慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

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ヂケーティング

——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——シンヂケートの意味——米國の投資金融機關。

二、シンヂケーティングの二つの場合——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ヂケーティングの方法——(一)會社とシンヂケートとの協約——(二)マネジアーと參加者との契約形式。

三、第二、買取シンヂケーティング——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——マネジアーの證券配給組織——(D)販賣シンヂケートと販賣グループ。

四、參加、應募、割宛、確定證券の意味——無限責任と有限責任——withdrawal 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、マネジアーと參加者——マネジアーの任務、權利義務と報酬——參加者の權利義務——參加者とシンヂケート

との關係――シンヂケートの損益計算。
七、シンヂケーティングに伴ふ便益――證券發行と最近の諸條例。

一

專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、倫敦に於て海上保險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險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險を保證したことから起つた(註)。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　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、彼が佛蘭西で見て來た "Syndicate" の方法に倣つて、アンダーライティング・シンヂ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(註一)。又英國に於ても殆んど同時代に始まつたもの丶樣である、倫敦エコノミストは、一八七三年にこのシンヂケートを以て「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(註二)。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說明すれば「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、約束の手數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)。

註　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)。

註　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、その保證のコムミッションを收め、或は後述の各種のシンヂ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、法人の財政狀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、國内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　Burtchett, 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。從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雜になり、從つて當業者は極めて專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樣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が行はれねばならぬ(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・シンヂケートを初めとして種々のシンヂ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ヂケートと云ふ言葉は、佛蘭西に於てアメリカ南北戰爭の頃に初めて使用されたとのことである。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の目的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　Burtchett—op. cit., pp. 406-407.

シンヂ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。從つてシンヂ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。シンヂケートに加はる者を通常參加者(Participants)と稱して居る。今日アメリカに於ては證券證行の爲めに種々なるシンヂケート(或はグループの名稱乍ら實質はシンヂケート)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ヂケートは何れもその根本にアンダーライテングの一面の性質を備へて、アンダーライテ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　Burtchett—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

ンヂケート組織とが、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、或は各種のシンヂ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。從つてその間に於て、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ぶ可きであるが、それに就いては茲で一言するに止めて、豫め說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樣であつた。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、シンヂケートを組織することを、茲では假りに證券シンヂケーティングと呼んで置く。その證券シンヂケーティングの方法は種々樣々である。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ヂケーティングの方法は、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る。

註　以下のシンヂケーティングの說明は Gerstenberg—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內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樣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殘りの危險を負擔し、之に對する報酬を受けるのであるが、前記(一)の場合にはコムミッションを受け(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價格と公衆への賣却價格との差額を收める。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、實際には彼がその全利潤を取得するものではない。

兩方の場合に於て、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險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。茲に各種のシンヂケート或はグループの組織を見るに至る。前記二の場合に從つて、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ヂケーティングの方法。

此種のシンヂ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ぞに前以て資金を投じて居る樣な場合に、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、そのアンダーテイティングの參加者を求めてシンヂケーティングを行ふ。此シンヂ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樣な事はある。併しそれはシンヂ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樣に要求されることもないし、又その證券の將來の投資價値なぞに就ても何の責任を負ふものでない(註)。

註　Dewing—op. cit., p.p. 987-989

此シンヂケート契約は(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ヂケートの爲めに締結する、）(二)マネジャーと參加者との間のシンヂ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ムミッション、金額全部の拂込期日等である。

