

英國に於ける長期企業資本の調達方法について

西尾清一

拙著「企業の財政」に於ては、主として米國に於ける企業資本調達方法を取扱つて、英國及び歐洲大陸のそれに論及すること少い憾があつたから、此處には先づ英國に於ける長期企業資本の調達方法を稍詳細に述べて、聊か拙著を補足する資料に供したいと思ふ。

- (一) stock, share, debenture の區別
- (二) 株式資本
- (三) 借入資本
- (四) 調達方法概観
- (五) 調達機關の特性
- (六) 發行商會及び會社目論見人
- (七) 證券發行作業
- (八) 仲買人

英國に於ける長期企業資本の調達方法について

(九) 放資信託

1) stock, share, debenture の區別

英國に於て株主が株式の額面金額を限度として責任を負ふところの株式會社制度の出來たのは一八六二年であつて、此株式會社制度と産業革命は相俟つて英國の産業的優越を他國に先んじて確立したのである。英國の産業的企業は株式會社組織のものばかりでなく、組合或は個人經營のものも澤山あるが、企業資本の蒐集方法を研究する上に於て特に重要なるものは株式組織のものであるから、此處には主として株式會社 (joint stock company, limited) の長期企業資本蒐集方法について述べることにする。

先づ企業證券たる stock, share, debenture の性質を知つて置かねばならぬ。英國に於ては株式のことを share と稱するのが普通であるが、stock と云ふ場合もある。Adam Smith 時代には stock は企業資本即ち capital の意味に用ひられたのであるが、現今に於ては通俗的には、stock でも、share でも、bond でも、株式取引所で取扱はれる總ての證券を stock と稱するほどに、轉化して用ふる場合がある。然し stock は企業證券の總稱名詞としての外に、嚴格なる意義に於ては share と區

別して使用される。即ち stock は額面を自由に分割し得ることに於て share と異つてゐる。例へば或株式會社が資本金 $\text{£}100,000$ を株式百磅に付百磅の割合で募集したとして、申込者は之に對して stock を五千磅でも、七十五磅でも、二十三磅でも、好き勝手な金額だけを申込みことが出来るのである。尤も株式相場は百磅を單位として表示されるが、百磅に満たない株式でも其相場の割合で賣買される。然し額面に端數のついてゐることは賣買取引上に不便であるから、取引の單位を千磅とか、或は一萬磅として端數に對しては幾らか値段を低くするのである。Hargreaves Parkinson は巧妙なる比喻を用ひて、stock は或塊から切賣りされるバターであるが、share は箱入定量のバターであり、而して stock は value で賣買されるが、share は number で賣買され、stock の賣買には so much stock と S U び share の賣買には so many shares と S U べつであると説明してゐる (Hargreaves Parkinson, ABC of Stocks and Shares, p. 49)。それから share は之を無記名證券とすることが出来るが、嚴格なる意義に於ける stock は常に記名證券である。stock の讓渡には賣主は株券と共に讓渡證書 (deed of transfer) を買主に交付する必要がある。而して會社は新所有者を株主名簿に登録すると共に、舊株券を破棄して新規の株券を交付する場合には、之を registered stock と云ふ。又會社が株券を發行せずして單に株主名簿に登録し、株主には stock receipt を交付して、賣買移轉には株

主本人又は代理人が會社の登録所(英蘭銀行其他)に出頭することを必要とする場合には、之を *inscribed stock* と云つてゐる。 *stock* は *registered* であるか或は *inscribed* でなければならぬが、 *share* は *registered* であることも出来れば、或は *Bearer* であることも出来る。而して *share* はその何れの形式を取るにしても、株式金額は均一であり、一株を更に分割することは許されない。取引相場は一株を單位として表示され、 *registered share* を譲渡するには *registered stock* と同様の手續を要するのである。 *registered share* は盗難或は紛失の場合にも所有權を喪ふことがなく、且つ配當金は直ちに所有者の住所に送付せられる便宜があるため、従前は専ら記名式を採用してゐたが、 *Bearer share* は賣買移轉に際して手續が極めて簡便であるのと、大陸の證券の多くは無記名式であるため、現今では *Bearer share* が殖ゑて参り、少くとも何れの形式に據るかはその所有者の選擇に委せるのが普通である。 Ernest Evan Spicer は *stock share* との主なる相異點として次の三事項を擧げてゐる (Spicer and Pegler, *Book-Keeping and Accounts*, 5th edition, p. 165)。

- (A) *stock* は全額拂込でなければならぬが、 *share* は一部拂込にても差支ない。
- (B) *stock* は額面を異にして發行されることが出来ると共に、分割して譲渡することも出来るが、 *share* は額面金額均一にして、額面以下に分割することを得ない。

(C) stock には固有の番號を記載しないが、share には固有の番號を附する。

英國に於ては外國の政府・公共團體或は會社の發行する借入證券を Bond (主として無記名式) といひ、英國政府・英領植民地政府の發行するものを Loan といひ、英國會社の發行するものを debenture と稱するやうである。尤も會社以外の俱樂部も社債を發行して居り、個人も社債を發行したる例があるといふことである。米國に於ては擔保付社債を bond といひ、無擔保社債を debenture と稱するのであるが、英國に於ては擔保の有無に拘らず總て會社の社債を debenture と稱してゐる。然し英國に於ては社債に debenture と debenture stock があり、debenture は會社が調印 (即ち under seal) したる負債承認書であり、普通に利息の支拂及び原本の償還に關する條項を記載してゐる。然るに debenture stock は普通に debenture 或は信託證書 (trust deed) に基いて發行せられたる證券である。即ち debenture stock の場合には個々の社債権者は會社に對して直接に債務の履行を強制する權利を有しないが、debenture 或は trust deed に依つて集合的に強制權を有するのである。隨つて debenture stock の契約は個々の社債権者と締結されずに會社と受託人 (Trustee) との間に結ばれることになる。而して社債権者の氏名及び其割當金額は會社が調印したる debenture stock certificate に依つて證明されるのである。

