

Title	アンダーラインティングとシンヂケーティング：米国に於ける証券発行に関する協約の一斑
Sub Title	
Author	町田, 義一郎
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1935
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.29, No.3 (1935. 3) ,p.353(35)- 387(69)
JaLC DOI	10.14991/001.19350301-0035
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19350301-0035

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

アンダーライティングとシンデケートイング

——米國に於ける證券發行に關する協約の一斑——

町田義一郎

- 一、アンダーライティングの意味——證券アンダーライティング發達の條件と證券業者協同の必要——シンデケートの意味——米國の投資金融機關。
- 二、シンデケートイングの二つの場合——第一、既發證券の所有者に新證券を賣捌く場合に於けるシンデケートイングの方法——(一)會社とシンデケートとの協約——(二)マネジャーと参加者との契約形式。
- 三、第二、買取シンデケートイング——會社對投資銀行家の契約——(A)買取グループ——(B)銀行グループ——(C)特別グループ——マネジャーの證券配給組織——(D)販賣シンデケートと販賣グループ。
- 四、参加、應募、割宛、確定證券の意味——無限責任と有限責任——withheldの目的。
- 五、契約代金の調達方法——取引計算と證券の買戻し規定——協約の違犯行爲。
- 六、マネジャーと参加者——マネジャーの任務、權利義務と報酬——参加者の權利義務——参加者とシンデケートアンダーライティングとシンデケートイング

との關係——シンデケートの損益計算。

七、シンデケートテイニングに伴ふ便益——證券發行と最近の諸條例。

専門語としてのアンダーライター及びアンダーライティングなる言葉は第十七世紀の頃、倫敦に於て海上保険に關聯して用ひらるゝに至つたと言はれて居る。當時の海上貿易上の危険を多數の保險者が分擔せんことを約して、その契約書の條項の下に署名、即ちアンダーライトして各自の分擔高だけ危険を保證したことから起つた^(註一)。併し乍ら現在見るが如き、國家その他の公共團體及び株式會社が新資金調達その他の目的の爲めに、このアンダーライティングを利用するに至つたのは早くとも第十九世紀の後半に溯るに過ぎない。

註一 Finnie, D.—Capital Underwriting, p. 2 以下參照。

アメリカに於ては一八七一年に初めて Jay Cook が政府證券の發行に、彼が佛蘭西で見來た“Syndicate”の方法に倣つて、アンダーライティング・シンデケートを採用したと云はれて居る。次いで一八八〇—一八九〇年の間、鐵道證券の發行に相當利用されたが、併し一般の注意を喚起するに至つたのは、一八九三年以後の諸鐵道會社改革期からの事である^(註二)。又英國に於ても殆んど同時代に始まつたものゝ様である、倫敦エコノミストは、一八七三年にこのシンデケートを以て「發行の應募の全部又は一部を保證する人々の團體」と定義して居る^(註三)。而も同國に於ては爾來株式發行に就いてアンダーライティング・コンミッションの支拂を株式資本の割引發行と見做して、

一九〇〇年の會社法の改正まで、之を非合法のものとなした。その後數度の會社法の改正に伴ひ之に關する規定に變更が加へられたが、今尙法文上にはアンダーライティングなる語は使用されて居らぬ次第である^(註三)。

註一 Dewing, A. S.—The Financial Policy of Corporations (1934), p.p. 985-986.

註二 Gerstenberg, C. W.—Financial Organization and Management of Business (1932) p. 387 Note.

註三 Finnie—op. cit., Chap. IV, V. 參照。

アンダーライティングとは如何なるものか、今英國の或訴訟事件に際して下された定義を借りて説明すれば「アンダーライティング契約とは、株式の全部若しくは契約書に記載された株數を、公衆が買取らぬ場合に於て、アンダーライターは、約束の手續料を得て公衆が應募しなかつた部分の株數を引取ることを、株式が公衆に賣りに出される以前に締結する契約を云ふ」^(註四)。

註四 Gerstenberg—op. cit., p. 388.

法人が第三者とこの契約を結ぶのは、單に確實に證券を賣却して豫期の現金を收受せんが爲めのみではなく、その各種の金融上の職務を完全に遂行せんが爲めである。例へば會社が既發證券の拂戻や借替或は他社合併の計畫の發起、又はその會社の整理等に利用する事がある^(註五)。

註五 Gerstenberg—op. cit., pp. 388-389.

契約の相手方たるアンダーライターとなる金融業者或は證券業者の目的が、その保證のコミッションを收め、或は後述の各種のシンデケートの場合の如く、買取契約價格と賣却價格との差を利潤とし、又之等と共に多くの場

合に證券販賣に關聯した利益をも收めんとするにあるは申すまでもない。

このアンダーライティングが比較的新しい制度であると云ふに就てはその發達に種々の條件を必要とする爲めである。政治機構の確立、經濟秩序の維持の如きは云ふまでもない事であるが、法人に對する充分な取締の勵行に依つて、法人の財政状態を相當に信頼し得るが如き、或は國民の間に廣く貯蓄の普及を見る如きが之である。その外法人の規模の大となること、國內の通信交通の便の發達、或は法人の過去の成績現在の狀況並にその將來の豫測等に就いて公衆が相當の知識を有するに至ることなども亦その中に算へ得るであらう註。

註 Burchett, F. F.—Corporation Finance (1934) p. 406.

今日金融業者や證券業者が證券契約を締結するに就いては、種々な事情から多くの場合に於て、多數同業者の協同が必要となつて來た。即ち第一に發行證券の總額は大多數の場合に於て金融業者側が決定するのではなく、發行者の必要に應じて定められる。従つて一括してその要求に應ぜんが爲めには他の同業者の助力に俟つことが多い。又第二に彼等は不斷の市場の變化に依つて蒙る損失を免れる爲め、出來るだけ速かに手持證券を處分せねばならぬ。その爲めにも亦他の援助を必要とする。第三に今日證券の賣買は非常に複雑になり、従つて當業者は極めて専門化されるに至つた。然るに金融業者はその顧客の要求に應じて様々の證券を提供せねばならぬので、茲にも多くの金融業者間の協同行はれねばならぬ註。この事はアンダーライティングに關しても云ひ得ることであつて、その結果アンダーライティング・シンデケートを初めとして種々のシンデケート或はグループの發達を促した。

註 Dewing—op. cit., pp. 980-981.

企業の發起を目的とした資本家或は金融業者の結合と云ふ意味でのシンデケートと云ふ言葉は、佛蘭西に於てアメリカ南北戦争の頃に初めて使用されたことである。その後間もなく(一八七七年)公衆に新證券を發行する爲めに組織された團體を指稱するに用ひられ、一八八〇年には既に新資本調達を以て組織された金融業者、資本家、投資銀行家の團體を稱へるのに一般に使用せられるに至つた註。

註 Burchett—op. cit., pp. 406-407.

シンデケートなる語は資本家團體の種々な意味に用ひられて居るが、證券の發行に關聯して云へば、法人の爲めに資本を調達するといふ仕事の全部或は一部を遂行する目的を以て組織された一時的の團體である註。米國の多くの學者は此團體を一時的パートナーシップと見做して居る。従つてシンデケートは前記の目的の完了と共に當然終る可きものである。シンデケートに加はる者を通常参加者(Participants)と稱して居る。今日アメリカに於ては證券發行の爲めに種々なるシンデケート(或はグループ)の名稱乍ら實質はシンデケート)の組織を見るが、それ等一々に就いては後に述べる所である。併しこの意味のシンデケートは何れもその根本にアンダーライティングの一面の性質を備へて、アンダーライティングの所期の目的を達成する爲めに現出した組織であると云へる。

註 Burchett—op. cit., p. 407.

