

## パーティシペーション・シンジケートの形成：引受 シンジケートの発展過程について(二)

中塚, 晴雄

<https://doi.org/10.15017/3000171>

---

出版情報：経済論究. 99, pp.73-93, 1997-11-30. 九州大学大学院経済学会  
バージョン：  
権利関係：

# パーティシペーション・シンジケートの形成

——引受シンジケートの発展過程について(二)——

中 塚 晴 雄

## 目次

はじめに

I 世紀転換期から第一次大戦前にかけての引受シンジケート

——パートナーシップ・シンジケート形成と一括買取引受への移行——

II 英仏第一次大戦債とJ.P.モルガン商会

——パートナーシップ・シンジケートからパーティシペーション・シンジケートへ——

小括 (以上, (一))

序

I パーティシペーション・シンジケートと英仏第一次大戦債

——パーティシペーションの論理と構造——

II パーティシペーション・シンジケートの三層構造

——投資銀行業務の確立——

むすびにかえて

## 序

1915年10月15日に、パーティシペーション・シンジケート<sup>1)</sup>は、初めてニューヨーク証券市場に出現した。J.P.モルガン商会は、英仏第一次大戦債5億ドルの発行を引受けるために、パーティシペーション・シンジケートを創造したのである。英仏第一次大戦債は、発行額5億ドル、5%、償還期限5年の条件で発行された。パーティシペーション・シンジケートは、従来のパートナーシップ・シンジケートとは制度的にも形態的にもまったく異なる。なぜなら、引受シンジケートを構築する法制度が、パートナーシップではなく「パーティシペーションの法理」(law of participation)<sup>2)</sup>であるからである。パーティシペーション・シンジケートの形態的特徴は、極めて多くのメンバーから組織されていることにある。しかも、パーティシペーション・シンジケートでは、引受業務と販売業務は完全に分離し、内部に両機能を担う買取シンジケート (purchase syndicate) と販売グループ (selling group) が組織される。パーティシペーション・シンジケートは、主幹事のJ.P.モルガン商会を頂点に買取シンジケート、販売グループと三層の階層構造を備えていた。J.P.モルガン商会は、買取シンジケートに61社、販売グループに1,570社、総計1,631社を組織した<sup>3)</sup>。この引受シンジケートは、従来のパートナーシップ・シンジケートとは異なる革新的なシンジケートであった。現在の引受シンジケートは、英仏第一次大戦債の引受シンジケートに原型を求められるのである。

## I パーティシペーション・シンジケートと英仏第一次大戦債 ——パーティシペーションの論理と構造——

### 1. パーティシペーション・シンジケートの形成

従来の内外の研究は、英仏第一次大戦債発行を引受けたシンジケートの巨大な規模を指摘してきた<sup>4)</sup>。ところが、その巨大な引受シンジケートの基底にある制度に視角を設定すると、明らかとなるのは、従来とは懸絶したその論理と構造である。英仏第一次大戦債の引受シンジケートの論理と構造は、現代の引受シンジケートの原型である。その引受シンジケートから、現代の引受シンジケートは始まるのである。その論理と構造について革新的な引受シンジケートは、J.P.モルガン商会によって創造されたのである。この点について、1939年の合衆国議会上院公聴会証言、1953年の裁判、1989年のロー・スクールで定評ある証券取引法の基本書は、明確に述べている。最初に、J.P.モルガン商会のパートナーであるホイットニー (George Whitney) 氏は、1939年に合衆国議会上院公聴会「独占に関する調査」(*Investigation of Concentration of Economic Power*) で非常に重大な証言をしている。

「すなわち、引受と販売の両業務は、完全に分離しました。両業務の分離は、第一次大戦によって初めてもたらされました。1915年9月に、最初の大規模な外国債 [first big foreign loan : 英仏第一次大戦債] が到来した時、私たち [J.P.モルガン商会] の債券部長が、現代の引受シンジケートのスキーム (modern syndicate scheme) を創出したのです。」(United States Congress, Senate(1940) p.11859)

1915年にJ.P.モルガン商会が、現代的引受シンジケートを発明した。1953年10月14日の「合衆国対モルガン他17社」訴訟における判決でメディナ判事は、この点を非常に強調している。

「1915年に、証券を販売する現代的シンジケートの方法は、モルガン・スタンレー他17投資銀行とその前任投資銀行 (J.P.モルガン商会等) によって発明されたのである。」(下線部の強調はメディナ判事の判示原文による) (*United States v. Morgan et al.* ; Oct.14, 1953 ; 118 F.Supp. 630)<sup>5)</sup>

1989年現在の引受シンジケートまでも、英仏第一次大戦債の引受シンジケートが源流である。現代の引受シンジケートは、J.P.モルガン商会による英仏第一次大戦債発行引受から始まった。この点について、ハーバード大学法学名誉教授のルイ・ロス (Louis Loss) とミシガン大学法学教授のジョエル・セリグマン (Joel Seligman) は、次のように明瞭に指摘する。

「現代の販売グループは、英仏第一次大戦債に源流を発しているといわれている。その時、J.P.モルガン商会は、実用的に少しでも債券を分売する能力のある誰でも皆全員を全米全土に広がる販売グループにまとめあげたのである。」(Loss and Seligman(1989a) p.327, n.16)

### 2. パーティシペーション・シンジケートの革新性

パーティシペーション・シンジケートの革新性は、主幹事の引受能力を飛躍的に強化した点にある。主幹事は、引受能力の飛躍的強化により英仏第一次大戦債発行5億ドルの引受を可能とした。引受能力の強化は、主幹事の組織力向上による。主幹事は、強化された組織力によって買取証券の売り手を1,570社にまで拡大した。売り手が1,500社強に拡大した結果、引受シンジケートの販売力は急速に拡大した。主幹事は、販売力の急拡大により巨額の一括買取能力を獲得した。パーティシペーション・

シンジケートは、パートナーシップ・シンジケートとは懸絶した巨大な資金の安定的集中を可能にしたのである。

主幹事への莫大な資金集中は、「パーティシペーションの法理」に基づいて引受シンジケートを組織したからである。主幹事への莫大な資金集中は、「パーティシペーションの法理」に基づいて引受シンジケートを組織したから可能となった。「パーティシペーションの法理」は、「参加」<sup>9)</sup>の法制度であり、原契約上の権利を売買することで原契約に参加することである<sup>7)</sup>。J.P.モルガン商会は、パーティシペーションの法理を採用することでパートナーシップを用いずに引受シンジケートを組織することに成功した。すなわち、J.P.モルガン商会は、買取証券を「共同所有」することなしに<sup>8)</sup>、初めて、引受シンジケートを組織できたのである。

### 3. パーティシペーション・シンジケートの仕組み

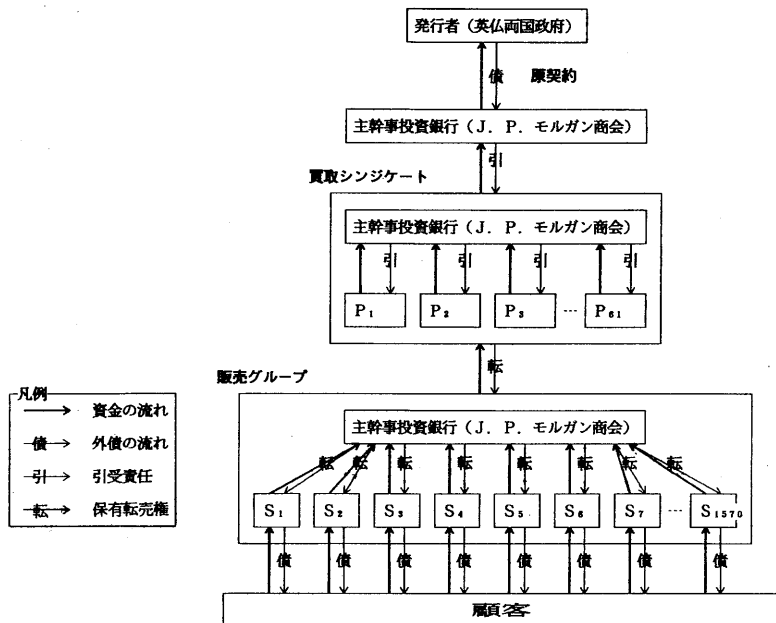
第1次大戦前のパートナーシップ・シンジケートでは買取証券を「共同所有」した結果として、メンバー各社は、引受責任を負担し、販売権を行使し、スプレッドを取得する。パートナーシップ・シンジケートは、「共同所有」に引受過程の諸機能を含ませていた。ところが、買取証券の「共同所有」は、主幹事に引受能力の限界をもたらした。「共同所有」が、メンバー数を制限するからである。しかし、「共同所有」が引受能力を制限するからからとはいえ、主幹事とメンバーは、買取証券を「共同所有」せずに引受シンジケートを組織できない。なぜなら、パートナーシップ・シンジケートは、買取証券の「共同所有」を組織構成の不可欠の要素とするからである。

その限界を克服するには、主幹事は、足かせとなる買取証券の「共同所有」を引受シンジケートの組織編成の論理から切り離さなければならない。すると、引受シンジケートのメンバーは、買取証券の「共同所有」者ではなくなる。引受シンジケートは、「共同所有」者ではなく引受の各機能を担う者から組織されることになる。引受シンジケートの組織化と「共同所有」の分離は、引受の各機能を組織化の論理として、「共同所有」から切り離すことでもある。限界の克服には、買取証券を「共同所有」せずにシンジケートを組織しなければならないのである。

