

證據金

種類は株式と同じ。但し同一取引員に付本證據金々額壹萬圓に達する迄は之を徵收せざることを得る。

決濟

轉賣買戻。

株式と同じ。

受渡

受渡代金に就ては經過利子より之に對する資本利子税及び第二種所得税金に相當する金額を控除したものを加ふ。受渡證券は無記名式のものに限る。

辨濟

短期取引及び實物取引と同じ。

實物取引

上場債券

銘柄數

國債	一三種
地方債	九二種
社債	四三九種
外國々債	一種
合計	五四五種
未償還額	

國債	一、五二九百萬圓
地方債	七〇九百萬圓
社債	二、六九九百萬圓
外國々債	二二六百萬圓



合計 五、一六三萬圓

期限

株式と同じ。

單位及び呼値

單位

長期取引と同じ。

呼値

長期取引と同じ。

立會の順序

特殊銘柄立會

債券中、發行額又は未償還額が相當巨額にして市場性高度のものに就いては、之を特殊銘柄と稱し長期取引に於ける寄付と大引の中間、即ち前場に於ては第一節十時、

第二節十時二十分、後場に於ては第一節一時三十分、第二節一時五十分といふ一定の時間に一定の順序に従ひ各銘柄に付き擊柝に依る賣買を行ふ。一見長期取引に於ける競賣買の仕法に類似してゐるが其内容は依然として相對賣買である、現行の長期取引開始前までは地方債又は社債にして特殊銘柄としての取扱を受けてゐたものがあつたが現在では國債のみに限られ、内國債二九種、外國債一種が特殊銘柄となつて居る。  
辨 濟  
株式と同じ。

### 第八款 手数料

手数料は取引所に於ける賣買に關し、取引所が取引員より又は取引員が委託者より收受するものである。前者を賣買手数料と稱し後者を委託手数料と云ふ。

今、東京株式取引所に於ける現行手数料を示せば左の通りである。



長期取引

(5) 株式

徵收標準	賣本買手	數現落料	委託手数料	取引税平均額
一〇圓未満	三八厘	二八厘	一五〇厘	二厘
二五	五五	四〇	二一〇	四
五〇	六七	四九	二七〇	九
七五	七六	五五	三二〇	一六
一〇〇	八八	六四	四三〇	二二
一二五	一〇〇	七三	五三〇	二八
一五〇	一〇五	七六	六三〇	三四
二〇〇	一二五	九一	八〇〇	四四
二五〇	一四五	一〇五	一〇〇〇	五六
三〇〇	一六九	一二三	一二〇〇	六九
以上五十圓未満を 増す毎に	二五 遞増	一八 遞増	二〇〇 遞増	

受渡を履行したるものに就ては委託手数料より前記取引税平均額を控除するものとす取引税額は各徵收標準價格の中値を以て算出し厘位以下は四捨五入す。

(3) 債券

種別	賣本買手	數現落料	委託手数料
國債	一一厘	八厘	一二五厘
地方債	一八	一三	一七五
社債	二〇	一五	二二五

短期取引

徵收標準	賣本買手	數現落料	委託手数料
五〇圓未満	一九厘	一四厘	一六〇厘
七五	二一	一五	一八〇
一〇〇	二二	一六	二〇〇
一二五	二四	一七	二五〇

第四章 株式取引所の經濟的機能



實物取引

以上二十五圓未 滿を増す毎に	二六	一九	三〇〇
選増	二九	二一	三五〇
本建率の二割 七分五厘減	三二	二三	四〇〇
選増	二二	二二	五〇〇

(い) 株式

徵收標準	買手手数料	委託手数料
二五圓未滿	七厘	八〇厘
五〇	一一	一〇〇
一〇〇	一四	一二〇
一五〇	一八	一四〇
二〇〇	二二	一七〇
二五〇	二六	二〇〇
三〇〇	二九	二五〇

以上五十圓未  
滿を増す毎に

選増

五〇  
選増

入札買買の委託は上記の外一株に付二十五錢増

(ろ) 債券

種別	買手手数料	委託手数料
國債	五厘	一〇〇厘
地方債	一〇	一五〇
社債	一二	二〇〇

右表手数料率は國債、地方債及び社債に就ては額面百圓、外國國債、地方債及び社債に就ては英貨額面は壹磅を拾圓、佛貨額面は壹法を四十錢、米貨額面は壹弗を二圓を以て換算したる額面百圓相當額、其の他は法定平價とし、株式に就ては一株の定額を示す。

買手手数料の徵收標準は長期取引に在りては新規帳入値段、實物取引に在りては約定値段、短期取引に在りては受渡標準値段に依る。委託手数料の徵收標準は約定値段



に依る。短期取引に在りては新規賣付たると轉賣たると、又新規買付たると買戻たるとを問はず、苟も賣又は買があれば其の都度其の率で徴收するものである。但し受渡に終る分に就ては初の賣付又は買付分に之を徴收するのみで受渡に際して別に徴收せず。長期取引に於ては其の受渡に終りたるものに就ては取引税額を控除することは前掲の手數料率に明記する通りである。

### 第九款 税

#### 取引所營業税

賣買手數料收入金額百分の十五の割合を以て取引所に課せらるゝ取引所税にして會員組織取引所は之を免除せられ株式会社組織取引所にのみ課せらるゝものである。取引所は毎月の賣買手數料收入金額を翌月十日迄に政府に申告し同月末日迄に納付すべく又取引所廢業のときは直に之を申告して納付すべきものである。取引所が其の申

告を爲さず又は政府に於て申告を不相當と認むるときは其の課税標準額を決定する。

#### 取引税

賣買取引を爲したる取引員は其の賣買各約定金高を課税標準として課する取引所税にして一種の行爲税である、取引税は差金の授受に依つて決済を爲し得る取引に就てのみ課せられ實物取引には課税せられぬ。其の税率左の如し。

##### 第一種 地方債證券又ハ社債券ノ賣買取引

甲 七日以内ノ期限ヲ以テ履行期ト爲スベキ取引ニ屬スルモノ 萬分ノ〇、六

乙 其ノ他ノモノ 萬分ノ一

##### 第二種 其ノ他ノ有價證券ノ賣買取引

甲 七日以内ノ期限ヲ以テ履行期ト爲スヘキ取引ニ屬スルモノ 萬分ノ一、五

乙 其ノ他ノモノ 萬分ノ二、五

##### 第三種 商品ノ賣買取引



- 甲 銘柄又ハ等級別ニ相對賣買ノ方法ニ依リテ行ヒ履行期ニ於テノミ差金ノ授受  
ニ依リテ決済ヲ爲シ得ル取引ニ屬スルモノ  
萬分ノ一、二五  
乙 其ノ他ノモノ  
萬分ノ二、五

國債證券の賣買取引には取引税を課せられぬ。

取引員は毎月分の賣買約定金高を種別及び其の區分毎に記載したる申告書を取引所を経て翌月十日迄に政府に提出する。取引所は申告書を調査し其の當否に付意見を付し右の期間内に之を政府に提出する。申告書の様式は取引所をして調査せしむる爲右期日前相當の期間内に取引所に送付せねばならぬ。

取引員は毎月分の税金を取引所を経て翌月末日迄に政府に納付するのであるが政府は納税告知書を取引所に交付し、取引所は之を取引員に送達し且取引員の納付すべき税金を取纏め右の期間内に政府に送付すべく取引所が其取纏めたる税金を送付せざるときは國稅徵收法に依り取引所より徵收する。而して取引所は其取引員の取引税の納

付に付保證の責に任じ取引員期限内に納付せざるときは政府は取引所から徵收する。

取引員廢業脫退其他の事由に因り其資格を失ひたるとき及び取引所廢業の場合は課税標準額の申告及び取引税の納付は前項の期限に拘らず直に之を爲すべきものである。

## 第二節 需給の投合

證券市場に於ける賣買取引の概要に關しては前節に略述した處であるが何故に取引所に於いては斯くも複雑なる組織を持たねばならぬか、又其れによつて如何なる社會的職能を司つて居るものであるかと云ふことに關して節を追ふて述べよう。

### 需給の投合

先づ第一に需給の投合と云ふ點から取引所を視て如何にして又如何なる程度に於て需給の投合を圖り取引所の社會的職能を發揮して居るかを述べて見度い。

彼の有名なる一九〇九年のヒューズ委員會の報告書に明記せる如く「賣買取引が大



規模に行はるゝ處に於ては必ず市場の發生があつた」と。更に又斯る市場が取引所となるには規律ある組織を具へ、一定の規則の下に取締を受くる必要があることも述べて居る。即ち株式取引所存在の理由は諸種取引物件の相場を定めることに在り然かも其の相場は公平なる相場でなければならぬ、公平なる相場出現の爲めには、大量の取引が行はれ公開的組織的市場たること、換言すれば同市場に於て大量の需要と供給とが投合され得ることが必要である。依之觀是、取引所の使命は有價證券の大量取引を消化せしめ需給の投合を圖るにあることは取引所存在の重要な理由の一である。従つて、取引所市場が大量の需給を容易に投合し得べく組織され、之に就て嚴重なる監督が行はれてゐる。然かも、其の組織並に監督は市場の擴大即ち此處に投合する需給の量が増加するに従つて改善され進化して來たことは第三章に於て既述した各國主要株式取引所の發生沿革に徴すれば明であらう。

今我國既往に於ける株式の増加と東京株式取引所賣買高の趨勢を示せば左表の如し

年次	株式會社公稱資本金	同拂込資本金	東京株式取引所株式賣買高
明治 三〇		四八一、四九六	五、一六九、三〇八
明治 三五		七八七、九七七	三、〇一五、七八八
明治 四〇		九七〇、八二四	一四、九八六、六七一
明治 四五		一、四八二、六三七	一二、九八九、〇〇七
大正 六	四、三七〇、六四六	二、七六三、八三四	二八、一八〇、六五〇
大正 七	六、八一七、六八二	四、一四三、一二九	二六、五四三、四四九
大正 八	八、八六五、二五九	五、四一六、〇五四	四四、三三一、五四七
大正 九	一二、五二〇、五三四	七、二八〇、三七一	四二、二五三、八四六
大正 一〇	一三、七四〇、八五五	八、一一五、九二四	四八、八六八、〇七六
大正 一一	一三、〇六〇、六六七	七、八〇六、五一八	四〇、四一九、一五五
大正 一二	一四、一八一、五三六	八、八三三、四四七	四一、六四一、一二八
大正 一三	一四、五三四、〇二七	九、二四八、一一九	三七、〇三六、七八〇
大正 一四	一四、八二六、四九五	九、五二四、七八五	六六、〇四二、五〇〇
大正 一五	一五、七七八、一三五	一〇、二二二、八一〇	九一、六五五、五二二
昭和 二	一六、四九五、四一四	一〇、七四八、〇四六	六八、二六六、〇二三
昭和 三	一七、〇〇〇、九四一	一一、一九八、一一四	五八、〇二三、二七四



四	一七、六二三、二二二	一一、七五三、八九〇	五一、四四三、一九三
五	一七、五二五、五六九	一一、八四四、三九二	六二、四四一、六四六
六			七四、一四七、五一五

備考 株式會社拂込資本金中大正十一年以降は株式合資會社を含まず。

一九二九年十月二十九日紐育株式取引所の賣買高は千六百四十一萬餘株であつた。東京株式取引所の賣買高の記録は長期、短期、實物各取引合計では昭和六年十二月十八日の九拾四萬壹千餘株である。之を金額にして壹億二百二十五萬餘圓の株式の需給が一日數時間の内に投合したのである。

### 東京株式取引所賣買高記録表

株式	年 月 日	賣 買 高	同 代 金
長期、短期 實物、合計	昭和六年 大正 六、一二、一八	九四一、〇二四 株	一〇二、二四七、九二二、四〇
長期清算取引	大正 一四、一二、二六	六〇八、九五〇	六七、九九八、三三〇、〇〇

短期清算取引	昭和 六、一二、一二	六六六、〇二〇	八五、八八〇、七六七、〇〇
實物取引	昭和 二、一、三一	八三、〇九七	三、六四九、三二一、六〇
長期、實物、 合計	昭和 三、七、二七	五三、二七九、九七五	四六、九二七、三八一、〇一

何故に斯る大量の取引が一日の内に斯くも容易に賣買出来るかと云ふと取引所は大量取引に便利なる組織を有してゐるからである。

一、取引所は獨占的事業である。

取引所法第二條には同種の物件を賣買する取引所は一地區一箇所に限り設立することを得、其設立には政府の免許を受けねばならない。例へば東京に於ける株式取引所は二箇所に之を設立することは出来ない。換言すれば取引所法によつて或る一地區内に於ては獨占權を認められてゐる。然し此の地區の範圍は主務大臣之を定めるが明治初年以來殆んど地區の變更を見ないで今日に至つて居る。

### 現在株式取引所の地區



取引所	所在地	地	區	地區決定年月日
東京株式	東京市日本橋區兜町	東京市、北豐島郡南千住町、巢鴨町、豐多摩郡	明治	二六、九月、一六
京都	京都市中京區東洞院通 錦小路南入	京都市、新藤新宿町、荏原郡品川町		二六、九月、九
大阪株式	大阪市東區北濱	京都市、紀平郡深草町、伏見町		二六、九月、九
横濱	横濱市中區南仲通	大阪市一圓及郡部十六町村		二七、六月、一六
神戸	神戸市湊東區楠町	横濱市一圓		二九、一〇、二
長崎株式	長崎市西濱町	神戸市一圓		二七、二、一
新潟米穀株式	新潟市上大川前通	長崎市一圓		二六、九月、九
長岡米穀株式	長岡市吳服町	新潟市一圓		二七、七月、一七
名古屋株式	名古屋市中區南伊勢町	長岡市、古志郡四郎丸村、上組村		二七、一、一六
廣島株式	廣島市銀山町	名古屋、愛知郡愛知町、千種町		二六、一二、二〇
博多株式	福岡市下鍋町	西春日井郡枇杷島町、新川町、清水町、六郷町		二六、九月、二二
		廣島市一圓		
		福岡市、筑紫郡住吉村、千代町		

斯の如く取引所は獨占權を與へられてゐることにより容易に需要と供給とを一箇所に集中せしめて大量取引が行はるゝことになつてゐるのである。

二、賣買取引に従事してゐる者が特定されてゐる。

取引所法第十條以下數條に互つて取引所の賣買取引に従事する者について詳細な規定が定められて居る。即ち取引所の賣買取引に従事する者は取引員或は會員と稱して所定の資産上の條件並に人格的資格を満足する者で政府の免許を受けて始めて加入することが出来る、加之取引所の定款によつて取引員の定員が定められてゐる。従つて總ての需要供給は此の一定數の取引員を以て賣買せられねばならぬから一般の需要は賣買の委託の形式で凡て取引員の手許に集中すると云ふ必然の結果となるのである。

株式取引員定員並に現在數（昭和六年末現在）

取引所	一 般		短 期		實 物		國 債		合 計	
	定員	現在數	定員	現在數	定員	現在數	定員	現在數	定員	現在數
東京株式	八一	六七	一〇〇	(一一八)	一〇〇	(一一四)	五〇	(四九)	三三一	一二八
京都	七〇	四七	—	—	—	—	—	—	七〇	四七
大阪株式	七五	三八	二五〇	(九六)	—	—	—	(三三)	三七五	一〇五
横濱	七〇	二五	—	—	—	—	—	—	七〇	二五



神戶	長崎	新潟米穀株式	長岡米穀株式	名古屋株式	廣島株式	博多株式
七五	二七			四一	三二	七五
一九	一〇			二五	一九	一七
	三五	三〇	三〇	八〇		
	二四	二九	二九	三八		
		(昭和五 年 末)				
七五	六二	三〇	三〇	一一	三二	七五
一九	一四	二九	二九	六三	一九	一七

備考( )中の數字は兼業者數を示す。・印は米穀取引員の兼業

### 三、取引物件が定められてゐる。

抑々取引所の賣買物件たるには一定の性質を具備して居ることが必要であることは云ふ迄もない、而して株式取引所に於ける賣買物件が如何に取引所取引の賣買物件としての適性を備へてゐるかを検討しやう。

取引所に於て賣買せらるゝ物件は代替性を有する商品でなければならぬ、然し代替性を有する商品であるからと云つて如何なる商品でも取引所に於て實際上賣買取引

せられるかと云ふと決して然らずで自ら制限があるのである。

(1)代替性を有する商品と雖も其の價格の變動之なきか若くは其の變動極めて尠きものは取引所の賣買物件にはならないのである。

取引所存在の價値は實に相場變動ある商品に就いて鞘取引に依つて其の相場の激變を防止し又繋ぎ取引に依つて之を保險する作用を有するからである。即ち、時の關係及び場所の關係で必然相場の變動が生ずる以上、この時の關係及び場所の關係を利用して其の變動に因る差額を利得しやうとする賣買取引を誘發し、其の取引の効果が自然に相場の激變防止になることは後述する所である。のみならず其の虚實の取引の間に處して企業家及び商人が其の原料品又は取引物件の相場下落に基く損失を他に轉嫁すると云ふ妙味がある。此故に相場の變動之れなきか又其の變動極めて尠ない商品に就ては投機取引を爲す必要なく又其の作用を發現する餘地がない。例へば我國に於ける煙草、鹽等の様に國家の專賣品になつて居るものは大體其の價格が一定せられ相



場變動がないから取引所に於て賣買取引をする必要がない、又實際上取引されることがないのである。假令國家の專賣品に非ざるも其の生産及び消費が少數の人に獨占せられる様な商品は其の價格が一般經濟上の事情に依つて決定せられず、單に其の獨占者の意思に依つて左右せられるから專賣品と同じく投機取引の目的物とならない。有價證券の如きは一般的に云ふと完全な代替性を有してゐる上に相場の変動し易い物件であるから投機取引の目的物中主要なものであるが、然し地方的會社の株券又は私會社の會社の株券の如きは其の需要の範圍は地方又は特定人に限られ相場の変動少いので投機取引の目的物とならない。

(2) 代替性を有する商品でも大量的に存在することが必要である。

取引所は普通の市場と異り多額取引を爲すを骨子としてゐる。従つて其の取引物件の生産額又は集散額が相當に多量でなければならぬ。所謂格付制度は代替性の不完全を人爲的に補充する制度であるが然も一面に於ては多額取引を實行する便宜上の制度

たることを失はない。若し假りに大量的に存在しない商品若は格付制度を認めない商品を取引所に於て賣買取引することを認むるときは買占行爲が容易に行はれ之に依つて相場を左右される虞れがある。

(3) 大量的に存在し且つ相場の変動し易き商品でも尙ほ比較的耐久性を有する必要がある。取引所に於ける商品の賣買取引は比較的長期に亙るを常とする、従つて相當貯藏に耐へ品質變化しない物件でなければ取引所の賣買物件とはなり得ない。魚介、果物、野菜の如きものが假令代替性を有つてゐたとしても尙且定期取引の目的物とならない所以茲にある。小麥粉の如きは世界的商品で前述の二要件を完全に具備してゐるが其の耐久性を有つてゐない爲めに取引所の賣買物件としては不完全なものと云はねばならない。

(4) 取引所の賣買物件となるには其の取引所の相場の決定が支配力を有することである。取引所に於て決定する賣買取引の相場自身が公定相場として標準相場たるの權



威を有しなければならぬ、之れ亦經濟上取引所の存在する公益的價値の一つであつて詳細は後述する所である。然るに其の取引所の相場決定が支配力を有せず其の商品に付き標準相場となり得ない時は當該取引所は公定相場を作成する權威がなくなるであらう。換言すれば其の物件の相場が大體に於て他の市場又は他の取引所の相場に依つて決定せられ特に當該取引所の決定に依る相場に左右せられない場合に於ては、其の物件は到底取引所の賣買物件たることは出來ないのみならず却つて之を許すときは弊害を醸成するに至るであらう。

以上述べ來つた如く取引所取引物件が具有しなければならぬ種々の條件を以て今有價證券を見ると、

第一に有價證券は一般的に完全に代替性を具へ且つ其の價格の變動も相當あること  
第二に大量的に存在して大量取引に適する、然し茲に注意をせねばならないことは取引所に於ては上場條件なるものを設けて大量的に存在するものゝみを賣買すること

になつてゐる、即ち一定量以上存在するものでなければ之を取引所取引の賣買物件として取扱はないことである。

#### 上場條件

取引所令第十二條に依つて取引所は清算市場に上場せんとする有價證券の各銘柄に付いて取引所の監督官廳である商工省の認可を受けなければならぬ。尤も同條の但書によつて國債、及び地方債は其の認可を要しないことになつて居る。尙ほ大正十一年の取引所法改正以前に於ては商工省から取引所に對して一定の上場證券認可申請の標準を指令して居たが、該指令は取引法改正と共に自然消滅となり現在では各取引所自ら内規的に之を定めて居る。今東京株式取引所の内規によれば清算取引の上場銘柄に就ては、(い)同一銘柄に付き株數六萬株以上、拂込資本金百萬圓以上、又既に上場してゐる株式の新株式に就ては株數四萬株以上拂込資本金五十萬圓以上であること、(ろ)會社設立後二箇年以上(合併の場合は合併前の經過年數を加算する)を經過して



あること、但し會社が既存の事業を継受した場合に於て其の事業が會社の資本金に相當する程度の規模に於て多年經營せられ其の基礎も亦確實にして會社設立後數年を経過したと同一に看做し得る場合は此の限りに非すと定めてゐる。若し上場せんとする銘柄が是等の標準要件に合致して居る場合には之を商議員會に付議し、會社の業績又は資産内容等を嚴重審査し上場の可否を審議し其の可決せられた時は有價證券買賣開始認可申請書に當該會社の最近二決算期の考課狀當該會社の承諾書の寫し、賣買開始に關し當該會社との特別の契約あるときは、其の契約書の複本及び當該會社に關する取引所の建株調書等を添付して商工大臣に提出する、斯くて商工大臣の認可があつた場合始めて其の銘柄は清算取引に上場せられ、其の賣買が開始されるのである。尙ほ取引所が上場認可を受ける以前に當該會社から受取る處の上述承諾書に於て種々なる條項に付當該會社の約諾を求める。

次に債券を清算取引に上場する場合の條件としては、當該證券の償還期限が三箇年

以上なること、及び其の現在額に就ては國債證券は二千萬圓以上地方債證券は一千五百萬圓以上社債は一千萬圓以上であることを要すと定めてゐる、前二者に就ては其の上場したる旨を主務省に届出づるを以て足れるが、社債に就ては株式と同様商工大臣の認可を要することになつてゐる。以上は有價證券を清算取引に上場する場合の條件であるが、實物取引にありては新規銘柄の有價證券が公正と認め得らるべき價格に依り賣買の成立した時を以て其の銘柄の上場と看做し其の旨商工大臣に單に届出づる慣例となつてゐる。

第三に本質的に耐久性を有つてゐる即ち他の商品と異り品質の變化を來すことなく貯藏性を具へてゐるのである。

第四に取引所に於ける相場が其の有價證券相場決定の支配力を有つてゐる。其の實際及び理由に關する詳細は次節に於て述べるであらう。

然らば現在如何なる分量に於て取引所は上場物件を有し之に對して市場性を與へて



あるかと云ふに之を日本銀行調によつて最近の有價證券現在高を示せば左の如し。  
株式(昭和六年末)

社 數	二七、一二九社
公稱資本金	一九、七二二、九三九千圓
拂込資本金	一二、七四五、八七九千圓
債券(昭和六年末)	
國 債	六、〇〇二、八〇四千圓
地 方 債	一、七二八、四一六
社 債	五、二六一、五一七
合 計	一二、九九二、七三七

即ち今株式の公稱資本金額並に債券の合計現在額を加へるならば三百二十七億餘萬圓と云ふ全國有價證券現在額が得られるであらう。其の内如何なる部分割合に於て東

京株式取引所が上場してゐるか即ち市場性を與へてゐるかと云ふに、昭和六年度末に於て約百九十一億餘萬圓に上つてゐる。今上場物件表を掲ぐれば左の如し。

年度末現在	株 式		債 券		合 計	
	銘柄數	額 面	銘柄數	額 面	銘柄數	額 面
明治 十一年	四種	一、八〇〇千圓	五種	三〇、七四	九種	三三、五二
二十一年	三	六五、二七一	八	二四八、四三三	四七	三三、七二四
三十一一年	二〇九	二二七、七三五	八	三七六、五八三	二七	五九四、三三八
四十一一年	一七三	八〇八、八三九	五	一、一九七、四一	三六	一、九二八、五八〇
大正 七年	四〇二	二、四八七、一八九	一七二	二、二二、三九	五七三	四、六〇八、四一八
三年	一、〇〇六	九、〇五三、九三〇	五八九	八、五〇五、五三五	一、六一五	一七、五五九、四六五
昭和 五年	一、〇六三	九、二三三、九七三	五六四	九、〇九二、九六〇	一、六二七	一八、三二六、九三三
六年	一、〇六五	九、三三七、三三〇	五八二	九、七二〇、五〇〇	一、六四七	一九、一〇七、八二〇