(二)　アンダーライティング・シンヂケート契約。

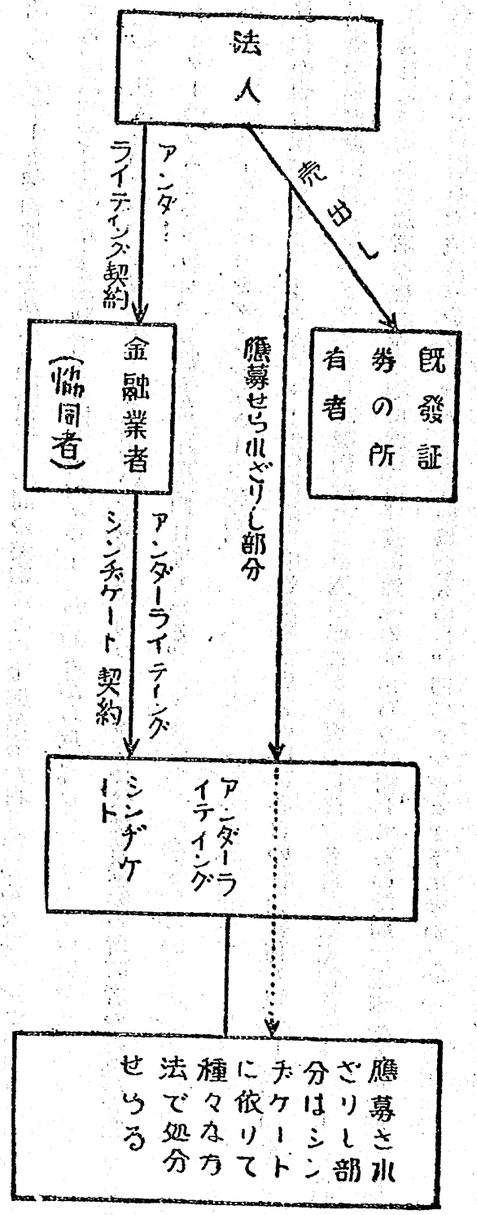
最初の銀行家がマネジャーとなつて、彼の勸誘に應じた參加者との間に各自の權利義務を規定した契約を結ぶ。而して參加者達からアンダーライトした總額以上の申込の要求ある場合には、各自の割宛額はマネジャーによつて減ぜられる。尙各參加者の權利義務等に就いては後に述べるであらう。而してその契約は近來多くは簡明な書狀の交換に依つて居るが、或はパンフレットの形式の場合もある。即ちシンヂケートに參加させやうとする者に次の如き內容、(一)法人の證券發行に關する詳細の規定事項、(二)銀行家と法人との契約締結の次第、(三)シンヂケーティングの提案、シンヂケートの受ける代償、並にその組織に對して法人からマネジャーの受ける報酬、(四)總額中一定の額以內の參加の勸誘、(五)マネジャーから將來報告のあるまでは、參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、參加希望者からは、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、シンヂケートの引取つた部分は參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ヂケート（Selling 又は distributing Syndicate）販賣グループ、或は卸賣グループなぞ、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參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. 392-394.

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ヂケーティングを圖示すれば、



Gerstenberg—op. cit., p. 397 の圖表參照

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ヂケーティングの方法に就いて見る。

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、種々異る事項を含むであらう。例へば或會社の資産を買收する爲めに新會社が創立される樣な場合には、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、その增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）ブリュー・スカイ法委員の要求に從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されんとするに當つて、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收益に關する記述（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犧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狀態を記載せる書面に、會社の役員の一人に署名させる約定（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　Gerstenberg—op. cit., pp. 398-400.

此契約成立と共に法人は實際上、最早證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、並に證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證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險分擔者へ支給する分とを控除した額）と（二）證券の販賣の難易とに依つて異る。例へばそれが一流證券で投資家の喜び迎へる樣な、從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、また二流證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ヂケートの必要を生ずる證券　の場合もある(註)。

註　Gerstenberg—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ヂケートであつて、參加者は參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。玆に述べる以外にも種々の證券シンヂケートは組織される。また各種のシンヂケートは何れも新證券の發行以外の場合にも組織される。併し玆で問題として居るのは、新證券の發行のアンダーライティングに關聯したシンヂケートである。

先づ之等のシンヂケートに就いて略述する。

（A）買取グループ

會社と證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數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證券の總額を買取る。

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證券の配給の引受であると見るならば、このグループは全くアンダーライティング・シンヂケートに外ならぬ。その證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。從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、而かも通常は危險が殆んどなくて利益を收め得るので、各參加者の引受額はマネジャーに依つて任意に決定される。（後になつて此參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樣な暗默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險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ヂケーティングの過程に於て比較的重要でなく危險も少ないものとなる。

買取グループの組織の勸誘は金融業者からの書面、即ち買取グループを組織して、一定價格を以て、最初の銀行家とその協同者から、その證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價格は先きの金融業者等の收める利潤を加へたものであり、同狀は後に述べる樣な參加者の責任の範圍を指定し、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證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。