「共同所有」に代わる引受シンジケート組織編成の論理が、「参加」の法理、つまり、「パーティシペーションの法理」である。「同法理」で組織された引受シンジケートをパーティシペーション・シンジケートと呼ぶ。パーティシペーション・シンジケートのメンバーは、パーティシパントと呼ばれる。パーティシパント各社は、買取証券の「共同所有」者ではない。パーティシパント各社は、「共同所有」の結果ではなく「共同所有」とは無関係に、引受責任を負担し、保有転売権を行使し、スプレッドを取得する。パーティシペーション・シンジケートの引受責任と保有転売権は、「共同所有」に内在する機能から「契約上の権利」として分離されるからである。パーティシペーション・シンジケートは、「参加」の法理である「パーティシペーションの法理」を用いることでパートナーシップ・シンジケートの限界を克服したのである。

「パーティシペーションの法理」は、引受シンジケートを「所有関係」から「契約関係」に転換した。「同法理」に基づく契約は、パーティシペーション・シンジケートを組織した。パーティシペーション・シンジケートは、「契約関係」による組織である。他方、主幹事とメンバー間の「共同所有」は、

図 2 英仏一次大戦債のパーティシペーション・シンジケートの仕組み



パートナーシップ・シンジケートを組織した。パートナーシップ・シンジケートは、買取証券の共同所有体である。パーティシパント各社は、「共同所有」の重い負担から解放され、契約上の権利義務を果たすだけで手数料を取得した。だから、パーティシペーション・シンジケートでは、1,500社強のパーティシパントが、主幹事の元に組織化されたのである。

パーティシペーション・シンジケートには、パートナーシップ・シンジケートから現代的シンジケートに転換する七点の特徴があった（以下図 2 参照）。第一の特徴は、主幹事と発行者間の引受契約が、パーティシペーションの基礎となる「原契約」となる点にある。「原契約」の確立が、引受シンジケートの飛躍的拡大の鍵である。主幹事は、引受契約を「原契約」とすることで、証券引受とシンジケートの組織化とを明確に分離できた。主幹事が発行者に資金を供与する義務は、主幹事と発行者との間で完結する。また、引受シンジケートの組織化は、主幹事とパーティシパントの間で完結する。他方、パートナーシップ・シンジケートは、「共同所有」関係であるので、引受契約が主幹事とメンバー間で分割される。パートナーシップ・シンジケートでは、証券引受とシンジケートの組織化が明確に区分されず「共同所有」に一体化していた。パートナーシップ・シンジケートでは、シンジケート組織化の論理に証券引受の論理がもちこまれた。だから、パートナーシップ・シンジケートのメンバーは一定の資金が要求され、引受シンジケートの拡大に限界が生じる。1,500社強から組織されるパーティシペーション・シンジケートの鍵は、主幹事と発行者間の引受契約を分割せずにパーティシペーションの基礎となる「原契約」とすることにあるのである。

第二に、パーティシペーション・シンジケートは、主幹事に買取証券の独占的所有権をあたえる。主幹事は、メンバー各社と買取証券を「共同所有」しない。主幹事は、発行者から買い取った証券を

主幹事一社で所有する。パーティシパントは、主幹事の買い取った証券を所有しない。一括買取を内容とする引受契約は、主幹事と発行者間の「原契約」である。だから、主幹事の買い取った証券は、主幹事の所有となる。パーティシパントと主幹事間の契約は、パーティシパントと主幹事間を規律する。だから、主幹事と発行者間における買取証券所有の問題は、はじめからパーティシパントを対象外とする。原契約の確立は、主幹事に買取証券の独占的な所有権を与えるのである。

第三に、主幹事は、買取証券を全額所有しているから、所有権に基づき発行価格、発行時期を主幹事一社だけで決定できる。主幹事は、発行価格、発行時期の決定にパーティシパントの同意を得る必要はない。しかも、主幹事は、買取シンジケートのパーティシパントに分売する引受責任の割当量を買取シンジケートのパーティシパントと協議せず一方的に決定できる。主幹事は、販売グループのパーティシパントに分売する保有転売権の割当量もまた販売グループのパーティシパントと協議せず一方的に決定できる。引受過程内では、引受証券の売買が三箇所ある。主幹事と買取シンジケート間と買取シンジケートと販売グループ間と販売グループと投資家間の計三箇所である。いずれの売買でも、表面上は、主幹事と買取シンジケートとの売買であり、買取シンジケートと販売グループとの売買であり、販売グループと投資家との売買である。しかし、実態は、主幹事と（買取シンジケートの）主幹事間との売買であり、（買取シンジケートの）主幹事と（販売グループの）主幹事との売買であり、（販売グループの主幹事）から投資家への売買である。主幹事は、証券引受過程内で証券を一社で所有するから自社の手元で自社から自社へ転売した。証券引受過程内の三箇所の売買は、主幹事のコントロール下にあった。つまり、引受過程内の売買は、すべて主幹事のシンジケート・ブック内で行われたのである。

主幹事は、1,500社強にまで拡大した引受シンジケートを独占的な権限をもって一体的に運営管理できる。主幹事は、「パーティシペーションの法理」に基づいて買取証券全額を所有できるからである。主幹事の独占的権限は、主幹事による買取証券の全額所有に由来する。他方、パートナーシップ・シンジケートの主幹事は、メンバーと対等な権限しかなかった。主幹事とメンバーは、買取証券を「共同所有」するからである。メンバーは、主幹事と対等な所有者であるから、主幹事の方針に反した行動をとれる。だから、パートナーシップ・シンジケートは、引受シンジケートそのものに組織瓦解の危険を内在している。しかし、パーティシペーション・シンジケートは、買取証券の所有権を主幹事に集中することで、パートナーシップ・シンジケートの組織瓦解の危険という限界を克服した。パーティシペーション・シンジケートの主幹事は、自らの方針を徹底できる強力無比な権限を与えられたのである。

第四に、引受責任は、「パーティシペーションの法理」によって「契約上の権利」として自立化した。主幹事は、引受責任を「契約上の権利」として分売した。主幹事は、引受責任の分売により買取シンジケートを組織した。「同法理」が、引受責任のみを担う買取シンジケートの組織を可能とした。「同法理」が、証券所有に内包された引受機能を「契約上の権利」の引受責任として分離し、引受責任の分売を可能にしたからである。買取シンジケートのパーティシパントは、買取証券を販売する負担から解放された。「同法理」は、引受機能だけを受け持つ買取シンジケートと販売機能だけを受け持つ販売グループとに引受シンジケートを分化したのである。他方、パートナーシップ・シンジケートの引

受機能は、買取証券の共同所有に内包されていた。パートナーシップ・シンジケートの引受機能は、いまだ証券所有権から分離した独自の権利として自立していなかった。しかし、「パーティシペーションの法理」は、主幹事に買取証券の全額所有権をとどめながらもパーティシパントに引受機能をもたせることを可能とした。「同法理」は、パートナーシップの下で共同所有に内包されていた引受機能を証券所有権から分離し、「契約上の権利」の引受責任として自立化させた。

第五に、販売権は、「パーティシペーションの法理」により「契約上の権利」の保有転売権として自立化した。主幹事は、保有転売権を分売することで販売グループを組織した。「同法理」が、引受責任を負わない販売グループの組織を可能にした。「同法理」が、パートナーシップの下で証券所有に内包された販売権を「契約上の権利」の保有転売権として分離し、保有転売権の分売を可能としたからである。販売グループのパーティシパントは、引受責任の負担から解放された。引受機能と販売機能の分化は、「同法理」によって達成されたのである。他方、パートナーシップ・シンジケートのメンバーは、引受機能を常に負担していた。そのシンジケートの引受機能は、「共同所有」に内包されていたからである。引受機能と販売機能とは、パートナーシップの下では分離できない。パートナーシップ・シンジケートは、引受責任の範囲に応じて、無限責任販売シンジケート (unlimited liability selling syndicate)<sup>9)</sup>と有限責任シンジケート (limited liability selling syndicate)<sup>10)</sup>があった。パーティシペーションの法理で形成された販売グループは、いかなる引受責任も負担しなかった<sup>11)</sup>。パーティシペーションの法理は引受機能と販売機能との分化を可能としたので、主幹事は販売機能だけを果たす販売グループを組織できた。パーティシペーション・シンジケートは、引受証券販売の近代化を果たしたのである。

第六に、販売グループのパーティシパントは、保有転売権を有する。販売グループのパーティシパントは、買取証券を所有しない。主幹事が、買取証券を所有している。販売グループのパーティシパントは、買取証券を主幹事の委任を受けて買取証券を占有<sup>12)</sup>し、投資家に転売するのである<sup>13)</sup>。