四、取引所の取引方法に關する詳細なる規定は大量取引に適してゐる。

(1) 株式取引所の賣買は銘柄取引である。即ち銘柄に依つて賣買取引を行ひ見本又



は標準物に依つて賣買取引を行はぬ。従つて市場に於て賣買者は賣買物件の提示を俟つて始めて賣買が開始されるものでないから大量の賣買が容易に投合せしめ得らるゝのである。

(2) 賣買取引受渡決済の日時が豫め定められてゐる。特に東京株式取引所市場の本幹とも云ふ可き長期清算取引に於ては限月制を採用し其の受渡日に就て當限は今月の月末最終營業日に、中限は翌月、先限は翌々月の各月末最終營業日と一定し其他に別の受渡期日を随時に定めて賣買することは出来ない。此の期限を統一し取引を單一化すことによつてより大量取引が行はれる。

(3) 賣買の單位が定められてゐる。紐育株式取引所に於ける賣買單位は百株であるが東京株式取引所に於ては、株式に付ては創立以來一株單位なりしが其の賣買高の増加に伴ひ其の定期取引に付き明治二十七年七月二日以降鐵道株の賣買單位を五株とし、次で十月二十日以降其他の諸株(當取引所株を除く)の單位を五株とし、更に明

治二十九年三月限賣買の分より次の如く其單位を改正した。

一、諸公債證書は額面千圓を以て單位とす。  
 一、諸株式の内東京株式取引所株及び東京馬車鐵道會社株を除き自余の株式は十株を以て單位とす。

一、東京馬車鐵道會社株は五株を以て單位とす。  
 明治二十九年五月限より東京馬車鐵道株單位五株を一株に改め、同七月限以降同新株も十株を一株に改正。

明治三十年三月限より從來十株單位なりし横濱蠶絲外四品取引所株を一株單位に改正。

明治三十一年六月限より從來一株を以て單位としてゐた東京馬車鐵道新舊株、東京米穀取引所、東京株式取引所株は五株單位とし。

明治三十四年十二月限以降從來五株單位なりし東京米穀取引所、東京株式取引所兩



株並に一株単位なりし横濱蠶絲外四品取引所株、は共に十株單位に改正したのである。斯の如く數次の改正を経て現在清算取引に於ける株式に付いては十株單位、債券類に付ては一萬圓と云ふことになり、其の整數倍數以外の端數は賣買出來ないことになつてゐる。

(4) 賣買方法が統一されてゐる。先づ取引を分ちて長期清算取引、短期清算取引、實物取引とし主として清算取引に大量の需給が投合して居る。

長期清算取引に於ては其の上場銘柄を一銘柄づゝ一定の順序によつて賣買を行はせ其の約定方法は單一値段の競賣買の方法を用ひ、一定の瞬間に大量の需要と供給とを競合せしめ商内を成立せしめてゐる。然し此の方法による時は凡ての取引は單一値段に集約せらるゝことになるのであるから其の値段以外の需給は不斷に投合を試みねばならぬ。今株式に於ける各取引別の賣買高を示せば左表の如し。

期 別	長期清算取引		短期清算取引		實 物 取 引
	千株	千株	千株	千株	
大正	一三下	一二、四三七	六、五九二	二、三二二	
	一四上	一七、八二八	一一、六二四	二、七八五	
昭和	一五上	一九、六七七	一〇、六二二	三、四八八	
	一五下	二七、〇四九	一八、九九八	四、一一九	
昭和	二上	二一、九七三	一五、三九五	四、一二二	
	二下	二二、五八五	一二、三二六	四、三八一	
昭和	三上	一四、九八一	一〇、八一九	三、一七四	
	三下	一三、七五五	一〇、四二〇	三、九七六	
昭和	四上	一五、四〇三	一〇、六五六	三、七二六	
	四下	一一、七七八	一一、二一四	三、〇九二	
昭和	五上	九、九一三	一三、六四四	二、三〇六	
	五下	一二、二九五	一二、七五八	二、二七三	
昭和	六上	一七、二一四	一五、五五五	二、三四八	
	六下	一五、一九二	一九、七四四	二、一三〇	
昭和	下	一〇、九七八	二四、四二〇	一、六八四	

五、何故に清算取引に於て實物取引に於けるより以上の需給を投合し得るやと云ふに



一つに投機取引が此の取引に於いてより容易に行はれるからである。

一八七八年七月の英國勅定委員會の報告書中に於て「株式取引所が各種の有價證券の限りなき賣買に對して與ふる所の大なる便宜は定期取引の仕法と相伴ひ適法の投機取引を行はしむること疑なき事實なり云々」としてあり、取引所に於ける取引は投機取引が介在するにあらざれば大量なる需給を容易に投合せしむることが出来ないことを説破してゐる。即ち取引所は投資と投機との兩方面の賣買に適應するものであることによりて大量なる需要と供給とを投合せしむることが出来るのである。従つて證券を實際に賣らう又は買取らうといふ目的も完全に果されると同時に一度賣つた者も現品を渡さず又買つた者も現品を引取らずに其の賣値段及び買値段の差金のみを授受して其の目的を達することも出来るのである。實物市場の如く實と實とのみの市場に於ては、大量の取引を爲さんとしても容易に之が相手を求めることが甚だ困難としなければならぬ、即ち實と實のみにては大量の需給が投合するに困難であつて、茲に實

と虚と適時適當に結合することによつて需給投合の圓滑を圖り、取引所の機能を發揮し得らるゝものであると云ふことが出来やう。

六、擔保制度によつて取引員は安心して賣買が出来る。

取引所に於ける實際賣買の意思表示の方法は至極簡單に行はれ、然も大量の取引が確實に締結されて行くことは擔保制度によつて各取引員は相手方の信用資産の程度を頓着せず自由に且つ安全に取引が出来る。

以上述べ來つた如く取引所は組織化され其上に取引所法を初め各取引所關係法規並に定款業務規程を以て監督を受けてゐる、これ即ち取引所は大量の需給を投合せしむると云ふ社會的機能を完行し得られる所以でなければならぬ。

### 集中性

以上論述し來れる如く或は法令を以て取引所に獨占權を與へ、或は取引者を特定し、其他の組織並に之を統制す可き諸規程を定めて以て取引所の大量取引の投合と云ふ機



能を果す可く其の萬全を期してゐるのである。

翻つて株式取引所なるもの、本質を其の賣買物件の特性より考究して見ると其處に物産取引所の其れと異り、株式取引所の賣買は其の本來に於て中央市場に集中す可き性質を有つてゐることを證明する事實がある。今米國に於ける紐育、ボストン、市俄古、桑港の四大株式取引所の總賣買高に對する中央市場たる紐育株式取引所の賣買高の比率を見るに、左表の如く其の約九割を示してゐるのである。

年 別	四 取 引 所 總 賣 買 高	紐 育 株 式 取 引 所 賣 買 高	比 率
一九二五年	四八五、〇一七、二五五 <small>株</small>	四五二、二一一、三九九 <small>株</small>	九、三二
二六	四七八、六二一、〇二六	四四九、一〇三、二五三	九、三八
二七	六一一、二〇七、四三三	五七六、九九〇、八七五	九、四四
二八	一、〇一〇、〇九一、三九八	九二〇、五五〇、〇三二	九、一三
二九	一、三五〇、六六三、八四七	一、一二四、六〇六、九一〇	八、九九
平均	七六七、一二〇、一九二	七〇四、六九二、四九二	九、一九

註 四取引所——紐育、ボストン、市俄古、桑港株式取引所

又我國取引所に於ける東京株式取引所の賣買高を見るに、左表の如く其の全國株式賣買高の約四割九分を占め、然も其の殘五割一分に相當す可き地方取引所の賣買高の五割二分弱は東株新舊株の賣買高であることは第二表の示す通りである。従つて地方取引所存在の理由が其の地方に特別の關係を有する企業の證券を上場し之に市場性を與へ以つて地方企業資金の調達に便宜を與ふることにあるとせば、當然其の賣買高中約半數に相當する東株新舊株の賣買高は之を除いて考察する可きであつて我國に於ける中央市場である東京株式取引所に如何に賣買が集中せられ居るか實證することが出来るものである。

第一表 東株市場對地方市場の賣買高比率



年別	全國取引所總賣買高	東株市場賣買高	比率
大正一五年	一七六、八八四、九七二 <small>株</small>	九一、六五五、五二二 <small>株</small>	五、一八
昭和二年	一三六、七七〇、七七三	六八、二六六、〇二三	四、九九
三年	一一七、五一七、二四四	五八、〇二三、二七四	四、九四
四年	一一七、四四三、八九〇	五一、四四三、一九三	四、三八
五年	一三〇、八四三、三九八	六二、三九一、三一六	四、七六
平均	一三五、五九九、二〇六	六六、三五五、八六六	四、八九

第二表 地方市場に於ける賣買高内容

年別	地方市場總賣買高	東株新舊株賣買高	比率
大正一五年	八五、二二九、四五〇 <small>株</small>	三三、九一〇、八三〇 <small>株</small>	三、九八
昭和二年	六八、五〇四、七五〇	三五、八二七、八一〇	五、二三
三年	五九、四九三、九七〇	三四、〇七二、〇四〇	五、七三
四年	六六、〇〇〇、六九七	四三、八一五、五六〇	六、六四
五年	六八、四五二、〇八二	三二、六九六、八四〇	四、七八
平均	六九、五三六、一九〇	三六、〇六五、四一六	五、一八

前述せる如く我國に於ては、取引所設立は一地區一箇所制を採用してゐるが實際上に於ける賣買高は中央市場である東京株式取引所に集中してゐるものである。即ち同一銘柄を上場してゐる市場は共に競争的立場に置かれることは當然であつて、又今日全国的に注文の集中する中央市場に於ける市場相場は全国的需給を基礎としたものであつて最も公正なる性質を有するのである。然る以上は一層注文は價格の正確にして従つて需給の容易に投合し得らるゝ中央市場に集中せらるゝことは理の當然である。換言せば市場に集中する賣買が多數なれば多數なる程、益々市場が擴大せられ大量の需給の投合が益々容易となり相場は公正となるのである。斯かる取引所賣買の中央市場集中性は注文意思傳達機關である通信機關の發達によつて益々激烈となる。蒸氣機關の發達、電話、電信、チャッカー、海底電信、無線電話の發明發達により中央市場の



相場は即刻遠隔の地へ傳達せられ其の注文は容易に中央市場に集中せらるゝに至り市場は益々擴大せらるゝに至つた。例へば紐育と桑港は三四千哩隔つてゐるが株式賣買の注文が僅か五十六秒にて返事が來ると云ふことである。斯る事情にありながら我國取引所法第十一條の四は會員又は取引員の支店出張所を地方へ設けることを嚴禁して自然の理法に反してゐる。然し前述通信機關の發達は斯かる人爲的障礙を乗越えて中央市場に集中せられつゝある有様である。

### 第三節 相場の公定

市場に於て成立した價格は市場價格である、略して又市價とも云ふ。而して市場價格の標準又は市場價格を誘導する目標とも云ふべき價格に就いては、古來より正常價格と稱するものがある、凡そ物財の價格には正常なる標準がなくてはならぬとの思想から生み出された價格であるが畢竟、理想價格であるに過ぎない、従つて此等の理想

價格は現實の市場價格を常に代表するものとは云ひ難い、此等理想價格を以て現實の市場價格の標準とするには甚だ其の權威に乏しいから此處に於て現實の市場價格と密接なる關係を保持し、現實の市場價格を眞に代表し、標準となり得るやうな價格を必要とする、此の要求に應ずべく生れた價格が公定相場であり、而して最も權威ある公定相場を作成發表すると云ふ重要な經濟的機能を有する經濟機關は實に取引所に外ならない、従つて取引所相場は公定相場の典型的なものであると云ひ得る、蓋し取引所市場に於ては取引員又は會員及び其の代理人即ち經濟市場に精通し居るものが現在及び將來の需要供給を推測し電信電話其他凡ゆる文明的利器を利用し各種の手段方法を以て物價變動の原因となるべき材料を調査探知し競賣買の方法に依りて相場を決定するものであるから、其の相場は經濟市場に最も適應した相場であるのみならず、其の時、其の場所に於ては最も公正至當なる相場であると云ふことが出来るからである。此の意味に於て株式及び公社債等有價證券の公定相場が、株式取引所に於て決定



せらるゝ公定相場を以て其の最も權威あり且つ典型的のものとして經濟界に重要視せられる所以である。以下有價證券の公定相場として株式取引所相場が如何なる特質を有つて居るかに就いて述べやう。

#### 取引所相場の特質

前節に於て既に説明した通り、取引所市場に於ては大量の需要と供給とを容易に合せしむべく組織されてゐる。而も取引所市場に集中する需要と供給とは決して所謂實需給のみでなく假需給をも多量に包含するものであり、これが取引所は投機市場なりと稱される所以である。換言すれば投資取引を目的とする實需給の集中に更に投機取引を目的とする假需給が加はるから取引所市場に蝟集する需給の數量は取引所市場以外即ち場外に於ける如何なる場所の需給數量に比しても之は同日の談ではない。即ち有價證券に對する需給の數量が取引所市場に於て最も大量であることは明白なる事實であつて若しも其の市場に集中する需給が事實上大量的でないとしたならば其の

市場は最早取引所の經濟的機能の大部分を缺如し其の存在價值を失つたものである。苟も取引所市場として存存する以上其の市場に於ける取引は必ずや大量取引であることを原則とし、又大量取引の行はるゝ故に其の市場に於て成立した價格は公正であると云ひ得るのである。一例を採つて説明するならば或る取引所に於ける株式が一株百圓の相場で十株の賣買が成立したと同時に九十九圓五十錢で千株の賣買が成立したと假定する、此場合同様の取引は何れの約定値段を以て標準となすべき乎、前者に於ける約定値段が一株百圓であるにしても其の總代金は僅々一千圓に過ぎざるに反し、後者の其れは九萬九千五百圓に上り前者の約百倍に相當する資金の移動を意味する。従つて其約定に際し前者に比し後者に於ける約定値段は數倍乃至數十倍の注意力又は判斷力に基いて決定されたものであり、此の故に一千株と云ふ大量取引に依つて決定された九十九圓五十錢と云ふ相場を標準として爾後の參考に供せられることは當然である。即ち小量取引に依る決定値段よりも大量取引に依る決定値段が權威ある標準値



段として重視せられる所以であり取引所相場の特質である。

取引所は公開且つ自由の市場であることを要件とする。

取引所は公開市場である。單なる富裕階級、投資階級、金融家、事業家等一部の利用機關に非ずして、社會公衆の爲めに公開され、利用さるべき機關であつて、地位の如何を問はず、富の如何を問はず、何人と雖も取引員を通じて市場に出動し賣買取引を爲し得る爲めに、設備され運用されてゐる。而して前言の如く、取引所市場では其の賣買物件の需給状態によく精通した會員又は取引員及び其の代理人を中心として賣買取引が行はるゝものであり市場は公開的である。其の賣買取引に於ける約定値段は公定相場として公示される。取引所相場が自然靜止すべきところに靜止するのは固より投機取引の作用に因るものであるが又他面取引所がこの公開的市場たるに基因することをも認めなければならぬ。更に取引所市場に於ける賣買取引の仕法が極めて自由であることも要因である。所謂空賣が行はれ空買が行はるゝ、現物を所持せずして賣付

も行ふことを得、現在代金を所持せずして買付を行ふことを得、全く自由に賣買取引を行ひ得る。即ち取引所相場は公開的にして且つ極めて自由なる市場に於ける出來値段であり従つて公正なる相場であることを特色の一として擧げ得るのである。取引所相場は競賣買の方法に依つて決定されるところの相場である。

取引所市場に於ける賣買取引を見るに、實物取引に於ける相對賣買即ち單一の賣方と買方とが第三者に關係なく相互に協定して取引値段を決定する方法は暫らく之を措き、取引所に於て最も重要視せらるゝ清算取引に於ける値段の決定方法が競賣買に依つて行はるゝことは正に取引所相場の大なる特色である。競賣買の方法とは豫め取引所に於いて定めた順序に従ひ賣買物件の種類及び其の期限を市場に掲示し、一定の時間内に於て多數の賣方及び買方をして同時に價格を競争せしめて賣買取引を爲さしむる方法を云ふ。此の賣買方法の特色は比較的完全に自由競争の行はるゝ點に存し此の方法に依りて決定せられた相場は最も公平なる相場であると云ひ得る、而して競賣買の



方法に依る相場決定の方法に就き之を説明するならば、先づ二種に大別することが出来る。第一は同時内に於いて爲したる總ての賣買取引は同一値段を以て締結せられたものとする方法を謂ひ、第二は時間の経過中に個々の値段を以て個々の賣買取引を爲す方法を謂ふ。第一の方法に單純なる板寄せ法と複雑なる板寄せ方法とがあるが、現今我國に於ける多數殊に有力なる取引所は殆んど此の方法を採用し取引所界永年の慣行とも稱すべきものである。其の原理を按ずるに此の方法に於ては多數の賣方及び買方が競争し而して需要供給の合致したる相場であるから其の瞬間に於ては最も公平最も至當なる價格である。従つて其の價格を以て賣買契約の全部が調節せらるゝことは取引界一般の希望する意思と推測して差支へない。蓋し成行注文に依る賣買玉は至當なる價格に依りて調約せらるゝことを希望するのは固より、指値注文に依る賣買玉中其の至當なる價格に合致し若くは有利なる指値の玉が調約せらるべきは是れ亦當然であつて、其の價格の範圍に合致せざる指値賣買玉は其の價格の現はるゝ迄調約せら

れない。第二の方法は一に之を歩み賣買の方法と稱して居る、立會開始の時より一定の时限に於て順次個々の値段を以て個々の手合せを爲すものである。之を要するに値段決定の方法として最も公平にして最も至當なる價格を定むるに至るべき競賣買の方法に依つて居ることは、以て取引所相場の公正なるべき一特徴たるを失はない。(第四章第一節參照) 取引所相場は資本投下の指針たるべき性質を有つて居る。

既に述べたるが如く、取引所市場は特定の賣買物件の需要と供給とを投合せしめ其の價格を競争的に決定する場所であつて多數の賣方と買方とが集合し或る統制の下に賣買取引を爲すところの組織の高度化した施設であり、取引所市場に於ける賣買取引は其の物財に關する限り經濟社會に於ける一切の需要と供給とを代表して居るものと云つてよい。而も取引所市場に於て決定する價格は眞實なる需要供給と投機的なる需要供給との重複關係に於て公開的にして且自由に競争された結果決定される價格であるから、競争價格中最も典型的なものと云ひ得る。即ち取引所相場は商品たると有價



證券たるを問はず經濟市場に最も適應したところの相場である。蓋し取引所相場は「相場決定の要因」に於て後説するが如く所謂強氣と弱氣との勢力關係に依りて定まるとは云へ、此の兩者の勢力關係は何に依つて定まるかを按ずるならば、夫れは實質的需給關係を支配する外部的事情と投機的需給關係を支配する内部的事情との二つの要素から成立つて居ると云へる。例へば有價證券に就いて云へば金利、企業の収益力、其の産業全體の状態、財界全般の景氣の如きが實質的需要供給を支配するところの外部的事情であつて之等の事情を如何に判斷するかによつて強氣又は弱氣の孰れかに參加するのである。併し乍ら、現實の相場は外部的事情の外に各取引者の資力の大小に依つても強弱關係に或る程度の影響を及ぼす、之が投機的需給關係を支配する内部的事情と稱せられるものである。強氣即買方の資力が大であれば、相場は昂騰し弱氣即ち賣方の資力が大きければ相場は低落する、併しながら強弱關係が斯かる内部的事情に依つて其の強弱の度合に斯の如き影響を受けるものであることは否定出来ないまで

も強弱關係の因つて定まる根本的要素は何であるかと云へば依然外部的事情でなければならぬ。而して外部的事情は嚮きにも例示したやうに財界及び經濟界の有形無形の材料が相場の決定に作用して行くものであるから、之等一切の材料を織込んだ取引所相場は財界及び經濟界に於ける總ての事象を反映する鏡の如き役目を持つものと云つてよい。即ち取引所が財界のバロメーターと稱せらるゝ所以である。従つて生産者は其の商品の取引所相場を観察することに依つて同商品に關する一般社會の需給状態を知り得るのみでなく將來に於ける需給状態をも之を考慮に容れて生産に手加減を加へたり又は他の商品の生産へと轉ずる等の判斷を下す事を得べく、又投資家は債券に投資すべきや株式に投資すべきや更に如何なる種類の企業に投資すべきや、景氣將來の動向如何、之等を見透す爲めの羅針盤として常に取引所相場を注視せねばならぬ。即ち有望なる事業會社の株式には集中する需要の爲めに其の株價は上騰し株價の上騰は又其の事業の有望なることを社會に知らしめて資金は更に其事業に向つて他の有望な



らざる事業から盛んに移動する刺戟材料となり延いては其の事業を目的とする會社の新設が頻繁となつて来る。之に反して成績不良なる事業會社の株式に對しては需要が減退して供給が増加する結果其の株價は勢ひ低落せざるを得ない、株價の低落は其の事業の會社設立計畫を放棄する場合もあるべく、投資々金は他の有望なる事業に向つて移動し又既に其の株に投資せるものは之を賣放つて他の優良株に買替へるであらう。之を要するに取引所相場は資本投下の指針たるべき性質を有つて居るからであつて茲に取引所相場の特質の一として擧げた所以である。

取引所相場は賣買又は擔保價格決定の基準を提供する。取引所相場は公衆の強弱の結晶であるから他の百般の商取引の價格決定に於ける標準相場となることは贅言を要しない。銀行其他の金融機關に於ては特殊の有價證券又は商品に對し取引所の相場を標準として金融の融通を爲すものである、若し取引所の如き經濟的機關がなければ標準相場なく金融上甚だ不便であることは何人も容易に知ることが出來やう。

取引所相場は公的性質を有つて居る。

即ち取引所相場が賣買又は擔保價格決定の基準として單なる個人的便益のみに役立つものでなく、前述の如く財界を指導し其の歸趨を知らしめると云ふ公益性よりして取引所相場の一般社會に與ふる影響は頗る重大である。従つて取引所の相場は常に公正にして社會に於ける凡ゆる事象又は各種事業、商品に關する各般の事情を綜合歸納した結論を明示すべきものでなければならぬ、茲に取引所相場の公益性が存在するのであつて、取引所法は取引所相場の公正を保護する爲めに、取引所の役員又は取引所に於ける受渡物件の格付を爲す者に賄賂を交付提供又は約束した者、或は取引所に於ける相場を偽はつて公示した者、或は公示又は頒布の目的を以て虚偽の相場を記載した文書を作製した者又は之を頒布した者等を一年以下の懲役又は三千圓以下の罰金に處すべき旨の規定を設けたり、取引所に於ける相場の變動を圖る目的を以つて虚偽の風説を流布し偽計を用ひ又は暴行若くは脅迫を爲したる者を二年以下の懲役又は五



千圓以下の罰金に處すとの峻嚴なる罰則を定めてゐる。

以上に依つて取引所相場の特質を要約して見るに、取引所相場とは公開且つ自由の市場に於て大量の需要と供給とを投合せしめ競賣買（實物市場に於ては相對賣買）の方法に依り決定成立したる約定値段にして一般的商取引の價格決定に基準を提供する効用あると共に財界を指導し生産及び配給の方法を指示する公益性を有するところの價格であると云ふことが出来る。

#### 公定相場の作成

公定相場とは或る物財につき多數人の自由競争に依つて決定されたところの客觀的價格である。従つて或る物財例へば重要商品又は有價證券につき空間的及び時間的に廣大なる範圍から需要と供給とを大量的に集中せしめ其の投合を企圖することを目的として居る取引所の市場に於て成立した値段は最も典型的なる公定相場と云つて差支へない。我國に於ては従前法律上特別なる公定相場の觀念を認めて居たが夫れは商法

及び競賣法等に於て取引所の相場あるときは之に據ると云ふ規定上一日に一個の公定相場を定めねばならぬ必要から起つたものである。併し今日では取引所法施行規則第十八條に賣買成立の値段を以て公定相場とするとあつて、取引所市場に於ける賣買成立の値段を以て其れ自體之を公定相場と爲すべき旨を規定して居る。取引所相場換言すれば取引所市場に於て成立した約定値段は即ち公定相場である。而して此の公定相場作成は實に取引所の最も重要な經濟的機能であると稱して過言でない。

然らば我國に於ける取引所では如何なる方法に依つて公定相場を作成するかと云ふに前述の如く取引所市場に於ける賣買取引の成立値段其れ自體を以て公定相場として居るのであるから、市場に於ける約定値段の決定方法を説明する必要がある。即ち我が國の株式取引所に於ては公定相場決定の方法として相對賣買、入札賣買、單一値段競賣買及び複數値段競賣買の四種がある、而して相對賣買と入札賣買とは實物市場に於ける實物取引について行はれ、競賣買の内單一値段競賣買は長期清算と短期清算市