以上述べたところに依つて share は常に株式資本であるが、stock は株式資本の場合と借入資本の場合とがあることを知られたであらう。

短期社債を note と稱し、普通には十年以内の期限のものであり、無擔保を普通とする。

(二) 株式資本

英國に於て株式會社を設立し、其資本を一般公衆から募集するには、目論見書を作成し、株式資本額を目論見書に記載することは、他の諸國に於けると異るところが無い。株式資本は普通株資本のみであることもあるが、既存企業の組織改造の場合には、優先株資本も同時に設定することがある。随つて既成大企業の株式は普通株 (ordinary share or stock) と優先株 (preference share or stock) に分けられてゐる場合が寧ろ多く、此點は米國に於けると同じである。株式資本金額の設定は會社新設の場合に於ても、或は組織變更の場合に於ても、結局に於て収益力 (earning power) を基礎に置くべきものと考へられてゐる。

優先株の株主は普通株の株主に優先して一定の配當金を受取るのであるが、且つ會社清算の場合に残餘財産の上に優先權を有するのが普通である。優先株の配當は累積的 (cumulative) であること

が一般であり、或營業年度の配當率が所定の率に達しない場合には其不足分を後の營業年度に繰越して後營業年度の配當と共に優先株の株主に支拂ふのである。又普通株が一定の配當を受取つて尙ほ殘餘があれば、其殘餘利益について普通株と共に其分配に参加するところの參加的優先株 (Participating) があり、此參加的優先株は投機的企業に於て見られる。優先株は配當率が安定してゐるため堅實細心な放資者は普通株よりも優先株を選ぶのである。優先株の株主は確定配當の支拂を受ける限り議決權の行使を制限されるのが普通である。

株式の額面金額については何等の制限なく、普通には一乃至一〇であるが、一磅以下のものもある。株式には全額拂込濟のもの多く、我國に於けるが如き一部拂込のものは稀である。但し銀行株には一部拂込のものが少くない。普通株資本は普通株・優先株・社債の合計資本に對し幾何を限度とすべきかといふに、Hartley Withers の説くところに依ると、普通株資本は全資本に對し少くとも三分の一を占めなければ、優先株配當及び社債利息の支拂に支障を來すものと考へられてゐる (Hartley Withers, *Stocks and Shares*, p. 95)。*Hargreaves Parkinson* に依ると、優先株資本は普通株・優先株其他の拂込資本の三分の一を超ざる程度を以てし、且つ最近十年間の純益記録に於て最少純益が優先株配當金の少くとも二倍以上に存することを必要とすると (*Hargreaves Parkinson*

ABC of Stocks and Shares, p. 65)。

1つ ordinary stock を更に分割して preferred ordinary と deferred ordinary とすることがあり、英國鐵道會社の株式に其例が多い。此場合には二種の株式が最初から別々に發行されたものでなく、一つの普通株を分割したるものである。preferred ordinary は一定の配當を先取りし、deferred ordinary は其殘餘配當を受けるのであるが、例へば preferred ordinary の配當率が四%と定められてある場合に、若しも普通株配當率が六%と決議されたとしたら、preferred ordinary は四%の配當を受け取り、deferred ordinary は殘りの二%を受取ることになる。又若しも普通株配當率が一%と決議されたとしたら、preferred ordinary のみが配當を受け、deferred ordinary は無配當になる。それであるから普通株を分割して、 $\$100$ ordinary の株主が $\$50$ preferred と $\$50$ deferred を受取り、兩方共に所有するならば、従前と同じ配當金を受取るが、何れか一方を賣却すると配當金の受領額に相異を來すことがあるのである。斯く分割すると否とは株主の任意たる場合が多い。普通株の分割は普通株に於ける放資的部分と投機的部分を區別せむとする企圖であつて、preferred ordinary は配當の確實安全を喜ぶ放資者に歡迎され、deferred ordinary は投機的利益を喜ぶ投機者の需要に適ふものであり、兩者合計の價格は單なる普通株よりも高い傾向を持つて居る。preferred ordinary は

優先株と異つて累積的であることは稀であり、實質上優先株と區別すること困難なるも、preferred ordinary は普通株の分裂したるものであつて、優先株でないと思へられてゐる。

deferred ordinary に似て非なるものに deferred share がある。deferred share は企業目論見者又は企業賣却者 (vendor) に企業収益の或部分を與へようとする企であつて、例へば或會社の目論見書に於て資本金 £200,000 のうち、ordinary share が £197,500 であり、deferred share が £2,500 であるとして、deferred share の全部が企業目論見者或は企業賣却者に依つて申込まれたとする。此場合に deferred share の £2,500 は會社資本金の極めて小さな一部分に過ぎないが、更に収益分配計算を検すると、普通株に六%の配當を行つた後に、殘餘利益があれば、普通株の株主と deferred share の株主との間に其殘餘利益を半々に分配すると規定されてゐるとするならば (四分の一或は四分の三を deferred share に興へる場合もあるが)、若しも全體の利益が £24,000 であるとして、普通株資本金 £197,500 に對する六%配當金は £11,850 であるから、deferred share の株主は殘餘利益 £12,150 の半分即ち £6,075 を受取ることになり、資本金 £2,500 に對して實に二四〇%の配當になる。deferred share は founders' share とも稱せられる。又 management share が賞與金分配の便法として會社の社長及び幹部に對し發行されることがある。deferred share の額面は極めて低い (例へ

ば二志或は一志)のが普通である。

企業目論見書に後取株 (deferred share) が記載されてゐる場合に、潔癖な財政家は之を以て會社の不堅實を證するものとして排斥する傾向あるも、後取株そのものは必しも其趣旨に於て悪いものとは限らない。企業目論見に關係したる人々が彼等の創設したる會社に重要な利害關係を持続し、且つ普通株に相當の配當を支拂つた後に、後取株に依つて収益の分配にあづかるは不合理であるといふことを得ないであらう。財産を高價に會社へ賣付けたり、或は碌に配當しない間から多額の重役賞與を取るのに比較すれば遙に良いことである。何事も程度問題であつて、後取株は堅實なる財政方針を採る會社には、之に依つて特別の弊害を生ぜしめないが、不堅實なる企業家は之に依つて會社の財政状態を不良化する虞がある。即ち後取株の株主は普通株の株主に配當を支拂つた後でなければ、配當を受けることが出来ないから、會社の利益を成るべく多く計算しようとする手段を探るであらう。其結果は蝟配當に陥ることになり易い。それから後取株に配當の出来るまで普通株の配當を抑止するやうな手段を講ずることもあらう。founders' sharesの發行は餘り現今多く行はれないが、小會社の場合に優先株を以て外部から資本を蒐めるものとし、普通株は額面を小さくして企業目論見者に與へられることがあり、斯る普通株は founders' shares と同性質のものである。

