

説明に據れば、當時取引員は各地に支店、出張所を設け遠く朝鮮及び滿洲の方面に迄進出し、東京より九州の邊陲の地に至り、九州より北海道にまで赴き賣買の注文を受くるが如きは、反つて取引の混亂を來すのみならず淳朴なる地方に投機熱を煽揚し弊害大なるべく、又、支店、出張所を營む者が之を本店に取次を爲さず其の支店、出張所に於て所謂吞行爲を助長する虞れあり、而して此の吞行爲は本店がなすときは取引所並に政府が之を發見することは容易にして之を防止することは困難でないが、支店、出張所に於ける場合は政府及び取引所の取締は甚だ困難である。即ち各地に散在する支店、出張所が單に取引所に依らずして取引所相場に基き差金の授受を目的とする場所と化するの虞があると云ふに在る。

#### 同條件の解釋

支店、出張所の禁止規定に關し、當時議會に於ける應答に據れば店員が委託者の住所に於て賣買の注文を受け其の賣買の完結を爲すは差支ないが、支店、出張所と店員

の出張に關し、例へば今日の商慣習として取引員が店員を各地の取引先即ち委託者へ出張し種々商況並財界の情勢を語り注文を受け電報其他の通信機關に據り之を通知し證據金の受領其他賣買を完結することが行はれて居るが、此の店員を派して注文を受くることも出来ないかとの質問に對し、本文の趣旨は「賣買取引の取扱を爲す場所と爲すことを得ず」即ち云はゞ一個の「ステーション」たることを禁ずる意味にして一定の場所に定着すれば、本條に觸るゝことになる。更に地方の得意廻りに行き旅館に投宿し其處で注文を受くることがよくあるが、斯う云ふ場合に其れが極めて一時的で唯、其處に宿泊したるに過ぎないときは賣買取引の場所と云ふことは出来ない。然し乍ら、連日に互り或は人を派し或は相場の公示を爲したる場合は本條に違反する、と答辯して居るが其の範圍に付ては明確でない。

大審院は、永續的の意思を有すると否とを問はず取引員に對し其の本店以外の場所に於て賣買取引の取扱を禁ずる趣旨なること法文上自ら明なりとし非常に嚴格に解釋

して居る。而して所謂「賣買取引の取扱」の意義に關し、賣買成立の前後を問はず賣買取引に關係ある一切の取扱行爲を指稱するものであつて賣買取引の委託を受け又は其の取引に關する證據金を受領する行爲の如きも亦其の中に包含せられるものと解し又、賣買に關する注文に對し取引員の承諾あるに因り賣買の成立する場合のみを指稱するに非ずして賣買取引の委託を受け又は證據金を受領する等賣買取引に關係ある一切の取扱行爲を包含するものと解釋して居る。更に「賣買取引の取扱を爲す場所」の意義に就て、常に賣買取引の委託引受を爲す場所を指すのみならず賣買取引の委託の申込を受くるに過ぎざる場所の如きも亦之を包含するものなること法文に賣買取引の取扱とある用語極めて汎博なるに徴して疑を容れざるのみならず、取引員が其の本店以外の場所に於て其の營業とする賣買取引の委託申込を受くるを得るときは取引所に依らずして之に依りたると同一又は類似の計算を爲し以て委託者に對する決済を爲す弊を助長し其の業務の監督を困難ならしむるに至る虞あるに依るも狹義に解すべ

きものに非らずと謂はなければならないとし、又必らずしも賣買の取引を完成せしむる場所に限らず其の申込、履行其他取引に關する一切の事項を取扱ふ場所を汎稱するものと解し、取引員が其の意思に依り本店以外に於て賣買取引を爲す目的を以て設備を爲し、自身若くは其の雇人等に於て賣買取引の取扱を爲す場所のみならず取引員の意思に依らずして其の従業者が主人の業務に關し叙上取引の取扱を爲す場所と定め従業者に非ざる他人に委託して其の賣買取引の取扱を爲さしむる場所をも包含するの意義にして且其の場所は取扱回數の多少設備の整否其他外觀の如何は之を問はずと解釋して居る。