第七に、パーティシペーション・シンジケートでは、パーティシパント各社の取得する手数料は、差額 (スプレッド) から引受責任や保有転売権の対価となる。パートナーシップ・シンジケートでは、メンバー各社は、主幹事の決めた価格で購入し、メンバー自身が決めた価格で販売することで収益を得ていた。パートナーシップ・シンジケートの手数料は、購入価格と販売価格との差額、つまり、スプレッドであった。パートナーシップ・シンジケートのメンバーは、たとえば、主幹事から96で購入し、投資家へ98で販売したならば、引受手数料として98-96の差額、つまり、2の手数料を得る。パーティシペーション・シンジケートでは、主幹事は買取証券そのものを分売するのではなく、「契約上の権利」の引受責任、「契約上の権利」の保有転売権を分売する。だから、パーティシパント各社の手数料は、買取証券そのものの購入価格と販売価格との差額ではない。パーティシパント各社の手数料は、「契約上の権利」の引受責任と保有転売権の対価となる。とはいえ、現代に至るまで投資銀行の引受手数料は、スプレッドで表示される。そこで、スプレッドを表示上残しながら、パーティシペーション・シンジケートの実態に適合するために、パーティシパントは、手数料として、主幹事が決めた価格で購入し主幹事が決めた価格で転売する権利そのものを「契約上の権利」の引受責任と保有転売権に対する対価とする。たとえば、パーティシパントは、「契約上の権利」の引受責任と保有転売権に対

する対価として、「96で購入し98で転売する権利」そのものを引受手数料として取得するのである。

#### 4. パーティシペーション・シンジケート形成の論理構造

パーティシペーションは、19世紀半ばに英米法上に現れた。パーティシペーションは、1920年前後から現在まで多様な発展を遂げ、「パーティシペーションの法理」として英米法上の制度として確立した<sup>14)</sup>。1914年出版の『Boueviorの法律辞典』によれば、パーティシペーションとは、「参加すること」<sup>15)</sup>である。最も古いパーティシペーションに関する先例は、1836年12月の判例、*Etna Fire Insurance v. Tyler*にある<sup>16)</sup>。もともとパーティシペーションは、本件のように保険証券への参加 (participation policy) に用いられていた。保険証券参加とは、「被保険者が保険会社の承認を得ずに、他の保険者が配当金、または、将来の保険料の払戻の一部を受け取ることで、被保険者の保険契約に参加すること」<sup>17)</sup>である。

J.P.モルガン商会は、パーティシペーションを1915年10月に初めて英仏第一次大戦債発行の引受シンジケート組織に用いた。証券引受への参加はパーティシペーション・アンダーライティング (participation underwriting) と呼ばれる<sup>18)</sup>。翌1916年6月には、パーティシペーションは商業銀行の貸付債権の参加 (participation loan)<sup>19)</sup>にも用いられた<sup>20)</sup>。パーティシペーションは、不動産モーゲイジの参加 (mortgage participation)<sup>21)</sup>にも用いられた<sup>22)</sup>。パーティシペーションは、保険証券、証券引受、貸付債権、モーゲイジに対する参加と多様な展開を遂げた。しかも、パーティシペーションは、1920年代前後から現代のユーロ市場にまで発展した<sup>23)</sup>。「パーティシペーションの法理」は、「参加」についての基礎的な法制度として英米法上定着したのである。

パーティシペーションは、英米法上、原契約上の権利を売買することで、原契約に参加することと定義される<sup>24)</sup>。参加者は、パーティシパント (participant)<sup>25)</sup>と呼ばれる。「原契約」とは、参加の対象となる保険契約、証券引受契約、貸付契約、モーゲイジ契約である。形態に着目すれば、パーティシペーションとは、「原契約」、すなわち、保険契約、引受契約、貸付契約、モーゲイジ契約に参加することである。アンダーライティング・パーティシペーションは、引受契約に「原契約上の権利を売買することで」参加することである。アンダーライティング・パーティシペーションは、引受責任と保有転売権という引受契約上の権利を主幹事とメンバー間で売買することで、主幹事と発行者間の引受契約にメンバー各社を参加させる。主幹事は、アンダーライティング・パーティシペーションによって巨大な引受シンジケートを組織する。引受責任の売買が買取シンジケートを組織し、保有転売権の売買が販売グループを組織するのである。

買取シンジケートのパーティシペーションは、販売とは区別された引受責任である。この点に関して、Montgomeryの*Financial Handbook*は、次のように述べる。

「パーティシペーションは、保証または引き受けられる量のみである。パーティシペーションは、各取扱業者による債券販売額とは理論的に完全に区別することができる。」(Montgomery(1925) p.522, 下線部強調は原文)

販売グループのパーティシペーションでは、販売は引受責任と区別されている。この点に関して、Munnの*Encyclopedia of Banking and Finance*は、次のように述べる。



「シンジケートの証券発行売出時、シンジケートの主幹事が、分売シンジケート〔販売グループ〕の各メンバーに割り当てた証券または持ち分権である。分売シンジケートのメンバーは、パーティシパントとして知られる」(Munn(1927) p.516)

実際の買取シンジケート契約書(資料1)を検討すると、買取シンジケートのメンバーは、「元本額について責任を負担」することで「買取シンジケートの収益の中から持ち分額に応じて収益を受ける権原(title)がある。」すなわち、メンバーは、主幹事との契約上、引受責任を負担し対価を得る。また、買取シンジケートのメンバーは、あくまで契約上の引受責任を負担しているだけであり、買取証券を共同所有していない。主幹事のみが、買い取った証券を所有している。すなわち、契約書によれば、買取シンジケートのメンバーは、「パーティシペーションはあなた自身〔買取シンジケートのメンバー自身〕の取引ではあるが、しかし、再申込み、再分割、譲渡することはできない」のである。メンバーによる「再申請、再分割、譲渡できない」という意味は、メンバーは取引の対象である買取証券に何ら所有権を有しないという意味である。他方、主幹事は、「買取シンジケートの主幹事として完全に自由裁量のある権限(full discretionary power)を保持することができる」ことから、主幹事は買い取った証券の所有権を独占的に有しているのである。

販売グループの契約書(資料2)によれば、販売グループのメンバーは「私たちの決定にしたがい、この債券の注文を受けることができ」、「販売グループのメンバーとして決定した販売に基づいて、販売手数料を与え」られる。すなわち、販売グループのメンバーは、契約上、保有転売権を所得し対価を得る。他方、主幹事には「完全な裁量権」があり、「裁量で告知なしにいつでも売出価格、手数料、様々な権限を変更する権利」があることから、主幹事には買い取った証券の所有権が独占的に保持されているのである。

次に、パーティシペーション・シンジケートの基底にある「パーティシペーションの法理」の法理たる所以を究明する。「パーティシペーションの法理」の法理たる所以にまで究明を進め、パーティシペーション・シンジケートの法的構造を明らかにする。

契約書(資料1)の条項によれば、買取シンジケートでは、引受証券は、主幹事からメンバーに契約上完全に移転している。買取シンジケートでは、契約上、メンバーは、証券所有者である(メンバーの証券購入の結果)<sup>20)</sup>。しかし、同一契約書(資料1)の後の条項によると、主幹事は、契約上、発行時期や発行価格の決定等、引受証券の処分についての独占的権限を有する。主幹事の独占的権限は、引受証券についての主幹事の所有権に基づく。だから、主幹事も引受証券を所有していると言わざるをえない。契約書によれば、メンバーが引受証券の所有者であると同時に、主幹事も同一引受証券の所有者となる。この問題は、販売グループ内でも、主幹事とメンバーとの関係に同様にあらわれる(資料2)。引受証券にたいする所有権は、その性質上、分割できない排他的支配権である。コモン・ロー上、所有者は、同一の客体につき1人しか存在しない。だから、メンバーが引受証券の所有者であれば、主幹事は同一の引受証券の所有者になりえない。他方、主幹事が引受証券の所有者であれば、メンバーは同一の引受証券の所有者になりえない。この問題は、1920年代に実務上問題となっていた。たとえば、「シンジケートのリテラーは、明確に、債券の購入契約を締結し、したがって、主幹事は、明らかに、債券を販売した。しかし、それにもかかわらず、契約には、主幹事に、リテラーが債券

を販売する時に支配する条項が多くあるのである」(“Case Studies in Business, Methods in the Distribution of Securities to Investors by an Originating House, *Harvard Business Review*, Oct. 1924, p.107, 下線部強調は引用者)とある。

「パーティシペーションの法理」の法理たる所以は、エクイティ・ローにより、コモン・ローでは本来ありえない状態を英米法の原則として正式に承認することにある。「パーティシペーションの法理」は、コモン・ロー上、同一の客体(引受証券)について分割不可能な所有権を二重に分割することを可能にする。「同法理」では、主幹事は、証券所有権を、メンバーに「主幹事から元卸値で購入し卸値で販売グループに転売する権利そのもの」の取得を根拠づける範囲内でのみ移転できる(販売グループでは「買取シンジケートから卸値で購入し投資家に小売する権利そのものを」となる)。「同法理」では、主幹事からメンバーに手数料に相当する差額(スプレッド)の取得を根拠づける範囲内に限り証券所有権が移転する。他方、主幹事からメンバーに移転した部分を除いた証券所有権すべては、買取シンジケートと販売グループそれぞれ両方で主幹事に残る。だから、主幹事は、メンバーに移転した部分を控除した証券所有権に基づき、発行価格、発行時期等、引受証券に関する全ての権限を、買取シンジケートと販売グループ内で独占的に行使することができるのである。