英國には稀に普通株にして確定配當付のものがある。即ち後取株に優先して確定配當を受取るもので、其本質に於ては優先株と異るところが無いが、たゞ名稱だけを普通株として置くのである。斯る普通株には累積的のものもある。英國鐵道會社の發行するものに *guaranteed stock* と稱せられるものがあり、社債と優先株の中間に在つて、配當率が確定してゐて且つ累積的である。

會社が定款に於て發行するとを許與されたる株式資本額を *authorized capital* とし、此 *authorized capital* のうち發行したる資本を *subscribed or issued capital* とし、この *subscribed or issued capital* に對して實際に拂込みたる資本を *paid-up capital* とし、*issued capital* に對して實際に *called-up* したる資本を *called-up capital* とし、*paid-up capital* と *called-up capital* の相異は前者は後者から未拂込資本 (*uncalled capital*) を差引いたものであることに存するのである。

(三) 借入資本

多くの會社は株式資本の外に借入資本として社債を發行してゐる。而して擴張資本に對して社債を發行するのみならず、會社設立の當初から社債を發行するものもあり、此等の點に於ては米國と異るところが無いやうに思はれる。社債には會社の不動産の上に抵當權を設定したる擔保付社債と

擔保を有せざる社債とがあり、英國内地の鐵道社債は概ね無擔保である。元來英國に於ては無擔保社債 (naked debenture) が多かつたのであるが、擔保付社債が漸次増加する傾向に在るやうに思はれる。擔保財産價格に對して發行し得べき社債の額は企業の種類に依つて異なるも、概して有形固定財産價格の三分の二(普通には二分の一)を越へない程度を以て安全と考へてゐるやうである。又拂込株式資本に對しては其總額を越へない程度であり、新規企業の場合には拂込株式資本の半額を越へない程度を以て安全とせられる。

擔保付社債には Floating mortgage debenture と fixed mortgage debenture の二種類ある。Floating mortgage debenture は會社の現在並に將來に於ける財産の上に Floating charge を有するものであつて、利息不拂等の契約不履行が生じない限り會社は財産を自由に處理し得る權利を保有して居り、換言すれば契約不履行の場合に於てのみ抵當權が結晶し、管財人に依つて抵當權を實行されるのである。随つて Floating mortgage debenture の發行契約に於て會社が財産の上に先取權を有する他の抵當權を設定せざる旨を特に記載するに非ずんば、會社は其財産の上に先取權を有する他の抵當權を設定することが出来るのである。随つて Floating charge の場合には先取權を有するところの他の社債を發行せざる旨を記載するのが普通である。然し此挿入條項があつても當該財産の賣却を阻止

し得ない。之に反して fixed mortgage debenture と稱せられるものは會社の財産の上に fixed charge を有する社債であつて、特定財産の上に先取權を有するものである。放資者に最上の安心を與ふるために、特定財産の上に fixed charge を設定すると共に尙ほ會社の其他一般財産（現在及び將來の）の上に floating charge を設定する場合が少くない。而して抵當權を設定されたる財産は概ね受託人 (trustee) に信託されるのである。確定擔保財産は普通に固定財産のみに限られ、先取權には第一・第二等の順位の存することは言ふまでもない。

社債には償還期限を附せざる永久社債もあるが、多くのものは償還規定を有し、減債基金付である。又或期間經過後に株式と乗換へ得べき權利を附與されたるものもある。

社債所有者のために受託人となる者は社債を發行したる會社の重役であつてはならないと考へられてゐる。受託人として社債權者の利益を擁護すべき地位に在る者が、會社の取締役として會社の利益をも代表することは矛盾することがあり、會社が常に順境に在れば利害の衝突は起らないが、逆境に入ると其危険が多分に殖ゆるからである。

(四) 調達方法概観

英國に於ては長期企業資本の調達に當つて、放資仲介業者の手を経ることは米國ほどに旺んでない。大企業は公衆に向つて直接に資本の募集を行ふ場合が多く、年々發行される企業證券の約六割は會社自ら直接募集を行ふものであると推算されて居り、世界最大の金融市場と其國の産業との接觸が斯くの如く疎遠であるといふとは、如何にも不可解の如く思はれるが、それは正しく實情である。隨つて内國産業に資本供給を媒介する機關の發達も比較的後れて居り、富豪個人が其友人を勸誘し或は事業上の縁故を辿つて資本を蒐集する場合が多く、放資市場に依頼する必要は比較的近年に至つて現はれたのである。又産業的企業そのものも成るべく社内保留金或は企業所有者の資本を以て賄ふ方針を採り、資本の調達を他に依頼するが如きは不堅實を證明するものゝ如く考へられて來たのである。又放資仲介業者が産業的企業證券を多く取扱はなかつた他の理由は、英國に於ける企業の擴大及び合同は米國に於けるよりも緩漫であり、隨つて擴張及び合同のため夥しき證券を發行する必要はなかつたのである。且つ祖先が創めた企業に於ける所有權を稀薄にせず完全に之を子々孫々に傳へることを以て祖先に忠なる所以と考へ、經營に他人の容喙することを嫌ふは云ふまでもなく、収益の分配に参加されることさへ不快とせられる傾向があつた。此感情は公衆から資本の供給を受けることに對する一大障礙であつたことは想像に難からざることであり、保守的な英國民