### 一、支店、出張所の禁止を廢止すべし

最近に於ける世界共通の現象は産業並に商業の集中であつて、我國に於ても此の現象は特に顯著なるものがある。之に伴つて何れの事業及び商業に於ても支店、出張所を設置して全国的に取引網の擴大を見つゝある。然るに我國に於ける取引員に就ては

支店、出張所を禁止すること前述の如くである、之を歐米に觀るも我國の如く取引員の支店出張所を法令又は取引所法に依つて禁止して居るものを發見するを得ない。従つて全國的に支店、出張所網を張り、賣買注文は此の支店、出張所を通じて本店に集中し、従つて賣買高の大部分は中央取引所に集中し、地方の取引所は單に特殊の地方株式を賣買する機關たる現狀である。米國に於ては紐育株式取引所のコンミッション・ハウスは米國內は勿論カナダやキューバ等海外に至る迄支店、出張所を置き、大西洋を航行する汽船中に於てすら之を設置し、注文を集めて居る。殊に専用電話又はチツカーは極度に發達し、其の線路は全國的に蜘蛛の網の如く縱横に架設して居る有様であるからサンフランシスコの支店に於て賣買の注文を受け之を紐育の本店に通じ、本店は之を電話を以て取引所内の會員に通じ、會員は此の電話に依つて買付或は賣付を行ひ其の成立したるときは之を本店に報告する、本店より更に支店に報告し、支店より委託者に通知する順序を経てゐる。紐育、桑港間に於て委託者が注文を發してより

其の成立の報告を受くる迄に僅か五十六秒に過ぎないと云ふ。

上述の如く支店、出張所の設備を以て紐育株式取引所は全國より賣買注文が集中し其の賣買高は米國全部の賣買高に對し九割を占めて居る。佛蘭西、獨逸に於て銀行が取引員を兼ね、銀行其れ自體が賣買注文を受け、一般の委託者は銀行に注文を發する、而して其の銀行は幾百に上る多數の支店を全國に設くるが故に獨逸なれば伯林に集中する注文、佛蘭西ならば巴里に集る注文は全國的に支店網を張る各地の支店より集中し、其の注文は中央取引所、例へば伯林取引所、巴里取引所、倫敦取引所に毎日間斷なく集中してゐる。従つて此等全國的に集中する多數の賣買注文に依り決定せられたる相場こそ眞に權威あるべきものであり、全國的の標準價格たるべきものである。

然るに我國は取引員の支店、出張所を禁止するが爲めに、公定相場の權威を縮少し證券市場の發達を阻害してゐる。之を河川に例ふれば、大河は其の本流並に多數の支

流が何百里何千里の地方に擴大して居るから、或地方は大降雨あるも他の地方は晴天であらう、従つて水量が一定し絶へず水流は順調である。然るに、細流なれば一ヶ所降雨あるや忽ち水量を激増せしめ或は晴天が續くや忽ち水流は涸渇するであらう。是と同様に取引員にして全國或は朝鮮、支那、南洋に迄も支店、出張所を設置することを得るならば或る地方より買注文を受くると共に或る地方より賣注文を受け又は或る地方より注文皆無と雖も他の或る地方より之を多數受くることもあるべく、従つて賣買が不斷に持續し相場も常に平均さるべきものである。然るに我國現在の證券取引所に於ては、例へば銀行、保險、信託會社等にして巨額の賣買を爲さんとすることも容易に相手方を發見することを得ず、且つ一時に巨額の賣注文を爲せば相場を激落せしめ、買注文を爲せば相場を暴騰せしむる。取引員の支店、出張所を設置し市場を擴大するに於ては大量取引の持續的に行はるゝ爲め何時多數の賣買を爲すも相場に激變を來たさないことになり賣買の投合を圓滑にし其の價格も堅實となる。