「パーティシペーションの法理」は、本来、同一客体につき二重に譲渡できない証券所有権を、スプレッド取得の範囲内とはいえ、二重に譲渡し、そのまま所有権移転として法的に承認する。だから、「同法理」は、コモン・ロー上の所有権移転原則の重大な例外となる。「同法理」では、メンバーが取得した証券所有権は、スプレッド取得を根拠づける範囲内に限定されるという意味で、不完全な(imperfect)所有権または劣位にある(subordinated)所有権である<sup>27)</sup>。本来、資料1、資料2の契約は、無効となるか、違法性を指摘されるはずである。しかし、両契約は、英米法のエクイティ・ローによる例外として法的に認められてきた。「同法理」は、エクイティ・ローとして発展した。エクイティとは、コモン・ローとならぶ英米法の法体系であり、コモン・ローでは救済の与えられない場合であっても正義と衡平の見地から救済を与えた。わが国をはじめとする大陸法諸国には、エクイティの法体系はない<sup>28)</sup>。「パーティシペーションの法理」は、1836年12月に、*Etna Fire Insurance Company v. Tyler*において、エクイティ・ロー上の権利として認められた。

1920年代に引受シンジケート契約について実務上提起された問題は、1933年の合衆国議会下院における『証券取引法』(1933年制定)立法過程で審議された。その問題は、『証券取引法』2条11項「引受人」の定義に関して、審議された。審議では、2条11項の「引受人」は、買取シンジケートのパーティシパントと販売グループのパーティシパントとを含むとされている。合衆国議会下院報告によれば、

「引受人(underwriter)の定義は、また、大規模な債券発行を分売する時、[主幹事と]類似した特徴のある様々な機能を果たす人(物)から構成される2つの他のグループを含むほど十分な内容である。第1のグループは、[主幹事の]引受人と同じ引受人と呼ぶことができる。第1のグループは、最初の引受人[主幹事]が負担する引受リスクを比率に応じて引き継ぐことに同意し、その対価として手数料を得る。第二のグループは、引受参加者(participants in the underwriting)と名付けられるか、または、現金購入参加者(participants in the outright purchase)と名付けられる。参加者(partici-

pants) は、引受契約の当事者になれる時は、一定の持ち分 (share) を与えられる。あるいは、参加者は、引受契約の当事者になれない時は、そこに手数料を与えられる。」(H.R.Rep. No.85, 73d Cong., 1st Sess. 13(1933), in Loss and Seligman(1989c) pp.1129-30)

そして、現行の1933年制定の『証券取引法』において、2条11項の「引受人」の定義そのものにアンダーライティング・パーティシペーションが立法的に認められ現在にいたるのである。『証券取引法』2条11項によれば、

「「引受人」とは、証券の分売を目的として発行者から購入する者、証券の分売に関連して発行者のために売付申込みもしくは売付を行う者、当該約束に参加しあるいは直接もしくは間接に関与している者、または当該約束の直接もしくは間接の引受に参加し、もしくは、関与する者をいう……」(日本証券経済研究所 (1990) pp.4-5, 下線部強調は引用者)<sup>29)</sup>

という形では明確な規定がなされている。

- 1) パーティシペーションの法理に基づき組織される引受シンジケートをパーティシペーション・シンジケートと呼ぶ。
- 2) Armstrong(1968) p.689.
- 3) cf. Chernow(1990) p.200 (邦訳 (上), p.254)。
- 4) cf. Carosso(1970) p.204 (邦訳 (上), p.317), および、安保 (1984) p.57。
- 5) メディナ判事は二年前に同内容の判示をしている (*United States v. Morgan et al.*(Apr.9, 1951 ; 11 F.R.D. 447)
- 6) Bouevior(1914) “participate” p.2460, Black(1933) p.1328.
- 7) cf. Ryan(1984) p.41.
- 8) パートナーシップ・シンジケートは、買取証券を「共同所有」することで引受シンジケートを組織した。買取証券の「共同所有」は、パートナーシップ・シンジケート組織化に法律上必要不可欠な要件であった。
- 9) 無限責任販売シンジケートでは、各自の割当を販売しても他社の売れ残り証券を引受けた。この点について、「各社が売り切った証券額にもかかわらず、全体の売れ残り証券を責任の比率に応じて引受ける責任がまだ負担された。」(*United States v. Morgan et al.* 118 F.Supp. 642)
- 10) 無制限責任販売シンジケートでは、各自の義務は契約額に限定されていた。「このシンジケートは、メンバー各社の義務が、各社の契約額に限定される点を除いて、無限販売責任シンジケートと同様である。メンバー各社は、各自の契約額を分売すればそれ以上の責任から解放された。」(*United States v. Morgan et al.* 118 F. Supp. 642)
- 11) 「販売グループは、運営費、取引勘定、その他費用以外の全責任から解放されている点で有限責任販売シンジケートと異なる」(*United States v. Morgan et al.* 118 F.Supp. 643)
- 12) パーティシパントは、買取証券を占有した。英米法上より正確に述べると、パーティシパントは、主幹事の完全な (perfect) 所有権より劣位にある不完全な (imperfect) 所有権を保有した。
- 13) 「証券を分売する時、すべての種類の販売シンジケートでは、メンバー各社は本人として行動するのであって、主幹事の代理人として行動するのではない」(*United States v. Morgan et al.* 118 F.Supp. 643) 主幹事に証券の所有権があり、かつ、メンバーが本人として行動できる法律上の契約の類型は委任契約である。
- 14) cf. Hutchins(1978a) p.448.
- 15) Bouevior(1914) “participate” p.2460. Black(1933)の法律辞典はこの定義を踏襲する (cf. Black(1933) p.1328)。
- 16) 保険証券参加の先例は、1836年12月の *Etna Fire Insurance Company v. Tyler*, (16 Wendell 385 ; Dec.1836 ; 30 A. D. 90)である。本件では、パーティシペーションの法理がエクイティ・ローの権利 (equitable right) として認められた (30 A.D. 98)。
- 17) Black(1990) “participating policy”, p.1158.
- 18) または、①participation in the underwriting (Loss and Seligman(1989b) p.1129) および、②underwriting participation (Carosso(1987) p.577) と呼ばれる。

- 19) cf. Munn(1927) p.516, Black(1990) p.1118.
- 20) ローン・パーティシペーションの先例は、1916年6月14日に、ナショナル・シティ・バンクが、主幹事となり、銀行5行のシンジケートを組成し、ロシア帝国政府に5千万ドルを貸し付け、この貸付債権は、5000ドルを1口に小口化され、投資家に分売された例とされる (*Miller v. National City Bank, et al.*; March, 1948; 166 F.2nd. 723, 724)。商業銀行は、パーティシペーションを用いシンジケートを組織して大規模貸付債権を分売し、貸付債権分売シンジケートを発展させた (cf. Stahl(1977) p.882)。ローン・パーティシペーションの発展は、1933年のグラス・スティーガル法制定後も、商業銀行に証券引受類似の業務を可能とした。Hutchinsによれば、商業銀行が証券引受業務類似業務を獲得したことについて次のように述べている。すなわち、「ローン・パーティシペーションを売る銀行は、自らが証券を販売しようと思えば、証券を販売することを今まで可能であったことを見いだしつつある」(Hutchins(1978a) p.447)
- 21) cf. Black(1990) p.1110; “Notes ; Present Problems in New York Guaranteed Mortgages”, *Columbia Law Review* (1934) pp.663, 665, 673.
- 22) cf. *ibid.* モーゲイジ証書は、1934年までで、約2万2千の銘柄が発行され、その証書の保有者は、約50万人と推定された。また、平均投資額は、約3千ドルである (*op. cit.*, p.665, n.12を参照)。モーゲイジ・パーティシペーションは、1920年代から1930年代にかけて発展した。
- 23) cf. Hutchins(1978b) p.897.
- 24) cf. Ryan(1984) p.41.
- 25) cf. Munn(1927) p.516.
- 26) メンバーが証券を主幹事から購入すると、証券の所有権は主幹事からメンバーへ移転する。所有権は、購入により移転する (田中 (1991) “purchase”の項を参照)。大陸法でも購入により所有権は移転する (民法178条を参照)。
- 27) cf. Coogan and Kripke and Weiss(1965) p.231.
- 28) 田中(1991), “equity”の項を参照。
- 29) 原文は、次のとおり。「The term “underwriter” means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such underwriting, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking ; ……」 (*The Security Act*, Sec.2(11), 下線部筆者の強調)

表3 ニューヨーク市のGuaranteed MortgagesとCertificatesの残高

(単位：百万ドル)

| 会 社                             | 1921 | 1929  | 1930  | 1931  |
|---------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Bond and Mortgage Co.           | 258  | 776   | 862   | 921   |
| New York Title and Mortgage Co. | 60   | 639   | 703   | 729   |
| Lawyers Title and Guaranty Co.  | 38   | 200   | 219   | 224   |
| Lawyers Mortgage Co.            | 134  | 395   | 420   | 435   |
| 合 計                             | 490  | 2,010 | 2,204 | 2,309 |

出所) “Notes ; Present Problems in New York Guaranteed Mortgages”, *Columbia Law Review*, 1934, p.664, n.4(Sources : Reports of Superintendent and on Companies' Annual Report)

## II パーティシペーション・シンジケートの三層構造

### ——投資銀行業務の確立——

#### 1. 三層構造と投資銀行業務の確立

パーティシペーション・シンジケートは、主幹事を頂点に買取シンジケート、販売グループといった三層構造を有する。主幹事は「契約上の権利」としての引受責任を分売することで、買取シンジケートを組織した。主幹事は「契約上の権利」としての保有転売権を分売することで販売グループを組織した。販売グループのパーティシパントは、引受責任を負わず、保有転売権を有するだけであった。だから、主幹事は、販売力のある債券取扱業社、地方銀行等を1,570社も販売グループに組織化することができたのである。