此グループへ參加するのは會社或はマネジアーに從來から緣故のある金融業者、その名を揭げることが將來證券の賣行に有效な著名な大金融業者などである。又多量の證券を販賣し得る證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、併し此グループの參加者が又販賣グループの一員となる事もある。その場合この參加者は單なる販賣グループ員としてより多くの利益を收めることが出來る。

（B）銀行グループ

この銀行グループは、證券の賣却の完了までに相當の期間を要する樣な場合に、買取グループの參加者の責任を免れしめる爲めに組織される事がある(註)。そしてこのグループが買取グループに代つて賣殘り證券を引取る責任、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ヂケートへ更に全責任を轉嫁した場合は別問題である）。それ故その參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參加者を初めとして、その外、販賣能力の大なる證券業者、或は富裕な個人が參加し、そして發行會社との契約者が又そのマネジァーとなる。

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。マネジァー署名の同狀には、（一）記載の證券が買取グループに依り買はれた次第、（二）その證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（マネジァーの受ける利潤をも含めた旨を揭げ）等を述べて勸誘する。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、販賣シンヂケートなりや、販賣グループなりやを述べ、それに提供する證券の價格を記して、銀行グループの利潤と義務との大體の範圍を示し、又後に述べる樣な此グループ參加者の責任を明にし、その存續期を揭げて、一定額の參加を求める。此書面の內容は證券の配給に如何なる方法を採用するかによつて異つて來る。即ち販賣シンヂケートを組織する時は以上の外更に取引計算 Trading Account その他後に述べる樣な事項をも揭げねばならぬ。

（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。又買取グループの參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揭げられない。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ァ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（殊に販賣シンヂ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・シンヂ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ムミッション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參加せしめて、實際上收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 Dewing—op. cit., pp. 992-993. Note 參照

（D）販賣シンヂ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險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。然るに販賣シンヂ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。就中販賣シンヂケートは危險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、證券業者に出來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販別な賣機構を作る。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ヂケートを用ふるものと、又販賣グループに依るものとがある。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　Dewing—op. cit., p. 993. 參照

買取グループを初めとして販賣シンヂ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著々行はれて居るので、交渉成立と同時に各シンヂ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。此樣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。

販賣シンヂケートと販賣グループとの相違

次に販賣シンヂ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。前者の參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。從つて賣殘り證券に對しては之を引取る責任を負ふ。而して參加者としての利潤は賣却された總ての證券に對するコムミッションとシンヂケ

ートの計算に現はれた利潤の分前（つまり、それは同シンヂケートの證券購入價格と賣出價格との差額からシンヂケート負擔の費用と參加者へ支給の賣上手數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證券を買取る金融業者と證券業者から成る。その加入者（彼等はmem bers 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證券高だけであつて、外には他のシンヂケートの參加者の樣な利害關係がない。單に自己の賣上高に對して手數料を受けるだけである。

從つてマネジャーは販賣シンヂケートの參加者に就いては、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證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。斯くて販賣シンヂ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參加者（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證券販賣業者から成り、時にはその參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參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參加者に責任を分擔させる。

販賣シンヂケートは「販賣シンヂケート契約書」に依つて作られ、販賣グループは「販賣グループ狀」の文言に從つてその權利義務が定められる。

「販賣シンヂケート契約書」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參加者の權利義務を記載した二頁大の書面である。そして參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）シンヂケートの費用、（三）公衆への提供價格、（四）販賣手數料、（五）參加の申出、（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）シンヂケート解散の期日、（十二）買戻しの規定（十三）廣告と引札、（十四）マネエジャーの權限（註）。

