイティが株式会社における

株主権擁護の法理となった(注4)。コモンローだけでは、所有と支配(経営)の分離といった株式会社固有の問題に対応できなかったが、幸い英国には信託やエクイティの伝統があり、両者を区分した運用が可能だったのである。なおユース法は、1925年に所有権法 (The Law of Property Act) の制定に伴って廃止された。

企業合同としてのトラスト

現代英語で trust の一般的な意味は「信頼」であるが、そのほかにも「信託」や「信託財産」という意味がある。「信託財産」とは、元来は「受託者の管理下に移管された土地」を意味した。この概念が英国から米国にわたり、土地の代わりに株式などの金融資産を受託法人に移管した際に、その受託法人をトラストと呼ぶようになった。日本語で「企業合同」と訳されるトラストである。

会社法史の歴史に即していえば、英国の trust (信託) は「法人格なき会社」と呼ばれる存在であった。1844年に共同出資会社法が制定されるまでの間、この「法人格なき会社」が信託法を根拠法として盛んに設立された。ロンドン証券取引所やロイズ保険などが、そうした会社の例であった。1844年法の制定以前にも、株式会社組織の法人企業は存在したが、それは特定の事業目的を持ち、しかも政府の免許が下りた場合にかぎって設立が認められた。しかし法人企業とした場合の問題は、政府が介入して解散させたり、資産を没収したりするおそれがあることであつた。そのため「法人格なき会社」の仕組みが利用されたのである。

その仕組みが、19世紀後半に米国にわたって、トラスト(企業合同)という形で活用された。米国では州の経済自治権が強く、会社法の管轄権も各州にあったので、州政府による会社経営への介入を避け

るために、信託法に準拠するトラストが利用された。つまり米国のトラストは、信託と会社を結びつけるものであった(注5)。

反トラスト法の制定によるトラスト解体

最初のトラストは、1879年に設立されたスタンダード石油(エクソンモービルやシェブロンの前身)である。この当時は、ある州の会社法によって設立された州法人が、別の州法人の株式を保有することができなかった。そこで他州法人を買収するためには、買収側がトラストを作り、被買収企業の株式を取得し、その見返りに信託証書(受益権証券)を被買収企業の旧株主に交付して、議決権株を供託させるという方法がとられた。

トラスト(企業合同)は直接事業経営を行わず、各州に分散する事業会社の株式を保有して利益を吸い上げた。19世紀後半には、鉄鋼のUS スティール、金融のモルガンなどがトラストを形成し、かれら自身がトラストの受託者(トラスティー)となった。そのほかにも砂糖トラスト、ウィスキー・トラストなどが続々と形成されて、20世紀初頭には、約300のトラストが、米国製造業資本の40%を所有するまでに増大した(注6)。

企業合同の目的は、規模経済追及という当初の目的から、次第に競争制限に変質し、19世紀末には独占とほぼ同じ意味を持つようになった。信託本来の機能を超え、投資家から資金を集めて受託者を中心とする企業組織を設立し、傘下の事業から生まれる利益を巨大な資本として集積した。そういった特殊な企業組織がトラストであった。英国のトラスト(法人格なき会社)は、国家介入を回避する目的で設立されたのだが、それが米国にわたって私的独占へと発展したわけである。

しかし、過度の資本集中が起きた結果、1890年シ

ヤーマン反トラスト法や1914年クレイトン反トラスト法が制定され、連邦政府がトラストを制限するようになった。もともと反トラスト法の運用は、当初はそれほど厳しいものではなかった。また1888年には、ニュージャージー州の会社法が、法人株主や持株会社の存在を認め、デラウェア州法などがそれに追随した結果、トラストの中には持株会社として再編成される会社も登場した。

権利＝正義＝法

そこで次に、株式会社の株主権に関して述べる。株式会社は、株主利益の向上を第一義的な目的として経営される。利益(profit)は、「前進する」や「役立つ」を意味するラテン語 *prōficiō* を語源とする言葉で、前向きなニュアンスが感じられる。しかし、株主の権利が労働者や市民の権利に優先し、株主権がいわば特権になっているのではないかという批判も根強い(注7)。