本稿に於て以下述べる處はこの證券(主として株式及び社債)のアンダーライティングとそれに關する各種のシ

ンデケート組織とが、その最も發達したアメリカに於て、如何に行はれて居るか、又それに關聯して如何なる證券協約 Security agreements が結ばれつゝあるか、その一斑に就いてである。さればその記述は證券發行の過程に於て行はれるアンダーライティング契約、或は各種のシンデケート契約並にその組織、關係當事者の職分、權利義務、等が本稿の中心を爲して居る。従つてその間に於て、之等の契約當事者であり、又その活動主體であるアメリカの證券金融機關に就いても當然一通り述べ可きであるが、それに就いては茲で一言するに止めて、豫め説明の與へられたものとして置く。

アメリカに於ける證券金融機關として先づ最も重要なのは投資金融業者である。即ち大規模なアンダーライティングのみを行ふ Morgan, J. P. & Co. 或は Kuhn, Loeb & Co. の如き、國際的大投資金融業者を初めとして、個人銀行家(Bankers)並に National City Co. Chase Corporation その他有力な大證券會社が之である。又從來アメリカの商業銀行も投資金融に關係して來た、殊に大戰以來此方面は著しい發展を遂げ、その證券部の活動は却つて商業銀行業務を凌ぐ有様であつた。又或銀行は子會社として證券會社を設立して盛に此方面に進出した。併し一九三三年の銀行條例はその弊害を認めて、商業銀行の證券取引に嚴充な制限を加へ、又證券會社との關係を斷たしめるに至つた。

この外、證券配給機關としては證券の卸賣或は小賣を營む大小の證券商(Bond House)が各地に非常に多數存在して居る。尙株式取引所及び同仲買人も亦證券金融機關として擧げねばならぬ。

二

證券發行のアンダーライティングの爲め、或はその販賣を目的として、シンデケートを組織することを、茲では假りに證券シンデケートイングと呼んで置く。その證券シンデケートイングの方法は種々様々である。次に述べる處はアメリカに於ける多くの投資金融業者間に現在普通に行ひつゝある所である(註)。先づアンダーライティングに關するシンデケートイングの方法は、資金を求める法人とその調達を保證する投資銀行家(一名或は數名)との間の最初の取引の如何に據つて異なる。

註 以下のシンデケートイングの説明は Gessenberg—op. cit., pp. 390-408 の記述の順序に據る。

兩者の間の最初の取引は(一)法人が新證券を既發證券の所有者に提供し、その發行のアンダーライティングを個人銀行家(Banker)に求める場合と、(二)證券の全發行額をその銀行家に賣却せんとする場合とに區別し得るであらう。結局何れの場合に於てもその投資銀行家の職能は(イ)法人に對して一定期限内に一定價格を以て證券に對する支拂を爲すことを保證し、(ロ)支拂期日に法人に對して支拂はる可き資金を用意し、(ハ)證券が全部賣却されて、金融業者が最早その證券の販賣に關係なくなつた後にも、その證券の價格に不自然な變動の生ずる事のない様な方法で證券を配給することになるのである。

何れの場合にも金融業者は證券賣残りの危險を負擔し、之に對する報酬を受けるのであるが、前記(一)の場合にはコミッションを受け(例へば既發證券の所有者の應募分には一%、金融業者の引取り分には四%)といふが如き

割合で(二)の場合には法人から證券の買取価格と公衆への賣却価格との差額を収める。その利幅は證券の良否によつて大小のあること勿論である。また後に述べる如く、実際には彼がその全利潤を取得するものではない。

両方の場合に於て、法人との契約者となるこの銀行家は多くの場合に於て自己の危険の分擔者を他に求める必要のあることは既述の通りである。茲に各種のシンデケート或はグループの組織を見るに至る。前記二の場合に従つて、その組織の過程を述べる。

第一の場合、即ち既發證券の所有者に新證券を提供する場合に於けるシンデケートリングの方法。

此種のシンデケートの組織されるのは著名な既設會社の場合に限られ、例へば鐵道會社その他公益會社の場合に從來盛に行はれて居る。即ち各方面に多數の株主を有する大會社が證券の賣却を見込して新施設などに前以て資金を投じて居る様な場合に、此アンダーライティング契約を結ぶのである。

相手方の銀行家が自らマネジャーとなつて、そのアンダーライティングの参加者を求めてシンデケートリングを行ふ。此シンデケートではマネジャーも、他のアンダーライターもその證券の應募の詳細な規定に就いては大して關係なく、又何等實際の販賣上のサービスも行はない。唯自分達の利害關係上、株主に應募を薦め、或はマネジャーが取引所に於ける同社の株價の支持に努める様な事はある。併しそれはシンデケートの義務としてではない。彼等は自分の顧客にその證券を賣る様に要求されることもないし、又その證券の將來の投資價值などに就ても何の責任を負ふものではない(註)。

註 Dewing—op. cit., p.p. 987-989

此シンデケート契約は(一)法人と銀行家との間の契約(この金融業者が自分の爲め及びシンデケートの爲めに締結する)、(二)マネジャーと参加者との間のシンデケート契約とから成る。