場に於て採用せられ複數値段競賣買は接續賣買又は歩み賣買とも稱し短期取引の寄付及び大引の兩立會間に適用されて居る。茲に公定相場決定の方法を述るに就いては、實物市場に於ける賣買取引と清算市場に於ける賣買取引とに區別して之を説明するが便宜である。

實物市場に於ける公定相場作成の方法。

相對賣買とは賣買當事者双方が相對の協議を以て賣買契約を締結する方法を云ふ。入札賣買とは賣買物件の數量其他の要件を市場に掲示し豫定の時刻に記名投票を以て其の價格の競争を爲さしめ開札の結果、入札賣の場合に於ては最高値を付したる者を以て確定の買主とし、入札買の場合に於ては最低値を付したる者を以て確定の賣主とする賣買方法である。此の入札賣買の場合に於て開札の結果、最高値又は最低値の價格にして同額の値段を付したる者數人あるときは之等の入札人は共同して其の物件を引受くべきものとし、若し之を欲しないときは同額の價格を付したる入札人をして即

時其の價格を競争せしむるか又は抽籤を以て入札賣の場合に於ては買主、又は入札買の場合に於ては賣主を定むべきものとするのを通例として居る。入札賣買の場合に於て開札の上其の價格が不適當であると認むるときは、賣主又は買主は取引所役員の承諾を得て其の賣買を取消すことが出来る。

清算市場に於ける公定相場作成の方法。

長期清算市場に於ける立會並に短期清算市場の寄付大引立會に於ては單一値段競賣買の方法が而して短期清算市場の接續立會に於ては複數値段競賣買の方法が採用されて居るが其の具體的方法是既述の通りである。茲に競賣買について注意すべきことは、取引所の賣買取引は轉賣買戻に依る相殺の結果契約當初の當事者は漸次變更して結局賣方と買方との二者に分るべき性質即ち團體的取引の性質を有すると云ふことである。

更に競賣買の仕法に就て觀るに、競賣買たる單一値段制と複數値段制との二者の中



前者が一定時間に多數の取引を單一の値段を以て成立せしむるものであるに反し、後者は時間の経過中に於て多數の取引を順次個々の値段を以て成立せしむるものであるから、兩者間には實質的差異が存する。従つて公定相場決定の方法としては、同一時に多數の賣買希望者をして値段を競合せしめ單一値段を決定するところの競賣買は社會萬般の事象を繰入れ完全なる自由競争を行ひ得るものであるから従つて其の決定した相場は最も公正なるものであり最も進歩したる賣買方法なりと云はれて居る。

再言するまでもなく、取引所の相場は經濟市場に適應すべきものでなければならぬ。然りと雖も、時に或は投機者流が合同して人爲的に一時價格を上騰せしめ又は下落せしむると云ふ弊害が必ずしもないとは斷じ得ない、所謂買占又は賣崩の手段に因る相場の作製が即ち是である。買占と云ふは投機者流が相場を人爲的に上騰せしむるの目的を以て同一物件を買煽ふることを謂ひ、賣崩と謂ふは之と正反對に人爲的に相場を下落せしむることを謂ふ、畢竟するに買占又は賣崩は人爲的に需要又は供給の過

多を假裝するものであるから此の如き手段に因りて決定せられたる取引所相場は適當に決定せられたところの公定相場なりと云ふことを得ない。然しながら買占又は賣崩の手段は今日の如く有價證券現在高の膨脹と交通機關の發達したる時代に於ては到底容易に其の効を奏することは不可能であらう。蓋し買占の爲の取引所に現はれたる相場が評價採算を度外して暴騰せる場合に於ては必然賣物は殺到し來り如何に巨萬の富を擁するも到底之を買占むること能はざると共に、亦賣崩に依りて取引所の相場が異常なる低位に置かるゝときは買物殺到しかゝる人爲策の永續を困難たらしむるであらう。世界各國は固より我國に於ても從來往々買占又は賣崩の手段に因りて市場を攪亂したるの事例がなかりしには非ざるも現時は前言の如き經濟事情の變化と追證據金及び增證據金の制度、官廳及び取引所の監督權の行使、資金融通の制限等を以て之が防止に備へられてゐる。

我國に於ては取引所は命令の定むるところに従ひ公定相場を決定して之を公示する



ことになつて居る。其の公定相場とは従前は各取引物件毎に當日の約定値段の平均を算出して作成したけれども大正十一年以來總ての賣買成立値段其れ自體を以て公定相場と定めて居ることは前述したが公定相場に關する限り我國のそれは極めて徹底して居るものと云つて良い、歐米取引所に於ては相對賣買又は複數値段競賣買に依る賣買取引が専ら行はれては居るが、公定相場は必ずしも賣買成立の約定値段其のまゝを以てせず、取引者が各自の取引を役員に報告し役員は其の申告値段を平均して公定相場を作成するものあり又取引者全員の投票に依り公定相場の氣配を決定するものあり更に又相場委員制を採用するものあり即ち取引所内に一定の相場委員を設け市況を調査し現實の市場價格に基いて公平なる相場を作成して之を公定相場とするのである。併し之等は相場委員に其の人物を得ざる時は却つて公定相場の權威を薄弱ならしむる虞れがある。紐育株式取引所に於ては一九〇三年相場委員制度を採用實施したが、一九〇七年に至り虚偽の相場を發表するとの理由に依り其の制度を廢止し、公定相場の

作成は爾後取引所外の換言すれば取引所市場に於ける取引に直接の關係を有しない第三者即ち取引所市場に於ける現實の取引値段を基礎として公定相場を作成する機關である相場報導業者の手に移されて今日に及んで居る。又伯林株式取引所に於ては公開的なる競争制度と秘密的なる委員制度との兩者を折衷したる方法を以て作成し、取引所理事會の名に於て發表して居るが、事實は相場仲買人の決定に係るものである。  
公定相場の種類。

我國に於ては取引所に於ける賣買取引を實物市場に於ける實物取引と清算市場に於ける清算取引との二種に限定して居ること而して清算取引に長期清算市場と短期清算市場の施設あることは本章の始めに於て既に述べた。實物市場に於ける約定値段は相對賣買の方法に依つて決定せられるものであつて、個々の約定値段は其のまゝ、實物取引の公定相場として發表されるのである、是れ實物相場又は現物相場と謂はるゝところの相場である。尤も相對賣買の外に入札賣買が行はれることもあるが其の落札値段



は其の相場決定の手段に相對賣買との相違はあるけれども同じく實物相場として發表せられる。長期清算市場に於ては一日の内立會を前場と後場とに分ち其の各々に於て各上場銘柄の各期月に付き寄付及び大引の二回宛の立會を行ふのであるから、前後場を通じて四種の相場が出来る。前場に於ける寄付相場及び大引相場、後場に於ける寄付相場及び大引相場が即ち是である。又、各約定値段の決定された立會の時間的區別に依つて生じたところの名稱である。若し立會の回数が前場又は後場に於て三回以上なるときは或は寄付相場、中廻り相場、大引相場の如き區別を生じ或は第一節相場、第二節相場と云ふが如くに立會の各節の順位を冠した名稱の相場が存することになる。長期清算市場に於ける賣買約定の履行期限は商品に在つては六箇月、有價證券に在つては三箇月を最長として居る。有價證券に就いて云へば、此の三箇月（債券は六十日）を更に三限月に分ち期近のものより呼んで當限、中限、先限と呼んで居る。從つて當限相場、中限相場及び先限相場の區別を生ずる。

短期清算市場に於ては長期清算市場に於けると同様に前後場を通じて寄付相場及び大引相場が二個宛決定せらるゝが、此の外に寄付及び大引の兩立會間に所謂歩み相場がある。之は複數値段競賣買の方法に依つて決定せらるゝもので取引の繁閑に依つて多少の差はあるが複數的に存在する。勿論其の孰れもが公定相場であることは云ふまでもない。唯短期取引の期限が實際上一日と云ふことになつて居るが爲め、其の相場は現物相場ではないかといふ見方もあるが受渡其の他の決済は約定の日より三十日間繰延べることが出来るのみならず、實際上は其の繰延期日が到來しても技術上乘換の方法に依り更に三十日間繰延べを爲すことを得、無期限に決済を繰延べることが出来るのであつて所謂萬年取引とも稱せらるゝ程であるから、先物相場と云ひ得る。

以上に説明したるが如く、公定相場としての取引所相場には、賣買取引の種類に從つて實物相場（又は現物相場）長期相場、短期相場の別があり、相場の決定せらるべき立會時間を異にすることに依つて、寄付相場、中廻り相場、大引相場（又は第一節、



第二節相場) 歩み相場(接續相場又はザラバ相場)の種別あり、更に履行期に基く相場決定の要因より見て現物相場と先物相場の區別を生ずる、而して取引所市場に於ては賣買取引の種類を問はず各賣買物件毎に一日數回の相場が成立するものであるから、之等數個の中、特に重要視せらるゝ相場がある。即ち寄付相場、高値相場、安値相場、大引相場及び平均相場の五種が是である。寄付相場とは其立會の最初に出來した相場であり、大引相場は其立會の最終に成立した相場を意味する、之等兩者には需要供給が比較的大量に集中する傾向があると同時に寄付相場は其の一日の標準相場、大引相場は翌日迄の標準相場として一般に重要視せられ、高値及び安値は其の日に於ける相場變動の上下の限界を示すものとして、又平均相場は其の日中の標準相場を示すものとして注意を拂はれてゐる。

#### 第四節 財界の指針

株式取引所が財界の指針と稱せらるゝ所以は、一點の雲なき晴天に暴風雨の襲來を豫報し四面暗澹たる暴風雨中に、來るべき晴天を豫報するバロメーターの如く、財界の好況時に不況の來るべきを豫測し、不況の眞只中に在つて能く好況來を豫測するからである。換言すれば、株式取引所に於ける證券の相場といふものは、財界の前途を既に見越して決定さるゝものであり、一般經濟界の諸現象よりも半歳若くは一年も早く先行して財界將來の好不況を逸早く報道する機能を有するからである。然らば相場は如何にして見越さるゝかといふにそれには相場の決定さるゝ要因が存在するからである

#### 相場の要因

相場決定の要因を述べる前に相場即ち證券の價格と證券の價值との區別を述べねばならぬ。相場とは絶えず變動して止まない株式取引所に於ける證券の時價を謂ひ、證券の價值とは會社の利益創出力を基準として投資家及び投機家はその證券に對して與ふる所の價值即ち實質價值を指すものである。例へば、二千圓の投資を以て年一割即



ち二百圓の純益を創出する家屋を所有する人が賣却の必要に迫られたるも適當の買手を發見し得ざる場合には千圓で處分せねばならないかも知れぬ。然も家屋そのものは依然一割の純益を創出してゐるのであるから實質價值としては何等變化なく價格即時價の半減を來すことになる。之と反對の場合も考へ得る。これは需給の關係に基くことは勿論であるけれども、實質價值と價格との間には斯くの如き開きの生ずることが了解出来る。この單純なる理論は證券取引についても適用されるのである。

相場が常に必ず實質價值と一致するものであるとすれば、一割配當の實質價值を有する株式は凡て同一の相場を示すべきであり、一割二分配當の株式は凡てこれ以上の同一相場を現はす等であるが、事實に於ては日常經驗する如く必ずしも一致を示さない。無配當株にして配當株より高きものあり、同一配當率を維持する株式にして然かも上下あるといふことは、相場の變動には何等かの要因がなくてはならぬことを實證するものである。

然らば相場の要因は如何なるものであるかといふに一般論としては左の如きものを擧げることが出来る。

- (1) 會社企業の實質的収益力
- (2) 金融市場の情勢
- (3) 財界恐慌及び事業不振
- (4) 戦争及び大震火災の如き突發事件
- (5) 物價の騰落

相場は終局に於ては企業の収益力を反映するものであり、過去長期間の經驗からすれば大勢的には収益力を基調として騰落を演じた。即ち會社が定期的に發表する營業報告書に依り同會社の株式は將來如何なる利益創出力を有つものであるかを分析吟味の上判断し、投資家及び投機家はこれに依つて會社將來の好不況を見越し、こゝに相場が決定されるのである。



相場變動と金融市場の情勢とは唇齒の關係に在り、相場の要因中重要性を有つものであることは、金融恐慌に際して大暴落を演ずるといふことに見てもその一端が窺知出来るであらう。

こゝに謂ふ金融市場とは長期（起債市場）及び短期（割引市場）の兩市場を指すもので、一方は長期間に亘り他方は短期間又は中間的に相場の要因となるのが普通である。長期金融市場の金利は貨幣價值騰落の方向如何に依つて決定さるゝ關係上金融界の大勢を基調とし、相場そのものも亦經濟界の大勢に平行して先行的に動くものであるから大勢觀としては重要性を有つものである。これに反し短期金融市場の金利は通貨の膨脹又は收縮に依つて決定さるゝものであるから相場に對する影響は中間的であるけれども、短期間とはいへ屢々相場に波瀾を起すものはこの短期金利である。更にこれを日本銀行金利と市中銀行金利とについて見るならば、市中金利は資金の需給に依つて決定され、金融界の實勢に添はざる政策的な日本銀行金利よりは相場の要因と

して重きを成すかの如き觀あるも、事實は日銀金利は株式取引所の見地からすれば更に重要なものである。如何となれば金融界の指導的地位を占むる日銀金利は需給の關係に依り常に動搖する市中金利よりは遙かに金融界將來の情勢が見透さるゝからである。即ち日銀の利下げに依り事業界の刺戟を豫測し引上げに依つて行詰りが豫測されこれが相場の要因を成すのである。然し乍ら上述の理論は單に一般論に過ぎず株式市場はその情勢の如何に依つて必ずしも金融事情を反映せざることあるは勿論である。

財界恐慌は投機と信用制度の存在する限り到底これを避け得るものではない。換言すれば、事業界の隆盛と共に信用は過大に膨脹し、投機熱もこれに加はつて天井知らずの好況に酔つてゐる折から、金利は異常の昂騰を來し遂に信用の破綻となり恐慌の襲來となる。去る大正九年三月の財界恐慌は我國近世恐慌史上の代表的のものであり、當時世界大戰後に於ける貿易の逆調に拘らず世人は戰時の好況に陶醉し剩へ政府は膨脹政策を標榜して空景氣を煽揚した結果、三月十五日の株式市場の大反動來となり、



次いで銀行會社の破綻を續出せしめ市場閉鎖の餘儀なきに至らしめた。これを相場について見るならば、東京株式取引所に於ける三月中の同取引所株式新の先物相場は最高五百五十圓、最低三百五十八圓、更に十二月中に於ける先物相場は最高七十七圓二十錢最低七十二圓十錢と激落してをり、又鐘淵紡績株は三月最高五百六十九圓九十錢最低四百四十八圓、十二月中最高二百三十九圓二十錢、最低二百二十二圓十錢の凋落振りを示し財界事業界に及ぼした影響の如何に深刻であつたか、推知出来る。

恐慌に類似した破壊的要因としては戦争及び大震災等の突發事件を數へることが出来るけれども戦争と云つても必ずしも破壊的要因を成すものではない、一九一四年(大正三年)世界大戦の勃發するや株式市場は異常の衝撃を受け銀行會社の破綻を惹起したが、大戦は却つて日本産業の發展に好箇の機會を與へることになり、一九二〇年(大正九年)三月の恐慌に至る間に未曾有の好況を齎らし相場の奔騰は物凄きものがあつた。一九一五年(大正四年)一月東京株式取引所に於ける同取引所株式新の先物相場

は最高百十三圓八十錢、最低八十九圓九十五錢であつたものが、同年末の先物相場は最高二百七十九圓九十五錢、最低二百九圓三十錢と大暴騰を來してゐる。

然し乍ら一九三一年(昭和六年)九月の滿洲事變勃發の際の如きは株式市場の一齊暴落を演せしめた。而して大震災の如き全然破壊的作用を有つものは常に惡要因として相場に響くことは謂ふ迄もない。

最後に物價の相場に及ぼす影響を見るに、金貨の増加は通貨の膨脹を來し従つて貨幣價値の低落となるから、物價及び金利は勢ひ騰貴する。これと同時に企業収益の増加と共に増配も豫想され、株價の昂騰を招來することになる。唯、確定利付債券はその創出する利益は一定してゐるから低落せざるを得ない。物價低落の場合はこの反對現象を呈すること勿論である。

以上は大勢論としての相場の要因であるがこの外政治的及び外交的要因があり、海外の政治經濟事情又は株式市場の仕手關係もそれぞれ相場の要因としての役割を演ず



る。

### 株式取引所の先行性

上述の如き諸要因に因つて相場は絶えず變動するのであるけれども、何故斯くの如き變動が惹起するかといふに株式取引所は常に財界の將來に於ける好不況を見越すからである。無配當株が配當復活の聲明と共に却つて下落し、配當株が減配の公表に因つて却つて昂騰する場合の如きは何れも會社將來の収益力が見越された結果に外ならぬ。又事業界が繁榮を持續し、金利は極度の高率を示し、銀行貸出が預金額を突破するといふ好況裡に在るに拘らず相場が下向運動を開始するのは、將來に於ける金融逼迫を見越し信用膨脹の破綻を豫測するからである。株式取引所は投機市場であり投機そのものは過去及び現在に低迷することなく常に將來に關心を有つ以上これが相場の中に織り込まれるのは蓋し當然である。これが即ち株式取引所の先行性と稱せらるゝものであつて一般の經濟現象よりも先走り財界の將來に吉報を齎し又は警鐘を鳴らす

役割を演ずるものである。この先行性を如實に證明した適例としては、昭和三年十月東京市組合銀行の幹部會に於て金解禁即時斷行が決議されたその前後から世界經濟界の不況と共に株式市場は眞先に恐慌の先鞭を著けたのである。昭和三年の暮から昭和四年の三月、四月の交にかけて株式市場は慘憺たる相場を示現しこゝに株式恐慌の出現となつた。これを全國有價證券時價總額について見るならば、昭和三年夏季に展開せる中間景氣の時に於ける全國有價證券時價總額は七月一日現在三百十七億六千萬圓であつたものが、昭和六年十二月一日現在では二百十五億五千八百萬圓となりその値下りは實に百一億八百萬圓の巨額に達した。然して昭和五年一月の金解禁及び世界經濟界の不況に伴ふ株價慘落の跡を圖表に描いて見ると、昭和四年三、四月頃から株式市場の情勢は急カーヴを示してゐる。當時一般經濟界の情勢は未だ斯の如く極度の惡化を呈してはゐなかつた。これが現實に現はれて來たのは昭和四年の秋季に及んでからである。則ち物價は同年八月頃から可成り著しい變化を示し、手形交換高は減少し、買



易は下半期央を經過し純然たる出超期にも拘らず動もすれば逆調に變じやうとしてゐる。又通貨其他の關係から見ても總てこの秋季から十一月、十二月に亘り著しい變化を現してゐる。これ等の經濟現象と株式市場の情勢とを比較して見ると、經濟事情の下向運動は大體に於て約半歳ばかり株式市場に遅れてゐる。換言すれば、株價は約半歳以前に於て既に經濟事情の變化を如實に示現したのである。要之、株式取引所は幾萬幾十萬といふ投資家及び投機家の、相場の要因に對する判斷が綜合的に表現さるゝ所であり、これ等一般公衆が常に將來といふものに關心を有つ以上、株式取引所の發揮する先行性は自ら財界に重大なる役割を有つことは疑なき所である。今日日本に於ける株式資本は昭和六年十二月末現在に於て約百九十七億圓、債券が約百三十億圓、合計三百二十七億圓からあり、これを國富約千二十三億圓（大正十三年末現在——内閣統計局調）に比すればこれ等有價證券は國富の三分の一以上を占めてをり、各種産業部門を代表してゐるものであるから値上り値下りの影響は極めて顯著であり、財界は不振を豫報して財界の指針たる大役を勤むるは蓋し當然である。

## 第五節 相場の平準作用

### 相場の變動と平準作用

凡そ經濟現象なるものは時に急激に飛躍し進展し、時に靜止し沈滯する等波瀾變動を免れないが要するに一刻と雖も其の變動の停止することはない。従つて取引所に於ける相場も亦時々刻々に高低を畫きつゝ推移し、其の運行の瞬時と雖も止まらぬことは勿論であるが、取引所は其の機能の一たる平準作用によつて相場の激變を防止し調節せしむる作用を有するのである。

取引所取引に従事する者、即ち取引員又は會員及び其の代理人は經濟事情に精通する所であつて、或は、現在及將來の需要供給の大勢を豫測し、或は有らゆる機關を利用して相場變動の原因たるべき諸材料を調査探究し、以て取引上敏捷正確に進退し得



るから、將來價格の昂騰を豫見したりとせば未だ現實に騰貴を見ぬ以前に於て買進み好材料の一般に知悉せられ従つて相場昂騰を示現すべきときは却つて豫め買付けたるものを賣り抜けんとするから買付當時に於ては將來生すべき需要を現在に於て收容する結果となり相場下落を防止し、又、之を賣抜けんとするときに於ては價格上騰に對して供給を増加するを以て相場昂騰を緩和するに至る。これは好材料が一般に發表された場合に於て相場昂騰の期待に反き却つて低落する、一見不可解なる現象を呈すること屢々經驗するに徴して明白であらう。之と反對に將來の價格の下落することあるべきを豫知したるときは賣付け、相場下落の實現の時に於て買戻すを以て賣付と共に將來に需要を持越すことになり、相場下落の場合はこの需要が下落を緩和するであらう。従つて取引所相場は時々刻々に變化し極めて例外の場合を除く外は靜止することなく、小波は繁多であるけれ共可及的に急激なる變動を避け高低の差を縮少するの作用を有するものである。

元來、相場は一定し變動なきを理想とするも是れは國家の專賣品又は獨占的商品に就てのみ確保せらるゝに過ぎない。而して既に價格の變動は之を免るゝことを得ないものとせば、徐々に且つ緩漫たることが望ましい。急激なる相場の變動が經濟上の諸機關に障害を與へ、更に進んでは恐慌を誘發するの例少なくない。例へば昭和二年に惹起したる金融恐慌と最近に於ける金輸出解禁及び世界的不況に因る恐慌とを對照するに東京株式取引所調査の株價指數に據れば昭和二年春の金融恐慌は二月二十五日限と四月五日限とを比較し後者は一〇・六の下落を示したに過ぎなかつたが其の變動は短時日にして且つ急激であつたから市場は諸經濟機關の停止と共に四月二十二日より五月十三日迄閉鎖するの止むなきに至つた。之れに反し、金輸出解禁及世界的不況に伴ふ株價指數の下落は濱口内閣の成立したる昭和四年七月より同五年十月の間に於て實に三八、五即ち四割六分の下落を示したが、其の下落は相當長日月に亘り續行された爲めかゝる事態を惹起しなかつたのである。



取引所にして最も完全に其の經濟的作用を發揮し其の使命を完うするに於ては相場  
 平準作用を以て激變を防止するものにしてこれは公定相場作製の機能と相俟つて取引  
 所の經濟的職能の重要な一面と稱さねばならぬ。今一例を考へても、將來、物價騰  
 貴又は賣上高の増加等に因る利潤増加及び配當増加或は優良會社の資本増加等の傾向  
 を示すに至らば之が見越人氣は先づ取引所に於ける清算取引の先物に現れ漸次騰貴す  
 るであらうし、將來、事業界又は一般經濟界の不景氣を豫想され、會社の利潤低下し  
 減配又は無配當或は缺損資本減少等の傾向を見れば清算取引の先物相場にこの狀勢は  
 反映し漸次下落の兆候を示すであらう。即ち、事業界並に經濟界其他社會全般の現象  
 は時々刻々に之を反映すべき取引所なる經濟機關が無いとしたならば、豫想、期待の  
 實現したるときに於て總ての賣買は一舉市場に集中し相場の暴騰暴落を招來せしめね  
 ば止まぬであらう。

要之、取引所の存在に依りて、小波を繁くし其の暴騰又は暴落を緩和し平準作用を

有することは瞭である。エメルリー (Emerly) 氏は此の對照を波浪に譬へ「晴天の時  
 に於ける漣と暴風雨に於ける怒濤」に之を比較した「The contrast between the two  
 systems has likened to the difference between the countless waves of the sea in fair  
 weather and its bellows in a storm」蓋し至言と云ふべしである。

證券市場に於ける標準作用を考ふる上に於て空賣に就て一言したい。世上、思惑買  
 に就ては餘り非難を聞かないが、思惑賣又は空賣りに對する非難は特に著しいものが  
 ある。思惑賣又は空賣りとは實株を所有せず、單に將來の下落を豫想して賣付、將來、  
 下落したるとき買戻して其の差額を利得する目的を以て爲す賣付を云ふ。思ふに、將  
 來、取得又は生産さるべきもの、又は他人より收得すべきもの、即ち現在所有せざる  
 もの、賣買契約は絶對的商行爲として廣く認めらるゝ處であるのに、特に取引所に於  
 ける思惑賣りのみを非難するは失當である。