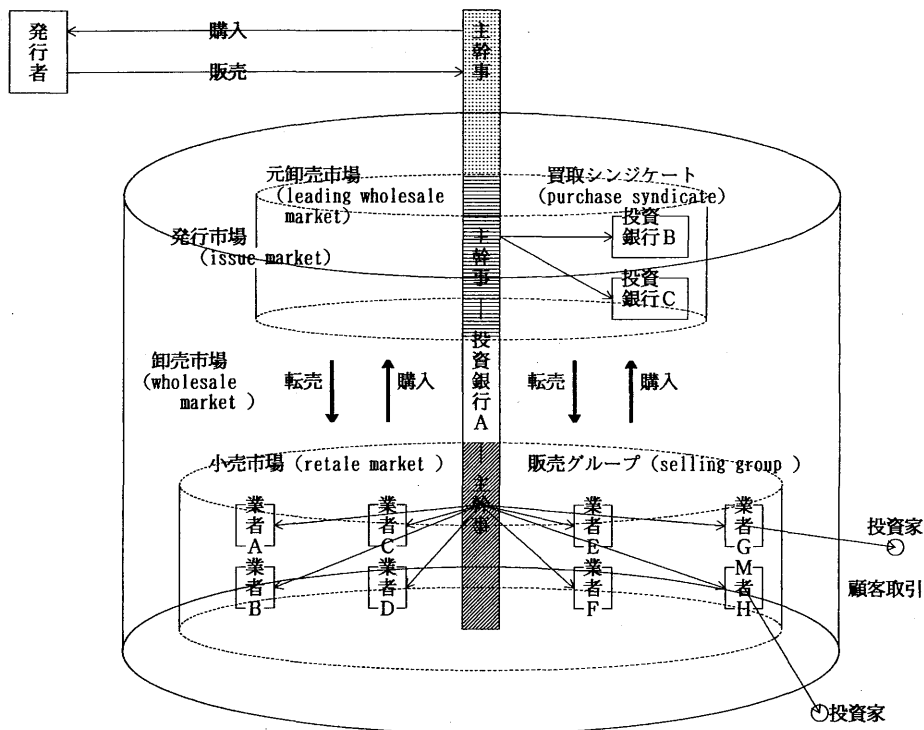
パーティシペーション・シンジケートは、投資銀行業務を確立した。そのシンジケートは、その三

層構造に対応して投資銀行の専門分化を促し、専門化した投資銀行業務を確立した。つまり、そのシンジケートは、投資銀行各社をリーディング・ホールセラー (leading wholesalers)<sup>1)</sup>、ホールセラー (wholesalers)<sup>2)</sup>、リテラー (retailers)<sup>3)</sup>に専門分化させたのである。

リーディング・ホールセラーは、主幹事である。リーディング・ホールセラーは、パーティシペーション・シンジケートを組織することで、発行者に供与する資金と引受責任に要する資金の両資金 (引受原資) を保有することなくオリジネーションを行った。リーディング・ホールセラーは、シンジケートの組織化とオリジネーションに投資銀行業務を特化した。リーディング・ホールセラーは、シンジケートを組織し、発行者から発行証券をオリジネイトした。リーディング・ホールセラーは、オリジネイトした証券を販売グループを通じて分売した。販売グループの投資家への販売後、リーディング・ホールセラーは、販売グループから買取シンジケートを経由して払い込まれた代金の受領を待ち、その払込代金を原資として発行者に資金を供与した<sup>4)</sup>。リーディング・ホールセラーは、自ら引受原資を持たず、販売グループから買取シンジケートを経由して払い込まれた支払代金を原資として発行者に資金を供与した。引受原資なくしてオリジネイトできる理由は、パーティシペーション・シンジケートの巨大な販売力と引受責任の形骸化にある。そのシンジケートは、巨大な販売力ゆえに巨額の引受証券でさえも必ず短期間で売り切った。だから、販売グループの払い込む支払代金は、オリジネイトした発行証券の額面全額から手数料を控除した額<sup>5)</sup>に等しくなる。したがって、リーディング・ホールセラーは、販売グループから買取シンジケートを経由した支払代金の払込を待てば、引受原資を保有する必要はなく、発行者に資金を全額供与できるのである。また、三層構造は、主幹事から買取シンジケートにオリジネイトした証券を全額販売するので、主幹事に売れ残りの生じる余地はない。そのシンジケートでは、主幹事の引受責任は形骸化した「理念的」(theoretical)<sup>6)</sup>性質にすぎない。だから、リーディング・ホールセラーは引受原資を保有する必要はない。リーディング・ホールセラーは、現代のモルガン・スタンレー社、メリル・リンチ社、ソロモン・ブラザーズ社等のスペシャル・ブラケットにあたる。

ホールセラーは、買取シンジケートの在ニューヨーク投資銀行各社である。ホールセラーは、主幹事のオリジネイトした証券について契約上の引受責任を負担した。ホールセラー各社も、リーディング・ホールセラーと同様に、引受責任の負担に必要な資金 (引受原資) を保有せずに引受責任を負担した。ホールセラーは、シンジケートの内部で引受責任を負担することに投資銀行銀行業務を特化した。引受原資を有せずに引受責任を負担できる理由は、三層構造による引受責任の形骸化である。三層構造は、買取シンジケートから販売グループにオリジネイトした証券を全額販売するので買取シンジケート各社に売れ残りの生じる余地はない。パーティシペーション・シンジケートでは、買取シンジケート各社の引受責任は、形骸化した理念的なものにすぎない。だから、ホールセラーは、引受原資を有する必要はない。また、買取シンジケート各社は、販売グループの売れ残り証券が返却された時、引受責任を負わなければならなかった。しかし、買取シンジケート各社は、返却債券の引受責任を負うことも現実にはなかった。販売グループ各社は、シンジケートからの除名をおそれ実際は返却しなかった。だから、ホールセラー各社は、引受原資を保有する必要はなかったのである。この点に関して、J.P.モルガン商会のパートナー、ラモント (Thomas W. Lamont) 氏は次のよ

図3 ニューヨーク外債市場の三層構造



うに証言する。

「何度も売れ残り債券を返却する業者は、売る気がないと考えられますから、結局、私達は次の [シンジケートのメンバー] 勧誘からはずします。」 (United States Congress, Senate(1931) pp.55-56)

リテーラーは、販売グループ各社である。リテーラーは、全米全土に散在する債券取扱業者、地方銀行等である。リテーラーは、主幹事のオリジネイトした証券について契約上の保有転売権を行使した。リテーラーは、引受証券の販売に投資銀行業務を特化した。リテーラーは、そもそも引受原資を持つ必要はない。リテーラーは、シンジケート契約上、引受証券の販売（保有転売権）を行うだけであるからである。だから、契約上、リテーラーは売れ残った証券を主幹事に返却できる。しかし、リテーラーが売れ残り証券を主幹事に返却すれば、主幹事はリテーラーを次のシンジケートから除名するおそれがある。そこで、リテーラーは、売れ残り証券を主幹事に返却することはなかった。リテーラーは、配下のボンド・セールスマン (bond salesman) を動員して、クーン・ローブ商会のカーン (Otto H. Kahn) 氏が言う「全く巨大な機械装置」<sup>7)</sup>のごとく強力で売りさばいたのである。

## 2. ニューヨーク外債市場の形成

パーティシペーション・シンジケートは、ニューヨーク外債市場を形成した<sup>8)</sup>。ニューヨーク外債市場の構造は、三層構造である (図3を参照)。ニューヨーク外債市場の三層構造は、パーティシペーション・シンジケートの構造に対応している。パーティシペーション・シンジケートの主幹事と買取シン

ジケート間における引受証券の売買は、外債元卸売市場を形成する。買取シンジケートと販売グループ間における引受証券の販売は、外債卸売市場を形成する。販売グループと投資家間における引受証券の売買は、外債小売市場を形成した。三層構造は、上層の外債元卸売市場、中層の外債卸売市場、低層の外債小売市場から成る。

パーティシペーション・シンジケートは、ニューヨーク外債市場のネットワークを全米全土に拡張した。そのシンジケートは、主幹事とメンバーとの関係を「所有関係」から「契約関係」に転換した。販売グループ各社は、保有転売権を与えられた販売機能を果たすだけであるから、販売力のある全米の1,500社強の債券取扱業者、地方銀行等をパーティシパントに取り込むことができた。販売グループ各社は、買取シンジケート各社との間に全米全土を領域とする外債卸売市場を形成した。販売グループは、投資家との間にその地域地域で外債小売市場を形成した。外債小売市場は、ニューヨーク外債市場のネットワークを形成した。外債発行市場の価格決定は、外債発行市場が全米全土の領域にまたがるにもかかわらず、元卸売市場、卸売市場、小売市場の全段階で主幹事のコントロールの下にあった。元卸売市場、卸売市場、小売市場の価格決定は、主幹事が独占的に決定した。パーティシペーション・シンジケートでは、主幹事が引受証券を独占的に所有するからである。パーティシペーション・シンジケートは、ニューヨーク外債市場の形成に決定的な役割を果たしたのである。