(一) 法人とのアンダーライティング契約の條項。此契約の主なる條件は既發證券の所有者の應募價格、アンダーライターのコミッション、金額全部の拂込期日等である。

(二) アンダーライティング・シンデケート契約。

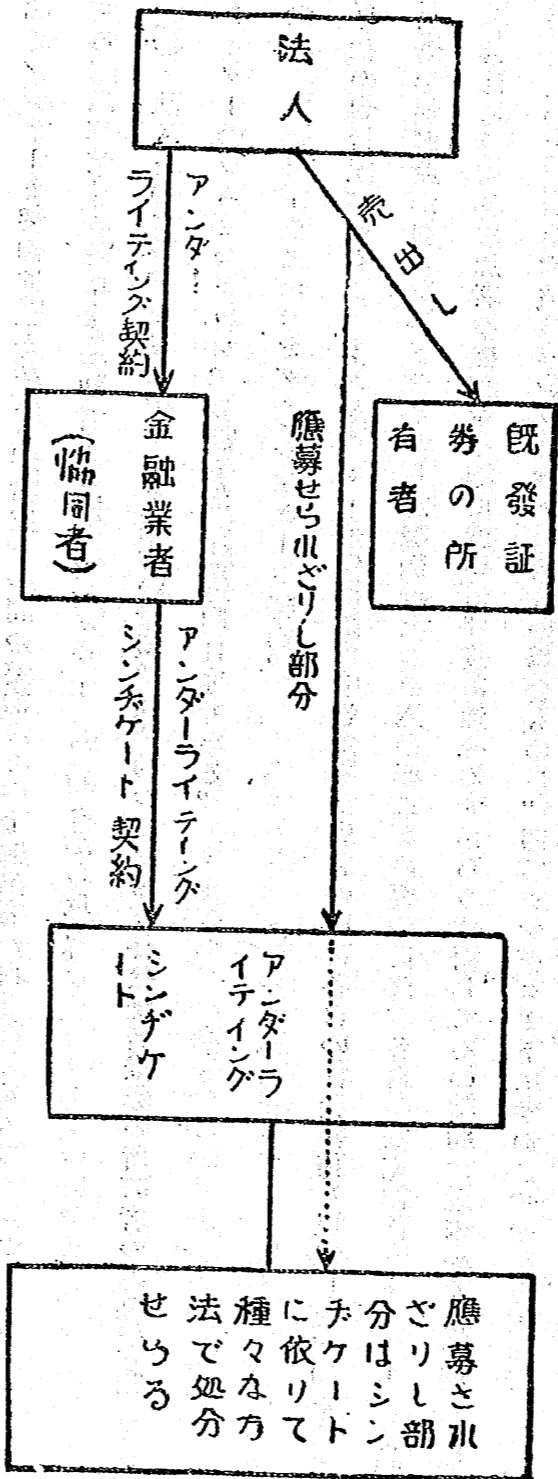
最初の銀行家がマネジャーとなつて、彼の勧誘に應じた参加者との間に各自の權利義務を規定した契約を結ぶ。而して参加者達からアンダーライターとした總額以上の申込の要求ある場合には、各自の割宛額はマネジャーによつて減ぜられる。尙各参加者の權利義務等に就いては後に述べるであらう。而してその契約は近來多くは簡明な書狀の交換に依つて居るが、或はパンフレットの形式の場合もある。即ちシンデケートに参加させやうとする者に次の如き内容、(一)法人の證券發行に關する詳細の規定事項、(二)銀行家と法人との契約締結の次第、(三)シンデケートリングの提案、シンデケートの受ける代償、並にその組織に對して法人からマネジャーの受ける報酬、(四)總額中一定の額以内の参加の勧誘、(五)マネジャーから將來報告のあるまでは、参加者はその證券を提供してはならぬ事等を記載した書面を送つて、参加希望者からは、その副本に署名して返送させる。

而して既發證券の所有者の應募せざりし部分、即ち、シンデケートの引取つた部分は参加者に依つて處分されね

ばならぬ。その爲めに更に販賣シンデケート(Selling)又は distributing Syndicate(販賣グループ、或は卸賣グループ)など、後に述べるが如き機關を組織する。又之等を組織し得ざる場合、若しくはその引取り額が少ない時には参加者自身の販賣機關に依つて、各自の分擔高を賣りに出す註。

註 Gerstenberg—op. cit., p.p. 322,324.

以上の既發證券の所有者へ新證券を提供するに際してのシンデケートイングを圖示すれば、



Gerstenberg—op. cit., p. 397 の圖表参照

三

前述のアンダーライティングの第二の場合、即ち金融業者が發行高の全部を買取る際のシンデケートイングの法に就いて見る。

先づ個人銀行家(一名或は數名)は法人との間に一定の期日(或は數回に分けて)に一定金額を支拂ふ約束で、證券を買取る契約を結ぶ。その契約の條件には法人が資金を必要とする事情の如何によつて、種々異なる事項を含むであらう。例へば或會社の資産を買収する爲めに新會社が創立される様な場合には、その新會社の株式の買取契約書には大體次の如き條項を含むであらう。

- (一) 其金融業者の證券買取價格と公衆への提供價格(銀行が契約價格以上で市場へ出す場合は、その増加額の一部を會社が取得する)。(二)取引の完了並に證券代金支拂の時期。(三)一定期間内は一層高價で、更に多くの株式買入の選擇權 option を金融業者に賦與、(四)買取證券の精細な記述、(五)金融業者指定の法律事務所をして、證券發行に要する一切の書類の調製、(六)ブリー・スカイ法委員の要求に従ふに必要な一切事項を會社が行ふ契約、(七)證券が株式取引所に上場せんとするに當つて、會社がその上場の申込並に上場繼續に要する一切の手續を行ふ契約、(八)買收會社の資産及び収益に關する記述(數年來の貸借對照表、損益表の公表)、(九)子會社の存する時は親會社を犠牲に供するが如きことを爲さしめざる規約、(十)金融業者の作製した會社の状態を記載せる書面に、會社の役員の一に署名させる約定(此書面は證券發行の廣告に利用する)、(十一)會社の帳簿を年一回會計士に監査

させる約定、(十二)金融業者を取締會に一名だけ加へるの件、その他(註)。

註 Gesenberg—op. cit., pp. 398-400.

此契約成立と共に法人は實際上、最早証券發行に關するその後の手續とは關係が無くなり、銀行家が發行危險の分擔、法人への資金の供給、並に証券の販賣等の問題を引受けたのである。買取とは云つてもそれは契約上の事で、代金の支拂は多くは後日のことであるから、結局實質的にはアンダーライティングと証券の配給の任務とを引受けたのに外ならぬ。

之等の目的を遂行する手段方法は、(一)利潤の大小(即ち買取價格と公賣價格の差額とそれから危険分擔者へ支給する分とを控除した額)と(二)証券の販賣の難易とに依つて異なる。例へばそれが一流証券で投資家の喜び迎へる様な、従つて兩價格の差の少ない場合には、買取グループ purchase group (purchase syndicate と同意義)、銀行グループ banking group (banking syndicate と同意義)及び販賣グループ (selling syndicate とは本來意義の異なるもの)を組織し、また二流証券なれど發行額少なく、販賣に困難なしと見た時は買取グループ、特別グループ special group 銀行グループ、及び販賣グループ或は卸賣グループを組織し、時には更にその上販賣シンデケートの必要を生ずる証券の場合もある(註)。

註 Gesenberg—op. cit., p. 396.

買取グループ、銀行グループ、特別グループは名稱はグループであるが、實際には何れも純然たるシンデケートであつて、参加者は参加の全額までの責任を負ふ、Dewing—op. cit., p. 989 Note. 尙之等の用語は投資金融業者によつて區々である。茲に述べる以外にも種々の証券シンデケートは組織される。また各種のシンデケート

トは何れも新証券の發行以外の場合にも組織される。併し茲で問題として居るのは、新証券の發行のアンダーライティングに關聯したシンデケートである。

先づ之等のシンデケートに就いて略述する。

(A) 買取グループ

會社と証券買取契約を締結する銀行家は多くの場合、一方有力な同業者の援助を求めて之と協力して、自分達の外に信用の確實な小数の金融業者を加へて買取グループを組織する。そして此グループが彼等と契約して、彼等が會社に支拂ふ價格より少し高價で証券の總額を買取る。

前述の如く會社との最初の契約者たる銀行家及びその協同者の行爲が純粹のアンダーライティングと証券の配給の引受であるとするならば、このグループは全くアンダーライティング・シンデケートに外ならぬ。その証券が最後の投資家の手に入るには、更に種々のサブ・アンダーライティングに相當する組織及び各種の配給機關を通ずるのである。従つて未だこのグループの過程に於ては單にアンダーライティングに止まり、而かも通常は危険が殆んどなくて利益を收め得るので、各参加者の引受額はマネジャーに依つて任意に決定される。(後になつて此参加者達が販賣グループに加はつて相當額の割宛を受ける様な暗黙の了解があるとしても、それは又別個の事柄である)。此場合に於ける買取グループは危険分散の第一の過程である。併し少し高價でその責任額を他のグループに賣付けるので、此グループの職能は全シンデケートの過程に於て比較的重要でなく危険も少ないものとなる。