「特権」はラテン語系の *privilege* の訳語で、封建領主の権限に通じる排他的ニュアンスがある。しかし、株主権というときの「権利」は、ゲルマン語系の *right* の訳語であり、その *right* には排他的な意味はなかった。ところが日本語で「権利」というと、*privilege* に近いニュアンスを持つため誤解されやすい。というのは、「権」には「おもり」「はかり」「バランス」の意味があり、また「利」には「するどい」「はやい」「もうける」「つごうがよい」といった意味があるからである(注8)。「権利」は「はかりにかけて儲ける」という意味にとれるから、特権的なニュアンスを帯びる。

もちろん *right* は、英国から輸入された概念であり、「はかりにかけて儲ける」といった意味はない。むしろ *right* には「正しい」という意味があることからわかるように、権利(*right*)は「正しい」

ことだから堂々と主張できるのである。その権利を守るのが法であり、権利には法の裏付けがある。もともと「法」を意味するラテン語 *iūs* (ないし *jūs* と綴る) には、「法 (英語の *juris-*)」のほかに「正義 (英語の *justice*)」といった意味も含まれていた。法とは正義と同義であって、正義を守るのが法、正義を主張するのが権利だった。

一方 *privilege* のほうは、絶対王政以前のフランスにおいて、貴族や領主の排他的特権を指すものであった。英語の *privilege* は、*private* に相当するラテン語 *prīvus* と、*law* (ただし制定法) のラテン語源 *lēx* によって構成される。このことからわかるように、*privilege* とは、公法が及ばない私法的空間 (領地) 内における私益権を意味し、領主や貴族階級の特権であった。領地内の収益や資産は、農奴の収穫や小作人の地代を含めて、領主に支配権があった。領主は、土地経営の執行責任者であり、小作人は地代を支払う代わりに、領地内での身の安全も領主に委ねていた。その点で、往年の日本型会社経営は、封建制下の領地経営と似ており、経営者の特権的かつ家父長的な支配力が強かった。しかし、英米の会社経営では、既述のように、株主の正当な権利が重視される。

ちなみに、*private* のラテン語源 *privus* は、自分の身体のように、個人と密接不可分のことをいう。反対に *public* には、公共の所有物といったニュアンスがある。公開会社 (*public company*) は個人企業 (*private company*) と区別され、その株主には公的性格もあるはずである。しかし現代経済では、公開会社の利益は株主の私的財産 (*private property*) とみなされ、通常は政府などの公的介入が及ばない。そういった意味で、株主が封建領主のような地位を占めてしまったとするのが、さきに述べた株式会社批判論である。

流動性 (liquidity) はケインズが命名

最後は、昨今話題となった流動性である。72年にノーベル経済学賞を受賞した J.R.ヒックスによると、流動性 (*liquidity*) という言葉を金融用語として最初に使ったのは J.M.ケインズであった (注9)。ケインズは1930年に刊行された『貨幣論』の中で、銀行が保有する資産を流動性が高い順に、①為替手形およびコールローン、②証券投資、③融資に三分類した。リターンは、逆に①よりも②、②よりも③のほうが高い。

ケインズは流動的 (*liquid*) であることを、①現金へ転換可能 (*convertible into cash*) であり、なおかつ②短期の通告で資本損失を被ることがなく譲渡可能であること (*realizable at short notice without loss*) と定義した。融資は非流動的だが、証券投資は多かれ少なかれ流動的 (*more or less liquid*) であり、流動性の程度には相当の幅がある。市場金利の高低や満期の長短によって、資本損失の可能性も変わってくる。つまり、証券投資が流動的かどうかは、質的要因や状況によって変化するから、一概には断定できない (注10)。