- 1) cf. Carosso(1970) p.63 (邦訳(上), p.97) .
- 2) cf. Montgomery(1925) p.534.
- 3) cf. *op. cit.*, p.535.
- 4) 一括買取制では、主幹事が発行者から発行証券を一括買取した対価として、主幹事は発行者に資金を全額供与する。しかし、主幹事の発行者への資金供与は、一括買取の対価とするもの一括買取と同時に行われるわけではない。主幹事は、販売グループの投資家への販売後代金払込を受けてから、発行者に払込代金をもとに資金供与するのである。
- 5) 発行証券額面全額から主幹事と買取シンジケートと販売グループのスプレッド(手数料)を控除した額。
- 6) cf. Willis and Bogen(1929) p.392.
- 7) United States Congress, Senate(1932a), Vol.1, in Testimony of Otto H. Kahn, Member of the Banking House of Kuhn, Loeb & Co. New York City, p.126.
- 8) パーティシペーション・シンジケートが、ニューヨーク外債市場を形成したメルクマールは、次の二点である。第一は、英仏第1次大戦債発行に際して、そのシンジケートが初めてニューヨーク証券市場で証券引受過程(発行、オリジネーション、販売)すべてを行ったことである。英仏第1次大戦債以前のニューヨーク証券市場における外債発行は、ロンドン証券市場で発行、オリジネイトされた証券をニューヨーク証券市場に持ち込み発行売されたものであった(cf. Hobson(1914) xv (邦訳, p.1)) 第二は、受けた英仏第1次大戦債により調達されたドル資金5億ドルは、ニューヨーク金融市場にとどめおかれたことである。調達されたドル資金5億ドルは、初めて、ニューヨークのナショナル・シティ・バンクの英仏両国政府中央共同勘定(British and French Governments central joint account)に預金銀行のコルレス網を通じて預けられる(cf. United States Congress, Senate(1937d), Part 33, Exhibit No.4199, pp.10799-800)。J.P.モルガン商会の英国政府大蔵省勘定(British Government Treasury Accounts)と仏国政府大蔵省勘定(France Republic commercial agency a/c)に移転し、戦時物資購入のために支払われた(cf. United States Congress, Senate(1937e), Part.34, pp.10916-987)。英仏第1次大戦債前の外債発行が、ロンドンへの金現送のシステムであったことは異なる。1900年のプーア戦争債発行では、J.P.モルガン商会は、ニューヨーク証券市場でプーア戦争債を発行売出し、ニューヨークで金に交換し、ロンドンのモルガン・グレンフェルへ現送した(cf. Burk(1992) p. 113)。

## むすびにかえて

本稿で明らかにされたことは、J.P.モルガン商会の創造したパーティシペーション・シンジケートが、引受シンジケートの発展過程とその論理と構造に革新的な転換を与えたことである。パーティシペーション・シンジケートは、1915年10月15日に、英仏第一次大戦債発行5億ドルを引受けるためにJ.P.モルガン商会により創造された。英仏第一次大戦債は、第一次大戦勃発に伴う英仏両国政府の戦費調達を目的とした外国政府債であった。英仏両国政府は、急速に拡大する戦時物資購入のため保有するドル資金の枯渇を招いていた。英仏第一次大戦債の莫大な発行額（5億ドル）は、引受シンジケートの規模とその論理と構造の変革をJ.P.モルガン商会に迫ったのである。

世紀転換期から第一次大戦前にかけて、投資銀行の引受シンジケートは、パートナーシップ・シンジケートであった。そのシンジケートは、鉄道、鉄鋼業等の旺盛な資金需要に応じて形成された。鉄道、鉄鋼企業は、設備投資と企業合同に多額な資金を要した。鉄道、鉄鋼企業は、証券発行により資金を調達した。ところが、投資銀行単独一社では、鉄道、鉄鋼企業の証券発行を引受けられなかった。そこで、投資銀行数社が、パートナーシップに基づいて共同体を組織して引受けた。ここに、パートナーシップ・シンジケートが形成された。主幹事とメンバーは、引受証券を「共同所有」することで組織された。そのシンジケートは、主幹事に資金結集と顧客の結合をもたらした。主幹事は、シンジケート結成により単独一社にくらべて数倍の引受能力を有した。引受能力の向上は、世紀転換期にかけて引受の方法を残額引受から一括買取制に移行させた。しかし、パートナーシップ・シンジケートには、パートナーシップ制そのものに内在する引受能力の限界があった。引受能力の限界は、販売力不足からもたらされた。販売力不足は、少ない売手から生じる。パートナーシップ制そのものが、メンバーの拡大を許さない論理構造をもつからである。そのシンジケートは、販売力強化を図るためメンバーを拡大しようとするとも内部崩壊の危険を増す。パートナーシップでは、主幹事とメンバーとの対等な「共同所有」者の地位により、メンバーの増加は、主幹事の相対的な地位の低下をもたらすからである。また、メンバーを拡大しようとも、メンバーになれる投資銀行は限られていた。メンバーは、引受証券の「共同所有」できる資金を要求されたからである。メンバーは、引受証券を購入し、売れ残り証券の引受責任を果たすためにかなりの資金を要求された。主幹事は、販売力のある債券取扱業社、地方銀行等をシンジケートに組織できなかった。

英仏第一次大戦債発行額5億ドルは、パートナーシップ・シンジケートの引受能力をはるかに超えていた。限界を克服するには、シンジケートの組織そのものを飛躍的に拡大しなければならなかった。組織拡大の鍵は、「パーティシペーションの法理」である。「同法理」は、シンジケート組織編成の論理を「共同所有」関係から「契約関係」へ転換した。「同法理」は、「共同所有」関係に内包された引受機能と販売機能とを「契約上の権利」として自立化させた。J.P.モルガン商会は、「契約上の権利」として引受責任を分売することで買取シンジケートを組織した。J.P.モルガン商会は、「契約上の権利」として販売機能を分売することで販売グループを組織した。ここに「同法理」に基づくパーティシペーション・シンジケートが形成された。「同法理」は、販売機能だけを担うシンジケートの組織を可能と



した。J.P.モルガン商会は、「同法理」に基づいて全米全土の販売力を有する債券取扱業者、地方銀行等計1,500社強を販売グループに組織した。1,500社強の販売グループは、主幹事の引受能力を飛躍的に拡大した。ここにパートナーシップ・シンジケートの限界は、克服されるに至ったのである。

パーティシペーション・シンジケートは、主幹事を頂点とした買取シンジケート、販売グループという三層構造から構成された。そのシンジケートは、三層構造に対応して投資銀行業務の専門化を確立した。リーディング・ホールセラー、ホールセラー、リテラーへの専門特化は、パーティシペーション・シンジケートにより確立した。リーディング・ホールセラーは、パーティシペーション・シンジケートを組織することで、発行者に供与する資金と引受責任に要する資金の両資金（引受原資）を保有せずにオリジネーションを行った。リーディング・ホールセラーは、販売グループから買取シンジケートを経由して払い込まれた代金を受領を待つて、その払込代金を原資として発行者に資金を供与した。引受原資を保有せずにオリジネイトできる理由は、パーティシペーション・シンジケートの強力無比な販売力と引受責任の形骸化による。ホールセラーは、シンジケート内部で引受責任の負担に業務を特化した。ホールセラーも、引受原資を保有せずに引受責任を負担した。引受原資を保有せずに引受責任を負担できる理由は、パーティシペーション・シンジケートの強力無比な販売力と引受責任の形骸化による。リテラーは、引受証券の販売に業務を特化した。リテラーも、引受に要する資金を負担する必要はない。リテラーは、シンジケート契約上、売れ残り証券を返却できるからである。しかし、リテラーは、シンジケートからの除名をおそれて「全く巨大な機械装置」のごとく引受証券を売りさばいたのである。

パーティシペーション・シンジケートは、ニューヨーク外債市場を形成した。5億ドルという巨額な資金は、ナショナル・シティ・バンクの英国両国政府中央共同勘定を経由してJ.P.モルガン商会の英国大蔵省勘定とフランス共和国商業代理勘定に預けられた。また、1916年には、三次にわたり英国政府債発行合計8億ドルが、のべ1,722社を動員してパーティシペーション・シンジケートで引き受けられた。翌1917年には、仏国政府債1億ドルが、583社を動員してパーティシペーション・シンジケートで引き受けられた。パーティシペーション・シンジケートは、投資銀行の引受方式として定着し、ニューヨーク外債市場を形成したのである。ニューヨーク外債市場は、パーティシペーション・シンジケートの三層構造に対応して、元卸売市場、卸売市場、小売市場の三層構造から構成された。パーティシペーション・シンジケートは、投資銀行の引受シンジケートの論理と構造を一変させるとともに、ニューヨーク証券市場の国際化の一大契機となったのである。

## 資料1

### 買取シンジケート契約書

(社名、および、証券の種類と発行額の記載)

拝啓：「債券発行後、私たちによって受け取った後、弁護士の承認に従った時、」私たちは、〇〇社〇〇債券〇〇ドル、1943年2月1日満期(同封したリーフレットに詳細が記載されています)を購入した後に、私たちが、参加(participate)し、私たちが主幹事となる買取グループを組成している。買取シンジケートは、上記の債券を私たちと提携各社から〇〇ドルで購入した後、手数料を取得する。手数料は、私たちと提携各社に収益をもたらすに足る額である。

この買取グループでは、私たちが、貴社に、〇〇ドルのパーティシペーション(participation)を指定する。このパー

ティシペーションは、貴社自身の取引であるが、しかし、再申込み、再分割、および、譲渡することはできない。

私たちは、主幹事となり、また、メンバーとなって、〇〇ドルで販売グループを組織し、手数料を取得することを提案する。その後、私たちは、この債券を公衆に〇〇ドルで売出し、手数料を取得する。

上述のパーティシペーションの受諾を基礎として、貴社は、貴社のパーティシペーションの元本額について責任を負担するとともに、買取シンジケートの収益から、あなたの持ち分比に応じて収益を受け取る権限がある。さらに、もし費用が生じれば、費用も負担しなければならない。予告から五日間が経過した後、主幹事の私たちが請求した時、パーティシパント (participant) は、募債に応じることに同意し、その後、債券の代金を支払わなければならない。

買取シンジケートの主幹事として、私たちは、完全な自由裁量権 (full discretionary power) を保持できる。私たちは、この買取シンジケートのエージェントとして、契約書の下に、唯一、行動する。また、私たちは、善管注意義務 (good faith) の欠如以外のいかなる責任も負担することはない。また、一般勘定 (general account) で手数料についての責任なしに、私たちは、買取シンジケートの全資金を保有することができる。買取シンジケートの解散は、主幹事の私たちが販売グループの解散を買取シンジケートの解散よりも早めない限り、販売グループの解散と同一日である。そこで、全債券は、解散日まで、私たちのコントロールの下にある。

どうか、この文書の条件に従い、上述のパーティシペーションの受諾を確定して下さい。

注) 下線部強調は、訳者による。

出所) Birdseye(1924), p.907.