買取グループの組織の勧誘は金融業者からの書面、即ち買取グループを組織して、一定価格を以て、最初の銀行家とその協同者から、その証券を買取らんとする旨を記載した書面を以てする。又その書面に記載の価格は先きの金融業者等の収める利潤を加へたものであり、同状は後に述べる様な参加者の責任の範囲を指定し、且つ必要あれば此グループの負擔に歸す可き費用（會社負擔の費用を除き証券の買取及び販賣に要する總費用の八分の一以下を普通とする）を記載する。

此グループへ参加するのは會社或はマネジャーに從來から縁故のある金融業者、その名を掲げることが將來証券の賣行に有効な著名な大金融業者などである。又多量の証券を販賣し得る証券業者も加へられることがある、蓋し此グループは前述の如く販賣の爲めの組織ではないが、併し此グループの参加者が又販賣グループの一員となる事もある。その場合この参加者は單なる販賣グループ員としてより多くの利益を収めることが出来る。

(B) 銀行グループ

この銀行グループは、証券の賣却の完了までに相當の期間を要する様な場合に、買取グループの参加者の責任を免れしめる爲めに組織される事がある。そしてこのグループが買取グループに代つて賣残り証券を引取る責任、會社に對して資金を提供する責任を負ふ（——但し後述の販賣シンデケートへ更に全責任を轉嫁した場合は別問題である）。それ故その参加者は資力の充分ある有力な金融業者でなければならぬ。このグループには前記の買取グループの参加者を初めとして、その外、販賣能力の大なる証券業者、或は富裕な個人が参加し、そして發行會社との契約者が又そのマネジャーとなる。

註 Dewing—op. cit., p. 991.

銀行グループを組織する手續はやはり書面に依る。マネジャー署名の同状には、(一)記載の証券が買取グループに依り買はれた次第、(二)その証券買入の目的を以てする銀行グループ組織の計畫、(三)買入價格（マネジャーの受ける利潤をも含めた旨を掲げ）等述べて勧誘する。更にその書面には此グループが組織する他のグループが、販賣シンデケートなりや、販賣グループなりやを述べ、それに提供する証券の價格を記して、銀行グループの利潤と義務との大體の範囲を示し、又後に述べる様な此グループ参加者の責任を明にし、その存續期を掲げて、一定額の参加を求める。此書面の内容は証券の配給に如何なる方法を採用するかによつて異つて来る。即ち販賣シンデケートを組織する時は以上の如き内容で足りるが、販賣グループを組織する時は、以上の外更に取引計算 Trading Account その他後に述べる様な事項をも掲げねばならぬ。

(C) 特別グループ

時には買取グループと銀行グループとの間に特別グループが組織されることがある。その構成は買取グループに似て居るが、同グループの價格よりも少し高價に買入れる。又買取グループの参加者の姓名は發行の廣告に記載されるが此グループのは掲げられない。之を組織することはそれだけ利潤を分け與へることになるので、買取グループのマネジャーは之が充分その負擔を償ふに足りる有效な働きをすると認めた時にのみ組織する。

此特別グループも亦前の銀行グループ(殊に販賣シンデケートの組織される場合にも共に、アンダーライティング・シンデケートの一種と見てよいものである。併し時に依ると之等の中間のグループは他の目的の爲めに利用される、即ち廣汎な販賣グループを通じて配給する際に、小證券販賣業者に普通に與へるコミッション^①だけでは都會の大金融業者の援助を求めるに不充分なので、之を右の如きグループに参加せしめて、實際上収益を大にしてその援助を求めることがある(註)。

註 詳細には Deving-op. cit., pp. 992, 993. Note 参照

(D) 販賣シンデケートと販賣グループ

買取グループにせよ、銀行グループにせよ、之れまで述べて來たつた所は單に當初マネジャーの引受けた危険の分擔をするだけであつて、之等のグループは證券の販賣の手續には立入つて居らなかつた。然るに販賣シンデケート或は販賣グループの出現に依つて證券を公衆へ販賣するといふことが初めて問題となる。就中販賣シンデケートは危険の分擔と販賣の受託との兩方面を兼ねるところにその特徴がある。

マネジャーの目指すところは要するに最後の投資家に賣却する銀行その他の金融業者、證券業者に出来るだけ速かに證券を配給するにある。この配給を確實に行ふ爲めに、彼は大小の證券業者、個人、銀行、信託會社等の各種の機關を(また著名な會社の大規模な發行の場合には外國の當業者をも)利用する。そしてその證券に就いては特別な賣機構を作る。またその爲めに、從來から關係のある取引先の過去の成績を記録して置いて、新機構のメンバ

ーをその中から選擇する。

マネジャーが證券販賣者を組織するのに利用する方法は種々ある。金融業者のうちには常に販賣シンデケートを用ふるものと、又販賣グループに依るものがある。又或者は市場の情況如何、證券處分の難易に依つて、その何れか一方又は時にはその兩方を採用する。併し乍ら現在では、次第に販賣グループの方が盛になりつゝある傾向である。(註)又小額の發行の場合には單に卸賣グループ Wholesale Group 即ち證券卸賣業者から成るグループを以て之等に代へる場合もある。

註 Deving-op. cit., p. 993 参照

買取グループを初めとして販賣シンデケート或はそのグループに至るまで、之等の組織は何れも最初に發行會社との交渉中に行はれて居るので、交渉成立と同時に各シンデケート間の契約も證券配給者の間の契約も締結されて證券は直ぐに公衆に賣出される。此様な迅速さが極めて大切なのである、蓋し證券發行の契約に關する一切の損益計算は絶えず急激に變化しがちな市況を基として行はれて居るからである。

販賣シンデケートと販賣グループとの相違

次に販賣シンデケートと販賣グループとの主なる相違は、之に加入する者の性質とその責任との二方面にある。前者の参加者は證券の販賣に携はると共に、その發行をアンダーライトするのである。従つて賣残り證券に對しては之を引取る責任を負ふ。而して参加者としての利潤は賣却された總ての證券に對するコミッションとシンデケ

ートの計算に現はれた利潤の分前(つまり、それは同シンデケートの証券購入価格と賣出価格との差額からシンデケート負擔の費用と参加者へ支給の賣上手数料とを控除したもの)とである。

然るに販賣グループは各自の希望するだけの証券を買取る金融業者と証券業者から成る。その加入者(彼等は Members であるが、本當の意味の Participants ではない)の責任はその買入れた証券高だけであつて、外には他のシンデケートの参加者の様な利害關係がない。單に自己の賣上高に對して手数料を受けるだけである。

従つてマネジャーは販賣シンデケートの参加者に就いては、金錢上の責任並に配給能力の兩方面を考へて選ばねばならぬが、販賣グループのメンバーに就いては單に証券買入高に對する支拂能力、配給能力、契約條件の履行を考慮すれば足りる譯である。斯くて販賣シンデケートは通常會社と契約した最初の金融業者(一名又は數名)をマネジャーとして、買取グループと銀行グループの参加者(その有志者)並に前記の條件に基き全國から選ばれた多數の金融業者及び証券販賣業者から成り、時にはその参加者の數が一千名にも達することがあると云ふ。而して發行額の總數に達する参加者の得られぬ際には、マネジャーはその差額だけを銀行グループの参加者に責任を分擔させる。