として正に當然なことであらう。放資仲介業者を経て資本を調達する企業は主として鐵道・製鐵・銅鑛業の如き著名なる大企業に限られ、中位以下の企業の多くは放資市場に頼らないで賄つて居る。然し大量生産に依る競争は企業の擴大を促進しつゝある現代に於て、企業資本の調達を専門家たる放資仲介業者に依頼する場合は漸次増加して來て居り、而して倫敦放資市場に依頼する企業の數は少いにしても、其調達額は比較的大であるから、此等大企業の放資仲介業者に頼る資本調達方法について概説しなければならぬであらう。

(五) 調達機關の特性

産業的企業が新規或は擴張の固定的企業資本を要する場合には、會社の重役は City (倫敦の金融中心地のこと) を訪れ、City は申込會社を調査し、其財政状態を吟味し、放資市場を考慮して、適當なものと判断すれば、證券を買取り又は販賣を保證するのである。證券賣捌方法は種々に分れて居り、必しも一定の経路に依つて行はれるとは限らない。米國に於ては此機能は主として一種の銀行たる放資仲介銀行 (Investment bankers) に依つて行はれ、其放資仲介銀行は大小區々であるが、營業方法は大體に於て類似して居り、賣捌の順序は先づ元受銀行 (發行額が大なる場合には幾つか

の放資仲銀行が共同にて元受者となる)が會社から證券を或一定値段で全部買取り、次に其元受値段よりも少し高い値段で他の放資仲銀行に卸賣を行ひ、其等の放資仲銀行は其證券を更に他の放資仲銀行又は放資者に分配するといふ經路を取るが、英國に於ては之と趣を稍異にして、證券の賣捌は必しも放資仲銀行のみの系列を経て行はれるものでなく、賣捌に参加する人達の多くは他に本業を持つてゐる場合が多い。倫敦の放資市場は發行商會(issue houses)・會社目論見人(Pro-moters)・發行仲買人(issuing brokers)・放資信託(investment trust)・普通の株式仲買人・普通の銀行・引受業者(underwriters)等の集合より成るもので、其等の營業者の營業を劃然と區別することは困難であるが、大體に於て二大別することが出来る。即ち一つは主として證券を作出するものであり、他の一つは主として證券を販賣するものである。販賣保證の意味に於ける underwriting は特殊の機能であるが、特殊の取扱者に依らずして前記營業者の或者又は大資本を有する個人に依つて行はれて居る。又放資信託會社は發行業務・株式の間接販賣・販賣保證等を兼ね行ふことがあり、兎に角英國に於ける企業資本調達の機構は米國程に組織的でないやうに思はれる。随つて資本の需要者たる會社は種々なる方法に依つて資本を調達することが出来るのである。殊に證券發行方法は販賣方法よりも遙かに複雑多岐に互つて居る。倫敦放資市場が米國程に組織化されてゐないことを以

て直ちに經濟性に乏しいものと考へるならば大なる誤を來すであらう。米國の如く廣大にして若い國に於ては資本の需要者と供給者を結びつけるために出来るだけ放資市場を組織化する必要もあるが、英本國の如く狹小にして古い國に於ては City に資本の需要者も供給者も悉く集中するから、必しも放資市場を組織化する必要を見ないのである。證券を作出する issue group は申込會社の選擇に注意し、證券を賣捌く distributing group は公衆への販賣について苦心することになつてゐる。

英國の銀行は純粹の銀行業務だけしか行はないことを以て傳統的經營方針としてゐることは周知の事柄であり、英國の銀行家は産業に深入りすること以て銀行業の堅實を害するものと考へてゐる。尤も英國に於ても銀行は産業と全然關係を有しない譯ではないが、企業證券の發行業務を行ふやうなことは殆んどないのである。此點は獨逸の銀行と根本的に趣を異にするところであり、英國の銀行が極端に特殊化されてゐることに對して之を批難し、産業と銀行との關係をもつと密接ならしめる必要ありと主張する H. S. Foxwell のやうな學者もあるのである。英國に於て銀行と産業の金融關係は主として當座貸越及び信用手形の形式に於て行はれ、それも一時的融通資金に限つて居るのである。斯る狀態の下に於ては放資仲介業者も企業資本の媒介を行ふに當つて、豫定の手數料さへ

獲れば目的を達するもの、證券價格の變動に依る損得は證券所有者に歸屬すべきものであるといふ信念を持つといふことも自然でなければならぬ。資本の借主たる會社と放資仲介業者との關係は往時に比し濃厚になつて來てはゐるが、それでも放資仲介業者の機能は單に金融だけに止まり、證券を處分して了へば、借主との關係は絶縁するものであると考へてゐる者が多いやうである。然し放資仲介業者の産業に對する責任及び利害關係は商業銀行に比して幾らか大なるは云ふまでもないこととて、産業の支持者として又指導者として貢獻して居り、産業的企業も亦發行商會或は大きな仲買人から有益なる情報或は助言を得て、經營上に資するところ少くないのである。

英國の放資仲介業者が内國産業と深い關係を結ばない他の理由は、政府及び公共團體の證券或は外國證券にして優良なるものを選択するに比較的容易であり、且つ金融の機構が國際金融を取扱ふに便利に出來てゐるからでもある。

(六) 發行商會及び會社目論見人

大企業が放資市場を経て資本を調達するに當つて、發行商會或は目論見人を利用する場合と大企業自ら直接仲買人を利用する場合とがある。

會社目論見人とは企業の經營的成功を目的とせず單に目論見たる企業の證券を成るべく早く賣却して利益を得ようとすることを主眼とせる人々であり、彼に取つては經營的成功よりも證券賣却が重要問題であるから、證券發行について無責任の傾向を免れない。然し歴史的に見ると會社目論見人は發行商會の成立前から存在したものであり、目論見人が企業目論見を永久的營業とするに至つて發行商會に遷移したものと見ることが出来る。發行商會は斯の如く繼續的性質を持つてゐるから、證券發行についても責任感が強く、其態度は餘程慎重である。發行商會は證券發行業務の外に、預金を受入れたり、信用狀を發行したりして、銀行類似の業務を兼ねてゐる者が多いやうである。發行商會は借主の財政狀態其他を調査するための機關を持つて居り、概して目論見人よりも信用は高いが、政府・公共團體・一流會社の證券のみを取扱つて、新企業或は中以下の會社證券を取扱はないことになつてゐる。しかも發行商會の取扱ふ證券には外國のものが相當多いのである。随つて發行商會の取扱はざる企業證券は目論見人の手を経るか或は仲買人を利用し若くは公衆に向つて會社自ら募集を行ふ外ないのである。