## 資料 2

### 販売グループ契約

親愛なる：

私たちは、「起債し、私たちが受け取り、弁護士承認に従った時、」(当該発行債券の)満期は、1933年5月1日であり、売出しを予定している。この債券に関するより詳しい内容について、私たちは、貴社に同封したリーフレットで述べている。私たちは、(私たちに収益を生む水準で)販売グループを組織する。私たちは、公衆にこの債券を売り出すために、販売グループの主幹事となり、メンバーとなることができる。

**売出価格**——この債券は、公衆に売り出され、私たちの決定により、売出し日1923年1月15日月曜日に、募集価格〇〇ドルで、手数料を生む。募集価格から1/4ドルを受け取る権利が、債券取扱業者と保険会社を含む金融機関に支払われる。募集価格は維持されるに違いなく、貴社がその他の権利または手数料を控除することはできない。

**販売手数料**——私たちは、貴社を販売グループのメンバーとして、決定した販売に基づき、〇〇ドルの販売手数料を与える。上記手数料は、当該メンバーが再購入した時には、後述する罰金を受けなければなりません。販売手数料は、下記に規定された場合を除いてこの取引の終了直後に支払われる。

**決定にしたがう販売**——1923年1月15日に開始し、起債後、貴社が発行債券を受領した時、私たちの決定にしたがい、この債券の注文を受けることができる。上記の注文があれば、直ちに、電信でニューヨーク〇〇商会、〇〇ブロードウェイ、ニューヨーク市、ニューヨーク州で連絡しなければならない。

**注文の連絡**——注文が電話または電信で連絡されたとしても、上記の注文は、また、郵便でニューヨーク〇〇商会、〇〇ブロードウェイ、ニューヨーク市、ニューヨーク州への連絡を要請される。郵便文書が先の注文内容を確認することを明確に述べなければならない。

**債券の再購入**——1923年2月15日以前に、募集価格で、または、募集価格以下で、私たちが再購入し、または、契約した、どの債券も、当初に債券を交付された販売グループに当該債券の再購入費用を控除して再び交付できる。あるいは、私たちは、私たちの裁量で、販売手数料すべてを保有できる。販売グループのメンバーは、1%の1/4を控除した募集価格でのこれらの債券の交付により、上記の1%の1/4についての再購入責任から、どのようなことがあっても逃れることはできないと理解されている。

**責任**——貴社に確定された債券に支払うという契約と上記の再購入された債券を引き取る責任を除いて、貴社はこの販売グループにいかなる義務も有しない。

発送日——債券または仮受領書は、1923年1月26日に、ニューヨーク州、ニューヨーク市、〇〇Broadway、〇〇Company of New York事務所で発送の準備が行われる予定である。このグループのメンバーは払込を請求された時、上場発行価格でメンバーに確定された債券について、引取(take-up)に同意し、また、支払いに同意し、1%の1/4以下の手数料を得る、そのような支払いは、ニューヨークの資金(funds)でなされる。

リーフレットとリーフレット状は、1923年1月23日の業務終了後まで送付されない。申込みの電報は、1923年1月23日、当日またはそれ以降、発信できる。奥付なしのリーフレットは、請求に応じて適当に配付される。私たちは、1923年1月15日に広告の予定である。販売グループのメンバーは、主幹事によるこの売出広告開始後、いつでも自己の費用で広告できる。私たちは、自らの裁量で、告知なしにいつでも、売出価格、手数料、様々な権限を変更する権利があり、いつでも撤回する権利さえも保持されている。私たちは、通知なしに、グループのメンバー誰でも、私たちの注文に加入させる特権があり、メンバーが募集価格を維持できなかった時、または、私たちが被った要因のゆえに、通知なしにメンバー誰でも私たちの注文する特権がある。私たちは、完全な自由裁量権があり、しかも、いかなる調整をしようとも、当該取引の販売促進の手段および当該取引の利益のため、どのような行動でも行う権限がある。私たちは、主幹事としての善管注意義務を除いてはどのような責任をも負わないのである。

出所) Birdseye(1924), pp.910-11.

#### 引用・参考文献

##### 合衆国議会上院公聴会資料

1. United States Congress, Senate(1931), *Sale of Foreign Bonds or Securities in the United States*, Hearings before the Committee on Finance, United States Congress, 72th Congress, First Session, Part 1, Dec. 18, 19, and 21, 1931, G.P.O., Washington, reprinted by Gozando Books, Tokyo, 1984.
2. United States Congress, Senate(1932a), *Sales of Foreign Bonds or Securities in the United States*, Hearings..., Part2-1, Jan. 4, 5, 6, and 7, 1932, G.P.O., Washington, reprinted by Gozando Books Inc., Tokyo, 1984.
3. United States Congress, Senate(1932b), *Sales of Foreign Bonds or Securities in the United States*, Hearings..., Part2-2, Jan. 4, 5, 6, and 7, 1932, G.P.O., Washington, reprinted by Gozando Books Inc., Tokyo, 1984.
4. United States Congress, Senate(1932c), *Sales of Foreign Bonds or Securities in the United States*, Hearings..., Part3, Jan. 8, 11, 12, 13, 14, and 15, 1932, G.P.O., Washington, reprinted by Gozando Books Inc., Tokyo, 1984.
5. United States Congress, Senate(1937a), *Munitions Industry*, Hearings before the Special Committee Investigating the Munitions Industry, United States Senate, 74th Congress, Second Session, Part 27, Jan.13 and 14, 1936, G.P.O., Washington.
6. United States Congress, Senate(1937b), *Munitions Industry*, Hearings..., Part 29, Feb. 4 and 5, 1936, G.P.O., Washington.
7. United States Congress, Senate(1937c), *Munitions Industry*, Hearings..., Part 32, Feb. 6, 1936, G.P.O., Washington.
8. United States Congress, Senate(1937d), *Munitions Industry*, Hearings..., Part 33, Feb. 6, 1936, G.P.O., Washington.
9. United States Congress, Senate(1937e), *Munitions Industry*, Hearings..., Part 34, Feb. 6, 1936, G.P.O., Washington.
10. United States Congress, Senate(1940), *Investigation of Concentration of Economic Power*, Hearings before Trans National Economic Committee, United States Congress, 76th Congress, Second Session, Part 23, Dec. 15, 18, 19, and 20, 1939, G.P.O., Washington.

##### 英米法裁判例

1. *Etna Fire Insurance Company v. Tyler* (16 Wendell 385, Dec.1836 ; 30 A.D. 90)
2. *Bush et al. v. Stromberg-Carlson Telephone Mfg. Co.* (Cir. ; Oct.12, 1924, Eighth Circuit ; 217 F.328)

3. *Byrnens v. Chase National Bank et al.* (Sup.Ct.App.Div., 1st Dep. ; Dec.28, 1928 ; 232N.Y.Supp.224)
4. *Fraser v. Home Telephone & Telegram Co.* (Sup. Ct. of Wash. ; May 20, 1916 ; 157 P. 692)
5. *Gregg et al v. Megael* (D., S. D., New York ; Jan.24, 1918 ; 248 F. 960)
6. *Hambleton et al. v. Rhind* (Ct.App.of Maryland ; Jan.5, 1897 ; 35 A. 597)
7. *International Products Co. v. Vail's Estate* (Sup.Ct. of Vermont, Caledonia; Jan.7, 1924 ; 123 A. 194)
8. *In re Kessler & Co.* (D., S. D. New York, Nov.29, 1909 ; 174 F. 906)
9. *In re Licenced Victualler's Mutual Trading Association, Ex Parte Audain* (Mar.21.25, 1989 ; 42 Ch.D.1)
10. *Miller v. National City Bank* (Cir.,2nd Cir.; March.15, 1948 ; 166 F.2nd 723)
11. *Minot et al. v. Burroughs et al.* (Sup.Jud.Ct. of Massachusetts ; May.19, 1916 ; 112 N.E.620)
12. *Rauer's Law & Collection Co. v. Harrell* (Dist.Ct.App., 3rd D., California; Nov.13, 1916 ; Rehearing Denied by Sup.Ct.; Jan.11, 1917 ; 162 P.125)
13. *Stewart et al. v. G.L. Miller & Co. Inc.* (Sup.Ct. of Georgia; Feb.26, 1926 ; Rehearing Denied ; Fe,27, 1926 ; 132 S.E.535)
14. *United States v. Morgan et al.* (United States D., S. D., New York; May.25, 1950 ; 10 F.R.D.240)
15. *United States v. Morgan et al.* (United States D., S. D., New York; April.9, 1951 ; 11 F.R.D.445)
16. *United States v. Morgan et al.* (United States D., S. D., New York; Dec.9, 1952 ; 13 F.R.D.300)
17. *United States v. Morgan et al.* (United States D., S. D., New York, Oct.14, 1953 ; 118 F.Supp.640)