販賣シンデケートは「販賣シンデケート契約書」に依つて作られ、販賣グループは「販賣グループ状」の文言に従つてその權利義務が定められる。

「販賣シンデケート契約書」は一時は辯護士を勞して金融業者が作製した大冊の書類のこともあつたが、現今では

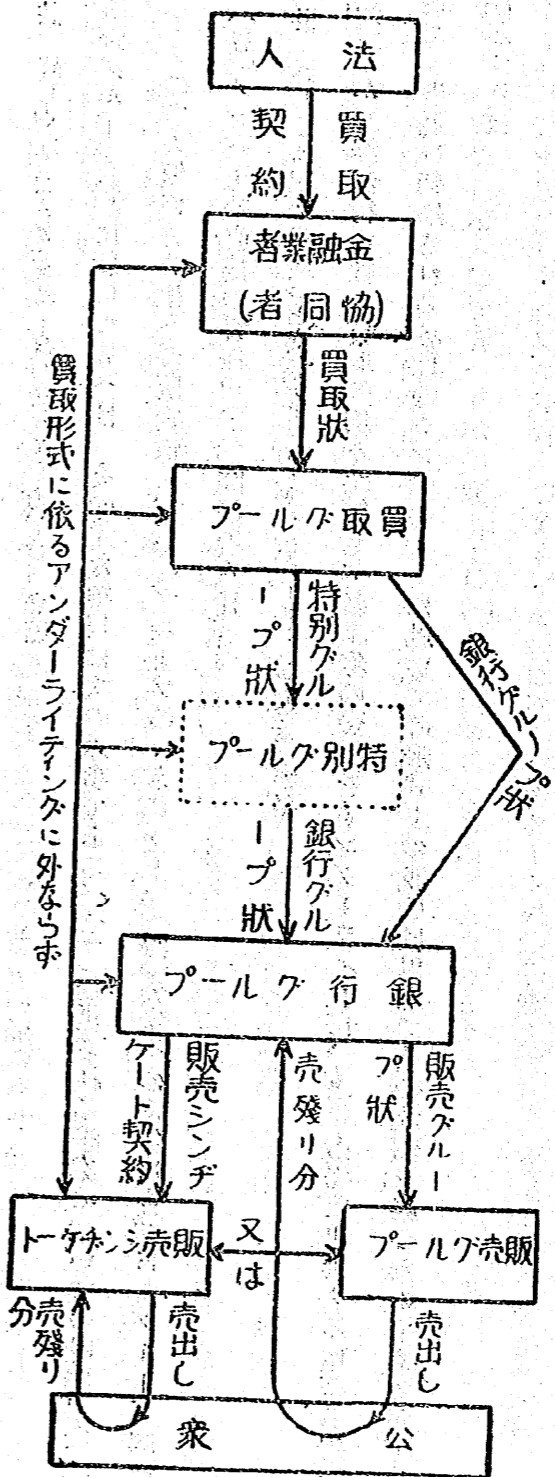
極めて簡潔にマネジャーと参加者の權利義務を記載した二頁大の書面である。そして参加希望者は副本に署名して、マネジャーに返送することに依つて契約は成立する。而してその項目のみを擧げると大體次の通りである。(一)發行會社及び證券に就いての記述、(二)シンデケートの費用、(三)公衆への提供價格、(四)販賣手数料、(五)参加の申出(六)應募の特權、(七)責任、(八)利潤の分配、(九)取引計算(Trading Account)、(十)引渡に關する事項、(十一)シンデケート解散の期日、(十二)買戻しの規定(十三)廣告と引札、(十四)マネジャーの權限註。之等の條項の或ものに就いては後に説くであらう。

註 詳しくは Garstenberg—op. cit., pp. 417-419 参照

「販賣グループ状」に就いて云へば、その主な項目は次の六項である。(一)提供される証券に就いての説明、(二)グループの買入價格と公衆への販賣價格、(三)グループのマネジャー、(四)公衆への証券發賣初日とグループ解散日、(五)メンバーの直接の責任、(六)間接の責任註。

註 詳しくは、その雛形と共 Dewing—op. cit., p. 94-96. 参照

銀行家が證券發行會社と買取契約を締結して新証券の發行をアンダーライトし、之を市場に提供するに至る過程に於て、普通に組織される各種のシンデケートに就いての形式上の説明は以上でその大體を終つたのであるが、之を圖示すれば、



Gerstenberg—op. cit., p. 397

四

各種のシンデケートは参加者(participants)があつて初めて成立するのであるが、この参加(participation)はシンデケートのみ適用される言葉である。そして参加の高は参加者の負ふ責任(有限或は無限)を決定するが、併し参加者がその顧客に提供し得る証券額或は参加者が結局引取りを要求されるかもしれぬ証券額を決定するものではない。但し有限責任シンデケートの場合には、参加者が引取りを求められる総額は決してその参加の高以上には出で

ない。従つて此語は加入者に証券引受の責任の伴はぬ販賣グループには適用せらる可きでない。

次に應募(Subscription)と云ふ語はシンデケートの参加者や販賣グループのメンバーがシンデケート・マネジャーに依つて、自己に割宛て、貰ひ度いと欲する証券額と云ふ。従つてシンデケート中に於けるその人の参加の高には関係ない。即ち参加はシンデケートの一員が引受けんと欲する危険の高を云ひ、應募は自己の爲めに保留して置いて貰はう望む証券の高を云ふのである。而してマネジャーは各員の爲めに保留する証券額が割宛て(Allotment)である。之は兩當事者を法律上拘束する契約ではないが、マネジャーは各員指定の割宛までは証券を供給する義務を感じるのである(註)。またシンデケート或はグループの加入者が自己の爲めに、一定の期間内に申出て或額の証券を確實に保留して貰ふことを希望し、之に應じてマネジャーが承諾を與へた割宛の部分を確認證券(Firm Bonds or Share)と呼んで居る。現在大多数の有限シンデケート及び販賣グループの契約は豫めこの確定証券を許す規定を設けて、その販賣人が顧客によつて應募された証券を確實に引渡し得る様にして居る。

註 Dewing—op. cit., p. 1000. Burchett—op. cit., p. 413.

シンデケートへの参加の責任に就いて見るに、有限責任参加と無限責任参加とに別れる。嘗ては凡てのシンデケートは無責任のもの、即ち不可分計算 undivided accounts であつたが、今日では殆んど凡ての販賣シンデケートは有限責任、即ち可分計算 divided accounts である。純粹のアンダーライティング・シンデケート、即ち先きに述べた既發證券の所有者へ發行する場合のシンデケートは通常無限責任のものである。

アンダーライティングとシンデケートイング

無限責任規定に依る場合はアンダーライトした証券の賣残り分を、その各参加者は自己の参加高の總發行額に對する割合を基礎として、それに比例しただけの殘餘証券を引取らねばならぬ。斯くて例へば、四名で一千萬弗の發行をアンダーライトして、百萬弗の賣残りを生じたとすれば、

	参加の高	参加の%	實際の販賣高	殘餘証券引取り高
A (マネジャー)	四百萬弗	四〇	三百萬弗	四十萬弗
B	二百萬弗	二〇	百五十萬弗	二十萬弗
C	二百五十萬弗	二五	二百五十萬弗	二十五萬弗
D	百五十萬弗	一五	二百萬弗	十五萬弗

右表の如くDの如く、参加の高以上に販賣して居つても尙責任を負ふ事となる(註二)。斯かる責任を制限する爲めに Withdrawal と云ふことが認められる。即ち参加者は、その参加の全部或は一部の証券をシンデケート價格に少しの費用を負担して引取つてシンデケートの計算から撤退する権限の與へられる事がある。引取られた証券は、それだけ参加者の責任を軽減し、若し全部を引取れば全く参加の責任を免除される譯である。併しその参加者はシンデケートの解散まで引取つた証券を持つて居らばならぬ。又参加者はその参加の引取り部分に對してはシンデケート利潤の分配を受け得ない。これと前述の確定証券との相違は前者が参加者の全部又は一部の撤回であつて、その引取の範圍内に於てシンデケートの責任と損益の機會を失ふのに對して、後者は單に証券の購入を確實にするだけで、参加即ち損益の責任と機會とは影響しない。またこの証券の Withdrawal は大なる投資機關——信託代理人

或は保險會社——に依つて多數の証券をシンデケート價格で求めんが爲めに利用されることが最も多い(註二)。

註一 Garsenberg—op. cit., pp. 408-409.