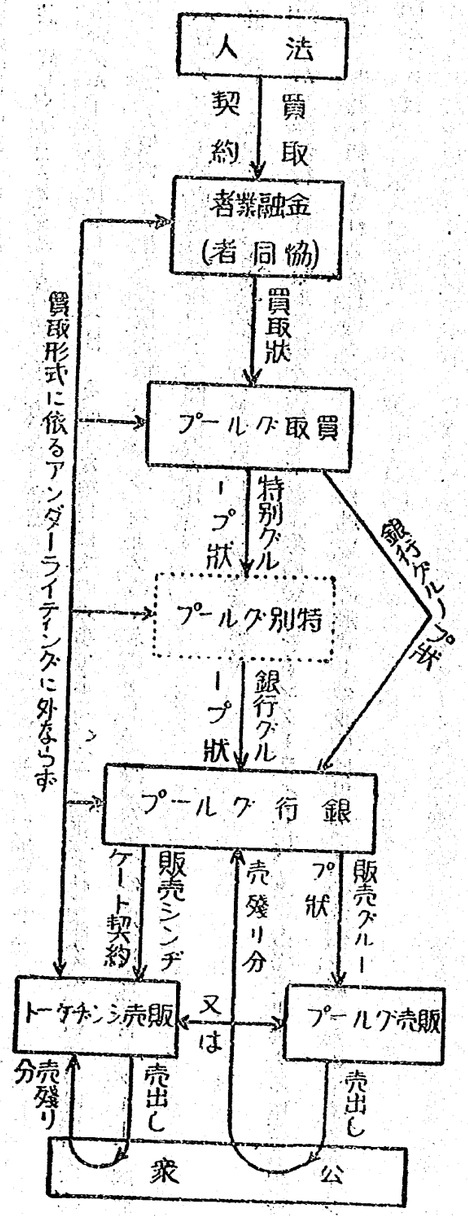
之等の條項の或ものに就いては後に說くであらう。

註　詳しくは Gerstenberg—op. cit., pp. 417-419 參照

「販賣グループ狀」に就いて云へば、その主な項目は次の六項である。（一）提供される證券に就いての說明、（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）公衆への證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.p 994-998. 參照

銀行家が證券發行會社と買取契約を締結して新證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ヂケートに就いての形式上の說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

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

ない。從つて此語は加入者に證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)と云ふ語はシンヂケートの參加者や販賣グループのメンバーがシンヂケート・マネジャーに依つて、自己に割宛てゝ貰ひ度いと欲する證券額と云ふ。從つてシンヂケート中に於けるその人の參加の高には關係ない。即ち參加はシンヂケートの一員が引受けんと欲する危險の高を云ひ、應募は自己の爲めに保留して置いて貰はう望む證券の高を云ふのである。而してマネジャーが各員の爲めに保留する證券額が割宛(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證券を供給する義務を感ずるのである(註)。またシンヂ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證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定證券 Firm Bonds or Share と呼んで居る。現在多大數の有限シンヂケート及び販賣グループの契約は豫めこの確定證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證券を確實に引渡し得る樣にして居る。

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

シンヂケートへの參加の責任に就いて見るに、有限責任參加と無限責任參加とに別れる。嘗ては凡てのシンヂケートは無限責任のもの、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ヂケートは有限責任、即ち可分計算 divided accounts である。純粹のアンダーライティング・シンヂケート、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ヂケートは通常無限責任のものである。

無限責任規定に依る場合はアンダーライトした證券の賣殘り分を、その各參加者は自己の參加高の總發行額に對する割合を基礎として、それに比例したゞけの殘餘證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、百萬弗の賣殘りを生じたとすれば、

	參加の高	參加の%	實際の販賣高	殘餘證券引取り高
A（マネシャー）	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	一百萬弗	十五萬弗

右表の如くDの如く、參加の高以上に販賣して居つても尙責任を負ふ事となる（註一）。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。即ち參加者は、その參加の全部或は一部の證券をシンヂケート價格に少しの費用を負擔して引取つてシンヂケートの計算から撤退する權限の與へられる事がある。引取られた證券は、それだけ參加者の責任を輕減じ、若し全部を引取れば全く參加の責任を免除される譯である。併しその參加者はシンヂケートの解散まで引取つた證券を持つて居らねばならぬ。又參加者はその參加の引取り部分に對してはシンヂケート利潤の分配を受け得ない。これと前述の確定證券との相違は前者が參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ヂケートの責任と損益の機會を失ふのに對して、後者は單に證券の購入を確實にするだけで、參加即ち損益の責任と機會とには影響しない。またこの證券の withdrawal は大なる投資機關――信託代理人或は保險會社――に依つて多數の證券をシンヂ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　Gerstenberg—op. cit., pp. 408-409.