過去に於ける恐慌の經過を考ふるに、恐慌は通常好況期及び物價の昂騰期に次いで



發生して居る。空賣りの存在しない即ち迅速且つ容易な物價の調節機關としを職能を有せぬ小市場に於ては、不動産及び商品の價格は昂騰の一途を辿るのである、從而、均衡を得ざる一方的賣買が發達し遂に深刻なる經濟的激變を惹起するのは此の小市場である。既に組織的市場に於て相場は前途の不安を見越し下落しつゝあるとき、小市場に於ては未だ熱狂的投機は其の運動を續け、之が終局に至つては保險作用の行はれない爲め慘憺たる恐慌を惹起する。かゝる非常の場合に於ける取引所に於ける空賣の效用は頗る大である。

取引所に於ける平準作用に付之を組織の點より見るに取引所は其の相場激變を豫防する爲め各種の規定を設けて居る。即ち何れの取引所に於ても、相場に著しき變動あるとき、又は之を生ずる虞あるとき、及び取引員の不穩當なる賣買其他秩序を紊す行爲を爲し又は爲さんとし其他公益に害あるときは取引所に於ける立會を全部又は一部を停止することを規定して居る（例へば東京株式取引所業務規程第二十二條）又

不正若くは不穩當の行爲あるか又は其の行爲を爲す虞ありと認めたる時は取引員の賣買を差止め制限を爲して居る（同上第二十三條）。横濱取引所の如きは生絲の賣買に關して同限月のものに付き一日中に於て前日の立會の最終値段に比し十斤に付二十圓以上の高低ある値段を以て取引することを禁止し且つ一日中の既に決定せられたる最高値段に比し十斤に付二十圓以上低落し又は最低値段に比し同様の昂騰あることを許さないと云ふ規定を設けて居る（同所業務規程第三十五條）。他方、證據金制度は我國取引所に於て最も發達してゐる。賣買擔保即ち取引履行の安固を計ると共に他面公益的見地よりして之を投機抑制即ち相場の激變を防止する使命を有する。取引所賣買本證據金の定率は常に財界の推移を注意し、各銘柄の時價の高低及相場變動の度合等を考慮して適宜、其の増減の決定に依りて相場の變動を防止する作用を爲すが、更に相場に著しき變動ありと認めたる時又は取引員が一時に巨額の賣買を爲さんとする場合に於ては豫納證據金を隨時徴收し（例へば東京株式取引所業務規程第五十七條）及び



非常の事變、立會の停止其の他の事由に因りて相場に著しき變動を生じ又は受渡に危険を來すと認むる場合に於ては本證據金三倍以内の増證金を當事者の一方又は雙方より徴收し（同上第五十五條）其の他追證據金割増本證據金等を徴收するを以て買占又は賣崩しを困難ならしめ、又は經濟事情の激變したる場合に相場の暴騰、暴落を防止し、市場を平靜に復せしむ等の作用を有つて居る。

### 鞆取取引

取引所は斯の如く相場平準の作用を有し、相場の激變を防止する機能を發揮すると共に、鞆取賣買に依りて場所及び時間の相違に依る相場の差違を平準する作用を有す。鞆取賣買 (arbitrage) とは價格の差異を利用して其の差額を取得する取引を云ふ。即ち同一の物件又は銘柄に就て同じ時に於て場所に依りて、例へば東京と大阪の取引所の相場に差異ある場合、又は同一の場所に於ても、市場の相違に依つて同一銘柄に拘らず相場に差異ある場合、高値の相場を賣付くると同時に安値の相場を賣付けて其の

差額を利得するものである。従而此の鞆取引は高値の相場は賣物によつて下落し、反對に、安値の相場は買物によつて騰貴するから、隔地及び各市場の相場は自ら平準する作用を爲すのである。此の鞆取々引は場所的鞆取々引と時間的鞆取々引とに分る。

### 一、場所的鞆取

場所的鞆取引は隔地間の相場が互に異なる場合に行はる。隔地間の相場は近時交通及び通信機關の發達の結果往時に於けるが如く著しい差異なく、相一致せんとする傾向を有するが尙ほ多少の差異あるを常とする、殊に場所的仕手關係に依り一方は相場の昂騰を豫想するに反し一方は下落を豫想する所謂東軟西硬（東京市場の人氣は弱氣、大阪市場の人氣は強氣）の現象を呈する事は稀でない。且つ有價證券の相場は他の經濟現象と共に時々刻々に變化し、其の甚しき變化ある場合に於ては其の値開を大にするを以て此の鞆取引は増加し、相場の變動あるときは東京大阪間の長距離電話は極度に利用せられ長距離電話の申込は殆んど全部證券業者の占むる處である。（東京、大



阪間の長距離電話申込の八十%は證券業者の利用に係る。此の場合に於ける鞘取の實例を示さんに、例へば、或時に於ける東京株式取引所の短期清算市場の新東株は百五十四圓であり、同時の大阪株式取引所に於ては百五十圓である場合に於ては、東京で賣付くと同時に大阪で買付くるのである。斯くすれば其後如何に相場に變動を生ずるとも一株に付其の差額四圓から金利諸手数料並に郵送費等必要なる経費を控除した残額を確實に利得することが出来る。即ち大阪より實株を引取つて之を東京で渡せば一切完了するのである。然し乍、此の實株の受渡の方法は現金の輸送、途中の危険及その他の費用を負擔しなければならぬから次の方法に依るを通常とする。前述の如く東京が高値を示し大阪は安値を示す場合、東京よりは東京の賣付を大阪に買付、大阪よりは大阪の買付を東京に賣付双方この機會を利用する結果兩地の相場は平均するに至り、東京は百五十二圓に下落し大阪は百五十二圓に昂騰して兩地の相場の略同値段に一致したる場合に於ては現株受渡の方法を採らず、轉賣買戻に依る方法を採る。即

ち東京の取引所で買戻し、大阪の取引所で轉賣する、而して東京に於ては百五十四圓で賣付百五十二圓で買戻したから其の差金二圓を收得し、大阪に於ては百五十圓で買付百五十二圓で轉賣したものなれば同様其の差金二圓を取得し、合計四圓の差金を收得することを得る。或は其の後相場が漸落して東京大阪共百四十圓に下落したとする、此の場合に於ても前記の方法を採れば大阪の買に對し十圓の値下損を受けるに反し、東京の賣に就ては十四圓の値下り益を受くるを以て差引四圓の鞘は矢張り取得することを得る。之と反對に其の後相場の昂騰したるときに於ても之と全く同様である此の場所的鞘取取引は第十六世紀に於て既にアントワープ、スペインの諸都市間に於て爲替手形に就て開始され、其の後通信機關の發達に伴ひ次第に盛行するに至つた。現在に於てはニューヨーク、ロンドン間に於ては頻繁に行はれて居る、ロンドンに於ては亞米利加の株式が多數上場せられ、兩國間の經濟事情が時々刻々變化し相場は之と共に發表せられ、何時にても賣付け又は買付けることを得る事情に在る上、爲替相場の



變動に因り更に爲替鞘取を行ふものである。されば英米間の大西洋を横断する海底電線は大部分此の鞘取取引に使用されて居る状態である。ロンドン、ニューヨーク間の時差は約五時間弱であるからニューヨーク株式取引所が立會を開始する午前十時は丁度ロンドン株式取引所が立會を閉鎖する午後三時前に當り、其の閉鎖前にはニューヨーク株式取引所に於ける寄付の相場が入電せられるから、例へばユー・エス・スチール株がロンドンに於ては高値を示し、ニューヨークに於ては安値を示すときはロンドンで賣付、ニューヨークで買付之と相場が反對のときはロンドンで賣付、ニューヨークで買付ける等の鞘取々引の爲ロンドン株式取引所に於ける賣買高に多くの影響を與へて居る。而して其の閉鎖後に於ても相場の變動甚だしいときは場外取引が行はるとのことである。他方ニューヨークの立會開始前の午前九時頃はロンドンの午後二時の相場が入報され其の相場を知ることを得る故午前十時の立會開始と共に鞘取々引が行はれる。而してニューヨークとロンドン間に於ては賣買注文を發してから、それが先方

に於て賣買が成立し其の報告に接する迄に三、四分を要しないと云ふから如何に通信機關が發達、市場の持続的であることが鞘取取引に好都合なるかを想像し得やう。

往時は通信機關發達せず兩地の相場を同時に知ることは不可能であり、且つ敏速に二箇所に賣付と買付とを行ふことも亦困難であつたが今日は通信機關發達し、敏速に高値を賣付、安値を買付けることを得るので毫も投機的要素を含むことがない。而して此の鞘取取引の行はるゝ商品は米穀、小麥、綿糸、生絲等にして砂糖、生絲等に於ては國際的鞘取々引も行はれるが、商品に付ては輸送費、保険料等の困難なる條件を伴ふから有價證券の如く廣く行はれない。而して有價證券に付ても我國は未だ歐米の如く盛んに行はぬ。之が理由は通信機關が歐米の如く發達せず又地域が狭小であるから鞘の開きが少いこと一般に微少な採算的賣買を好まぬこと市場設備、賣買方法の相異等に因る。例へば現在の如く一日數回相場の發表に限られ、其の賣買機會も一日中數分に過ぎない制度を採つてゐるから、この鞘取取引といふ點に限るに於ては相



場變動の機會を瞬間的に把握を要する條件に不便を免れない。この點持續市場なれば何時でも賣付又は買付けることを得る。

## 二、時間的鞘取

取引所に於ける賣買取引の期限に就ては、その上場物件が商品であるか又は有價證券であるか若くは實物取引であるか又は清算取引であるかに依つて異なることは既述した通りである。

此處では有價證券市場に於ける期限を基礎とする時間的鞘取に就て其取扱方法を述べることとする。例へば東京株式取引所に於ける株式の賣買は左の三市場に於て行はれ何れも期限方法を異にしてゐる。

### 一、實物市場

- (い)賣方 十五日以内に必ず實株を提供せねばならぬ。
- (ろ)買方 賣方の實株提供次第之れを受株せねばならぬ。

### 二、短期市場

- (い)賣方 三十日間は繰延を爲すことを得。  
又此間何時にても轉賣買戻並に渡株を爲すことを得。
- (ろ)買方 三十日間は繰延を爲すことを得。  
又此間渡株の提供ある場合に於ては何時にても受株を爲すことを得。

### 三、長期市場

- (い)當月限(當限) 賣買を爲せる其月の月末受渡を行ふ。
- (ろ)翌月限(中限) 賣買を爲せし翌月末受渡を行ふ。
- (は)翌々月限(先限) 賣買を爲せし翌々月末受渡を行ふ。  
(右何れも第一節參照)

鞘取引は實に之等異にする期間に依存するものである。然らば鞘とは何か、如何にして鞘は發生するか、を考ふるに、凡そ、同一銘柄であつてもその賣買の決済を爲



すべき期限の長短によつて相場に高低を生ずることは云ふまでもない。勿論、期限の長きに從つて相場は高位を示すのが常態である。如何となれば、賣方を主として見れば證券の現金化に三十日を要するか、九十日を要するかは金利採算上三十日の相場が九十日の相場より低位に在ることは容易に首肯し得るであらう。この期限の長きに從つて相場の高位を示す、即ち、常態を順鞘と稱し、之れと反對の傾向を示す場合を逆鞘と稱す。逆鞘の發生は相場の先行を悲觀するとき屢々起り得る現象である。

(い)順鞘

日本郵船株

當月限(三十日)	三五、〇
翌月限(六十日)	三五、五
翌々月限(九十日)	三六、〇

(ろ)逆鞘

當月限	三五、 <sup>四</sup> 〇
翌月限	三四、五
翌々月限	三四、〇

尙ほ、決算期經過直後の相場は配當金に相當する金額を控除して現れるから一見逆鞘の觀を呈するが實際は逆鞘でない、所謂配當落相場に配當金を加算して尙且期限の長き相場が短き其れより低位を示すものが逆鞘である。長期と短期、長期の各限月、間の鞘取賣買の内前者が果して時間的鞘取と云ひ得るや否やは問題として此處では一括して説明することにする。

イ、長期市場と短期市場

短期市場の上場銘柄は長期市場にも上場されてゐる。從て或銘柄に付長期市場の立會中少くとも當月限相場は短期相場と略同位に在るべきであるが必ずしも然りとは云



へぬ、更に翌月限、翌々月限相場とは理論上からしても値開のあるのは當然である。此場合刻々變化する兩市場の相場を参照して一定の採算の下に長期の何れかの限月に賣付又は買付を行ひ之れが反對賣買を直に短期市場に行ふものである、或は短期市場より出動して長期市場を利用する場合もあらう。又長期取引に於ける早受手形制度の利用、短期取引に於ける繰延、受渡の區別に依る採算の變化等其の手段方法は頗る複雑微妙を極めてゐるが、要は兩市場に於て殆んど瞬間的に賣付と買付とが行はれ諸費用を控除しても利得を確保するにある。

#### ロ、長期市場に於ける各限月間

一例

一月十五日前場に於ける東京株式取引所株の相場が

一月限

一七九、七<sup>圓</sup>

二月限

一八一、一

三月限

一八四、九

とする。此場合一月限と二月限との差一圓四十錢は兩者の鞘であり、一月限と三月限との差五圓二十錢は同様兩者の鞘である、従て一月限に買付を行ひ同時に三月限に賣付を行ふことを得たとしたならば、一月限の受渡當日千七百九十七圓を以て十株を受株し三月限受渡當日之を渡株し千八百四十九圓を受取るから、一株に付五圓二十錢、賣買單位たる十株ならば五十二圓の利得に當る。然し乍、諸費用を控除せねばならぬ。即ち、手数料率表に依れば二百圓未満一株八十錢として受渡に係る分に就ては此内より四錢四厘を控除されるから七十五錢六厘となり、之れを一月限に於て一回、三月限に於て一回、合計十株分十五圓十二錢の支拂を要する。又一月十五日より一月限の買付に付ては一月末迄の十七日間、三月限の賣付に就ては三月末日迄の七十六日間、差入れたる證據金が現金としたならば之が利息と受株代金千七百九十七圓の利息勘定とを考慮せねばならぬ。



(a) 證據金

十株に付百二十圓

一月限

十七日間

三月限

七十六日間

(b) 受株代金

千七百九十七圓

三月限受渡當日迄

六十日間

右を日歩一錢二厘とするならば合計十四圓二十八錢となる。茲に於てか手数料利息の合計二十四圓九十錢を五十二圓より差引きたる殘額二十七圓十錢が純利益である。之を日歩計算せば二錢五厘、年利九分一厘の計算となる。

逆鞘の場合

今一月十五日の鐘淵紡績株が

一月限

一九〇、一

二月限

一八七、六

三月限

一八六、五

とする。三月限の相場は一月限の其れより高位に在るべきが常態であるのに拘らず右の如く兩者の差は三圓六十錢で三月限が低位を示してゐるから之は逆鞘である。

此場合この逆鞘を取得せんとせば實株を所有することを前提とせねばならぬ。即ち、實株を一月限で賣繋ぎ三月限で買付を行ふのである。従つて、一月末受渡當日實株を渡し十株分の代金千九百一圓を受取り三月末受渡當日千八百六十五圓を以て十株を受株する。然らば三十六圓の利益を生ずるであらう。此内より前同様二回分の手数料十五圓十二錢と左の金利計算を加減した差引十三圓五十二錢の差引一圓六十錢却つて加算され結局三十七圓六十錢が純利益に配當する。日歩三錢三厘、年利一割二分の計算である。

金利

證據金十株百圓として日歩一錢二厘の計算は



一圓十二錢

二七八

受渡代金千九百一圓の日歩一錢二厘計算は五十九日間で

十四圓六十四錢

差引

十三圓五十二錢

受取

### 鞘取賣買の手續

鞘取賣買を實際に行ふには市場に在つて刻々變化する相場に基き同時に賣付と買付とを爲さねばならぬ。若し其間或る時間を見るならば其れは思惑又は掛繋の部類に屬するに至るであらう。鞘取賣買は市場に於ける熟練せる實際取扱者に於てのみ可能である。従つて一般委託者にして鞘取賣買を行はんと欲するならば一定の金額を取引ある取引員に委託し日歩何錢何厘以上と指示して代行させねばならぬ。

鞘取賣買が證券金融の上に密接な關係を有つことは勿論であるが、この相場平準作

用に重要な効果を發揮することを考へねばならぬ。相場にして一定の採算の外に逸脱するや場所と時間を通じて低きを買付け高きを賣付け或は高きを賣付け低きを買付け以て平準運動を續行するのである。

## 第六節 保險作用

### 危険負擔の沿革

經濟上の損害に關する危険負擔の沿革を按ずるに、經濟發達の初期所謂農耕時代に於ては其の經濟上の損害に關する危険の負擔は一に生産者に存したりと云ふも不可でない。即ち、米穀其の他の農産物を生産するも尙ほ未だ之を分配する經濟的制度が起らなかつた爲めに單に生産上の危険のみ存在し、分配上に伴ふ危険はなかつた。加之其の豊凶は専ら天候等の自然力の支配するところに係り、農作物の下落に基く經濟的危険は一に生産者の負擔に歸するのみ。次に職業的分業行はれ生産と消費とを接觸せしめ



交易の媒介を目的とする商業の必要起るに至るや茲に所謂商人なるものを生ずるに至つた此の如き時代に於ては經濟上の危険は生産者及び商人兩者の負擔と爲り生産上の危険は生産者に於て交易上の危険は商人に於て之を負擔するに至つた。而して、商業の範圍擴大するに及び卸賣商なるもの發生し、各地より多額の商品を買集め需要に應じて各地に之を賣捌くに至る。元來卸賣商は相場變動の見地より之れを見れば一種の調節機關なりと認むることを得やう。即ち卸賣商なくば必ずや生産と消費との均衡を失し相場の動搖を招くであらう、卸賣商が自己の資力に依り營業上巧に各地の需給を適合せしめ以て相場の調節を爲す、謂はゞ卸賣商は物資の需給上のタンクと爲るものである。然りと雖も其の半面に於ては相場變動の危険は實に卸賣商の負擔に歸せざるを得なくなつた。我國維新前後交通機關の未だ完備せぬ時代に於て米價變動の尠なかつたのは一面に於ては正に米穀の卸賣商人の作用に基きしものと認むることを得る。即ち當時の卸賣商人は相當の資力を有し又相當の貯藏機關を有せしが故各地より米穀

を買集め其の需要を見計ひて各地消費地に過不足なく之を供給し著しき相場の變動なく巧妙に之を處分したことは蔽ふべからざる事實である。近代に於けるが如く大工業及大商業の組織と爲り交通及び通信機關の發達に因り有無相通じて職業的分業は更らに國際的分業に進み、其原料品若くは生産物は汽船汽車等の文明的交通機關によりて世界の各方面より需要地に集中し來る。是に於てか物價の變動は世界的と爲り之に伴ふ經濟的危険も亦極めて大なるに至るや言を俟たぬ。而して其の甚大なる危険は勢ひ工業者及び商業者の負擔に歸すべきものなるを以て此の危険を輕減し若くは他に轉嫁するの制度を要求するに至るは蓋し經濟發達の途次に於ける當然の道程である。商品取引所に於ける掛繋ぎ取引の制度は此の要求に基きて自然に發生したる制度にして其の取引の相手方として當然茲に虚實の取引に應ずる専門的の投機業者の發生を見たのである。之を要するに經濟的危険は茲に取引所制度の發生を促し大商業者及び工業者は繋ぎ取引の方法に依りて投機者に經濟的危険を轉嫁し以て其の事業の安固を得るに



至つた。最後に近代産業の大部分は合本組織殊に主として株式會社組織に因り經營されるもの激増したるが爲め株式數量の増加を來し且つ國家及び地方團體の事業其他收入の不足も公債に據るの勢を助長し、之に加ふるに既設會社が事業の擴張及び資本の獲得に付き社債の募集に求むるもの遞増し株式、公債、社債等は逐次増加し國民財産の大部分は擧げて有價證券化されんとし證券資本時代を現出した。されば有價證券の所有者亦激増し而して其の分布状態も普遍的となり曾ては都市人又は有産階級に限局せられしも今や都鄙を問はず、貧富貴賤を分たず有ゆる階級有ゆる職業者に行渉れるが故に有價證券に利害と興味とを有する者大に増大して茲に有價證券の民衆化が行はれつゝある。有價證券價格の變動の影響する處物價變動の比に非ずして廣範圍に亘り且つ大なるものあることを知り得やう。

凡そ、投資家の株式に投資せむとするや豫想し得る配當金の取得を目的とするが時に増減あることは固より言を俟たぬ、否、無配當を見ることも亦稀有ではない。又國

債、地方債、社債、外國々債等債券の確定利子に對する投資に於ても地方債、社債に其の支拂を受くること能はざる場合を絶無とは稱し難い。従つて是等金利の高低、金融の緩急、經濟界の好不況に因り有價證券價格の變動に因る危險の免れ得ぬことは自明の理である。故に近年の實狀に徴しても容易に理解し得るであらうが投資家は有價證券價格の低落に因り甚大なる打撃を蒙り、銀行、保險、信託會社等之を多額に所有するものに在りては之が爲め利益の大半は消滅に歸し、或は多大の損害を受け、其の他の所有者も所得のみならず元本の全部又は一部を失ふに至る。勿論此の如く有價證券價格が變動波瀾を極むるに於ては經濟界全般は甚だしく不安の状態に陥り其の健全なる發達は期し難い、而して此の有價證券價格の激變を防止し、其の程度を少からしむることは望ましいこととでなければならぬ。是を以て有價證券價格の變動に因る損害を輕減し又は之を填補する方法あらば其の多數の所有者は勿論、社會全般に至大の利益を與ふるや疑を容れぬ所であつて有價證券の所有に因て確實なる所得を取得する目的



を有する者が其の價格變動の危険を他に轉化するの制度を要求するに至るべきは蓋し證券資本主義其れ自體の機構から見て當然である。今後有價證券の掛繋ぎに因る保險作用は有價證券の激増及び證券取引所の機能に對する理解の進歩するに伴ひ益々其の效用を發揮するであらう。

### 價格變動の危険

吾々人類は古代の狩獵時代より今日の所謂證券資本主義時代に至る迄、常に經濟的危険を免れることは不可能であつた。勿論古代狩獵人が、其の獲物の得否若くは多少の不定といふ危険と、現代人の財物價格變動の危険とは、其の性質を異にする。然し乍ら長き將來に互る豫見は不可能にして價格變動の危険を全然回避し得ざるにせよ何等かの手段方法を以て之に對抗すべき施設の講せられたことは史上に屢々散見する所である。豫防、鎮壓、防衛等の方法に依つて、能ふ範圍内に於て危険を回避し、而も之が発生するに於ては其の影響を場所的に、又は時間的に平均緩和せしめんとした。

彼の常平倉の設置、貯蓄等は時間的平均であり、保險は場所的平均と観ることが出来る。この内危険の時間的平均たる貯蓄等の如きは不必要ではないが、自己一人に止まる。之に反して一人の蒙る危険を多數人に分配し其の影響を輕減する所謂場所的平均たる保險は一層效果的經濟的なることが判明し其の技術的進歩と共に今日の發達を見るに至り吾々の經濟生活は其の利用によつて著しく安定を得るに至つた。然るに、近世資本主義經濟の發達と共に價格騰落の危険は漸次擴大するにも拘らず之に對する組織的なる保險制度が無かつたとしたならば吾々の經濟生活の受くる脅威は絶大と謂はなければならぬ。例へば株式及び債券の引受にせよ、財貨の生産にせよ之に付ては相當の期間を要し、又保有證券及び商品に付ては將來生ずることあるべき、相場下落の危険を有し、若くは賣買にしても財貨及び證券と、其の代金支拂とが同時に行はるゝ所謂現物賣買のみに非ずして、多くは賣買契約成立後、一定の時期に於て、其の履行を爲すものなれば賣買契約後其の履行期に至る迄、相場變動の危険を負はねばな



らぬ。若し夫れ企業家、商人にして將來發生すべき、價格の變動、波瀾に對する豫想が的中するに於ては其の企業家又は商人は利益を得るが之に反するに於ては損失を蒙るであらう。素より相場の變動に就ては、需給關係、財界の推移、其他の經濟現象により或程度の豫想は必ずしも困難でないが、天候、地變、戰爭等の突發的現象及び人智を以て豫測し得ざる事項に因る影響に至つては的確なる豫想を下すことは不可能に屬する。取引所は實に斯る價格將來の變動を保險する機能を有つものである。即ち企業家、商人及び有價證券保有者は取引所の清算取引を利用することに因りて、將來生ずることあるべき價格變動に因る損耗を免れ、又は輕減することを得る。

#### 掛繫取引の意義及方法

取引所の保險作用は所謂掛繫ぎ (Hedging) と稱する方法に依りて發揮される。掛繫ぎとは、物財の市價の變動より發生する損益の影響を免れんが爲に相反對するに二つの契約を、一つは現物市場に於て、一は投機市場に於て殆んど同時に締結すること

を云ふ。而して實物を買入ると同時に、將來其の價格の下落に因る損失を免るゝが爲めに取引所に於て、先物を賣付くるを賣繫ぎと稱し、將來、物財を賣渡す契約を爲し、其の物財の價格騰貴に因る損失を免れんが爲め取引所に於て先物を買ふを買繫ぎといふ。企業者又は商人は、原則として將來價格の下落に依る損失を痛切に感ずるものなれば前者多く行はれるものである。