註二 " P. 409. Dewing—op. cit., p. 1001.

有限責任シンデケートでは、参加者は自己の参加高と賣上高との差だけ責任を持つに過ぎない。之は販賣シンデケート中に、販賣には携はらぬ有力な投資金融業者を参加させる(例へば先きに述べた買取及び銀行グループの有力な参加者を販賣シンデケートに加へるが如き)に至つた結果、發達した制度である。蓋し斯かる参加者と同様の責任を持たされることは証券販賣能力の大なる参加者側から苦情が出た爲めであると云ふ。併し乍ら販賣機構に就いては、今日では斯かる區別の説明を詳しくするのは單に歴史的興味以上に出ないと云はれるほどに販賣グループが發展して、之がシンデケートに取つて代つたと述べて居る學者もある(註)。

註 Dewing—op. cit., pp. 998, 989.

シンデケートの最長の存続期間は通常契約書中に掲げられて居るが、又マネジャーは一般に之を短縮或は更に延長する権限を與へられて居る。普通は二ヶ月から一年の間であるが、最近短くなり六十日或は九十日が最長期である(販賣グループの期間も大體同じである)。シンデケートの期間に就いて先づマネジャーはその証券が實際の投資家の手に入るまでに要すると思ふ期間を基として定め、若しその期間がきた時に、之を延長すれば消化出來ると認められた場合には書面を以て参加者の同意を求め、また証券が賣切れれば期限前にも切るのは當然の事であるが、

マネジアーは市況が悪化して近き将来に於て、到底提供価格で賣却し得る見込がないと思つた時にも早く切替る事がある(註)。

註 Gesenberg—op. cit., pp. 410-411.

五

發行會社とアンダーライターする投資銀行家の間の契約中に一定の時までに證券の代金支拂の約束のあることは既に述べたが、その必要金額を支拂ひ得るまでにまだ證券を公衆に賣却し得ない場合は、その支拂の爲めにマネジアーは、(一)各参加者にまだ賣れぬ證券に對する各自の分擔額の全部又は一部をその證券の提供価格に相當する現金を支拂つて引取することを要求するか、(二)借入金をする。マネジアーに斯かる方法の講じ得る様な権限がアンダーライティング・シンデケート或は販賣シンデケートの契約中には含まれて居る。而して参加者に、引渡された證券は、マネジアーが販賣する際には取戻すといふ條件附で、シンデケートの終了まで各参加者が持たされる。

また借入金を爲す場合には、その賣れない證券を擔保とするか、或はその證券の外にシンデケートの参加者が證書を入れて責任を負ふかである。その利子は費用の一部となるが、有限責任シンデケートでは、擔保に差入の證券總額に對して、賣れない證券に就いての各自の分擔高に比例して各参加者が負擔する。又無限責任シンデケートでは、利子はシンデケート計算へ算入されてシンデケートに於ける各自の分擔高に比例して各参加者が負擔する。若し社債の利札、或は株式の配當が、借入期間中に支拂はれる際には、利子の分擔と同じ方法で、参加者の勘定に

加算される(註)。

註 Gesenberg—op. cit., p. 415-417. Dewing—op. cit., p. 991.

シンデケート契約中にその證券の価格を維持する爲めに、取引計算 Trading Account の規定を設けて、シンデケートの存続中、市場の状況に應じて、その證券の取引を行つて價格の低落を防ぐ手段を探る。多くの投資家及び加入者は應募が超過するものと考へて、直ぐに賣却して早いところ利潤を得やうとして應募したり、又證券販賣業者中には、自己の販賣し得る以上に確定證券の申込をしたために、公開市場に賣りに出さねばならぬ様なことがある。その爲め販賣を開始するや否や證券が一般市場に出る。斯かる場合、マネジアーは自己の判断に従つて、此取引計算を利用して一定の範囲内——例へば發行總額の10%——に於て、提供價格或はそれ以上の市價を維持する爲めにこの取引を行ふ。

證券が提供價格以下で公開市場に賣りに出され、その爲め残りの證券を最初の提供價格で處分するのに困難となる様であれば、マネジアーは市場で之を賣戻す。それが社債なれば誰が安賣をしたが、直ぐに知り得るから、販賣シンデケート契約書或は販賣グループ書面の條項に従つて、その團體の存続中はその販賣者にマネジアーの買入値段即ち提供價格以下で引取らせることが出来る。或はその代りに、もつと永久的な投資家を顧客として居る参加者を通じて賣ることも出来る。此場合には、前の販賣者には買戻し社債に對する手数料を支拂はない。株式の場合には斯かる賣手を知る事は株式讓渡臺帳を見る以外には困難であるが、わかつた時にはマネジアーはやはり社債と同様

に、引取らせたり或は手数料を減じたり出来る。時には、その證券に對する需要を一層喚起させんが爲めに、マネジアーは公衆への提供價格以上を以て市場で買戻すこともあるが、併し此場合には、之を賣りに出した證券業者に對して戻したり、或はその手数料を取消したるする権限を持たない能。

註 Dewing—op. cit., p.p. 1002-1003. Gerstenberg—op. cit., p.p. 411-415.

そしてアンダーライティング・シンデケート或は販賣シンデケートの場合には、シンデケートの利潤の分配以前なれば此取引計算の損益はシンデケートの總利潤に加算され或はそれから控除される。又その解散の際なれば、各参加者は取引計算中の賣残り證券を各人に按分比例して引取らねばならぬ。それ故、此計算は可分計算のシンデケートの場合にも不可分計算である。販賣グループに於ては上述の證券の買戻しに關する以外には此取引計算の影響を蒙らない。また同じ會社の他の種類の證券の價格によつて、その證券が影響を受ける様な時にはマネジアーは、その會社の他の證券をも取引する権限を與へられて居る。之に伴つて生じた損失はシンデケートの費用としてその利潤中から控除される。

マネジアーと證券販賣業者との間の契約中、最も重要な條項は、販賣シンデケート或はグループの存続期間、證券販賣業者は公衆への提供價格を引下げてはならぬといふ事である。然るに往々之に違犯する者がある。勿論市場に安く賣出された場合には、マネジアーは先きに述べた買戻しの規定に従つて賣手に再び戻せるだけで、本當の制裁は僅かにその違犯者を將來の證券發行際に除外するだけである。併し又間接の割引方法として、販賣業者がその