放資仲介業者の手を借らずに放資市場から直接に資本を吸集し得る會社は名聲の極めて高いものか或は名聲の極めて低いものに限られることになる。信用厚き大會社は放資仲介業者の援助を受け

なくとも資本を容易に集め得られるし、又之と反對に信用乏しい會社は放資仲介業者に相手にされないからである。大企業は直接募集を行ひ得るにしても、其募集費用は必しも安くなく、又發行商會を利用することに依つて受らるべき多くの便益をも享受することが出来ない欠點がある。即ち發行商會を利用すれば、(イ)發行商會は放資市場に通曉してゐるため適當なる證券種類及び發行時機の選定を誤ることがない。(ロ)發行商會は發行證券を直ちに買取つて會社に資金を手交するから會社の財政的欲望を速に満することが出来る。(ハ)發行商會は目論見書其他を準備するための書記事務及び廣告等について多年の經驗を有するが故に迅速且つ巧妙である。(ニ)發行商會は仲買人間にも信用があるから著名なる發行商會を経て發行されたる證券は仲買人に歡迎される等の便益があるのである。

發行商會の著名なるものは、Rothschild, Schroeder, Seligman, Speyer, Koenig Brothers 等であるが、世界大戰前に於ては此等發行商會間の競争はそれほど烈しくなく、夫々得意先が定つてゐるのであるが、戦争以來だいぶ競争が烈しくなつて來たと云はれてゐる。現今では健全な大企業の證券は何れの發行商會に於ても歡迎されるが、各自の舊得意先に對しては濫りに爭奪しないといふ徳義を守つて居り、又借主たる會社も發行商會の競争を利用して漁夫の利を占めようとしても、多年の

關係を一朝にして變更することは、將來に於て金融的援助を得られないことになるから躊躇する。大企業は發行商會に對して發行價格其他の條件について自己の主張を固執することが出来るが、發行商會から金融及び經濟事情に精通せる經驗家を會社の取締役會に入れることは、會社自身に取つても有利であると考へられるほどに變つて來て居る。

英國の發行商會が元受發行を爲すに當つて、他の發行商會と共同にて引受けることは稀であり、多くの場合に單獨引受であり、此點は米國と趣を稍異にして居る。英國に於て元受參加の少い理由として Nash の記述するところに依ると (B. H. Nash, Investment Banking in England, p. 65—70) 。

(A) 英國の會社は米國のそれに比較して規模小さく、殊に會社そのものが小さいばかりでなく、證券發行額の單位が小さいから、一つの發行商會が他の援助を借らなくとも處理し得られる。

(B) 米國に於ては會社が放資仲介銀行に證券を引渡すと同時に資金を受取ることになつて居るが、英國に於ては發行商會が證券の賣出を始めてから會社に資金を渡す迄に約二週間の猶豫期間を置くことになつてゐるから、此期間内に證券の大部分を販賣して了ふことが出来るので、會社に資金を早く渡すために引受參加者を求めるといふ必要が無いのみならず、證券販賣金を無利息にて約二週間利用することが出来る。然るに米國に於ては元受者は證券を擔保として商業銀行から資金

を借入れ、それを會社に渡し、證券販賣につれて其借入金を返済するといふ順序を経るのである。尤も英國に於ても證券が短期間に賣れない場合又は販賣保證を求め得られない場合には發行商會は資金調達の工夫を必要とするも、斯る場合には發行商會は公衆から預つてゐる預金を利用すると共に貯蓄銀行及び類似の金融業者から一時的の借入を行ふことになる。

(C) 米國に於ては證券發行に當つて幾つかの放資仲介銀行が之に参加することは一種の慣例となつてゐるので、或放資仲介銀行が引受けたものに他の同業者が参加することは、聽て他の放資仲介銀行が引受けたものにも参加させて貰ふことが出来るといふ相互扶助の關係に立つものである。尤も米國に於ても如何なる同業者にも参加させるといふ譯でなく、ちのづから系統に依つて範圍は限られてはゐるが、兎に角米國に於ては單獨引受は少いのである。英國に於ても發行額が巨大なる場合には同業者の参加を勧誘することはあるが、然しそれは決して相互的義務ではない。

(D) 英國に於ては證券の終局的販賣者たる仲買人が大いに發達してゐるので、單に證券賣捌の便宜を得るために他の發行商會を引受に参加させる必要はなく、發行を引受けたる商會自ら直接に保險會社・放資信託會社等に證券買入を交渉すると共に仲買人を利用することが出来る。然るに米國に於ては各放資仲介銀行は各自の顧客名簿を持つて、英國の仲買人のする機能をも行ふのであるか

ら、證券を広く分布しようとするためには他の同業者を参加させねばならないのである。

(七) 證券發行作業

發行商會が證券を引受けるに當つては、成るべく優良證券を選択して名聲の保存に努め、概ね發行商會は目論見書類を調査するために有能なる會計士及び技術家を雇入れて居る。それから如何なる種類の證券を如何なる時機に發行するかといふ點に於ても細心なる注意を必要とするのである。發行手数料即ち賣出價格と買受價格の差を幾らに決定するかは、證券の性質・會社の信用・金融の狀況等に依つて異り、發行商會は發行手数料から販賣保證料・目論見書の印刷費其他を支辨して尙ほ利益の残るやうな計算に於て買取るのである。又發行者は發行後二週間を経て資金を會社に渡すを普通とするも、數回に區分して渡すことにして支拂を成るべく保留することがある。

發行商會が證券の販賣を急ぐ場合には *underwriting* を行ふことになる。即ち金融業者の或人達に販賣保證料 (*underwriting fee*) として保證額の一乃至三%見當を支拂ふことに依つて販賣を確實ならしめるのである。而して販賣保證をなしたる人達は證券が一定期日迄に賣れないで残つた場合に其賣殘證券を保證額を限度として買取る義務を負ふことになる。販賣保證者 (*underwriters*) とな