此の掛繫ぎ取引に依る取引所の保險作用は殊に國際貿易を發達せしむるに偉大なる效果を與ふるものであつて、取引所の機能中蓋し重要なるものゝ一である。今例を擧げて掛繫ぎの方法を説き、取引所の保險作用を述べむ。

米の生産地、例へば新潟、酒田、肥後の米商人の如き手持の米を、消費地例へば東京、大阪等其他の米商人に賣渡す迄或は消費地の米問屋は買付けた米が到着し、白米小賣商に賣渡す迄、何れも價格下落に因る危険を想像し得やうから取引所に掛繫ぎを行つて、危険を防止する必要を生ずるのである。



掛繋ぎが完全に行はるゝは現物相場と清算取引の各限月の間に正常の鞘を有することを前提とする。即ち當限の相場は受渡の接近するに伴ひて現物相場と、殆んど一致する。原則として當限より中限、中限より先物は高い、此の原因は商品に就ては持越費即ち、保管料、保険料及び金利、株式に就ては金利が各々加算せらるゝに因る、従つて先物相場が當限となり受渡期に接近するに伴ひて現物相場と一致する。此の鞘は將來相場の騰貴を見越さるゝ場合は現物相場に比し期限の長きもの程、擴大する。之と反對に將來相場の異常の下落を豫想さるゝ場合は此の鞘の消滅するのみならず、反つて先物相場は現物相場より又は期限の短きものより下廻ることがあるべく、先物相場が現物相場よりも低い、この場合に於ては賣繋ぎは不利なるか又は行はれざるに至るに反し、買繋ぎは有利となるであらう。然し乍ら、斯くの如き現象は稀有であつて、且つ長期間に亘り繼續するものでない、現物相場と清算相場とは、正常の鞘を保ちつゝ常に騰落を共にするのが普通である。

今一例を擧ぐるに、熊本の米商人が正米一萬石を一石三十圓で買付けると同時に米穀取引所に同數量の米を一石に付き三十一圓で賣繋いだと假定する、其の後米價は次第に下落して取引所の相場は二十九圓に、正米相場は二十八圓を稱へらるゝに至つたとき、東京の米問屋から一石に付、時價二十八圓の相場を以て一千石の買注文を受け、之に賣應じたときは手持正米を仕切ると同時に取引所に於て賣繋いだ數量の内から一千石を買戻す、次に二千石の買注文に賣應すれば同様の手續を採る、斯くの如く手持米を賣り渡す毎に同時に同數量を取引所より買戻し、手持米を全部賣盡したるときは、取引所の賣繋ぎは皆無となる。今第一の賣買に付き取引所の保險作用を看るに正米に於て一石に付三十圓で買付を爲した爲め相場下落の結果二十八圓で賣却したとせば一千石に付き二千圓の損失を蒙つたが、他方取引所に於て先に三十一圓で賣繋いだ數量の内から二十九圓で買戻した爲め其の差金二千圓を利益した、從而、何等損失を蒙らなかつたことになる。即ち、取引所に賣繋ぎを行はねば當然蒙ることあるべかりし損



失を取引所の賣繋ぎに因りて保険されたのである。

右の場合と異り正米相場が騰貴したるときは、取引所の相場も之に伴ひて騰貴するから正米の騰貴に因る利益は、他方取引所の賣繋ぎに依りて相殺される。即ち若し賣繋ぎをしなかつたならば、手持米に付ての値上り益は當然取得し得るに拘らず、賣繋ぎに依り之を失つたこととなる。然し乍ら是れは偶然の利益を失つたに止まり積極的な損失は受けて居ない。若し此の偶然の利益を得んとせば其の反面危険を賭せねばならぬ。斯くの如く取引所の賣繋ぎに依り損失ありたるときは他方より之を補填し、利益ありたるときは他方より控除せられ相場の動搖波瀾の危険より脱して、純然たる手數料商人として安全なる基礎の上に其の營業を繼續することが出来るのである。又東京の米問屋は其の注文より現物到着し之を小賣商に賣却する迄同様の方法に依り相場變動に依る危険を保険することを得ることは敢て説く必要あるまい。

右の如き掛繋ぎは米穀に付てのみならず、其他の商品に付ても廣く利用され、紡績

並に紡織會社、其他綿糸布關係者は之を盛んに利用してゐる。例へば、紡績會社が其の原料たる棉花の買付契約を爲したるときは、直ちに商品取引所に於て綿糸の賣繋ぎを爲し、以て棉花並に綿糸の値下りの危険を保險することを得る。又製絲業者は其の原料たる繭より漸次製絲に至る迄は相當時日を要するを以て、生絲相場の下落を保險する爲め、原料繭の買入れと同時に横濱、神戸の取引所に賣繋ぎを爲して、後日生糸として生産され之が販賣と同時に、先の賣繋ぎを漸次買戻して行けば生絲相場の變動より免るゝことを得る。

### 掛繋取引の發達

抑々、掛繋ぎ取引の組織的に行はれた最初は、棉花取引所であらう。棉花の先物取引の成立したる一八六八年頃リヴァプール (Liverpool) の棉花商ジョン・ルー (John Rew) なる者が當時開設せられたる大西洋海底電信に依つて、米國の生産地に於ける棉花相場を知り之を買付けると同時に、リヴァール・プールの紡績業者に販賣したが、



當時行はれた方法は今日行はれつゝある掛繋ぎであつてリヴァー・プールの棉花商は生産地に於て棉花の買付と同時に之を投機市場に賣繋ぎ棉花到着後に投機市場に於て賣渡すか又は之を買戻すと同時に紡績業者に賣渡したのである。此の賣繋ぎは當時末だ價格變動に因る危険防止及び手数料商人として安全有利なことが普及されず殆んど賭博と同一視されたから、各方面より非常の非難を受けたが、漸次掛繋ぎの效用を知るに及び忽ち盛んに行はるゝに至つた。而して棉花取引所組織後幾許の年月を経ずして、手持棉花に對する價格下落の危険を防止する賣繋ぎの外、將來使用すべき棉花の價格騰貴の危険を回避する買繋ぎが行はれ遂に大規模なる商内を見るに至つた。斯くして賣繋ぎは價格危険を投機業者に轉嫁するのみならず、買繋ぎ、即ち原料を多量に使用する必要ある工業家に賣却を爲すことを得るに至り、取引所を通じて價格變動の轉嫁並に一方に於て價格騰貴に對する保険の必要と他方に於て價格下落に對する保険の必要と共に相調節する理想状態を現出するに至つた。

米國に於ける掛繋ぎは重要物産取引に従事するものにして之を行はざるもの殆んどなく棉花の如き世界的商品に於ては紐育、リヴァー・プールの取引所は世界的掛繋ぎ市場として利用せられつゝあり、又小麥の如き米國西部の集散地に於ては九割以上はシカゴ、カンサス、ミネアポリス、セント・ルイス等の取引所に於て掛繋ぎに依りて價格變動の危険を防止せられてゐる。シカゴ取引所の一箇所のみならず、米國に於ける一箇年間の小麥全生産額の數倍が賣り繋がれて居る有様である。故に是等取引の大部分は轉賣又は買戻の清算賣買により結了せられ、其の受渡の行はるゝものは僅少である。此の事實は同一の小麥の生産者より仲買人、倉庫業者、輸出業者、製粉業者等に轉々し、最後に消費者の手に入る迄には約六回の掛繋ぎが行はれ、而も其の掛繋ぎは最初は賣り又は買の新規建玉を後に此の玉の決済たる買戻又は轉賣との二度の賣買を必要とする事實より考へれば容易に理解することを得るであらう。

我國に於ける取引所の掛繋ぎ取引は近時漸次旺盛になりつゝありと雖も、未だ其の



利用されて居るのは一部分に過ぎない、此の事は我國の生産者、商人が、取引所を理解せず掛繋ぎの作用を知らざるのも其の一因なりと雖も我國の生産者商人の事業經營が投機的に流れ眞に手数料並に利潤のみを目的とせず、相場の変動に因る投機的利益も併せ取得せんとするに因るものにして、若し相場が見込に反し不利に陥らむか取引所を非難し或は自己の救済を叫ぶを常とする。將來取引所を利用し相場變動に因る危険を防止することが必要であらう。英米に於ける銀行は掛繋ぎを行はざる商人を投機業者と看做し貸付を爲すことを拒絶する。米國の銀行の如き其の廣告に於て掛繋ぎせる擔保の有利なることに於て商人の注意を喚起しつゝあれば、一の賣約定、又は一の買約定と雖も賣繋ぎが行はれつゝありと云はる。

#### 株式取引所の保險作用と掛繋取引

既述の如く近時國富の約三分の一は有價證券の形態を採り將來益々増加の大勢に在れば證券取引所の保險作用は商品取引所に比し其の範圍廣汎に亘り、其の效用甚大なりと云はなければならぬ。

今日證券取引所に上場せらるゝ有價證券、殊に長期又は短期清算市場に上場せらるる銘柄に在りては何時に於ても敏速に大量の賣買を爲すことを得るから自己の欲する證券を選択し刻々發表せらるゝ公定相場を標準として有價證券の資金化又は資金の證券化を行ひ紡績業者は紡績株に、砂糖業者は砂糖株に各々事業に關聯しての危険を證券取引に轉嫁することが出来る。此の如く證券取引所の存在に依り證券商品價格變動の危険を随時に轉嫁し、又は投下資本を何時に於ても引上ぐることを得るから證券取引所の機能は有價證券の發達及び資本主義經濟の完成に於て洵に重大なる役目を荷ふものと謂はねばならぬ。

掛繋ぎに依りて發揮せらるゝ取引所の保險的機能は、米穀、小麥、棉花等商品と同様に有價證券に就ても行はるゝこと前言の如し、更に今日の如く證券資本主義の發展しつゝある時代に在りては此の保險作用に於て證券取引所は商品の取引所の其れに優



るものがある。例へば會社の發起人又は證券業者は、其の手持ち又は發行引受の有價證券を賣却せんが爲めに一時所有することあり。従つて其の手持證券又は引受株式並に債券を後日賣却せんとする場合、豫測すべからざる財界に變動起り市價暴落せむか甚大なる損害を蒙るの危険は屢々遭遇した處である。此の場合適當なる同事業の株式又は同種及び略々同一償還期の債券を選択し賣り繋ぎを行へば、其の手持又は引受有價證券に就て市價暴落に因る損失を受けても、賣り繋ぎせる他の有價證券に就て得たる利益により之を充足し得るであらう、從而、自己の手持せる有價證券又は引受たる株式、債券は暴落前の相場を以て償却し得る筈である。斯の如く取引所の保險作用は商品に就ても、有價證券に於ても、苟も取引所の存在する以上は殆んど本質上同様に考へられるのみならず、有價證券激増の趨勢に鑑み、將來證券取引所に於ける此の作用は商品取引所より一層重要である。然し乍ら此の見解に對しては異論あるを認める。通説は寧ろ掛繋ぎは殆んど商品取引所に特有のものとなせられ、掛繋ぎの有無を以て商

品取引所と證券取引所との本質的區別の標準と看做す意見すら存在する。今其の主なる論旨を掲ぐれば「商品取引所の賣買物件は財貨であつて、財貨の生産に着手してより、其の消費に供せらるゝ迄は、一定の期間を必要とし、又其の隔地間の輸送に付ても相當時日を要す、従つて此の期間に於て價格變動の危険を負擔する。故に此の危険を保險する爲に商品取引所に於て賣繋ぎの必要を見る。然るに證券取引所の賣買物件たる有價證券に在りては斯る生産過程並に商品の如く運送に長時間を要するものではない。従つて市價變動の危険を防止する掛繋ぎの要を見ざるのみならず、若し之を避けんとせば該證券を賣却すれば足る」と云ふに在り。

商品取引所の賣買物件たる商品と證券取引所の賣買物件たる有價證券とは勿論其の性質に於て種々の差異あるを以て、其の掛繋ぎ取引に就て相違のあるは蓋し當然として怪むに足らぬ。之を以て商品取引所の特有の性質であつて、證券取引所の掛繋ぎ取引を否定せんとする説に左袒することは出来ぬ。論者の云ふ如く、商品は其の生産よ



り、其の終局の目的たる消費に至る迄は種々の加工變形及び移轉的過程を必要とし、其の間の價格變動に因る危険を防止する必要上、其の間掛繋ぎを要することは當然であるが、有價證券も亦假令商品の如く生産過程並に運送に長時間を要しないにせよ、會社の發起人又は證券業者の引受たる債券及び株式に付て之を賣却し盡す迄の期間の相場變動に因る危険は決して、商品其れ自身に比し輕微であるとは斷言し得ない。而して有價證券に投資する第一要件は其の元本を維持し確實なる利潤を得るに在る。故に相場の変動に因る危険を防止するが爲に掛繋ぎは最も緊要なることは言を俟たぬ。其の他有價證券は掛繋に依りて相場變動の危険を保護すべき利益に留意する必要がある。

昨年末に於ける全國銀行の所有々價證券は四、八二二、〇四五千圓に達し、信託會社の信託勘定中の有價證券は六七三、九六〇千圓、其の固有勘定の有價證券は六〇、五八四千圓、並に同年六月末に於ける生命保險會社（三十六社）及び徵兵保險（四社）の資本運用中有價證券は八二一、二八六千圓にして五割強に當る、是等の合計六、三七七、

九七五千圓の巨額に上つて居る。而して是等會社の資産の評価は一定の決算期に於ける市價の超過するを許さぬ、故に有價證券を巨額に所有する會社に在りては、其の相場下落の影響は甚大であつて、例へば大正九年の暴落及び近くは金輸出解禁及び世界的不況に因る有價證券の低落に因り是等の會社は殆んど全部營業利益を消失し加之、多額の積立金を繰入れ又は損失を計上する窮境に沈淪したる事は顯著なる事實である。若し取引所に於ける保險作用を全然利用せざるに於ては蓋し其の損失甚大なりしを想像するに難くない。

今昨年下半年期に於ける五大銀行の有價證券償却額と拂込資本金を對照せば左の如し

	拂込資本金 千圓	手持り有價證券 千圓	償却高 千圓	拂込資本金に 對する償却率 %
第一	五七、五〇〇	二七二、八九六	五、五〇〇	一九・一
安田	九二、七五〇	二〇二、五七五	四、〇四四	九・七
三井	六〇、〇〇〇	一九〇、〇九五	九、四六八	三二・六
三菱	六二、五〇〇	二九七、九一三	一〇、三三九	三三・一



住	五〇、〇〇〇	二四七、八四一	四、五〇四	一八・〇
友				
合	三二二、七五〇	一、二一一、三二〇	三三、八五五	二一・〇
計				

三〇〇

證券取引所に於ける掛繋ぎの方法は、商品取引所に於けるものゝ如く其の手續は單純簡明ではないが、有價證券の性質上、其の應用は却つて廣く、或は之を貨物の掛繋ぎの代用として用ふることを得、又手持證券を他の證券により代替掛繋ぎすることも亦得る。近時自己の手持株式を他の適當なる同事業の株式に掛繋ぎを行ふ傾向漸次擴大しつゝあるは、證券取引所の發達と一般人士の取引所機能理解の發達に因るものと思ふ。今新東株に依る自己の手持株式を掛繋ぐ例を示さんに、

新東株は市場の花形株であつて東西兩取引所に上場せらるゝのみならず、全國證券市場に於ては殆んど全部上場せられ、其の騰落は我國財界の景氣指數として、他の株式相場を指導し、常に多量の賣買取引行はるゝを以て、相場に變動を生せしめずして賣繋ぎ又は買繋ぐことを得。例へば茲にA株千株を所有し其の株價は新東株の約半額

にして騰落率も新東株の半額なりとし、A株の相場變動の危険を防止し之が確實なる配當金を得んとせば、新東株五百株を賣り繋げば可なり、即ち當時新東株は百五十圓の時價とし、A株は其の半額の七十五圓なりとし、其の後、各々四割下落したりとせば、A株千株に對する値下り損三萬圓は新東株五百株の賣繋ぎに依る利益三萬圓と相殺せられ相場變動の危険より免るゝことを得る。之と反對に相場騰貴したる場合は新東の賣り繋ぎに因る損失は自己の手持A株の値上り益に依り相殺せらるゝ筋合とす。如此自己の持株を他の株式に依る掛繋ぎは新東株のみに限らぬ。同種の事業株に就ては特に適當である。又この掛繋ぎは殊に市場性のない即ち容易に賣ることの出來ない手持證券に就て重要なりとす。

更に、茲に卸賣業に従事するものあり、一見、其の卸賣業者の利害關係と東株の收入とは全然同一と云ふを得ぬが又一面斯様にも觀察し得るであらう。即ち、經濟界が活況を呈せば卸賣業者の販賣高は増加し従つて其の利益増大し、之に反し、不況に沈



淪せば販賣高減少し、其の利益は低下を來す。新東株の株價は我國經濟界の盛衰を最も好く反映するものであるからこの卸賣業者にして新東株に適當なる數量の賣り繋ぎを行ひたりとせば、不景氣に因る損失に對し保險することを得るであらう。即ち若し經濟界の依然活況を繼續すれば、新東株は騰貴し、此の賣り繋ぎに因る損失は營業の利益増加に依り填補することを得るであらう。

取引所の發生を見るに先づ商品取引所發達し、次で證券取引所の長足なる進歩を見たが著しき發展は近年に屬する。故に取引所に於ける保險的機能の發揮も先づ商品取引所より發生し、發達し、證券取引所に及んだものであるから掛繋ぎ作用を商品取引所の特有なるものゝ如き誤解を招くに至つた。然し乍ら證券取引所に於ける掛繋ぎは、將來、有價證券の増加及び證券取引所機能の理解が普及せらるゝに伴ひ益々利用發達すべきことは必然と稱して誤りない。

### 第七節 企業刺戟と資金誘導

株式取引所は企業資金の調達と投資資金の放下とを密接ならしめる連鎖として經濟上重要な機能を有つて居る。即ち新規に事業を起さんとする企業家は株式を發行して其の資金を調達し、又既設會社は増加株式又は社債の發行に依り之を爲すものである。株式又は社債の發行は經濟社會に廣く散在する遊資を吸收する唯一の方法である。勿論、例へば銀行の金庫中に在る百萬圓は偉大なる經濟力を有して簡單に其の欲する時、欲する場所に向つて流通するであらう。然し乍ら、社會に散在する零細なる資金は之を一箇所に集中せば容易に百萬圓に達し得べきも之を爲さざるに於ては何等の經濟的效果も生じ得ない。企業資金の調達に之等一般公衆の小額遊資を必要とする際、或は又投資家の側に立てば一般に證券投資熱の旺盛を見るには、株式取引所の多大なる刺戟を不斷に之に與ふることを必要とする。再言せば、株式取引所の活動に依つて



全國に散在せる個々の投資家、投機家、或は外國人より其の資金を蒐集し之を生産工業の資金として流動せしむるものである。假令之等の資金は取引所に於ける上場證券の買手から直接に企業家へ流動するものではないにせよ、株式取引所は投資家より企業家に向つて流動する其の過程に於て發生する、幾多複雑なる關係を調整し之を圓滿に運行せしむる經濟的機能を司る。即ち、株式取引所を通じて企業界に流動する巨大なる資金の流動、而して企業界より公衆へ逆流する配當、利子又は證券賣却に依る資金化とは不斷に相交錯し一國の經濟をして益々刺戟し發達せしむるものと云ひ得よう。

株式會社が大量の株式又は社債を發行する場合之等の證券に市場性を與ふる爲め株式取引所に其の上場を希望することは有價證券の性質上當然のことである。蓋し株式取引所に上場することは最大の市場性を獲得することを意味するものであつて一般投資家又は投機家に便宜を與ふるのみならず其の會社の價值と信用とを確保せしむる利益があるからである。然し乍ら、株式取引所に新規上場の直前後に於ては、其の證券の

多くの部分は投機家の手に存し投資家の所有に屬するものは比較的少き數量である。後者は投資家の手に固定する傾向あるも、前者は所謂浮動株と稱せらるゝものであつて、投機家より投資家の手に轉移するまでには凡ゆる投機家の間を急速に轉輾するものが通例である。換言すれば浮動株は投資的需要量を超過したところのものであり、此處に既述せるが如き投機取引の經濟的作用が存するのである。株式取引所は之に依り大量取引を可能ならしめ得ると共に、投資家は之れあるが故に何時にても買入又は賣却を爲すことに依つて浮動株を吸収し放出せしめる、即ち浮動株の數量増減の原因が主として其の企業の成績如何に因る場合には長期間に互り其の變化を持續し、相場の変動に因る場合には短期間を以て更に新なる變化を招來する傾向がある。而して取引所市場に於て決定される株式の相場なるものは其の事業會社の實質的内容と將來に於ける成績とを反映するものであるから、此の事實は投資家又は投機家を刺戟し以て其の資金の動向を決定せしむるに至る、即ち資金の抱擁者は相場變動の推移如何に依つ



て自己の放資すべき方向を見極め、可及的優良なる事業株へと投資する。又既に或る種の事業株へ投下せられたる資金も其の事業の不利に轉するか若くはより優良なる事業株を發見するに於ては之に向つて移動する、更に或る種の事業が有望とせば其の經營を目的とする新設會社の發起が現れるであらうし、既設會社は事業擴張を企圖するに至るであらう。斯くして有價證券の發行額は益々増大し之に向つて資金の流入は愈々擴大する、畢竟、今日に於ては巨額の資金が企業界に於て流動し得るのは全く株式取引所の效用なりと斷じて過言でない。之を要するに、株式取引所は其の市場に行はるゝ賣買に依つて企業界に多大の刺戟を加へると同時に投資界に於ける資金を誘導せしむべき動機を與へ、以て一國の産業發達に必要な所の企業界と投資界とを連結する重要な輪環作用といふ經濟的機能を發揮してゐるものと云ひ得る。以下其の實際に就いて述べることにする。

誠にアダム・スミスの言の如く眼に見えざる手によつて導かれつゝある現代資本主義經濟組織の下に在つて國債を始め其の他の確定利付證券相場の高低は其の證券發行者の永續性を信する限りに於て其の時期に於ける金融事情の緩急を示すものであると云ふことが出來やう。公社債等確定利付證券相場の昂騰は金融の引緩みを意味し其の下落は逼迫を意味することは今日何人も考へ得る處である。

又、金融緩慢時に於ては企業家は其の金利の安き資金を吸収して事業の擴張を、或は進んで新規事業の發起を試み、金融逼迫時にありては事業の擴張は手控へられ企業心は萎縮する。會社企業の資本的價值を表象してゐる株式相場が其の企業の擧げ得る収益率の多少によつて變動すべきことは前節に於て既述した通りであるが、此の株式相場の趨向は企業家の企業心を刺戟し企業資金の流動方向を決定せしむるものである。依之觀是、國債、地方債、社債、外國債等其の他の債券並に株式の市場たる株式取引所に於ける此等有價證券相場の動向は、延いて企業を刺戟し、有利なる事業に資本を誘導せしめ國家社會の福利を増進せしめつゝあるものと謂ひ得る。







理解を進め同十六年下期に於ては同社株式の賣買を爲す者増加し之が定期取引への上場が盛んに唱へらるゝに及び、遂に東京株式取引所は主務省に申請し翌十七年四月十六日之が認可を受け同二十四日より定期取引を舉行するに至つた。然るに當時に於ける取引所の賣買は公債を主とし株式の如きは僅少であり其の立會は銘柄によつて月水金、或は火木土と隔日に行ふ慣習であつたが、一度日本鐵道會社株の賣買が開始されるや其の賣買の需給は頻繁を呈した爲め仲買人は連日立會を要望し同月二十五日より之を行ふことになつた。

今其の賣買高を見るに明治十七年一月より六月迄に至る株式の總賣買高四萬七千八百六十二株中日本鐵道株は四月末日より賣買開始せしにも不拘、其の八割強を占め、同十七年下期亦四萬五千三百三十一株にして總賣買高の約八割であつた。又同株株式相場を見るに左表の如し。

年		平均 値段	
十七年	四月	二八、五八	九月
	五月	三二、四九	
	六月	三四、二九	十月
	七月	三二、八七	十一月
	八月	三六、〇七	十二月
年		平均 値段	
	九月	三四、七二	三月
	十月	三四、一二	
	十一月	三二、四四	四月
	十二月	三〇、五八	

而して當時の一株拂込金額は二十六圓にして時價は常にプレミアム付であつて鐵道企業の成績良好なることを示すと同時に之が當時の企業家を刺戟し民間企業熱大に昂り鐵道敷設の出願は雨後の筍の如く簇生し一種の流行「鐵道病」として世上に喧傳せらるゝに至つた。

明治十八年日本鐵道會社は追募株式を發行して新資本を得、之によつて更に事業の擴張を期さんとし同追募株第一回拂込假株券は同年五月中に發行の豫定であつたから取引所に於ては同株を五月限より賣買せしむることゝし三月二日以降賣買を實施せし