健全なる證券市場の發達を圖らむが爲には將來取引所法第十一條ノ四即ち支店、出張所の禁止規定を除くことを一大急務なりと云はなければならぬ。又、市場性狹少の我國の如きは通信交通機關の發達したる今日證券の如く運送に時日を要せぬ取引物件に在りては主要都市に之を集中するを至當なりと考ふるものである。

大正二年、支店、出張所禁止法案が議會に提出された動機は明治四十年、日露戦後好景氣は茲に一大反動を招來したるとき、當時某地の取引員にして各地に支店、出張所を設置し地方の現物商と聯絡し盛んに賣買を爲しつゝあつたものが此の恐慌の襲來に依り没落し各地方の委託者は非常なる損害を蒙つたことに依るものであつた。然し乍ら、既に今日に於ては當時と全く四圍の情勢を異にし、經濟界の發展は隔世の感あり取引員の地位亦向上し殊に近年に於ける有價證券の急激なる増加は當時の夢想だに之を爲し得なかつたものである。従つて、今や、取引員の業務は益々擴大し各地方との間に賣買取引の頻繁を重ねつゝありて有價證券の民衆時代を現出しつゝある際、取

引員の支店、出張所の禁止は現在及び將來に互り却つて地方との間に眞實なる賣買取引を阻止し、證券市場の向上發展を阻害するものと信ずるものである。即ち、有價證券の膨脹及び民衆化に伴ひ都市農村を問はず其賣買機關の必要に迫られ、全國到處に現物賣買業者の簇出を見て居る。是等の地方現物商は多く薄資經營に係り、取引員の支店、出張所の設置が禁止されてゐる結果此等現物商は反つて公然と隨所に支店、出張所を設くる不合理に陥つてゐる。取引員は其の資格に付嚴格なる條件を具備することを要し且つ其の營業に關しては相當廣汎なる監督下に在るに拘らず地方現物商は一介の間屋營業を標榜し而も内實は清算取引類似の行爲及び支店、出張所禁止の精神を蹂躪するの營業を爲すもの多いが之が取締は容易でなく、延いて證券の取引上幾多の弊害を醸成しつゝあることは實に甚しきものがあり證券の健全なる流通を阻止し國家經濟上洵に好ましからぬ實狀に在る。於此乎、地方現物商の跋扈を放任せざるを得ざる状態を刷新する爲にも取引員に其の支店、出張所の設置を認め、健全なる業務の

發展を圖らしめ以て地方に散在する此等違法行爲の常習者たる現物商の取締を嚴重にせば現在の弊風は自ら改善さるべきものである。

要之、支店、出張所の禁止は日露戦後の財界大反動に因る恐慌時の投機取引弊害の一方面のみを觀て制度を設けたものにして當時としては蓋し止むを得ざる處置であつたであらうが今日に於ては如何なる方面より之を見るも禁止の精神理由は既に解消したるのみならず禁止規定を削除し地方投資家をして中央市場の完備せる設備を利用せしめ之が利益を享受せしむるの適正なることは勿論、證券流通上の障害たる地方不良現物店を一掃するの機運を齎すものである。

取引員が支店、出張所を設置し得る様取引所法第十一條ノ四第一項の改正を期する爲、全國株式取引所取引員組合聯合會で東西兩取引所の取引員組合より屢々提案されが、種々なる事情に因りて一致の決議を爲すに至らず今尙ほ懸案に屬してゐる。

## 第五節 證券取引の國際化

### 證券取引國際化の大勢

國際交通機關の發展するに伴れて、世界商品の流通及び資本の移動は益々容易となり、殊に資本の國際的移動は通信機關の完備と相俟つて極めて迅速頻繁を加へ、資本の國際化が一層助長さるゝに至つた。而して今日世界重要國資本の大部分が有價證券化された所謂證券資本主義時代 (Epoche des Effektenkapitalismus) に於ては、資本の國際的移動は證券取引の國際化となつたのである。この事實は歐米の主要株式取引所の活躍に見らるゝ所であり、我國株式取引所も亦、一國の經濟關係が世界的關聯を離れては考へられぬ時代となつた今日、國家的見地からは固より一般投資家大衆の立場からしても、彼我の優良證券を交互に上場し、株式取引所を通じての國際的接觸を一層濃密ならしめねばならぬ。これに依つて取引所本來の機能は益々發揮され市場の擴