賣出す證券と引換に、それより市價の安い他の證券を購入者から受取ることと同意して實際上引下げることがある。之を *over-trading* と云ふ。また買戻し規定の適用されぬ様に、買手が必らず一定期間市場に出さぬといふ約束の下に、提供價格以下で賣却する様な事即ち *Investment guaranteed* といふことも行はれる。更に又他の同業者と相互に賣残り證券を交換して、受取つた證券を互に安く賣出して、自分の代りに他人に契約を違犯させる場合即ち *List for List* に對しては、マネジアーはその代行者とは契約關係がないので苦情が云へないのである。

併し乍ら之等の手段は證券販賣業者が見込み違いから證券を持ち過ぎた場合はよく行ふところなので、マネジアーは常に加入者からその販賣の情報を得るやうに努めて、若し販賣能力を過大に考へすぎて居る様な場合には、無條件でその責任を免除することがある。何れにしても、斯かる違犯行為はその證券販賣の妨げとなることは申すまでもない。そこで一九三四年四月十九日の *Investment Bankers Code of Fair Competition* はシンデケート或はグループ契約中に新證券の公衆への提供價格を明示すべきを命じ、且つそれ以下での販賣を禁じた。又同法は前述の如き間接の引下げを總て提供價格の割引と見做す規定を設けて之を禁じて居る。(Sec. 4 & 6)

更に證券を世間に賣出す以前に、有力な顧客へ先きに提供するが如きも、亦契約違犯であつて、之を *beating the gun* と呼んで居る(註)。

註 Dewing—op. cit., pp. 1003-1005. Gerstenberg—op. cit., pp. 420-421. Burchett—op. cit., p. 420.

六

シンデケートのマネジャーには先きに掲げた例に於ける如く、法人とアンダーライティング契約、或は買取契約を結んだ個人銀行家(Bankers)になるのが普通である。併し往々金融商會或は證券商會のなる事があるが、此場合にはそのパットナリの變更如何に拘らず、引續き該商會がマネジャーとなることを會社との契約、シンデケート或はグループとの契約中に規定する。又マネジャーが多数居る場合には、指定されたマネジャーが他の一人と共に行った行爲は拘束力を持つことを規定して居る。

シンデケートリングの各過程に於けるマネジャーの権限に就いては、それぞれの箇所で大體述べたつもりであるが、之を概括的に云へば、シンデケートの目的遂行に關して必要と見做される有ゆる権限を賦與されて居ると云へる。而もマネジャーは、重大な怠慢或は悪意なき限り、如何なる行爲から生ずる責任をも總て明白に免除されて居るのが普通である。

またマネジャーの任務を列擧すれば、(一)發行の申込に對して、經濟、技術及び法律等の各方面からの調査、(二)會社に對して、證券の最良形式並に採る可き財政計畫に就いての勸告、(三)會社との契約書の起草並にその締結、(四)参加者の選擇、(五)シンデケート及びグループの組織に關する各種の契約書及び書面の作成、(六)證券の販賣、(七)市價の維持、(八)帳簿の記載、(九)拂込の請求或は借入金交渉、(十)賣残り證券の分配、(十一)利益の分配或は損失の割宛等、シンデケート及びグループに關する一切の仕事である。従つてシンデケート或はグループの成功と失敗とは一にマネジャーの働き如何にあると云へる(註)。

註 Gerstenberg—op. cit., p. 422. Hoiland, H. E.—Corporation Finance (1933) p. 171. 尙マネジャーの任務の詳細に就くは Burchett—op. cit., pp. 414-418. 参照

斯かる任務の遂行に對してマネジャーは次の如く各方面から報酬を收める。(一)會社へ支拂つた證券代金と買取グループに賣却した代金の差額、或は純粹のアンダーライティング・シンデケートの時は既發證券の所有者の買取つた證券額に對しての一定割合の手數料並にアンダーライターが引取を要求された證券額に對して與へられる更に大なる割合の手數料。(二)買取グループ、銀行グループ、販賣シンデケート、同グループ、等それぞれの参加者として、各グループ及びシンデケートから受ける利益の分前、(三)その發行が優先株なる場合に、マネジャーは會社との契約當初の銀行家として、同社の多數の普通株を自己の計算で取得する権利を與へられることがある。(四)マネジャーは一定期間内、所定の價格で、更に一層多くの證券を購入する選擇權を與へられることもある(註)。

註 Gerstenberg—op. cit., p. 423. Burchett—op. cit., p. 418.

各シンデケートの主なる参加者は金融業者であるが、販賣シンデケート及び同グループには證券販賣業者が加はつて居る。又個人の大投資家或は時にはその證券を發行する會社の株主及び社債権者の参加することがある。紐育その他の州では、保險會社は法律に依つて、斯かる團體への参加を禁ぜられて居る。加盟銀行も亦一九三三年の銀行條例に依つて、その投資金融業務に非常な制限を加へられた事は既に述べたところである。

参加者の責任に就いても各シンデケートに關聯して大體述べたが、更に茲で概括的に略述するに、純粹のアンダ

ライティング・シンデケートでは参加者は、(一)証券代金の支拂の爲めの拂込(通常三日或は七日の猶豫で之に應ぜねばならぬ)。(二)一切の費用を分擔する。(三)必要な書類(例へばシンデケートの資金借入に關聯する如き)に署名せねばならぬ。(四)必要な場合には、シンデケートの証券の賣出しを援助する。(五)シンデケート解散の際、シンデケートの手持証券を引取る義務を負ふ。之に就いての有限と無限の責任に關しても亦既に述べた。各参加者は買取グループが銀行グループへ全發行額を賣渡した時には買取グループの参加者としての責任が事實上無くなり、又銀行グループが販賣シンデケートへ全部賣却した時は銀行グループの参加者としての責任が消滅する。併し販賣シンデケートの代りに販賣グループが組織されると、銀行グループの参加者の責任は大體前記の純粹のアンダーライティング・シンデケートの参加者のと同様になる。販賣シンデケートの参加者も亦同様の責任を負ふ。販賣グループ加入者の主なる責任は提供價格で賣出してその代金を支拂ことである(註)。

註 Hoagland—op. cit., p. 170. Gerstenberg—op. cit., p. 425. Burchett—op. cit., pp. 419-420. 參照。

参加者の権利に就いて見るに、自己の参加高の全部又は一部を他の何人の同意も得ずに、他の個人或は投資金融業者に割宛る権利を通常與へられて居る。Withdrawalの特權に就いては先きに述べた。又マネジャーの求めに應じて行ふ市價維持の援助に關聯して、ブローカー手數料をも收め得る。シンデケートの損益は各自に分擔することは申すまでもない。更に参加者はマネジャーに依つて保護される権利を少なくとも德義上持つて居るし、又他の参加者から惡意なき公平な取扱を期待し得べきである(註)。またシンデケート或はグループに對する各参加者間の關

係に就いては、各種の契約書は、之がパートナーシップと見做さる可らずと規定して居る(註)。

註 Burchett—op. cit., p. 421.