註二　〃　p. 409. Dewing—op. cit., p. 1001.

有限責任シンヂケートでは、參加者は自己の參加高と賣上高との差だけ責任を持つに過ぎない。之は販賣シンヂケート中に、販賣には携はらぬ有力な投資金融業者を參加させる（例へば先きに述べた買取及び銀行グループの有力な參加者を販賣シンヂ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。蓋し斯かる參加者と同樣の責任を持たされることは證券販賣能力の大なる參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說明を詳しくするのは單に歷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、之がシンヂ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.

シンヂケートの最長の存續期間は通常契約書中に揭げられて居るが、又マネジャーは一般に之を短縮或は更に延長する權限を與へられて居る。普通は二ケ月から一年の間であるが、最近は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）。シンヂケートの期間に就ひて先づマネジャーはその證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、若しその期間がきれた時に、之を延長すれば消化出來ると認めた場合には書面を以て參加者の同意を求める。また證券が賣切れゝば期限前にも〆切るのは當然の事であるが、

マネジャーは市況が悪化して近き將來に於て、到底提供價格で賣却し得る見込がないと思つた時にも早く〻切る事がある(註)。

註　Gerstenberg—op. cit., pp., 410-411.

五

發行會社とアンダーライト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ャーは、(一)各參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價格に相當する現金を支拂つて引取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樣な權限がアンダーライテング・シンヂケート或は販賣シンヂケートの契約中には含まれて居る。而して參加者に、引渡された證券は、マネジーが販賣する際には取戻すといふ條件附で、シンヂケートの終了まで各參加者が持たされる。

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ヂケートの參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、有限責任シンヂケートでは、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參加者が負擔する。又無限責任シンジケートでは、利子はシンヂケート計算へ算入されてシンヂケートに於ける各自の分擔高に比例して各參加者が負擔する。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、參加者の勘定に加算される(註)。

註　Gerstenberg—op. cit., p. 991.

シンヂケート契約中にその證券の價格を維持する爲めに、取引計算 Trading Account の規定を設けて、シンヂケートの存續中、市場の狀況に應じて、その證券の取引を行つて價格の低落を防ぐ手段を採る。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樣なことがある。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、マネジャーは自己の判斷に從つて、此取引計算を利用して一定の範圍內——例へば發行總額の一〇%——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、その爲め殘りの證券を最初の提供價格で處分するのに困難となる樣であれば、マネジャーは市場で之を買戻す。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、販賣シンヂケート契約書或は販賣グループ書面の條項に從つて、その團體の存續中はその販賣者にマネジャーの買入値段即ち提供價格以下で引取らせることが出來る。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參加者を通じて賣ることも出來る。此場合には、前の販賣者には買戻し社債に對する手數料を支拂はない。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ャーはやはり社債と同樣

に、引取らせたり或は手數料を減じたり出來る。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、マネジャ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、或はその手數料を取消したるする權限を持たない(註)。

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・シンヂケート或は販賣シンヂケートの場合には、シンヂ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ヂ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、各參加者は取引計算中の賣殘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ヂ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樣な時にはマネジャーは、その會社の他の證券をも取引する權限を與へられて居る。之に伴つて生じた損失はシンヂケートの費用としてその利潤中から控除される。

マネジャーと證券販賣業者との間の契約中、最も重要な條項は、販賣シンヂケート或はグループの存續期間、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、マネジャーは先きに述べた買戻しの規定に從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に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樣に、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樣な事即ち 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殘り證券を交換して、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、マネジャ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、マネジャ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樣な場合には、無條件でその責任を免除することがある。何れにしても、斯かる違犯行爲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 はシンヂ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. Burtchett—op. cit., p. 420.

シンヂ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(banker)が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ー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、シンヂケート或はグループとの契約中に規定する。又マネジャーが多數居る場合には、指定されたマネジャーが他の一人と共に行つた行爲は拘束力を持つことを規定して居る。

シンヂケーティングの各過程に於けるマネジャーの權限に就いては、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、シンヂケートの目的遂行に關して必要と見做される有ゆる權限を賦與されて居ると云へる。而もマネジャーは、重大な怠慢或は惡意なき限り、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)參加者の選擇、(五)シンヂ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の交渉、(十)賣殘り證券の分配、(十一)利益の分配或は損失の割宛等、シンヂケート及びグループに關する一切の仕事である。從つてシンヂ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. Hoagland, H. E.—Corporation Finance (1933) p. 171. 尙マネジャーの任務の詳細に就いては Burtchett—op. cit, pp. 414-418. 參照

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・シンヂ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、販賣シンヂケート、同グループ、等それぞれの參加者として、各グループ及びシンヂ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權利を與へられることがある。(四)マネジャーは一定期間內、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. Burtchett—op. cit., p. 418.