めた。同十九年伊豫鐵道、二十年兩毛線、二十一年山陽、關西、甲武、九州、讚岐、二十二年北海道、甲信、總武、二十三年豐州、筑豊、參宮線等設立の許可を受け其の大部分は營業を開始し其の株式は市場に於て盛んに賣買された。近年に於ては歐洲大戰に因る企業熱勃興時代に之を見ることが出来る。當時に於ける事業別資本増加率を見るに左表の如し。

事業別	大正三年末		大正九年末		増加率
	百圓	千圓	百圓	千圓	
農業	20.8		99.9		55.1
水産			35.6		
礦業			55.2	8	35.9
工業		750.2	2,888.4		28.1
商業		771.3	2,937.5		23.6
運輸業		227.7	766.0		31.1
合計		1,770.3	7,280.3		

(備考) 三年末の調査は水産は農業へ礦業は工業へ包含。

増加率に於ては農業水産は第一位を示してゐるが其の資本金額を見る時は工業及び商業を其の第一位とせねばならぬ。而して工業中紡績事業を以て首位とする。今、現在營業中の主要紡績會社設立年月を見るに左の如し。

年次	社數	大正		社數
		年次	社數	
明治二十年	4	1	1	1
二十一年	1	4	2	1
二十二年	2	4	4	1
二十三年	1	2	5	1
二十四年	1	3	3	1
二十五年	1	5	4	1
二十六年	1	3	3	1
二十七年	1	6	6	1
二十八年	1	7	4	1
二十九年	3	8	5	1
三十年	3	9	5	1
三十一年	4	9	5	1
三十二年	4	10	2	1



大正	一	二	一	一	一
	一	三	一	一	一
	四	三	一	一	一
					一五
					一

今日の紡績會社中其の半數は大正三年以降九年の間に於て設立せられ其の資本金は約一億五千萬圓に達してゐる。當時に於ける紡績事業の活動躍進は著しく従つて之を反映せる紡績株の相場も熱狂的昂騰を續け企業家を刺戟して新設會社の亂立を來す一面、既設會社に於ても其の大部分は増資に増資を重ね今日の大企業の基礎を築くに至つた。當時に於ける主要紡績會社の利益率並に其の株價を見るに、

年次	鐘		紡		日清紡		東洋紡	
	利益率	株價	利益率	株價	利益率	株價	利益率	株價
大正三	二、五五	一〇八、五	八七、一	▲四、一	二四、〇	七九五	二二四	八〇、八
大正四	二、九九	一六四、〇	九八、〇	一、三五	二四、〇	九、七	二八四	一四〇、〇
								九三、〇

年次	鐘		紡		日清紡		東洋紡	
	利益率	株價	利益率	株價	利益率	株價	利益率	株價
五	四、九一	二九〇、〇	一四六、六	二、七一	八五、八	三一、五	二三四、〇	一三三、三
六	九、九〇	三三四、九	一八一、九	五、〇八	九三、〇	四七、四	七、九三	二八〇、九
七	一四、三三	二九二、〇	二二二、〇	七、八四	八四、九	五七、三	一一、九一	二二九、四
八	一五、一八	四五四、〇	二四四、四	九、元	一〇〇、五	五二、四	一一、九九	三三〇、〇
九	二二、〇九	一八四、〇	一八四、〇	八、二二	二六、五	六四、〇	九、五二	三五二、九

註、日清紡株價括弧中の數字は拂込金額。▲印は負數

左表の示す如く株價は常に拂込金額以上に出で鐘紡の如きは大正九年に於て十數倍に暴騰してゐる、又日清紡績の如きは此の期間に於て三回に互つて拂込を徴收し株價は其の都度躍騰してゐる。

又當時に於ける主要紡績會社十五社利益率の平均を求むるに、

年次	利益率	年次	利益率	年次	利益率
大正三上	三、一四	下	二、一九	四上	三、二九



四下	四、〇〇	六下	九、八六	八下	一三、八六
五上	五、三八	七上	一〇、九七	九上	一四、九七
六上	七、五八	八上	一〇、五一	下	五、九〇
	九、二八		一〇、三九		

逐年増加せし利益は如何なる影響を齎したるかを先づ紡績企業計畫資本が全計畫資本の何%に當れるかによつて研究するに、

年次	紡績事業	總計	比率
大正元年	一、七〇〇 <small>千圓</small>	二五〇、七九七 <small>千圓</small>	〇、六八
四	一〇、五〇〇	二九二、五八四	三、五九
五	六四、九〇〇	六五八、六九七	九、八五
六	二二、三五〇	一、五六二、五三〇	一、四九
七	三三、三五〇	二、六七六、九〇一	一、二五
八	二六〇、一九七	四、〇六八、四七四	六、四〇
九	二三一、三五〇	五、一一三、六二八	四、五二

而して之が實際に運用せられたる繰繰紡績會社數並に拂込資本金額を示せば左表の如し。

年次	社數	拂込資本金 <small>千圓</small>	年次	社數	拂込資本金 <small>千圓</small>
大正三年	三〇 <small>社</small>	七七、三八三	七	六九 <small>社</small>	九〇、四二四
四	二九	六〇、一八五	八	一〇二	二一三、〇九三
五	三四	九二、八九三	九	五一	一七〇、八七九
六	六二	一三三、二三九			

新設會社數は大正八年の一〇二社を最大とし同期間迄に三百有餘に達してゐる。又既設會社中に於て増資を爲せしものにしてプレミアム付を以て其の増資新株を公募し好成績を收めたるもの二三を擧ぐれば大正元年倉敷紡績が其の資本金九十萬圓を増加し内六千株をプレミアム付にて公募し二十萬百八十餘圓の利益を收めたるを始めとして大正二年に於ては大阪合同紡績、同五年には東洋紡績、倉敷紡績、福島紡績、同六年には大阪合同紡績、同七年には倉敷紡績等と各相當のプレミアム利益を收め得たり、



今之を表示せん。

年 月	會社名	増 資 額	プレミアム付公募額	プレミアム利益金額
大正元年 一 月	倉敷紡	九〇〇 <small>千圓</small>	六、〇〇〇 <small>株</small>	二〇〇、一八三 <small>圓</small>
二 六	大阪合同紡	一、六〇〇	二〇、〇〇〇	三五二、九四四
五 六	福島紡	一、二四三、七五〇	二、三五〇	一四〇、一七五
七 一〇	倉敷紡	一、五〇〇	一四、〇〇〇	八八九、二五二
六 五	東洋紡	一〇、七五〇	一〇一、〇〇〇	五、七〇二、二八一
七 七	大阪合同紡	四、〇〇〇	一〇〇、〇〇〇	六、七一二、〇一二
	倉敷紡	三、五五〇	二七、〇〇〇	一、九一二、一三六

而して大正九年以後に於てはプレミアム付にて新株を公募せしもの殆んど之を見ざる状態である、以て如何に企業と株式相場とが密接なる関係を有するか、更に又如何に株式取引所を通じて容易に企業資金が誘導せられたるかを實證するに足るものである。

### 第八節 株式取引所と證券金融

#### 資金の証券化、證券の資金化

株式取引所は有價證券の賣買取引を通じ資金を証券化し、證券を資金化して常に證券と資金との圓滑なる流通を圖つてゐる。

元來、取引所の如き組織的市場の根本的要素とも云ふべきは上場物件に市場性が附與されることで、従つて株式取引所の存在に依り何時にても證券を資金に換へ得ると共に何時にても資金を證券に換へ得るのである。この市場性の重要なことは市場性の存在せぬ場合を想像すれば直に了解し得る。一例に付て考ふるも昭和五年金輸出解禁當時、貨幣價値の騰貴を見越して物の換金化傾向が著しかつた際有價證券は最も効果的にこの目的を果したが土地建物其他市場性なきものは換金化に困難が伴ひ著しく不便を感じたことは周知の事實である。



現在有價證券は投資の目的物として一般に廣く所有されて居る一面、商工業者がその營業の季節的繁閑等に依つて生ずる非活動資金、又は銀行其の他の金融機關が常に支拂準備として保留せねばならぬ巨額の資金を有價證券に投下して運用を圖り、一度之が必要の場合は直ちに賣却して資金化することは吾人の日常目撃する處である。

株式取引所には實に右の如き性質の需要供給が集中されるのみならず、此間に投機者も介入して日々巨額の證券が流通して居る。これは同時に資金の移動を意味するものである。従つて資金の證券化、證券の資金化は容易に行はれ、この點は宛も資金の所有者が之を銀行に預金し、或は資金の需要者が之を銀行にて調達すると同様の作用を有し、株式取引所其れ自體に於て廣い意味の金融市場たる性質をも見出されるのである。

今各國株式取引所に於ける賣買高を見るに何れも巨額に上り金融界と密接な關係に在ることを證して居る。紐育株式取引所に於ては一九二九年十月に一日賣買高實に千

六百四十一萬株の驚異的記録を現し、金融業者の取引所仲買人への貸付金總額は八十五億四千九百萬弗に達したことがある。米國に比べて經濟界の狹溢な我國に於ても東京株式取引所は昭和六年十二月の金輸出再禁止直後に株式長期、短期、實物合計にて一日賣買高九十四萬一千株、此代金一億二百二十四萬七千圓に達した。

次に東京株式取引所に於ける最近六ヶ年の年度別賣買高を示せば左の通りである。

年 度	株 數	代 金
昭和元年度	九一、六五五、五二二株	一〇、二二一、七九九、〇一四圓
二年度	九五、二三一、八八二	八、五三四、一一九、八八三
三年度	五八、九一一、四二三	六、一一四、九二六、三二〇
四年度	五二、八五四、〇一三	四、九〇〇、九九七、〇三九
五年度	六二、三九一、三一六	四、四六一、一一三、七二一
六年度	七四、一四七、五一五	七、二五一、〇八九、三六六

擔保と融通



銀行其の他の金融機關が事業資金を融通するに當つて返済の確實を第一義とするこ  
 とは云ふ迄もない。擔保とは即ち貸出を安全ならしむる爲め預託した有價證券、商品、  
 不動産其の他の財産權の證據をいふ、換言すれば貸出が満期に至りて辨済せらるべき  
 質として預けられるものであるから、若し期日の到來した時に辨済不履行の場合は之  
 が賠償として賣却される。事實、金融をなす場合には擔保を徵することが原則である。  
 然らば如何なる種類の擔保が適當であるかと云ふに之が選定標準として普通に擧げら  
 るゝ條件は一、保管其の他の取扱ひに便なること二、變質毀損の虞なきこと三、價格  
 の算定容易なること四、市價の變動少きこと五、處分するに當つて容易に賣却し得るも  
 の等である。而して實際に於ては擔保として採用される物件は主として有價證券、商品  
 及び不動産の三種である。此の三者の優劣を検討するに、先づ第一は有價證券とする。  
 抑々、有價證券の形態は一の權利を表示する單なる紙片であるから保管其の他の取  
 扱ひに便利であることは勿論、變質毀損の虞れもなく、即ち前掲の一及び二の條件を具

へて居るが他の條件は必ずしも然らず殊に株式は會社の財産狀態、一般市場景況に依  
 り常に激しい變動を生じ不安を免れ得ない。然るに株式取引所の發達に依り價格の算  
 定、處分の容易なることは勿論、價格の變動に對しても或る程度の豫防を爲すことを得  
 るから有價證券は今日に於て最も適當な擔保物の資格を具へてゐる。即ち債券は公債、  
 社債何れも價格の變動少く夙に適當な擔保物として金融市場に重要な立場を占めてゐ  
 るが、株式に於ても價格の變動は株式取引所の存在に依つて擔保價格の増減を確實に  
 且つ容易に知り得るから増擔保を行ふことに依つて暴落に因る損害を豫防し、又必要  
 に依り處分を爲す場合は何時にても大量を迅速に能く之を爲し得る。此の點、不動産即  
 ち土地、家屋其の他は何れも價格に急激な變動なく又變質毀損の虞も少いといふ長所  
 と共に大なる短所である評價の困難、處分の不便に比較して、其の優劣は言を俟たぬ、  
 従つて有價證券の發達以前に於ては此等不動産は有力な擔保物として取扱はれて居た  
 けれども今日に於ては既往の如き不動産の範圍は有價證券の進出によつて狭少を餘儀



なくせしめられてゐる。要するに融通擔保としては有價證券が最も適當であり、殊に株式取引所の發達せる今日に於ては公債は勿論主要會社の株式及び社債は概ね取引所に上場され何れも市場性を附與されて居るから、融資者にして擔保證券の種類を適當に定め、又其の種類に應じて擔保價格を定むるに於てはよく金融的效果を擧げ得る。今、吾國普通銀行に於ける貸出金の擔保別表を見るに、

大正元年	國債	地方債	株式	外國證券	不動産	商品	信用	合計
二	二九、三六五	一、五五八	一四六、四三三	三三、〇五七	三六、七九七	五八、五六三	一七一、一四四	六五五、九〇九
三	二九、八七二	一、七八六	一六四、六四九	一六、五七九	二九、八九四	五五、八九九	八四、二七七	七一、九六〇
四	三〇、六四五	二、三三三	一六七、九四七	三三、三八	二七、一七五	四三、七三六	一九〇、三九五	七三六、五六四
五	三三、二六〇	八五三	一五〇、二七九	一七、二〇六	二四、五〇五	四四、五〇三	一六四、六二二	六四九、七二九
六	五七、八二六	八、二七九	七三三、八六八	四三、八三七	二七、九九九	一七四、八七一	四二〇、二六三	一、七一、九一七
七	八九、九八〇	七、〇三五	八六一、一五七	六四、五五四	二六、八四三	三〇二、六三四	六六三、九九二	二、二六、八六七
八	九八、九八〇	六、三三八	九九六、四五〇	一一三、四三六	二九、八九七	三七四、二八	一、〇六六、二七九	二、九四四、八二二
九	九八、九八〇	六、三三八	九九六、四五〇	一一三、四三六	二九、八九七	三七四、二八	一、〇六六、二七九	三、九四九、二〇五

昭和元年	國債	地方債	株式	外國證券	不動産	商品	信用	合計
九	七、三三八	八、七六九	一、四七六、二六一	一七一、七〇三	六〇九、七一九	五八八、一七一	一、六五、二六九	四、五五八、二三三
一〇	一一〇、三七六	一五、二七九	一、六二九、七七七	二八八、二八八	七六二、三二八	四二四、六三四	一、六四一、二〇三	四、八七一、八七七
一一	一一三、〇三三	一七、〇三四	一、九一〇、四七六	二七六、七五三	一、二九一、三二四	四九九、六四三	二、一九六、三七	六、三三三、五七四
一二	一一三、〇〇四	二二、一〇七	一、九二二、八四四	三二六、七六四	一、三八四、六六四	四七四、四八一	二、二七五、六二二	六、五〇九、四八八
一三	一一四、七七七	三三、五五八	一、九〇五、八三五	三四六、三三三	一、四七七、五九八	五〇三、〇三二	二、二四八、〇三三	六、六五二、〇七八
一四	一五八、五九三	三三、六六七	一、九八九、一五九	四〇六、三三三	一、五四四、〇九三	六〇五、一三八	二、五三三、七五三	七、二九九、七四八
一五	一六〇、二七〇	四五、六六四	二、二六、八六五	五二六、九三五	一、六二二、二九〇	六〇六、四九四	二、五九二、五九七	七、六、一七
二	一六一、五〇四	五二、六	一、九三二、七〇五	四八二、五八六	一、六四四、七四二	四九六、九三九	二、二八六、六四四	七、〇〇四、六四九
三	一九〇、七九	四四、五三一	一、七九一、三九六	四六八、五七三	一、七〇二、四八〇	四九九、三六九	二、〇三二、五五〇	六、七八、六四〇
四	一七二、五九八	三三、〇八九	一、六三三、四三八	四四四、八七六	一、六四二、三七二	五〇四、四〇〇	二、一六四、九五五	六、五八五、七三〇

又右の表を比率表に換算すると、

大正元年	國債	地方債	株式	外國證券	不動産	商品	信用	合計
二	四、四八%	〇、二四%	三三、三三%	一、八四%	三六、一〇%	八、九三%	二六、〇九%	一〇〇%
三	四、一〇%	〇、二五%	三三、一三%	二、三三%	三六、三六%	七、八五%	二五、八八%	〃
四	四、一六%	〇、三三%	三三、八〇%	三、〇三%	三七、九二%	五、九三%	二五、八五%	〃







早受渡制度に之を見ることを得る。

早受渡制度の本質 今この制度の據る所を見るに東京株式取引所業務規程中左の項にして即ち、

第六十九條ノ二 長期取引ニ於ケル賣方カ受渡期日前ニ約定證券ヲ提供シタルトキハ本所ハ買方ノ爲ニ其ノ證券ヲ受領シ買方ノ希望アリタルトキ又ハ其ノ銘柄ノ一般受渡日ニ於テ之ヲ買方ニ交付スルモノトス

第六十九條ノ三 前條ノ場合ニ於テ本所ハ賣付當日ノ帳入値段ヲ手形金額トシ其ノ銘柄ノ一般受渡日ノ翌日ヲ支拂日ト爲シタル約束手形ヲ賣方ニ交付スルモノトス但シ本所ノ都合ニ依リ之ヲ交付セサルコトアルヘシ

第六十九條ノ四 前二條ノ場合ニ於テ本所ハ日歩其ノ他ノ料金を徴收スルコトナシ即ち株式の長期取引は當限は一箇月、中限は二箇月、先限は三箇月の期限を以て行ふ取引で毎月末の受渡日に賣方取引員及び買方取引員が受渡を行ふのが原則である。

然るに早受渡は此の確定受渡日以前に任意に行ふ受渡であつて（繰上受渡とは相違）賣方取引員即ち賣建玉を有する取引員は當、中、先限の何れを問はず其の建玉に對して約定證券（受渡に供さるべき證券）を受渡の目的で取引所に提供すれば取引所は之を買方の爲めに受領して置き、此の賣方に對しては受渡代金として取引所自らが振出人とした約束手形を交付するのである。従つて此の早受渡の賣付を後日買戻し得ないのは當然である。而して此の約束手形の手形金額は賣方取引員が賣付を爲したる當日の帳入値段（當日の約定値段に對し差金の授受を行ひ計算の便宜上一標準値段に引直した値段）であるから賣付値段の金額であり、又手形の支拂日は該銘柄の一般受渡日の翌日である。此の賣付値段の金額を手形金額とする理由は賣付株式の受渡代金であるが爲で、又其の金額を交付して差支へない根據は取引所が受渡の違約に對して完全賠償責任を有して居るからである。次に支拂日を一般受渡日の翌日とした所以は一般受渡に於て己に買方取引員から取引所に對し受渡代金は振込濟であるけれども手形



交換の關係上翌日とした次第で、即ち受渡代金は己に手形の支拂日の前日に取引所へ振込れてゐるから、取引所の振出した早受手形に對する支拂金額は己に全部前日に準備されて居るのである。若し支拂期日の前日である一般受渡日に於て一買方取引員から受渡代金の納入されないときは即ち受渡違約を生じた時で取引所は完全賠償制度に基いて取引所自ら違約額に相當する受渡代金を支辨する爲め受渡違約の有無は手形金額支拂の能、不能に何等の影響はない。

又買方取引員から受渡代金を取引所に拂込む時期に就ては一、其の繰上受渡の場合一般受渡に先だつ一定の期日に拂込むこともあり、二、次説の如く早受渡制度に於て買方取引員が一般受渡日に先だつ任意の期日に受渡代金を振込みて受渡證券の交付を受けることもあるが何れにしても受渡代金は手形の支拂日以前に振込まれるものであり、早受渡手形の支拂に何等の支障を來すことなく、而して又繰上受渡に受渡違約が起つても之に對し取引所が完全賠償を行ふことは前述の通りであるから支拂には何等

の懸念はないのである。

取引所が早受渡手形を發行するには種々な點に於て考慮し其の發行に斟酌を加へて居る。これは業務規程第六十九條の三の但書にて指示した處で、考慮すべき點といふのは市場の情況、賣付株式の種類、數量、金額、取引員の信用等で取引所理事者の裁量に俟つのである。又斟酌を加へる理由は此の早受渡手形は結局完全賠償制度に根據するからこの根幹である取引所の賠償制度を累すと思料せられる様な場合には發行を避けて該手形の金融上に於ける信用を確保し證券金融の堅實を期せんが爲めである。大正十五年取引所が聲明書を發して手形の發行額を公稱資本金の四千七百萬圓程度に限定したのも之が爲めてある。次に買方取引員から見た早受渡制度を略述するに、買方取引員は一般受渡以前任意の日に於て受渡代金を取引所に提供して受渡證券の交付を受けることが出来る。但し此の場合は賣方取引員が早受渡に依つて己に取引所に提供した證券の種類、數量の範囲内で行はれるものである。又業務規程第六十九條の四



の規定は早受渡制度の實質と直接の關係のない條項で、只之に依つて取引所は早受渡制度の爲め日歩其の他料金等を得て營利的附帶業務を營むものでない旨を表示したに過ぎない。此の點に關して一言を加へるなれば取引所法（第八條）は取引所が賠償責任を負ふ所の株式の銘柄に付て取引所の賣買取引に附帶する業務を行ふことを禁じて居る。然るに株式の長期取引に就ては取引所は賠償責任を負ふことになつて居るから此の制度は決して取引所法上に所謂營利的附帶業務を行ふものでないことを特記して之が誤解を避けたのである。

早受渡制度の效用 この制度の有つ効用を種々の點から觀察すると、  
清算取引を實物取引化する

賣買取引は清算取引と實物取引とが兩立して始めて其の効用は發揮されるもので此の兩者は恰も鳥の兩翼の如きものである。然るに今、清算取引で實物取引の性質を兼ねる場合には其の利便は一層大なるものがあるといはねばならぬ。早受渡制度に於て

は任意の時に賣方は約定證券を提供して代金を得、買方は代金を支拂つて約定證券を得る、即ち證券の資金化は任意の時に即時に、而も清算取引に於ては大量の需給が投合するから實物取引に於けるが如き相場に大なる變動を見ることなく行ひ得る。

證券金融に貢献す

證券市場の不況なる場合、或は金融界の硬塞してある場合には證券に對する金融に於て種々なる困難を感じ、少くとも不利な條件に甘じなければならぬが、この早受渡手形制度を利用して清算取引に賣付を爲し之に對して約束手形を得ると同時に買付を爲すか、或は相場變動の事前に買付を爲せば相場の變動から受ける損害を避けることを得て一般受渡日迄金融を受くることが出来る。其の利便は一般の證券金融と同日の論ではない。

金融界に好放資物を提供す

早受渡手形は東京株式取引所の發行に係り、而して取引所の業務はその性質上最も



公開的にして資産状態は常に公明である。且つ手形金額の支拂に供せらるゝ資金は其の支拂日の前日に於て既に準備されるものであるから手形の確實性は殆んど絶對的である。従つて之を金融界に提供するときは金融業者は競ふてその遊資を之に投資すべく現に紡績手形に次ぐ一流手形として金融市場に歡迎されてゐる。

實に早受渡手形制度は取引所の完全賠償制度運用の一方面で、取引所が資本の死蔵を避け、之に基く信用を背景として取引所と金融界との流通を圖り有價證券市場の發展を目的としたものである。

次に東京株式取引所が發行せる手形數量をこの制度の創始された大正十三年より之を示せば左の通りである。

早受渡手形發行高表

年 度	株 數	代 金
大正十三年度	一八七、六四〇 <small>株</small>	一〇、九一〇、五七〇 <small>圓</small>
十四年度	一、六二二、九五〇 一五八、三二〇	三六、一五〇 一二八、四三〇、八八〇
十五年度	三、三三四、〇八〇 五五〇、七九〇	一七、七九七、一八〇 二八三、八六八、一九〇
昭和二年度	二、六九七、三一〇 三三四、九七〇	五四、〇〇七、七一〇 二〇〇、四六〇、二三〇
三年度	三、六四一、一四〇	三〇、七九二、九四〇
四年度	二、四八四、二七〇 二八〇、二七〇	三二九、一七二、七〇〇 一七、四八八、五〇〇
五年度	一、二三九、五三〇 一九九、七三〇	一七一、六二六、八四〇 一七、四八八、五〇〇
六年度	一、四六二、七三〇 一七一、一五〇	五五、五三三、二六〇 二二、五六三、二六〇
		五五、五三三、二六〇 一一、一二八、六〇〇
		七六、四二九、九四四 一一、八二八、七七三



株式取引所と短期資金

紐育株式取引所コール市場

米國に於ては紐育株式取引所市場に於て證券を擔保として貸出す資金をコール・ローンと稱し、其の取引の大規模に行はれ、數量の異常な巨額に達する點は世界の注目する所である。今、同取引所に放出されて居る最近のコールの状態を見るに、

	一九二九年十月	一九三〇年一月	一九三一年一月	一九三二年一月
市中銀行	一、〇七七 <small>百萬弗</small>	八一四 <small>百萬弗</small>	一、一三二 <small>百萬弗</small>	四七三 <small>百萬弗</small>
地方銀行	一、七三三	八七四	三〇九	六五
其他	三、八二一	一、六五三	三三七	六
計	六、六三四	三、三四一	一、七九八	五四四