然らば参加者の利潤如何と云ふに、その参加する各々のシンデケート及びグループに就いて説明するのが便使である。最初の契約に銀行家と共に携はつた人々の利潤は、買取グループへの証券賣渡し代金から會社への支拂額と彼等の負擔すべき費用を控除した残額である。マネジャーはシンデケートの諸費用を各グループ及びシンデケートに出来るだけ公平に分配せねばならぬ。またその純益は此計算に對して有する各自の利害關係に應じて分配される。買取グループ並に、販賣シンデケートの組織された際の銀行グループの利潤も同様に算出され、又同様にそのグループに對する各参加者の利害關係に比例して分たれる。販賣シンデケートの負擔は(一)証券代金支拂額、(二)シンデケート費の分擔額、(三)取引計算に表はれた損失、(四)販賣高に應じて加入者に支拂ふ手數料である。その利益は(一)賣上額(二)取引計算に表はれた利潤とが利益である。その差額が此シンデケートの利潤として参加高に基いて分配される。販賣グループの加入者の利潤の利潤は各自の証券賣上高に對する手數料中からその費用を控除した額である。而して各シンデケートの利潤は取引の性質、發行證券の多少、證券の品等、當時の市況その他に依つて大體決すると云へる。アメリカの過去の状態を顧みるに、一八九七年から一九一一年頃までの産業合同の時代には、この合同の大規模なアンダーライティングはその多くが、非常な利益を收めた。個人銀行家、金融業者、保險會社、信託會社は盛に證券の割宛を欲した。併し一九〇二年の初めから一、二年間は此種の殆んど凡てのアンダーライティン

グの参加者は損失を蒙つた。又大戦の好況の反動に、一九二〇年以後非常な損失の時代が来た。一九二三年以後大数のシンヂケートは利益を擧げたが、一九二六年の秋から一九二九年の夏へかけて組織されたシンヂケートは一様に非常な利益を収めた。併し一九二九年十月以前に證券を賣り盡くさなかつたシンヂケートは凡て大損害を受けた。マネジャーも参加者も不況は短期間であらうと信じて賣残り證券を持ちつゞけた爲め、その損失は益々増大した。そして結局清算をした時には、その損失は前年來の利益以上に出でたので、多くの金融業者は新しい資本を求めて組織の改革をするか、さもなければ破産する外なきに至つた能。

註 Gersenberg—op. cit., pp. 426-427. Dewing—op. cit., pp. 1006-1007.

七

新證券發行のアングラーライティング及びそれに関してのシンヂケータイングが發行會社及び投資金融業者にとつて極めて適切な手段である事は説明を俟たぬが、更に之が有力な金融業者、證券業者に依つて企圖せられて、確實な證券の發行が圓滑に行はれるならば、之は投資家にとり、又社會全般にとつて極めて有用な組織であると云はねばならぬ。

先づ、發行會社は之を利用することに依つて、

(一) 會社はマネジャーから發行に適する證券、發行額、發行條件等に就き有益な助言を受ける。(二) 會社の建設或は買收の計畫が遅滞なく遂行される、蓋しその新證券が全部賣れなかつた時にも、必要に応じて、或は金融上響を免れることが出来る。

の困難に何等遭遇することなく、所要額を求め得るからである。(三) シンヂケートが Trading Account を利用して會社の證券價格を維持せんとすることが、會社の信用を維持することになる。又單にその證券がアングラーライトされたといふ事實が、公衆に對する會社の信用の増大にも役立つことになる。(四) アングラーライティングに關聯して會社と金融業者との間に成立する密接な關係に依つて、不況その他の場合に一時的融通を受ける便宜を得る。

(五) 販賣シンヂケート或はグループの利用は、證券の配給地域を擴大し、従つて將來は不利な地方的金融市場の影響を免れることが出来る。

シンヂケート側としては、その目的は之に伴ふ利潤の獲得である。併し又之に依つて社會に供給される證券の種類、性質の決定に有力な發言權を待ち、且つ發行後に於ても、往々會社の營業を監督し、之に干渉を加へる權限を持つ事がある。更に社會にとつては、この金融業者間の協同は證券の發行を適當に調節して、一時に夥多の發行を見るが如き事を防止するのみでなく、時にはこの協力に依らねば發行不可能、或は極めて困難な證券の發行を可能に爲し、またはその發行費を輕減する。アングラーライターが發行に關して行ふ周到なる調査は、成功の見込乏しき事業の證券或は詐欺的證券の發行を防止するにも役立つであらう。投資家はまた之に依つて、その購入證券並に發行會社が充分調査済なる保證と、目論見書所載の計畫が完全に實施され得る保證とを與へられる。更に投資家は引き続きマネジャーが會社の財政状態を監督してくれるといふ便益の伴ふ場合もある能。

註 Hoagland—op. cit., pp. 171-172. Burtlett—op. cit., pp. 423-426. Gersenberg—op. cit., pp. 432-434.

アングラーライティングとシンヂケータイング

併し乍ら一方では従来詐欺的な證券取引、不正な証券業者の跋扈に依つて、一般公衆は往々にして多大の損害を受ける事があつた。殊に近年の産業界の不況に依る大企業の経営難、それに伴ふ株價の激落に對して、會社側の行ふ欺瞞的なマニピュレーション、又は不正行爲の續發が投資家に非常な不安を與へた。されば斯かる不安を除去して、信頼を回復することが、産業資金の充分な供給に必要である。然るに従来有價證券の發行及び販賣を取締る法律は、各州で異つた甚だ不備な Blue Sky Laws があるのみであつた。聯邦政府は「一九三三年の有價證券條例」を制定するまで、郵便に依る州際取引に對する取締以外には、詐欺的證券の發行を防止しやうとは企圖しなかつた。併し此新條例に依つて、金融業者と顧客とが別の州に住む場合、證券の販賣を廣告し、或はその販賣を勧誘せんとする金融業者は、ワシントン所在の聯邦通商委員會(此條例の施行機關——一九三四年の有價證券取引所條例に依つて「有價證券及び取引所委員會」が之に代る——)に會社、證券、契約、金融業者が之を取得した價格、プロモーター及び金融業者の盡力に關する契約、並に彼等が行ふ發行會社に對する財産の賣渡し等に關して詳細の報告を提出せねばならぬ。此條例の企圖するところは、證券の眞價に就いて、各投資家が自己の意見を決するのに利用し得る様に之等を公表させるのである。

茲ではその條例の内容に就いては全く觸れぬが、第二條に於て従来漠然と使用されて來た「アンダーライター」なる言葉は有價證券の配給を目的として發行者から買入れ、若しくは之に關聯して、發行者の爲めに賣却し、又は斯かる業務に参加し、或は直接間接の参加を有する者を意味する。但しその収益が通常慣行の配給者若しくは販賣人の手数料を超えざる程度で、アンダーライター又は証券業者から手数料を得るに限られる者を含まない。茲に使用された「發行者」なる言葉は發行者の外に直接間接に發行者に依つて統制され、又は發行者を統制する者、或は發行者と直接間接に共通の統制を受ける者を含む」との定義を下し、その第十一條に於て極めて重大な義務を課して居る。

更にルーズヴェルトは「一九三四年有價證券取引所條例」及び同年の「投資銀行家公正競争コード」等を制定して、その中に於て何れも投資家を保護する規定を設けて居る。過去十年間に、不正の表示或は詐欺に依る無價値の證券の發行に依つて米國の公衆は二百五十億弗の損失を蒙つたと言はれて居るので、投資家の有價證券に對する信頼を回復して、産業界に充分な資金を供給させる爲めには是非共投資家の保護が必要である。併し乍らまた、現今新資本發行の著しい減少に就いては、之等の條例が投資銀行家に對して餘り重大な責任を負はせたことがその最も大なる原因の一つであると言はれて居る。