外国文献

1. Armstrong, Alan W.(1968), "The Developing Law of Participation Agreements," *Business Lawyer*, Vol.23, No. 689.
2. Birdseye, Clarence F.(1924), *Encyclopedia of General Business and Legal Forms*, Baker,Voorhis & Co., N.Y.
3. Black, Henry Campbell(1933), *Black's law Dictionary and Concise Encyclopedia*, 3rd ed., St. Paul, Minn.
4. Black, Henry Campbell, 6th ed.(1990), *Black's Law Dictionary*, 6th ed., by the publisher's editorial staff ; contributing authors, Joseph R. Nolan, West Publishing Co., St. Paul, Minn.
5. Bouveir, John(1914), *Bouevier's Law Dictionary and Concise Encyclopedia*, 3rd ed., by Rawle, Francis, Vol. I, II, III, Vernon Law book Co., Kansas City, Ken. and West Publishing Co., St. Paul, Minn.
6. Burk, Katherleen(1989), *Morgan Grenfell, 1838-1988 ; The Biography of Merchant Bank*, OUP, Oxford.
7. Carosso, Vincent P.(1970), *Investment Banking in America, a History*, Harvard University Press, Cambridge, Mass. (カロッソ, V.P. 「アメリカの投資銀行」(小林襄二他訳) 上下, 『証券研究』55巻, 56巻, 1978年)
8. Carosso, Vincent P. (1987), *The Morgans ; Private International Bankers, 1854-1913*, Harv. Univ. Press, Cambridge, Mass.
9. "Case Studies in Business, Methods in the Distribution of Securities to Investors by an Originating House," *Harvard Business Review*, Oct.1924, Vol.3, No.1.
10. Chernow, Ron(1990), *The House of Morgan, an American Banking Dynasty and the Rise of Modern Finance*, Touchstone, NY. (ロン・チャーナウ 『モルガン家—金融帝国の盛衰』(青木榮一訳) 上下, 日本経済新聞社1993年)
11. Coogan, Peter F. and Kripke, Homer and Weiss, Fredric(1965), "The Outer Fringes of Article 9 : Subordination Agreements Security Interest in Money and Deposits, Negative Pledge Clauses, and Paricipation Agreements," *Harvard Law Review*, Vol.79, No.2, Dec.
12. "The Foreign Money Market Disturbances", *Commercial and Financial Chronicle*, Jan.5, 1901.
13. Franklin, Lewis B.(1913), "Syndicates," *Bankers' Magazine*, Vol.37, Dec.
14. Galston, Arther(1925), *Security Syndicate Operations ; Organization, Management and Accounting*, Ronald Press Co., N.Y.
15. Gourich(1937), "Investment Banking Methods prior to and since the Securities Act of 1933," *Law & Contemporary Problems*, Vol.4.
16. Hayes, Samel L. III(1971), "Investment Banking ; Power Structure in Flux," *Harvard Business Review*,

- March-April (ヘイズ「投資銀行業界：動揺する権力機構」(今野豊広訳)『証券経済時報』第12巻第4号)
17. Hayes, Samuel L. III and Spence, Michael A. and Marks, David van Pragg(1988), *Competition in the Investment Banking Industry*, Harvard University Press, Cambridge, Mass. (ヘイズ他『アメリカの投資銀行ピラミッド構造と競争』(宮崎幸二訳) 東洋経済新報社, 1984年)
  18. Hutchins, Jeffery D. (1978a), "What Exactly is a Loan Participation?", *Rutgers-Camder Law Journal*, Vol.9.
  19. Hutchins, Jeffery D. (1978b), "International Loan Syndications, the Securities Acts and the Duties of a Lead Bank," *Virginia Law Review*, Vol. 64.
  20. "Legal Developments Significant in Business- the Relationship of Syndicate Managers and Members," *Harvard Business Review*, Oct.,1929, Vol.8, No.1.
  21. Lewis, Cleona(1938), *America's Stake in International Investments*, Brookings Institution, Washington, D. C.
  22. Loss, Louis(1983), *Fundamental of Securities Regulation*, Little, Brown & Co., Boston, (ロス『現代米国証券法』(日本証券経済研究所, 証券取引法研究会訳) 商事法務研究会, 1989年)
  23. Loss, Louis and Seligman, Joel, 3rd ed.(1989a), *Securities Regulation*, Vol.1, Little, Brown & Co., Boston.
  24. Loss, Louis and Seligman, Joel, 3rd ed.(1989b), *Securities Regulation*, Vol.2, Little, Brown & Co., Boston.
  25. Loss, Louis and Seligman, Joel, 3rd ed.(1989c), *Securities Regulation*, Vol.3, Little, Brown & Co., Boston.
  26. Loss, Louis and Seligman, Joel, 3rd ed.(1990a), *Securities Regulation*, Vol.4, Little, Brown & Co., Boston.
  27. Loss, Louis and Seligman, Joel, 3rd ed.(1990b), *Securities Regulation*, Vol.5, Little, Brown & Co., Boston.
  28. Mintz, Ilse(1951), *Deterioration in the Quality of Foreign Bonds Issued in the United States 1920-1930*, National Bureau of Economic Research, Inc., N.Y.
  29. Montgomery, Robert H.(1925), *Financial Handbook* 1st ed., Ronald Press Co., N.Y.
  30. Munn, Glenn Gaywaine(1927), *Encyclopedia of Banking and Finance*, Bankers Pub. Co., Boston, Mass.
  31. Munn, Glenn Gaywaine, 9th ed.(1973), *Glenn, G. Munn's Encyclopedia of Banking and Finance*, Bankers Pub. Co. Boston, Mass.
  32. Munn, Glenn Gaywaine, 10th ed.(1983), *Glenn, G. Munn's Encyclopedia of Banking and Finance*, Bankers Pub. Co. Boston, Mass.
  33. "Notes ; Present Problems in New York Guaranteed Mortgage", *Columbia Law Review*, 1934, Vol.34.
  34. Noyes, Alexander D.(1926), *The War Period of American Finance, 1908-1925*, G. P. Putman's Sons, N.Y.
  35. Redlich, Fritz(1951), *The Molding of American Banking, Men and Ideas*, Hafner, N.Y., Vol.II.
  36. Ryan, Reade H. Jr.(1984), "Participations in Loans under New York Law," *International Financial Law Review*, Oct.
  37. Shultz, Birl E.(1963), *The Securities Market and How it Works*, revised by Albert P. Squier, Harper & Row, Inc., N.Y. (シュルツ『米国証券市場の実際』(住ノ江佐一郎監修, 北茂訳) 千倉書房, 1966年)
  38. Stahl and Pike(1977), "Loan Participations : Lead Solvency and Participants' Rights(Part I)," *Banking Law Journal*, Vol.94.
  39. Stahl and Pike (1978), "Loan Participations : Lead Solvency and Participants' Rights(Part II)," *Banking Law Journal*, Vol.95.
  40. Steffen, Rosche T.(1977), *Agency-Partnership in a Nutshell*, West Publishing Co., St. Paul, Minn.
  41. Townsent, William(1924), *Bond Salesmanship*, Henry Holt and Company, New York.
  42. Waterman, Mawin H.(1958), *Investment Banking Functions ; Their Evolution and Adaptation to Business Finance*, A Publication of the Bureau of Business Research School of Business Administration University of Michigan, An Arbor, Mich. (ウォーターマン『アメリカの資本市場』(志村嘉一訳) 東洋経済新報社, 1956年)
  43. Willis, H. Parker and Bogen, Jules I.(1929), *Investment Banking*, Harper & Brother Pub., N.Y.
- 邦語文献
1. 安保哲夫『戦間期アメリカの対外投資』東京大学出版会, 1984年
  2. 井手正介, 高橋由人『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社, 1977年

3. 小畑二郎『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社, 1988年
4. 川島静夫『ユーロ・ボンド市場の素顔』マネックス出版会, 1985年
5. 呉天降『アメリカ金融資本成立史』有斐閣, 1971年
8. 田中英夫編集代表『英米法辞典』東京大学出版会, 1991年
9. 土井修『米国の対外・対内証券投資(1897-1914年)——証券引受を中心とした一考察——』敬愛大学経済文化研究所, 1992年
10. 西川純子『アメリカ企業金融の研究』東京大学出版会, 1980年
11. 日本証券経済研究所『アメリカの公社債市場』日本証券経済研究所, 1976年
12. 日本証券経済研究所編集『外国証券関係法令集, アメリカ I (改訂版)』日本証券経済研究所, 1990年。
13. 松井和夫「米国証券市場の発展史」『証券経済』大阪証券経済研究所, 1966年8月第84号。
14. 油井大三郎「資本輸出の増大とその経済的意義」鈴木圭介編『アメリカ経済史II (1860年代-1920年代)』東京大学出版会, 1988年, 所収。