る人達は他の發行商會・仲買人・銀行・保險會社・放資信託・個人等である。販賣保證は發行證券が賣れない場合に於ける保險の作用をなすものであつて、販賣保證者としては成るべく證券引取とならないで期間内に賣れて了ふことを希望するのであるが、一乃至三%の保證料に釣られて有力な發行商會が勧誘すると保證に参加することになるのである。販賣保證の總額が募集總額に達すれば資金調達の保證確實に成立したるものと云ふべく、發行商會は先づ會社と内相談を整へ、販賣保證者との契約を濟せたる上にて會社と正式の發行契約を結ぶを以て最も安全なる方法とせられる。*underwriting* を組織するための手数料を *overriding commission* と稱して引受手数料の中に四分の一%見當を包含せしめる。又 *subunderwriting* 契約が有力なる個人放資者に相當纏つた額を割引値段で供給するために利用されることがあり、其割引率は普通に三乃至五%であつて、之から *original underwriting* の保證料が差引かれる。大個人放資者に對してのみならず放資信託及び保險會社にも此割引率を適用することになつてゐる。此種の金融業者は證券を永久的放資として買入れるのであり、直ちに市場に賣出すことがないから、發行商會も欣んで割引に應ずるのである。買主が證券を間もなく賣出すことは證券市場を軟化する虞があるから發行商會の最も嫌ふところである。賣行の確實なる證券については販賣上の危険が存しないから *underwriting* を行ふ必要がないけれ

ども、然し underwriting を以て單なる保險機能としてのみでなく、放資信託或は保險會社に割引値段で供給するために underwriting を利用するといふ新しい觀念が發達しつつある。又發行仲買人は發行商會と異つて發行證券を直ちに買取らず單に underwriting を組織して、其報酬として〇・五乃至一%の手數料を受けるのである。英國に於ては株式の割引發行は認められてゐないのであるから、すべて手數料は目論見書に明記すべきことになつてゐる。

證券發行目論見書 (Prospectus) には借主たる會社の最近に於ける貸借對照表・營業狀態に關する過去現在將來についての説明・幹部の氏名・調達資金の用途等を記載するは申すまでもなく、申込を受ける仲買人或は銀行の名も記入される。仲買人或は銀行が目論見書に名を挿入することを許與したる場合には手數料を受けるとになつて居る。英國に於ては會社自ら作成する目論見書と放資仲介業者の作成する目論見書 (offer for sale) とは法律上の責任を稍異にするも兎に角目論見書の作成に入念の注意を拂ふとになつて居り、株式或は社債の公募に際しては目論見書を登録人 (Registrar) に登録せねばならぬことになつてゐる。

(八) 仲 買 人

英國に於ては仲買人が證券の終局的販賣者として大いに發達してゐると曩に云つたが、次に然らば仲買人は證券分配の上に如何なる任務を行ふかを少しく申し上げたい。

仲買人の外に大銀行の地方支店も亦放資者に對して仲介の勞を執つて居り、放資者が銀行支店長から放資上の意見を聽いて、若し或證券に放資することが有利であるといふ確信がつけば、支店長は其銀行と取引關係を持つところの仲買人に注文を發するのである。然し支店長は忙しいため一々顧客の相談に應ずることは困難であり、且つ仲買人の如く證券市場に精通してゐないから顧客に分なる満足を與ふることが六ヶしい。又地方の支店長が放資について顧客の相談相手となることは過誤を生ずる懸念があるから、本店から送付せられる放資表を見せるだけに止めて助言を禁ぜられてゐるものが多い。又仲買人も單に取引所に於て賣買するといふことだけに満足せず放資者と接觸せむとする傾向が強いから、銀行の放資媒介機能は漸次衰退するであらうと考へられてゐる。

仲買人には株式取引所の會員にして取引所内に於て取引を行ふ *inside broker* と、取引所の會員でなく取引所に於て賣買を行はむとするには *inside broker* を通じなければならぬところの *outside broker* とあり、*inside broker* は概して信用厚さも其顧客は比較的制限されて居り、*outside broker* の中にも信用の厚い者があつて其顧客は廣い範圍に互つて居る。英國内には倫敦のみならず總ての

都會に多數の仲買人が居り、放資を行ふ總ての英國人は各自常用の仲買人を持つてゐることは、恰も出入りの醫者や辯護士を持つてゐること、同様であつて、仲買人に依頼しない場合には銀行の地方支店長に頼むのである。

仲買人は證券賣買の手數料を以て収入とするものであつて、自己計算に依る賣買益金を目的とするものではない。たゞ放資者が如何なる證券を選ぶべきか判斷のつかない場合に助言することあるも、それはたゞ放資者の安全確實を擁護するためであつて、之に依つて背負込み證券を賣付ようとするものでない。それから新聞雜誌に廣告し或は印刷物を出版する等のことを行ふが、之亦放資證券の内容價値を嚴正に批評し或は放資知識を普及せむがためであつて、如何なる場合にも力めて公平無私の態度を採るのである。但し取引所會員たる *jobbers* は顧客の注文に依らずして自己計算に於て賣買を行ふも、之亦公定價格決定の機能を爲すものであり、需給の投合を圓滑ならしめる作用を有する。

發行商會、會社目論見人或は會社自身に依つて目論見書が印刷されると、發行者は其目論見書を成るべく多くの仲買人に送付し、之と同時に金融新聞或は普通新聞の金融欄に廣告を出すことになる。仲買人は發行者から送付し來れる目論見書中の申込頁に仲買人の氏名を記入したるスタンプを