各シンヂケートの主なる參加者は金融業者であるが、販賣シンヂ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權者の參加することがある。紐育その他の州では、保險會社は法律に依つて、斯かる團體への參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。

參加者の責任に就いても各シンヂ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

ーライティング・シンヂケートでは參加者は、(一)證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（例へばシンヂ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、シンヂケートの證券の賣出しを援助する。(五)シンヂケート解散の際、シンヂケートの手持證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。各參加者は買取グループへ全發行額を賣渡した時には買取グループの參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ヂケートへ全部賣却した時は銀行グループの參加者としての責任が消滅する。併し販賣シンヂケートの代りに販賣グループが組織されると、銀行グループの參加者の責任は大體前記の純粋のアンダーライテング・シンヂケートの參加者のと同樣になる。販賣シンヂケートの參加者も亦同樣の責任を負ふ。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. Burtchett—op. cit., pp. 419-420. 參照。

參加者の權利に就いて見るに、自己の參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權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、グローカー手數料をも收め得る。シンヂケートの損益は各自に分擔することは申すまでもない。更に參加者はマネジアーに依つて保護される權利を少なくとも德義上持つて居るし、又他の參加者から惡意なき公平な取扱を期待し得べきである(註)。またシンヂケート或はグループに對する各參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　Burtchett—op. cit., p. 421.

然らば參加者の利潤如何と云ふに、その參加する各々のシンヂケート及びグループに就いて說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、買取グループへの證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殘額である。マネジャーはシンヂケートの諸費用を各グループ及びシンヂケートに出來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、販賣シンヂケートの組織された際の銀行グループの利潤も同樣に算出され、又同樣にそのグループに對する各參加者の利害關係に比例して分たれる。販賣シンヂケートの負擔は(一)證券代金支拂額、(二)シンヂケート費の分擔額、(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。その差額が此シンヂケートの利潤として參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證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。

而して各シンヂ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。アメリカの過去の狀態を顧みるに、一八九七年から一九一年頃までの產業合同の時代には、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

グの參加者は損失を蒙つた。又大戰の好況の反動に、一九二〇年以後非常な損失の時代が來た。一九二三年以後大多數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樣に非常な利益を收めた。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。マネジャーも參加者も不況は短期間であらうと信じて賣殘り證券を持ちつゞけた爲め、その損失は益々增大した。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、さもなければ破產する外なきに至つた(註)。

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

七

新證券發行のアンダーライティング及びそれに關してのシンジケーティ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說明を俟たぬが、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）會設の建設或は買收の計畫が遲滯なく遂行される、蓋しその新證券が全部賣れなかつた時にも、必要に應じて、或は金融上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ダ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增大にも役立つことになる。（四）アンダ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、從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來る。

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、之に干涉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。アンダ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濟なる保證と、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。更に投資家は引續きマネジャーが會社の財政狀態を監督してくれるといふ便益の伴ふ場合もある(註)。

註　Hoagland—op. cit., pp. 171-172. Burchett—op. cit., pp. 423-426. Gerstenberg—op. cit., pp. 432-434.

併し乍ら一方では從來詐欺的な證券取引、不正な證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經營難、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ュピュレーション、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、信賴を回復することが、産業資金の充分な供給に必要である。然るに從來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、或はその販賣を勸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樣に之等を公表させるのである。

茲ではその條例の內容に就いては全く觸れぬが、第二條に於て從來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、又は斯かる業務に參加し、或は直接間接の參加を有する者を意味する。但しその收益が通常慣行の配給者若しくは販賣人の手數料を超えざる程度で、アンダーライター又は證券業者から手數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「投資銀行家公正競爭コード」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賴を回復して、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。