同様に流動性リスクも、状況に応じて変化する概念である。皆が現金保蔵に走れば、証券投資の流動性リスクは高まる。また流動性は、ある人の資産であると同時に、別の人の負債でもある。サブプライム住宅ローン問題を契機とする今回の金融危機では、豊富な流動性と思われていたものが、実は単なる負債の塊に過ぎないことが判明した。

流動性＝信頼

ところで、流動性に関するケインズの論考は『貨幣論』で途絶えてしまった。かれの代表的著作『雇用、利子、貨幣の一般理論』では、金融資産が通貨

と証券の二種類に限定され、流動性の議論は「流動性（現金通貨）選好」といった形で、所得決定理論に援用された。

ケインズの『貨幣論』における流動性の議論は、その後 R.S.セイヤーズ（ロンドンスクール・オブ・エコノミクス教授）が『現代銀行論』（1938年初版）で敷衍した。セイヤーズの論考は、金融危機の本質や銀行経営の神髄を理解するうえで参考となるので、以下に要点を紹介する。

銀行の利益は、銀行の負債である預金を、預金者が喜んで保有することによって生まれる。銀行は、預金を吸収して貸出などの資産を保有し、それによって利益を生み出す。その意味で、預金者が銀行を信頼しなければ、銀行の利益は発生しない。そして信頼（trust）の源泉は、預金者の要求に応じて常時現金を提供できるという、銀行の流動性（liquidity）供給能力に依存している。つまり liquidity=trust なのである。

預金者の信頼を維持するために、銀行は資産の中に適度の流動性を保有する必要がある。しかし、完全に流動的な資産である現金は、利子などの収益を生まないから、収益をあげるためには「完全には流動的でない資産」を保有しなければならない。そこにはある種の矛盾が存在する。つまり銀行は、預金者の現金需要をみたく一方、利益も上げるために、「完全には流動的でない資産」を、「即座に」かつ「損失なく満額で」現金に転換できる用意をしなければならない。たとえば長期国債は、証券取引所で取引されているから「即座に」換金できるが、満期前の売却によって取得する金額は、その時々市場金利によって変動する。長期国債は、ほとんど完全に換金可能であり、国家が償還不能に陥るといった信用リスクもきわめて低い。それにもかかわらず、早期に換金しようとする、資本損失が生じる可能性があ

り、そういう意味で、完全に流動的とはいえない。優良大企業の株式も、長期国債同様に即座に換金可能であるが、資本損失の可能性が高い。

また融資に関してセイヤーズは、ゴビ砂漠に旅行する個人客への貸出の例をあげている。銀行は、この旅行者とは長年の取引関係があり、かれが正直で信用できることを知っている。また旅行者には保険が掛っているので、旅行中に万一のことがあれば、保険によって貸出をカバーできる。しかし、この貸付債権を途中で換金するには困難が伴うし、融資額を「即座に」かつ「満額で」は回収できないかもしれない。そういった意味で、この貸付債権は非流動的とみなされる。

多くの企業向け融資はこれと似ており、借り手企業の信用度は高く、企業資産価値は貸付額を大幅に上回るが、融資契約は銀行とその企業との間の相対（あいたい）契約であって、換金しようとするれば不都合が生じる。そういった意味で、この種の融資債権は、信用リスクは低いものの、流動性リスクが高いということになる。

流動性リスクを高めた融資の証券化

流動性の二要件のうち、「即座に」は資産の換金可能性を、また「満額で」は資本損失の回避を意味する。「換金可能性」は、セイヤーズが使っている shiftability という英語の訳であり、資産を即座に譲渡し現金化できることを意味する。他方の資本損失回避とは、資産を額面どおり満額で換金できることを意味する。両者は互に絡み合っており、完全には分離できない。というのは、銀行が現金準備を厚めに持っていれば、長期国債を途中売却する必要に迫られることはなく、満期まで待つことができるからである。その場合、長期国債は換金可能性と資本損失回避といった二つの要件を満たし、流動性が高