捺して顧客に頒布し、放資顧客は其申込頁を切り取つて證券の申込數を記入し、之を申込取扱者に發送する。此場合に證據金を添へて申込むことは云ふ迄もない。たとへ申込者が仲買人を経て申込まなくとも申込票に仲買人の氏名がスタンプされてゐるから、發行者は其仲買人に手数料を支拂ふことになるのである。應募申込額の割當は發行者の手心に依つて決定し、必しも一定の標準なきも、成るべく眞正の放資者に割當てるやうにする。概ね發行價格は確定してゐて競争申込の方法を採らないから、申込期間中に權利賣買の行はれることもある。仲買人が募集を取扱ふに當つて米國の如く販賣員 (salesman) を派遣するやうなことは絶対になく、單に目論見書を送り或は電話又は電信を以て發行を知らせるだけに止め、應募すると否とは全く放資者の自由なる判断に委ねるのである。仲買人は證券の販賣に當つて發行商會に對して何等の義務を負はず又自己をも拘束しないことにしてゐる。米國に於ては放資仲介銀行が發行を引受けると共に自ら公衆に向つて買入を勧誘し、且つ取扱證券を企業の種類に依つて専門的に限るものが多いから、自己の取扱證券を押賣する傾向を免れないやうであるが、此の點に於て英國の仲買人は大なる長所を有するものといふことが出来る。尤も新開國たる米國に於ては資金の需要が供給よりも強かつたといふ從來の關係にも原因してゐることと思はれる。仲買人が斯くの如く冷靜なる態度を採ることは聽て發行商會或は會社目論見人の

不堅實なる證券發行を抑止する作用ともなり、惹いて借入會社から放資者に至るまで全社會を益することになる。英國に於て産業的企業が公衆から資本を蒐めようとする場合に、仲買人の信用を得ることが出来なければ到底其目的を達することが出来ない仕組になつてゐるのである。又仲買人としても會社目論見人や會社直接發行の證券を取扱ふよりも堅實なる發行商會の證券を取扱ふことは自己の信用を維持し得る所以と考へるやうになるのである。

(九) 放資信託

英國の放資市場を研究するに當つて特別の注意を惹くものは放資信託である。英國資本が海外に放資されて新しい諸國の開発に利用され、而して英國の海外貿易を隆盛ならしめたのは放資信託の作用に負ふところ尠くないのである。既に一八二五年には二十八の放資信託が存在したといふことであるが、其の成績は面白くなくして廢絶して了つたと言はれてゐる。現今に於けるが如き放資信託は一八六〇年後に設立されたものであつて、一八六八年には Foreign and Colonial Company が危険を多數人に分散させ且つ放資證券の特別配當金を原本償還のために減債基金として積立てるところに依つて、小放資者に大資本家同様の利益を與ふる目的を以て株式を發行してゐる。白耳義及び

瑞西にも放資信託が存在し、放資信託の元祖はブラッセルに於て一八一二年に設立されたる *Societe Generale de Belgique* であるとも稱せられてゐるが、最もよく發達したる國は英國である。英國に於ける放資信託の發達は一八六二年の會社法制定並に海外放資の好利廻に刺戟されたる所から尠くないと言はれてゐる。而して一八六〇年頃から最近に至るまでの景氣の浮沈に依つて自然に淘汰されて、放資信託の經營は概ね堅實にして大會社は益々確實になつて居る。多くの放資信託は附隨業務として證券發行の *underwriting* に加はる等の仕事を營むが、普通の銀行業務はやらないことにして居る。今度の世界大戰に際して戰前から長期にして收入の一定せる低利證券を多額に所有したるものは證券の下落に依つて多大の損失を蒙つたが、然し一般的に言ふと戰前よりも鞏固なる地位に在るものが多いといふことである。

放資信託は普通に株式會社の形態を採つて居り、株式及び社債を發行して獲たる資金を以て種々なる國の種々なる性質の證券に放資するもので、社債發行額は一般に其時に於ける *issued and subscribed share capital* の總額を限度としてゐる。放資信託は稀に特殊の産業の株式のみを所有するために設立せられることもあるが、此場合には放資信託は米國の持株會社 (*holding company*) に似たるものになるけれども、純粹の放資信託は他會社の株式を所有することに依つて、産業を統制しよ

うといふ考を持つてゐないのが普通である。放資せむとする公衆は放資信託會社の株式或は社債を買ふのであるが、Lagerquist の調査したるところに依ると、一九一〇年から一九二〇年に至る間に放資信託四十五社の平均収益率は七・九%にして、British Investment Trust は一三%、Metropolitan Trust は一二%であつたといふことであり、經營費は總額に於て使用全資本の〇・五%見當と定め、此經營費中には重役報酬をも含めるが、登録税其他の法律關係費用・證券發行費用・賣買費用等を含めざるを普通とする。實際費用は〇・五%に達しないことが多いやうである。倫敦には放資信託の數は何百とあり、其使用資本總額は三億五千萬磅に上るといふことである。而して大會社でも一社にして資本力六、七百萬磅以上に出るものはなく、又一つの放資信託が資本を投下してゐる會社の數は二百から五百の間に在つて、普通は三百位である。投下資本の割合は鐵道及び市街電鐵證券五〇%、政府證券二〇%、工業證券其他は三〇%であると云ふ。Melville R. Savin が十四社について調査したるところに依るも鐵道證券三六%・公益業證券一六%・政府證券一六%・工業證券三二%にして大體に於て前記の數字と符合して居る。更に放資信託が放資先とする國は米國に對して三分の一、英本國に對して四分の一、其他に對して約五分の二といふことになつて居り、これは一九一〇年から一九二〇年迄の平均割合であつて、英本國に對する割合は此數字よりも戦前に於て少く戦

後に於て多くなつて居る。戦争以來爲替關係其他のため外國に放資することは危険であり、且つ英本國內に於ける證券の供給も増加したるため英本國に放資する割合は大いに増加したのである。放資信託會社が一つの會社に對して餘り多く放資しないことにして居り、使用全資本の五乃至一〇％を限度としてゐる。公債・社債・優先株・普通株等に對して如何なる割合に於て放資すべきかといふことは、經濟界の事情に依つて異り、好況に向ふ時代には株式を所有し、不況に入らむとする時代には公社債に放資することが有利であるが、景氣の變動を豫測して誤らざることは困難であるから、定款に於て或程度の運用上の制限を必要とする。Metropolitan 及び United States and General 兩社の一九一九年末に於ける放資物件割合は次の如くである。