一九三二年一月に於て五億四千四百萬弗がコールとして放出されて居り、好況時の一九二九年十月には六十六億三千四百萬弗の巨額を示したこともある。これは一面には聯邦準備銀行制度が確立して銀行組織が改善され地方の遊資が容易に集中されるの

みならず、歐洲大戰後米國金融市場の位置が著しく向上し世界各國の遊資の一部をも此處に集中されて紐育市場には常に巨額のコールが存在して居ること及び、又他の一面には紐育株式市場がこれ等巨額の資金を吸収するに必要な取引制度になつて居ることとに因るものである。即ち紐育株式取引所の賣買方法は我國と異なり所謂翌日取引として約定の翌日に證券の受渡を行ふ必要上日々巨額の決済資金が入用である。茲にコールの需要と供給が一致して米國特有の證券金融が行はれて居るのである。取引所コールの取引を例示すると買方は取引所仲買人に對しコール借入に必要な頭金（證券時價の二、三割程度）を提供すれば仲買人は取引所内に設置のコール取引場所（マネー・デスク）に於て銀行其の他の金融業者と受株を擔保としてコール（證券時價の七、八割程度）借入契約を爲し、買方が之を轉賣する迄其の取引を繰延し得るものである。而してこの契約の履行には清算會社が受渡株とコール資金との授受を簡便に扱つて居る。この種のコールは勿論要求拂であるから、借手と貸手の都合に依り翌日回収され



ることあり、又繰延されることもあつて、利率も亦新規と繼續の二種に分れて居る。

以上は取引所のマネー・デスクを経由して行はれるコール・ローンであるが、この外に金融業者が直接仲買人と取引されるコール・ローン、又は一ヶ月、二ヶ月或は三ヶ月拂ひと云ふが如き定期貸、所謂タイム・ローンもある。これ等は何れも前記のコールに比較するに其の數量は十分の一にも達してゐない。擔保は公債を第一とすることは勿論であるが鐵道會社、工業會社の株式、社債も利用され、株式擔保の場合は混合擔保即ち鐵道株と工業株との混合が一般的であつて、金融業者は之に對しよく七掛若くは其れ以上の融通をなして居る。

之を要するに米國に於けるコールは主として株式取引所を中心として證券金融に運用され、證券市場と金融市場とは密接不離の關係に立つて居るものと稱することが出来る。

短期取引の代引資金とコール

然るに我國に於けるコール取引の状態を見るにコールは總て銀行間の取引に限られ紐育市場の如く直接株式市場とは密接な關係に置かれず、僅に東株代行株式會社が關係銀行を通じ代引資金の調達をコールに求めて居るに過ぎない。今、東株代行株式會社に例を採つて説明するに、同社は東京株式取引所に於ける短期取引の受渡證券の取引、代渡及び之を行ふに必要な行爲を爲すを目的とするもので、短期取引の日々の受渡に際し、同社は買方に代つて過剩株を引取る資金即ち代引資金を必要とする。この代引金額は次に示すが如く巨額の數に上る場合が多く同社の自由資金即ち拂込資本金及び其他を以てしては尙不足を生ずる場合のあることは勿論である。

	代引金額	一日代引最高金額
昭和四年上期	四〇、〇二七、二六五	七、五五五、一二〇
下期	九、三〇一、八一五	三、四四九、五五〇
五年上期	五、六八一、六四〇	一、二七六、八一〇
下期	一〇、三一八、五八五	四、七七八、一五五



六年上期

二九、三五七、五四〇

三四〇

下期

三六、二二一、一三〇

五、五八八、三六五

七年上期

七、九七五、〇八五

一七、〇九九、七四〇

この不足額の調達をコールに求むる場合同社の關係銀行は代行會社の申込に依つて  
自行で之を賄ふ場合と他からコールを取り之に應ずる場合とがある。銀行に差入れる  
擔保は當然代引した株式であり、代行會社は代引すると同時に短期取引に同數量の賣  
建をなして所謂掛繋をするから相場の変動には何等の不安もなく(第四章第一節參照)  
又短期取引員組合は同取引の違約から生ずる損害に對して賠償の責に任じて居る關係  
上同社の營業は満足すべき安全性を有しコール放出に付て最も適當な條件を具備して  
ゐる。

## 第五章 取引所に關する政策

### 第一節 早受渡手形と日本銀行再割引問題

#### 早受渡制度に對する世論と批判

早受渡制度は既に前章に於て述べた如き効用を有し、金融界に寄與する處甚だ大なるものがあるにも拘らず、之が制度創始の當初は世論區々に互り正鵠を得ざるものがあった。今、其の主なるものを擧げて批判を試みるに、

(一)相場に變動があつて買方が受渡代金を支拂ふことが不能な場合、殊に解合に際して該手形は危険に非ずやとの説。

元來、早受渡手形は取引所自ら振出すものであるから取引所は手形法上振出人の責任を果し支拂を行はねばならぬことは當然である。此の問題は相場變動云々よりは寧ろ手形支拂に關する取引所の信用如何の問題に過ぎない。此等に就いては既に早受渡



制度の項に於て該手形の信用に付詳言したから再び茲に繰返す必要を認めぬ。次に買方が受渡代金の支拂不能に陥りたる場合、即ち、買方の受渡違約の場合に於ては取引所の完全賠償制度が作用して違約を生ぜざると同一の結果に置かるべきものであること亦前述の通りである。而して完全賠償の爲めに取引所の蒙る損失は完全賠償制度其れ自體の作用にして早受手形制度に原因するものでない。又、解合に際しても、手形そのものに就ては取引所の信用を以て振出人の義務を果せば可なりであるから其の支拂の能否と解合とは何等の關聯のないことは前述の場合と同様である。然し乍ら、更に進んで解合の際、特に取引所の財産上損失を來すことがあるかを考ふるに、抑々、早受渡手形は受渡玉に付て發行されるものであるから此の部分は當然解合から除外されて處置さるべきものである。然らば買方の何人が之を引取るかといふに、市場の實際としては早受渡手形の渡株は之を按比例的に買方全體が引受くる場合、或はシンデケートを組織し一括して處置する場合、等を想像し得るであらう。何れにしても違

約、解合は何等早受渡手形の安全性を侵害するものでない。

(二) 證券を手形の擔保として資金貸出を行ふもの特に當所株(東京株式取引所株式)を擔保の目的となすのは不當ではないかとの説。

早受渡は受渡であつて約束手形は其の受渡代金として賣方に交付さるゝものであるから全然資金の貸出と性質を異にする。即ち取引所は買方に代つて受渡代金を賣方に立替支拂を爲したものである。従つて賣方が取引所へ提供する證券は手形の貸付擔保ではなく受渡の目的物を相手方である買方に交付するに過ぎず、取引所は買方に代つて受渡物件を受領し、買方の爲めに代理占有を爲せるもので決して之を自己の手形の擔保に供するものではない。故に提供された證券が假令當所株であつても商法第百五十一條の所謂自己の株式を取得し、又は質權の目的として之を受けるものではない。或は違約賠償に際して取引所は自己の株式を取得し又は之を交付する様な場合があり得る、之は右商法の禁止規定に觸るゝものではないかとの説を爲すものがあるが該問



題は單に早受渡の違約のみに關するものでなく廣く受渡違約に共通せる問題であつて之が處置に就いては業務規程に特記して誤解を避けて居る。

(三)早受渡制度は投機を助長するものではないかとの説。

茲に所謂投機助長とは手形發行に依り投機資金を過當に供給するものではないかとの意味であらうが早受渡制度其のものは清算取引の實物化を企圖するものであることは既述に於て明瞭であらう。該手形を交付するに就ては長期取引上場の株式に限り、而も證券の種類に制限を設け、又手形發行額にも限界があるのであるから早受渡制度に依つて投機を助長するものとは信せられぬ。

### 割引市場に於ける早受渡手形

右に述べた如く早受渡制度に對しては之が創始當時に於て相當の世論があつたが、時日の経過するに従ひ、此の制度の本質、効用も次第に一般に了解され、又銀行の態度も當初の警戒から漸く認識を深め、財界不況の此際確實にして短期的なる好投資物に乏しい今日金融市場に於ける早受渡手形は一流手形たる紡績手形に次ぐ優良手形たるの位置を獲得するに至つた。

今東京銀行集會所社員銀行勘定に於ける割引手形總額と早受渡手形發行高との現在高を見るに、

	割引手形總額	早受渡手形發行高
昭和三年末	三七七、一五六 <small>千圓</small>	一六、八三七 <small>千圓</small>
同 四年末	三七一、〇二九	七、五六九
同 五年末	三八五、三七二	八、一一九
同 六年末	三三二、九九八	一一、七六七

即ち早受渡手形は常に割引手形總額の相當額を保ち、近時に於ける優良手形の減少、例へば紡績手形が會社資力の充實に依る減少に代つて割引市場に有力な位置を占め、又之が手形の割引銀行も該制度創始の當初に於ては僅かに取引所關係の二、三行であ



つたものが現在に於ては一流銀行に於て何れも之を歓迎してゐる。右の如き状態であるから其の割引利率も常に低率を保つてゐる。

### 早受渡手形の日本銀行再割引要望

元來、銀行が商業手形を歓迎する所以は、

(一) 支拂期限が短期なること。  
(二) 手形の成立は商品の賣買に基くから確實なこと。

(三) 資金の必要な場合、中央銀行の再割引に依つて資金化するを得ること。

等である。然るに早受渡手形は(一)に對しては該手形の性質上最長期限は先限の發會と同時に發行される三箇月であるけれどもかゝる長期限のものは極めて少く普通には六、七十日以内のものが大部分を占め普通の商業手形と實質上異るところはない。

(二)に對しては前述した如く株式の受渡に依つて發行されたもので而も手形支拂に要する資金は支拂期日の前日即ち當該證券の一般受渡日又はそれ以前に於て既に用意

され且取引所が完全賠償の責に任じて居るから該手形の確實性は普通の商業手形よりは優るとも劣ることはない。然るに最後の(三)に對しては未だ再割引の途が講せられて居ない。この點一流手形としての紡績手形に及ばない唯一の點であつて、吾々市場關係者は之が實現の一日も速ならんことを切望してゐるものである。

今、日本銀行が早受渡手形に對して再割引の要求に應じない理由として擧げらるゝものは、

(一) 投機資金供給の懸念あること。

(二) 純然たる商業手形ではなく一種の融通手形であると云ふ見解のあること。

の二點に集中される。第一の點は既に前項に於て述べた如く該制度は證券流通を圓滑ならしめる重大な作用を有して經濟上に貢獻する處が大であること及び該制度は却つて取組玉消化を容易ならしむる爲投機的興味を減殺するといふ批判あるに徴しても、かゝる論議は採るに足らない。次に第二の早受渡手形を一種の融通手形であると



看做す根據は、商業手形は實際の取引に當つて賣買當事者の一方が振出す手形であるから取引所の如き賣買當事者に非ざる第三者の振出しに係る手形は純然たる商業手形でなく融通手形であると謂ふにある。勿論、取引所は直接には賣買の當事者ではないが長期清算市場の取引に對しては完全賠償責任を有し賣買當事者の一方が受渡不履行の場合、取引所は之に代つて受渡を履行しなければならぬ。従つて取引所は常に賣方の代理者であると同時に買方の代理者であつて實質的には賣買當事者となり、殊に手形發行に際しては提供株を受取つて居るから商品取引に依つて生ずる立派な商業手形であると謂はねばならぬ。又、別方面より觀察するときは該手形を日本銀行が再割引することに依つて、日本銀行の金利が從來の單なる形式的標準より著しく實際的標準として作用するに至り名實共に眞に權威ある金利として一般金利を指導することを得中央銀行たる職能を益々發揮するものと考ふるのである。

斯様に論じて來ると早受渡手形の再割引に對する反對の根據は該手形の有する効用に比し極めて薄弱なるものと謂ふべく、其の根本思想は漫然株式取引所に對する往昔の觀念に拘泥するに出發してゐるものと思ふ。既に市中銀行に於て優良手形として歡迎されて居る實狀に鑑み、日本銀行は速に之が手形の再割引の途を講じて一は金融界に對し該手形の流通をして一層圓滑ならしめ、一は證券界に對し之が制度の完備を以て證券市場の機能をして擴充せしめられんことを望むものである。

## 第二節 コール市場の創設

株式取引所をして國民經濟上其の機能を完行せしむるの途は一に金融市場と密接なる聯絡を圖り以て株式取引所の眞正なる發達を期するに在ることは何人も認むる處であつて、從來、取引所改善問題の論議せらるゝ毎に其の重要研究題目として掲げられて來た所以である。コール市場を取引所内に設定することは誠に此の目的達成上有力なる一方法たることを失はず之が實現は國家的急務たることを固く信するものである。



コール市場の設定は金融市場確立の爲に急務である。

昭和二年の金融恐慌及び五年に敢行された金解禁、又之が再禁止、新平價解禁問題等未曾有の諸大問題に當面し動もすれば動搖を免れざる我金融市場を見る時之が整備改善の必要を痛感せざるを得ないが其の方策の一としてコール市場の整備を擧げ度い。顧るに、歐洲大戰後變態的發達を遂げたコール取引は大口需要者たる特殊銀行の破綻により惹起された金融恐慌によつて之が根本的改善を必要とする機運に會した。其の破綻の直接原因は(一)數億圓に達する巨額なるコール・ローンが一行に偏在してゐたこと、(二)無擔保であつたこと、等に在つた。この任意的無統制的なる取引を組織化し整備化する、即ち公開市場を設け確實迅速を以て大量的に取引の投合が行はるゝならば、爲替銀行、ビルブローカーは勿論、公社債引受業者、證券業者、株式取引員等、此のコール市場を利用するに至るであらうから茲に始めてコール取引の眞意義が發揮せられ、金融市場の整備確立も期待し得らるるものである。抑々我國コール取引

は明治三十四五年頃、ビルブローカー業の發生に伴ひ漸次盛大に赴いたが單に銀行間の手形交換尻決済に利用の範疇を出でなかつた。然るに歐洲大戰に因る經濟界の膨脹はコールの大需要者として茲に爲替銀行出現しコール取引の面目を一新せしめたのである。即ち、入超國たりし我國が大戰の結果出超國となり大正四年から大正八年に至る五ヶ年間に於て貿易出超額十三億餘圓其他貿易外受取勘定として十八億餘圓の巨額の債權を海外に有することとなり、此の膨脹せる輸出金額の處置困難に加へて外國の金輸出禁止は全く我爲替金融に一大頓挫を來さしめ國家は有らゆる方策を講じて之に當つた。當時、爲替資金調達の手段としてコール取引も利用せらるゝに至つたが、其の後の施設宜ろしきを得ず遂に禍根を成して金融恐慌を惹起し以後は全くコール取引は委縮不振に陥つたのである。最近に於けるコール取引の状態を見るにコールの出手に信託會社、保險會社、其他大會社を見ることが出来るが依然其の主要なるものは市中銀行である。而して其の資金は預金の支拂準備金にして其の取手並に運用法は、



(一) 銀行間に行はれ手形交換尻決済資金として用ひられる。此の場合に於ては直接取引とビルブローカー仲介の取引とがある、が何れにしても現在コールの使用は大部分此の方面である。(二)ビルブローカー自身取手となつて手形買入資金に運用し、(三)証券業者が直接取手となつて証券金融を行ふ。勿論、如何なる場合に於てもコールの放出は擔保付にて爲さるゝことゝなつた。

#### コール市場を取引所内に設置するを可とする。

上述の如きコール取引の現状を改善整備せしむる方法は一にコールの利用を可及的に擴大せしむることである。即ち、組織的なるコール市場を設置して新方面のコール需要を満足せしむるにあるが、將來、コールの大口需要者として必然証券業者を豫想し得る點に立てば其の市場を株式取引所内に設置するを以て最も適當なりと信ずるものである。

今、取引所内にコール市場を設置することによつて得らるゝ利益を見るに、(一)將來の大口取手たる証券業者に便利である、(二)証券取引の繁盛を期することを得益々其の機能を發揮せしめ一國經濟界に貢献せしむ、(三)取引所の信用を以てコール需給投合の機會を迅速確實ならしむ、(四)公定の利率を作成せしめ、從來の如きコールブローカーの取扱より離れる結果低率の手數料を以て足る、(五)取引所に擔保の保管、追擔保の請求等の事務を委任代行せしむることによつて取引は著しく簡便安全となる。

斯くして取引所内にコール市場を設置し其の取引決済機關として取引所を利用する時は取引所は可及的少額の手數料を以て而も擔保品の差し變へ又は追擔保の追徴請求等凡て或程度の責任を以て處理せらるゝに至り、將來、証券コール取引に付て大なる進歩を遂げ、銀行は勿論、信託會社、保險會社等も好んで此處を利用し、有力證券を擔保とするコールの標準利率が成立すると同時に、國債市場及び株式市場の一大金融機關を形成し、証券業者は此の市場に於て迅速にコールを取入ることを得、一方出金は確實なる擔保付であると同時に取引所の管理の下に取引されるものであるから安



んじて之を放出し茲に眞箇のコール市場發達を見るであらう。

今、コール取引に付て典型的たる米國に於けるコール市場の態様と證券業者との關係を略述して参考に供しやう。

### 紐育コール市場

紐育コール市場の發達は極めて最近に屬し曩のナショナル・バンク時代のコール資金は我國の如く主として銀行間に於ける交換尻の決済資金として利用せられてゐた。然るに一九一四年聯邦準備銀行の制度が確定しコール資金の増加を來し、一面其の需要は交換尻決済より證券市場に移動するものが盛んになり。茲に紐育金融市場に於ける特有のコール市場が出現したのである。今、其の發達原因を見るに、(一)紐育株式取引所の取引方法が當日決済の制度を採用してゐること、(二)聯邦準備銀行制度の確立によつて商業銀行發達の基礎を造つたことである。

紐育株式取引所内に於けるコール市場は第十八世紀の中葉より自然の要求に基き組

織せられたものである。(一)聯邦準備銀行制度以前の國立銀行制度の下にあつて各國立銀行は日々の現金準備以外に第二の支拂準備として常に多額の流動資金を保有する必要がある、此の準備金死藏を避くる方法として取引所上場の有價證券を擔保として取引所のコール市場に於て放資することを最も有利として利用されたものである。

(二)聯邦準備銀行制度實施以來は同行は證券擔保手形の再割引を許さざる爲めに諸銀行は勢ひコール以外の條件では其の資金を證券に放下し得ない結果となり、一方、紐育株式取引所に於ける賣買は當日決済の制度であつてコール資金を其の取引決済資金として巨額に需要する所から兩々相俟つてコール市場と株式取引所とが發達するに至つた。又地方銀行に於ても紐育市中銀行に巨額の預金を置き、其の放出回收の手續簡單にして然かも手形割引率より有利なるコール・ローンに放出してゐる。ブローカー・ローンの總額の約半額強は市中銀行を通じて行はれる此等地方銀行の貸付額である。紐育諸銀行が證券擔保に貸出をする資金の種類を見るにタイム・ローンとコー



ル・ローンとの二種がある。而して其の出し方として直接自行に口座を有するブローカーに出すもの即ち直接的のものと、株式取引所のコール市場を通じて全然未知のブローカーに出すもの即ち間接的のものとがある。前者の方法によるものは漸次減少し、後者即ち取引所のコール市場を通じて出すコール・ローンが証券金融の大部分を占むるに至つた。直接的に放出するコール・ローンには普通のコールと日貸コールとがあり、間接的に放出するものには通知コールと純粹のコール・ローンとがある。而して最も多額に利用せられてゐるものは間接的に放出せられる純粹のコール・ローンである。而して日貸コールを除いては總て擔保付であつて此の點が又紐育コール金融の特色を爲してゐる。

日貸コールは普通午前十二時から午後三時頃迄其の間約三、四時間借り入るコールで此の必要は取引所の決済が凡て實物取引の制度に於て行はれるからである。例へばA銀行より借りてゐたコールをB銀行から借り入るコールで以て返済する爲めには、

A行預入の擔保品を一時引出してB行に入れなければならない。此の爲めに一時日貸コールを借りる必要が生ずるのである。即ちコール借替の時に起る擔保品移動の間隙を一時充足する爲めに用ひられる。此の日貸コールは普通無擔保であつたが其の性質は當座貸越と同じく従つて銀行によつては擔保を徵收するものも出たのでブローカーは斯る銀行からは日貸コールを取る事を避ける様になつた。而して日貸コールは普通無利子であつて銀行は斯る日貸コールを利用する如きブローカーに對しては一定の當座預金の残高を置かしめ之を利用することによつて補つてゐる。然るに一九二一年清算會社が設立され此處に於て容易にコールの借替を行ふことを得ることとなり日貸コールは今日に於ては減少するに至つた。

株式取引所を通じて放出されるコール・ローンに於ては必ず證券擔保たることを要する、然かも其の擔保は紐育株式取引所に上場せられてゐる證券であることが必要である。然るに此のコールの擔保品として最も勢力を占めてゐるものは株式であつて歐



洲大戦前に於ては鐵道株擔保、混合擔保（鐵道株と工業株との混合）、工業株擔保と各其の掛及び利率の點に於て優劣があつたが戦後に於ては斯る區別は撤廢せられるに至つた。其の理由は大戰によつて米國諸工業が發展し其の株式の如きも其の賣買高に於ても又其の相場に於ても鐵道株と大差なく擔保品として同一資格を得るに至つたからである。株式擔保によるコール貸出の掛歩合は八掛見當であり一流公社債に限り九掛半程度のものである。

然らば取引所内に於けるコール取引は如何にして行はるゝやを見るに先づ同コール市場開設以來一九一七年九月迄は取引所場内に「ポスト」を設置し其の周圍にマネー・ブローカーが活躍して取引を行つてゐたのである、而して現在の方法に比べては甚だ不完全なるものであり主として日貸コールが盛んに取引せられてゐたものである。一九一七年九月より同一九年一月に至る期間は金融管理委員會がコール取引の管理に當り取引所金融に關與し種々盡力した。此の時に於て委員會は毎日資金の需給を調節し

其の出入を正確に知る必要からしてポストをデスクに變へ此處に書記を置いてコール取引一切の申込を備付の帳簿に記入せしめ其の需給を明にし公正なる公定利率を決定することゝなつた。

然るに一九一九年一月金融管理委員會は其の管理を中止することゝなつたが其の後に於てもコール市場は之を廢せず先のデスクを以て一つの制度となしマネー・デスクとして往時のマネー・ポストに代らしめた。更に切換利率（Renewal Rate）の決定方法の變更、株式清算所のコール取引清算業務開始を見、最近に至つては取引所コール市場並に聯邦準備銀行兩方面よりブローカース・ローンを公表する制度を採用するに至つたのである。取引所内のコール市場は朝の十時から午後三時迄開かれてゐるのであるが其のコール返済の通知は十二時十五分迄に之を爲し、同日午後二時十五分迄に返済して擔保物件を取戻すのである。

要すに紐育コール取引の中心は紐育株式取引所内のコール市場を中心とするもので



あつて其の金融に於ても最大であり、従つて此處に成立したコールの利率は凡てのコール取引の基準となる性質を有つて居り、其の統制整備を誇つてゐる。尙ほ紐育に於けるコール取引の態様並に特長を列記すれば

- (一)「コール・ブローカー」の取引、此の取引は非公開的であつて其の利率は取引所の利率を基準として定められる。
- (二)銀行と其の顧客との取引、此の取引は非公開的であり利率は紐育株式取引所のそれを基準とす。
- (三)取引所内の取引、此の取引は公開的取引にして其の長所は利率の公平であること取引の迅速且つ容易に行はれることにして、短所としては取手方を知るを得ず従つて之を選択することが出来ないのである。此の場合のコールの取手は多く證券業者にして取引所取引の決済資金及び社債、株式等の引受買入資金とするものである。而してコールの出手は、マネー・ブローカー或は其他のブローカーの自己資金、大

會社の配當資金にして一時不要なるもの、銀行の自己資金及び地方銀行の預金等である。

### 結語

翻つて我國現下の金融状態を見其の資金の中央集中傾向の大ならんとするに際し之が適當なる放出口を發見することは必要であり而もこれは長期貸出資金たるよりも短期資金たる可きことに於て是非共手形割引市場或は又コール市場を設置することの急務である事は前述した所である。今日尙ほ割引手形の發達を見ざる時に於て割引市場を設置することよりは國債、一流地方債、社債及び株式等確實なる證券を擔保とするコール市場を設置することの捷徑たることを唱ふるものである。斯くしてコール市場を取引所内に設定し公定利率を決定せしめ一般金融の據る可き基準を作らしむると同時に、取引の迅速、且つ擔保管理の安全性を以て一層取引の確實を圖らしむることは紐育株式取引所内に於けるコール市場の實狀に徴し可能性充分なる企劃である。



且つ近時、證券の資金化、資金の證券化の傾向が其の速度を進めつゝある際、全國的中央市場たる東京株式取引所取引と金融機關との密接なる聯結の必要なることは一國經濟發達の上に於て當然のことであつて其の方策の一としてコール市場を取引所内に設置すべきことを江湖に問はむとするものである。