い（流動性リスクが低い）資産ということになる。

さらにこの換金可能性という問題を突き詰めて行くと、中央銀行窓口へのアクセスや最後の貸し手機能に関係してくる。というのは、流動性危機に直面した銀行が、保有資産を譲渡しようとするときには、ほかの銀行も流動性危機に陥っている場合が多いからである。ということは、換金可能性の問題は、中央銀行に資産を譲渡できるかどうか、つまり中央銀行にとって買入れ可能（再割引適格）な資産かどうかにかかってくる。

通常は、短期国債や優良為替手形が再割引適格とされる。満期前の譲渡によって資本損失が発生する可能性のある長期国債も、再割引適格であれば流動性リスクは少ないことになる。銀行としては、資産の一定割合をこうした再割引適格証券に割り当てることによって流動性リスクに対応できるが、社債や不動産担保証券などが再割引適格証券とされることは、すくなくとも従来はなかった。今回の金融危機では、まさにこのことが問題となった。

銀行は短期借り長期貸しという満期変換によって利益をあげるが、満期変換には流動性リスクが伴う。ヒックスによると、そのリスクを担保するのは、次の三つの支柱である。第一は、すべての預金者が同時に解約に来ることはないという統計的法則（大数の法則）である。第二は、銀行による準備資産の保有である。特に現金準備は流動性そのものだから、資産の一定割合を現金準備で持つ必要がある。第三の支柱が、中央銀行窓口へのアクセスないし最後の貸し手機能である。

近年流行した融資の証券化は、ケインズの分類外のハイブリッド資産であり、利益率の高い融資を流動性の高い証券に転換する行為であった。しかしその取引過程で、証券化商品を購入した投資家にたいして、信用リスクだけでなく流動性リスクも転嫁さ

れた。信用リスクのヘッジ手段は種々存在したが、証券化市場には、流動性リスクを担保する上記の三支柱が存在しなかった。

いずれにしても、現金準備の保有と合わせて、中央銀行窓口へのアクセスや最後の貸し手機能が、銀行の流動性リスクを担保しているわけであり、この機能を利用するためには、資産の一定割合を再割引適格証券で保有する必要がある。

今回の金融危機の原因は、①預金取扱銀行が単に融資の証券化だけでなく、傘下の投資目的会社（SIV）を使って、簿外の証券投資を積極的に行ったこと、②中銀窓口へのアクセスを持たない投資銀行が、負債比率を高めて大きな流動性リスクを負ったこと、この二点にあった。一般の証券投資家には、中央銀行窓口へのアクセスがないから、流動性リスクが高じると簡単に破綻することも分かった。

（了）

(注1) Garner, B.A., [1998] *A Dictionary of Modern Legal Usage* (Oxford University Press)

(注2) F.W.メイトランド著、森泉章監訳 [1988] 『信託と法人』 (日本評論社)

(注3) Pettit, P.H., [2006] *Equity and the Law of Trust* (Oxford University Press)

(注4) この点に関しては、本誌の2004年秋季号から2006年新春号まで6回にわたって連載した「エクイティと受託者責任の歴史的本質」と題する論文で詳しく述べた。

(注5) 注2と同じ文献を参照

(注6) Pratt, S.S., [1903] *The Work of Wall Street* (D. Appleton and Company)

(注7) Kelly, M., [2001] *The Divine Right of Capital* (Berrett-Koehler Publishers)

(注8) 吉永栄助 [2004] 『企業法・経済法の諸問題』 (千倉書房)

(注9) Hicks, J.R., [1989] *Market Theory of Money* (Clarendon)

(注10) ケインズは、銀行資産の流動性を論じたが、現代では流動性の概念の中に、資金調達の可能性 (funding liquidity) という負債側の要因も含まれる。この調達可能性は、信用リスクの高低に応じて変化する。信用リスクを低めることができれば、調達可能性も高まるから、流動性リスクの回避にもつながる。