證券の種類	Metropolitan	United States and General
公社債	六五・〇	六三・五
優先株及保證株	二二・七	一八・〇
普通株及後取株	一二・三	一八・五
計	一〇〇・〇	一〇〇・〇

放資信託は後取株・優先株・社債を發行して使用資本とし、後取株は五％或は六％、優先株は五％見當の配當を目標として株式資本金を設定するのが普通であり、優先株は累積的であり、後取株

のみが議決権を與へられて居る。株式資本に對して社債發行額は拂込資本金の總額を以て限度とすること既に申し述べた通りである。Speaker の調査したる所に依ると、著名なる放資信託五十社の一九一九年末に於ける一社當り平均資本額及び其割合は次の如くである (L. M. Speaker, The Investment Trust, p. 35)。

	使用資本	比	率
社債	五四五、一二〇	三九・二六	
優先株	四一五、〇六〇	二九・八九	
後取株	四二八、四四〇	三〇・八五	六〇・七四
計	一、三八八、六二〇	一〇〇・〇〇	

放資信託の經費は五、六人の重役が居つて如何なる證券に放資すべきかを選択するのが主要なる仕事であつて、其他は少數の調査係員とタイピストを置く外に人手を要しないから、事務所も小さくて宜しい譯である。然し重役になる人は多年金融業に従事したる經驗を有し、誠實であつて、評判の良い人であることを要件とせられるのである。放資信託は専門的放資代理者 (expert investment agencies) たる立場を固執し、危険を成るべく多くの證券と多くの方法に分割して、或證券に於て損失を蒙つても他の證券の利益に依つて補償し得るやうに適當なる組合せにして證券を所有するので

ある。即ち收益率多く原本價格が騰貴の可能性を有する證券と収入の確定せる最も保守的なる公社債とを併有するのである。産業證券でも其騰落の時期及び幅は必しも同一でないから適當なる配合を必要とするのである。要するに總ての卵を一つの籠に入れないといふ原則に従ふのである。

放資信託は小資本を以てしては適當なる放資證券を求めることが困難であり且つ放資知識に乏しい人々の資本を蒐めて有利に放資し、其收益を其等の放資者に分配する機能を演ずるものである。其經營者さへ信用の出来る人であれば、至極結構な仕組である。たゞに小放資者に對して斯る便宜を與へるのみならず、放資信託は小放資者に較べて證券を市價より低廉に買入れることが出来る。又證券發行者の側に於ても放資信託會社の如く證券を永く所持するものに販賣することが得策である。何となれば放資信託會社は買入證券の値下りを希望しないから成るべく證券市價を引下げないやうに努力するからである。

放資信託に於て用心すべき點は、放資信託は多くの小資本家の資本を少數の重役の手に委ねるものであるから、若しも其重役が不誠實であれば出資者に迷惑をかけることになるといふのが其一つである。往時は證券を轉賣して利益を得ることは之を行はなかつたのであるが、近頃は證券の價格變動が多いため證券賣買を頻繁に行ふやうになり、證券賣買者の性質を帯びて來て居る。然し決し

て信託の觀念を失ふほどに態度を一變したのではない。重役の個人的關係で不良證券を背負込む危険もあるから、之を防ぐために利害關係の有無を説明すべき旨を定款に規定するのが普通である。次に放資信託會社の發行したる株式市價は一般株式市場の變動に伴れて敏感に上下し、必しも放資信託會社自身の収益と平行しないことが多いといふことも缺點の一つである。

既に述べたるが如く英國に於ける放資信託は相當永い間の歴史を持つてゐるものであるが、更に今後に於ける其發展性如何を考ふるに、先づ第一に戰後英國の海外に對する放資力は戰前に比し減退してゐるから海外放資のために放資信託が一層旺んになるとは思はれない。又放資に關する一般知識の普及したる今日に於ては放資者は放資信託の指導を俟たなくとも適當なる放資物件を容易に知ることが出來ると共に、仲買人の助言的能力が著しく増進してゐるから放資者は仲買人を通じて適當なる放資證券を物色することが出來るため必しも放資信託に頼らねばならぬ必要を認めない。然しながら英國の放資的地位は米國に對してこそ大いに減じたるも、英領植民地其他に對する地位は戰前と著しき相異なく、又小放資者の貯蓄を蒐集して有利なる企業に放資するといふ機能の存在を必要とすることゝ思はれるから、今後は放資信託の目覺しい活動を期待し得ないにしても猶ほ引續き相當の地位を維持するであらう。そのみならず戰後新に大債權國に變化したる米國は歐洲諸

國の證券に放資することに依つて爲替尻を決済する必要を生じ、且つ南米及び東洋諸國に工業品を輸出し或は商權を擴張するために適當なる放資機關を必要とし、此等の必要を滿すには英國の放資信託制度に倣ふを可とする意見もあつて、此制度に關する研究は近時大いに世人の注意を喚起してゐるのである。而して此二、三年來既に十幾つかの放資信託會社が米國に於て設立され一新與勢力たらむとしてゐる有様である。放資信託の放資原理については保險會社或は信託會社としても研究の價値があると思はれる。

參考文獻

- Hartley Withers, Stocks and Shares. London. 1910.
Hargreaves Parkinson, The ABC of Stocks and Shares. London. 1925.
G. H. le Maistre, Investments for All. London. 1926.
Robert Ashworth, Limited Liability Companies. London. 1925.
Ranking and Spicer's, Company Law. London. 1919.
H. S. Foxwell, Papers on Current Finance. London. 1919.
Alfred Marshall, Money Credit and Commerce. London. 1923.
Spicer & Pegler's, Book-keeping and Accounts. London. 1920.

- L. R. Robinson, Investment Trust Organization and Management. New York. 1926.
- R. D. Nash, Investment Banking in England. New York. 1924.
- L. M. Speaker, The Investment Trust. New York. 1924.
- Carl Wolfgang Frhr. v. Wieser, Der finanzielle Aufbau der englischen Industrie. Deutschland. 1919.
- 法學博士上田貞次郎著「株式會社經濟論」。
- 法學博士田尻稻次郎著「財政と金融」乾附録「論敦市場の募集手續、深井英五氏稿」。
- 山室宗文著「社債論」。