### 第三節 證券投資會社の設立

#### 證券投資會社の意義

資本主義經濟の高度化發展に伴ひ凡ゆる經濟現象が益々複雑化して行くことは必然である。従つて經濟現象の一分派である投資態様も亦今日に於ては甚しく複雑して來たが近代的產物たる證券投資にしても之を科學的に觀察し投資家の安全と利益とを得しむるが爲めには此處に何等かの専門的組織體を必要とするに至つた。近年我國に於ても歐米に於て發展し、ある證券投資會社が論議せられ、其の設立運動の機運さへ擡頭するに至つたことは自然の結果と云ふべきであらう。

抑々、證券投資會社は第十九世紀の初期に其の端を英國に發して以來、今日に於ては世界各國、殊に濠洲、白耳義、加奈陀、英蘭、蘇格蘭、佛蘭西、獨逸、和蘭、匈牙利、瑞西及び米國に於て設立され、就中、英國並に米國に於て最も發達して居る、即ち英米に於て投資信託 “Investment Trust” と稱せられて居るものが即ち夫れである。

然らば投資信託とは如何なるものと云ふに、投資に關する一種の代理事務の性質を有つものにして、大小多數の投資家より集中した預託資金を以て分散投資の方針に基き多種多様の有價證券に合同投資を行ひ而して其の投資より生ずる危険と損失とを可及的豫防すると共に收益の平均を圖り或は又適當に之を處分することに依り利益を擧げ、斯くして投資家に對する利益配當を大ならしむる一方、資金其のものゝ安全を圖る仕組であるが、其の目的とする所は終始純粹なる投資に在り、決して關係諸事業



を統制し又は之が直接の責任を負担せんとするものではない。従つてこれと同様に證券投資を取扱ひ又は形態上證券投資に類似する、投資銀行又は持株會社と混同してはならぬ。即ち投資銀行は外見上證券投資を營むと雖も其の實質は各種資金需要者の投資適性の調査と其の發行せんとする證券の引受、引受募集又は募集取扱の全部か若くは其の一部分を扱ふと共に銀行又は金融の業務をも併せ營むを通例とする。持株會社は他の會社の一社又は數社の證券を所有することは投資信託に類似して居るが其の目的は純粹の意味に於ける投資に在るのではなく、自己の所有する證券の發行會社たる會社の經營に付き支配權又は監督權を取得せんとするに在る。再言するならば、投資信託とは可及的危険分散の基礎方針に據り純粹なる證券投資を目的として組織せられたる會社を指すのである。

### 英米に於ける發達

惟ふに投資信託の根本思想は夙に白耳義及び瑞西に於ても存在したものであるが

其の正統的な發達は前言の如く英國に於て始めて之を見ることが出来るのであつて、英國に於ては一八一五年奈翁戰爭終熄後世界の産業資金市場たる地位を獲得し、倫敦所在の資金が歐米諸國に盛んに流出したる當時、此の氣運に刺戟を受くるに及び小投資家が海外投資の目的を以て組織した組合に始まり、一八六二年會社法實施に依り、有限責任會社制度の確立せられるや、翌年一八六三年最初の投資信託會社として、*“International Financial Society Ltd.”* が倫敦に設立され其の後一八八〇年及び一八八九年に於ける再度の英國コルソン公債の利率低下に依り海外投資熱は白熱化し之が爲め投資信託の設立は踵を接し、一八八〇年より十年後の一八九〇年までに新設せられたもの三十六社、其の現在社數は五十五社に達した。斯くして世界戰爭の勃發に依り一時頓挫を見たる後、一九二四年以後は再び新設會社頻出し發展を示したが其の經營は稍保守的となり活氣を失つた憾みがないでもない。

然るに、米國に於ては専門的證券投資の方法として投資信託の應用さるゝや、未だ



其の沿革は極めて最近に屬するに拘らず證券市場の發達と相俟つて米國独自の投資信託として顯著なる發展を示して居る。尤も、投資信託の米國に於ける先驅者又は比較的初期の形態として興味あるものには一八七一年紐育州法に依り設立されたもので今尙存在して居るところの“United states Mortgage Company”を挙げ得る。同社の目的は不動産擔保貸付の經營にあつたから、純粹なる證券投資を目的とせる今日の投資信託でないことは云ふまでもない。南北戦争後に於ては投資銀行が勃興し之等の諸銀行が其の顧客に對するサービスとして専ら投資信託類似の事務を取扱つて居た、從つて眞の意味に於ける投資信託は當時は未だ微々たるものであつたが、英國に於ける投資信託の發達が奈翁戦争以後の海外投資熱の刺戟に原因すると同様に、米國に於ける投資信託の發展も亦米國が世界大戰後に於て戦前の債務國から轉じて債權國となり倫敦の金融市場と相拮抗するに至つてからの事である。即ち一九二四年前に於ては全米を通じて僅かに十餘に過ぎなかつたものが、一九二八年には一九九社、其の資本金

一、二〇〇、〇〇〇、〇〇〇弗に及んで居る。固より投資信託の思想其のものは米國が輸入したものであるが其の實際への應用は全く米國民の頭腦と資本の力とに依るところであつて、其の發展の方向も英國と全然相異なる。實際米國現在の投資信託が採用する各種の形態は全く米國の法律、米國民の必要及び嗜好を反映したものと云つてよい。今後十箇年間に於て米國は少くとも五百前後の投資信託と百億の投資信託資金とを擁するに至るであらうとは同國々會に於て現れた豫想論である、以て米國に於ける投資信託が如何に發展しつゝあるかを想像し得るであらう。而して、之を理論的に見るならば同國投資信託の將來は其の對象とする適當なる投資證券の供給が不可能に陥りたるとき始めて飽和點に達するものと云ふべきであらうが、現在米國に於ては紐育株式取引所の上場證券のみを以てするも約千億弗に近い巨額に上り、其の大部分は投資信託の目的の範圍に屬して居る。米國に於て會計學の泰斗たるビー・エル・ブライニング氏は投資信託に付き世人動もすれば投資信託社數の過剰を説くものもあるも其れは二千



社に餘る投資信託が其の資金を以て通常の分散投資を行ふともスチール株現在額の三分の一も之を吸収し難き一事を看過せるものであると指摘して居る。思ふに投資信託の飽和點は投資信託に依り發行せられたる證券に對する一般的需要の如何を以て決定すべきものであらう。従つて此の點より考ふれば投資信託は米國に於ても未だ其の發展の過程に在るものと云ひ得る。今、假に、米國には千五百萬乃至二千萬人の投資家が存するものとして之等の投資家が各自三千弗の投資信託證券を所有するものとするれば、投資信託證券現在額は四百五十億乃至六百億弗に上る計算である、勿論此の數字は相當過少の計算であるが、米國に於ける投資信託が他國の夫れに比し如何に發展せるかを語ると共に、世界に於ける投資信託が今尙ほ發展の過程に在ることを示して居るものである。

### 證券投資會社の機能

既述の如く、投資信託は資本主義經濟の發展に伴ふ經濟現象複雜化の所産として證

券投資専門化の必要より發生し今日の發展を觀たものであるが、投資信託が更に今後の發達を豫想せしむる一事は、投資信託は社會的又は經濟的に或る一の機能及び效果の存することである。然らば投資信託の社會的機能とは何ぞや、又經濟的機能とは何ぞや、と云ふに大體左の如く觀察することを得る。

社會的機能 凡そ投資家は如何なる優良證券と雖も之を單獨を以てしては其の資金の一〇%以上を投資することは適當でないが、産業的に又地理的に廣汎な分散主義を以て堅實なる投資を行ふところの投資信託に對しては安心して資金の一〇〇%を投資することが出来る。固より同じく投資信託とは稱しても種々の形態がある。即ち法定投資信託及び契約投資信託の別があると共に又其の各々に一般投資信託若くは普通株投資信託と云ふ如き種類があるから其の形態を異にすることに依り各々獨自の特徴を有して居るが投資家に對する共通的職能として數種を擧ぐるならば

(1) 投資信託は投資家個人よりも遙に優れたる熟練を以て投資證券の選擇を爲すこと



が出来る。

- (2) 投資信託の投資々金の管理方法は、損失を豫防することに於て、利益を擧ぐることに於て、又、投資證券發行時に於ける最も有利なる投資機會を獲得することに於て、投資家に多大の便益を得せしむ。
- (3) 投資信託は其の大規模なる機構上投資家個人よりも投資證券に關する各種の確實なる諸報告を取得し得る便がある。
- (4) 投資信託は大量の證券買入に際しては證券發行引受業者と同等の割引價格を利用し得る利益がある。
- (5) 投資信託は繼續的に證券投資を行ふ故に、偶々不利な投資を爲すことあるも長期間には之等の投資額は平均される傾向がある。
- (6) 投資家に比し投資信託は大量的である爲め各種證券の購入又は賣却に付き有利なる値段と輕減されたる手数料とを以て取引を締結し得る。

(7) 投資信託は投資證券に關する注意又は取扱といふ多大なる煩瑣を伴ふ仕事から投資家を開放せしむ。例へば配當金、利息金の取立、住所變更通知、株主總會に於ける代理委任狀の取扱、應募權を始め其他の諸權利の處分又は行使に關する雜務、名義書換手續等これである。

斯の如く投資信託は投資家に多大の便利と利益とを與ふる結果として投資信託の存在は投資家をして證券投資に關し今日より一層之を意識的ならしむる影響がある。又投資信託は投資家間に於ける證券投資の慣習を改善し、延いては一般投資家に對する投資物を増加せしむるものであり、國民に勤儉の美風を養成することに多大の力ありと云ひ得る。同時に善良なる投資信託が保守的に健實に投資するところの方針は社會の投機的傾向に對し之を抑制する作用のあることを忘れてはならぬ。最後に投資信託の社會的効果として最も重要なことは從來の地方的觀念を全國的に擴充し、更に進んでは國際的に發展せしむるに在る。投資信託の發達が證券投資をして國際的ならし



むるの結果、證券市場の國際化を助長することに功績あることを認めねばならぬ。

經濟的機能 純粹なる經濟的立場より論ずるならば、投資信託の職能は全國に互る投資家より資金を集中し、之を商業並に生産に最も有用なるものに投下するにある。従つて投資信託は商工業の發展に資すべき經濟上の有用なる媒介者たる作用を有するものである。此の點に於て投資信託の經濟的機能は銀行機能即ち資金供給の機能と類似して居る。一般的には證券投資の媒介機關であると認識されては居るが、其の經濟上に於ける重要性は畢竟するに其の生産品の有用性、換言すれば資金の需給充足と云ふ點に歸着する。唯、商業銀行は商業手形類の購入に依り、而して投資信託は債券又は株式の買入に依り、需要資金の充足を圖ると云ふのが兩機關の相異であるに過ぎない。殊に海外投資を目的とする投資信託は海外諸國の經濟的發展に資するのみでなく、之が延いては一國の對外貿易の殷盛を助長する。更に國家非常時の際に至つては、夫の世界大戰中米國に於て戰債たる自由公債の賣出に當り投資信託の示したる

が如く、投資信託の國家に貢獻することは決して尠しとしない。次に投資銀行との關係に付て見るも、投資信託は新規發行證券を吸收する點に於て重要な經濟的機關となり、投資銀行と對立すると云ふよりは寧ろ忠實なる協同者であると稱し得る性質を有つ。蓋し投資銀行の分野に於ける投資信託の著しい効果は、未だ社會的評價を有せぬ新證券の相場を安定せしめ之を保護する作用があるからである。即ち個人の投資家は市況の變化、材料の出現毎に直に市場に於て手持證券の狼狽賣りを行ひ易きに反し投資信託は貯藏の爲めに新證券の購入を爲すものであるから、眞の悲觀的材料の出ざる限りは處分賣を爲すが如きは稀である故に價格を安定せしむることになる。又投資信託は購入證券の選擇に付ては特別の注意力を拂ふのが常である。其の結果は一般的に證券の品質を向上せしむる効果があると共に、一般の事業經營をして一層賢明に且つ能率的ならしむると云ふ重要な効果をも之を有して居る。

### 證券投資會社と證券市場



以上に於て投資信託の社會的並に經濟的機能を述べたが、投資信託の本質を論ずるならば更に多々説かねばならぬ。然し乍ら、本節に於ては投資信託と證券市場との關係に重點を置くものである。投資信託が證券市場の景氣又は不景氣に重要な原因を成すとの説は屢々唱へらるゝところであるが、これは稍誇大に失する嫌ひがある。證券市場に於ける變動に付適當なる説明の材料を缺くときは投資信託が目標とされることは米國に於ても屢々經驗した所である。勿論、投資信託が發展の過程に於ては投資信託の證券市場に對する作用は積極的とも謂ひ得る。投資信託が吸収する證券の數量が増加する部分は即ち同數量の證券市場に浮動する供給量に減少を來すことを意味する。此の傾向は特殊の産業株への投資を専門とする投資信託並に資金運用の權限を局限せられ又は全然之を規律化して自由裁量の餘地なき投資信託に在つては其の購入證券の範圍が限定される關係上、斯の如き影響も亦一層甚だしい筋合である。又、投資信託の積極的活動は投資家の資金をして産業に投下せしむるものであり、産業資金の

増大を意味するから之に付いては非難の餘地ないけれ共、投資信託の繼續的發展が運用資金の價値を擴大せしむるの結果徒に投資家の利益を遞増せしむるに止まり遂に産業よりの搾取に終るといふ誹謗説も無いではない。何れにしても投資信託をして正當化せしむべき要素に就いて考慮を拂ふべきは當然である。

投資信託は其の政策上證券價格の低下せる時に購入し騰貴せる時に賣却するのが通例であるけれども、一般の投資家は其の心理上之と反對に高値にて買付け安値にて賣付ると云ふ傾向を有つて居る、此の兩者の動向は相尅するが如くして實は巧に交流し證券市場に於ける變動を少からしむる作用を有するのである。尤も投資信託と雖も投資者界に於ける潜在的投資能力を著しく増加せしめると云ふ力はないが、一般の證券取引者をして投機的方面より投資的方面に轉向せしむる、即ち從來株式取引所市場に於て爲された個人の投機的賣買取引も投資信託の媒介に據るとき其の數量は自ら投資取引の増大を來さしむるものである。此の點を以てすれば、動もせば株式取引所市場に於



ける賣買取引の投機化を非難せんとする者も投資信託の設立及び發達助長に對しては大いに之を歓迎せざるを得ないであらう。然し乍ら、投資信託が一般の證券取引者をして投機的方面より投資的方面に轉向せしむると云ふ傾向は一面株式取引所市場に於ける證券の浮動的供給量を吸収し去るの結果として投機取引の効用上最も重要な作用を有する浮動的の流れを縮少せしめる懸念が生じるが、元來一國の産業發達には必ず常に新資本の需要が伴ふものであり、従つて之等新資本の需要増加は必然有價證券の増加を齎し投資信託の購入せんとする證券の供給量は産業界の發展發達と共に不斷に増大してゐるから株式市場に於ける證券の浮動量に對する投資信託の吸収力は決して證券市場に於ける賣買取引を弱めることでないことは論を俟たぬ。又投資信託が既に飽和點に達した場合を假定して之が證券市場に及ぼす影響を見るに、供給量の縮少は市價上昇を來す原則からして發展中絶に在る投資信託、換言すれば運用資産勘定に對する賣買が正確に均衡を示して居るところの投資信託が證券市場に與ふる影響は

積極的ではないにしても尙且つ證券價格を安定せしむる消極的作用を認めねばならぬ。之を要するに投資信託は之を導く方法にして公正なる限り、經濟界の安定、繁榮並に社會進歩の重要な一要素をなすものであることは疑なきところである。

#### 證券投資會社の態様

既述の如く投資信託制度最初の目的は個人投資の場合より比較的多額の利益を收め比較的多大の安定を保持し得るが如き方法を以て團體的投資を試みんとするにあつた。従つて投資の根本方針は多數の證券に對する投資危険の分散に在る。而して更に投資利益の増加を圖らんが爲めには證券の償還益金及び證券の賣買益金を得んことを努力することに至つた。然るに近年に至つては投資信託中或るものは更に一步を進めて金融會社“Financial Company”、又は企業會社“Promoting Company”、或は持株會社“Holding Company”、の業務の領域にまで進出し、證券擔保の貸付業務、引受保證業務、會社の發起設立業務、投資會社の業務管理甚しきは不動産、動産の賣買



取得を行ひ廣汎なる範圍に於て經濟活動を示してゐる。殊に米國に於けるが如く現時の投資信託制度は實に其の内容が信託會社に接近せんとして居るのみでなく、其の外形に於ては銀行との關聯頗る深きものがある。蓋し投資信託の配當は高率なるが故に銀行自身に於て投資信託の株式を所有するもの多く、其の理由は高率の利益を得んとを目的とせるは勿論であるが又上述の如く自己所有の證券或は發行引受證券の殘部を投資信託に提供して投資信託の危險分散制度を利用せんとするに在る。斯の如く投資信託は信託會社又は銀行と種々なる意味に於て關聯を深めつゝあるが、大體に於て證券界に於ける投資機關としては獨自の發達を辿りつゝ經濟界全般の發展に寄與するところ頗る大なるものがある。

#### 我國に於ける證券投資會社設立の機運

翻つて、今日我國に於ける有價證券の現在の額を見るに、昭和七年二月末に於て株式一九、七〇七百萬圓、債券一三、三四一百萬圓、合計三三、〇四八百萬圓に達して居る。而して近世の企業形態は主として株式會社組織であるから、之等有價證券の數額は將來増嵩の一途に在る。即ち、吾人の經濟活動は將來益々此の證券資本の下に於て行はるべきものであつて現に昭和六年末に於ける全國銀行の有價證券投資額を見るに實に四、八二二百萬圓に達し又同期に於て生命保險會社は八三九百萬圓、信託會社は四七九百萬圓を證券に投資し、此の總額六、一四〇百萬圓を越えて居る。由來、銀行の保有金は事業資金として貸出さるゝを本體とし、又信託預金の如きも長期事業金融に放出するを本質とするに拘らず、斯の如く證券投資の方面に多額の資金が振向けらるゝは其れ自體が我國の金融組織に於て證券投資の分野擴大し而も適當なる獨立的投資機關の缺如せることを明かに立證して居るものではなからうか。尙又證券投資は他の投資よりも遙に有利であつて、例へば現在銀行の定期預金利子は四分七厘見當信託預金の利子は五分二厘より五分四厘の間に在るに對し、公債社債の平均利廻は昭和七年四月に於て六分五厘、株式の平均利廻は同期に於て七分一厘を示して居るに徴しても、



投資金融中證券投資は格段に優越なる地位を保有するものと稱すべく保險會社が自由なる保有資金中多額を證券に投資するは該方面の利殖が最も有利なるが爲めであると云はれて居る。即ち證券投資機關の創生及び發達に對しては充分の條件事情を具備せるものと謂ふべきである。

斯の如く我國の金融組織に於ては理論上又實際上に於ても獨特なる證券投資機關の創生及び發達の根據充分に存するに拘らず、未だ曾て其の存在を見ざるは如何なる理由に基くか、惟ふに、一は證券殊に株式投資に慣熟せず徒に之を危険視すること、又一は個人的投資力微弱にして而も投資の目的物を認識し得ざること等に因るもの、如くである。如何となれば世界大戰に因る繁榮期に於ては證券殊に株式投資流行して漸く之に慣熟し來つた際に偶々、大正九年三月の反動によりて大なる損害を蒙り、續いて大震災、金融恐慌並に世界的不況等に因り證券價格の暴落に會し又債券に在つても其の確實性を知り之に投資したる者も金融恐慌以來非常なる値下りの爲め損失を招

き、或は社債の有利なるを見て之に投資したる者も會社破綻の結果甚しきは擔保付社債迄も償還全く不能なるものを生ずるに至つた等、一般に一種の不安又は恐怖を與へ證券投資の發達を阻害したことは事實である。併し乍ら、不用意なる投資の危険は此の如き不況を極めたる經濟界に於ては唯に證券に止らず一般投資界の共通現象と謂ふべきであつて證券投資のみを攻撃するは失當である。例へば彼の最も信用すべきものとして一般に認められたる銀行の預金と雖も返還不能を生じ銀行の危険性を唱ふるに至つたではないか。

扱て、現今の證券界を展望するに證券價格の低落は前述の如く銀行預金、信託預金利子に優れたる利廻りを示し居るのであるから、正に投資は證券に向ふべき好機にある。而も證券投資不振の觀あるは前述の如く一面投資の危険性を過大視すると同時に又個人的投資力の微小と投資物件の選擇困難なるに基因するものであることは疑ひない。換言すれば小資本を醸出して集團的行動を以て有利なる投資を行ふ方法を究め



す、又精密なる調査研究を施して以て目的物の玉石を辨別するの能力を欠如せるに因るものである。斯の如き時代に當つて、前述の證券投資會社即ち英米に所謂投資信託會社の創生及び發達は我證券投資界に於ける必須の經濟機關と稱すべきである。思ふに投資信託は大小數多の資本を株式の形式を以て蒐集し之を總株主に代つて科學的調査の下に各種各様の多數の證券に投資し以て投資の危険を適當に分散し各株主の個人投資の場合に比して遙かに安全且つ有利に投資證券より利益を取得することを目的とする株式會社である。要約すれば、精密なる科學的調査に基いて適當なる投資證券を多數選擇し、之に適當なる割合を以て集合資本を分割投資することに依り投資危険の分散を期するに在る。従つて、斯の如き性質の會社が上述の如き状態に在る我國の現時に最も適切であり而も緊要であると共に、又將來益々發展性を有するものであることを高唱したのである。周知の如く我國に於ては未だ投資研究の完全に行はるゝもの乏しく、組織的には銀行、信託會社、保險會社等の資本團の活動以外之を擧ぐる

こと困難であるけれ共此方面に於てすら未だ完全なる科學的研究に基き投資危険の分散を行つてゐるとは斷じ難い。曾て數年前我國に於て當時の證券價格低落時代に在りて證券の價格安定を目的として證券投資會社創立運動の提唱せられたことがあつたけれども其の實現を見るに至らなかつたことは甚だ遺憾であつた。

近き將來幸に證券投資會社の創立が増加するに至らんか、其は單に大小投資家を利益するに止らず現在我が金融界に於ける資金偏在の變調を緩和することを得て不況打開に一步を進め、又證券資本時代及び將來に對して證券信用の向上を招來すること少からざるものがあるであらう。而して證券信用の向上と證券資本の流動とは、株式取引所の經濟的機能と相俟つて事業界延いては一般經濟界に貢獻する所甚だ大なるものあるを信するものである。固より英米の先例に見るが如く、投資信託の目的の分科發展を如何に處置すべきか、又銀行、信託會社との關聯を如何に導くべきかの問題は將來證券投資會社制度保育上に於ける研究題目となるであらう。



## 第四節 支店、出張所制度の確立

### 一、取引員の支店、出張所の禁止

普通會社或は商人が支店若くは出張所を設置することは自由であるけれども、取引所の取引員に在つては取引所法に於て之を設くるに主務省の認可を要し、事實上禁止の状態に在る。取引所法第十一條ノ四第一項に於て「會員又は取引員ハ第二項但書ノ場合ヲ除クノ外支店、出張所其ノ他何等ノ名義ヲ以テスルヲ問ハスニ以上ノ場所ヲ以テ同一取引所ノ賣買取引ノ取扱ヲ爲ス場所ト爲スコトヲ得ス」と規定し、其の第二項に於て「何人ト雖モ取引所ノ賣買取引ノ委託ノ代理、媒介又ハ取次ヲ營業ト爲スコトヲ得ス但シ會員又ハ取引員ニシテ農商務大臣ノ認可ヲ受ケタルモノハ此ノ限リニ在ラス」と規定してゐる。従つて取引員は商工大臣の認可を受くるに非ざれば支店、出張所を設置することを得ず、而して其の認可を爲したる事例は殆んど無く事實上禁止されてゐるのである。

而して其の第三十二條に於て「第十一條四ノ規定ニ違反シタル者ハ三千圓以下ノ罰金ニ處ス」と罰則を規定し、第三十二條ノ六に於て「會員又ハ取引員ハ其ノ代理人、戸主、家族、同居者、雇人其ノ他ノ從業者ニシテ其ノ業務ニ關シ第十一條ノ四ノ規定ニ違反シタルトキハ自己ノ指揮ニ出テサルノ故ヲ以テ其ノ處罰ヲ免ルルコトヲ得ス」との規定を以て、犯罪の主體は同時に刑罰の主體なる原則に對し、これは他人の行爲に付罰則の適用を受くる例外の規定を爲すものであつて、取引員は他人の行爲に基き效果の主體となつて居る。

### 取引所法第十一條ノ四第一項規定の趣旨

取引員の支店、出張所を禁止する、取引所法第十一條ノ四第一項の規定は、大正三年の取引所法改正に依り始めて制定せられ、其の後大正十一年の改正に當り字句の修正を見たが根本の精神に變更はなかつた。同條の立法趣旨を當時議會に於ける政府の