大と共に一般投資家の國際的投資は更に容易となるであらう。

こゝに證券取引の國際化を高調する所以は、有價證券が國際的に容易に移動することから享受する利益が多だからである。その顯著なる一例を擧ぐるならば、米國が今日の隆盛を見る以前、即ち一九一四年に世界大戰が勃發する以前に於ては、自國の富源を開發する爲め、有價證券の輸出に依り歐洲から資金の流入を圖つた。即ち當時米國は紐育株式取引所を通じて倫敦及びその他外國市場に有價證券を輸出したので、歐洲の資金は夥しく米國に流入し、一九一四年に至る迄の期間に於て鐵道業の發達及び天然資源の開發に貢獻する所頗る大なるものがあつた。米國證券に對し歐洲諸國の廣汎なる投資及び投機が行はれなかつたとすれば米國今日の經濟的成熟は蓋し達成されなかつたであらう。換言すれば、紐育株式取引所及び外國取引所がその相互の職能に依り、當時急激に國富が増大し自國に於て好投資物を物色し得なかつた歐洲諸國に對し投資證券及び投機證券を提供したのである。これが爲め歐洲諸國と米國との貿易の均

衡を保たしめ、歐洲は勿論米國の農民及び製造業者も少からざる利益を享受した。のみならず米國證券の歐洲市場上場によつて市場は擴大し従つて賣買が容易となつた爲め、國際間の輸取引も行はれて相場は一層公正なものとなり、相場操縦 (Manipulation) の如き不正取引は許されなくなつたのである。

更に國際取引上に於ける有價證券の幾多の經濟的職能を擧げるならば、國際金融及び貿易上に於ては貨幣に勝る支拂要具として重要視されてゐる位である。その他外國證券の投資より得る収入はそれだけ輸入を増加し得るから國際貿易上多大の貢献を爲すものである。英國が戰前戰後國際貿易に冠絶せる地位を占めたのもこれが爲めであり、殊に證券は一般商品と異り直に消費されるものでなく年々利子及び配當を債權に齎すものであるからその貿易上に於ける役割は重大なるものがある。債務國と債權國との差異は證券の利子及び配當を受取るや否やによつて決定さるべきもので、輸出貿易の多きを以て債權國なりとするとは出來ぬと論ずる者さへあるが蓋し過言ではな

からう。又外國の上場證券を所有する者は何時にても外國に於て資金を得ることも出來れば外國物資を購入することも出來るといふ利益がある。爲替仲買人の如きは外國市場へ電信爲替にて送金することも出來れば、又内地市場に於て外國證券を買入れ、これを外國市場にて空賣又は先物にて賣り、以て外國市場にて資金を得ることも出來る。更に外國證券を内地市場に於て貨幣資本に還元し得る結果、財界の福祉及び安定を圖る上に於て極めて重大なる役割を演ずる。英國が大戦中食糧品及び軍需品を米國から購入し得たのも、市場性のある米國證券に投資した結果に因るものである。

有價證券の國際的移動によつて利益を受けるのは買手即ち債權國のみには止まらない。前述の如く米國は證券の發行に依り鐵道の建設、鑛山の開鑿、農産物の増加及び工業の發達等に必要なる資本を調達することが出來たのである。日本の如きも外國市場に於て公債及び社債を發行しそれに依つて内地事業の開發に利益を受けつゝあることは周知の事實である。

こゝに注意せねばならぬことは何れの國に於ても證券の國際的移動が容易に行はるゝといふことは、一に組織的の株式取引所が存在するからであるといふことである。株式取引所が貿易外國際貸借勘定に對して便宜を供することは、貿易港が國際商品を吞吐するのと同じの職分を行ふものであり、株式取引所が存在しなければ、證券取引の國際化は著しく阻碍さるゝであらう。要之株式取引所は管に内地に於て廣汎なる經濟的職分を盡すのみならず、一國の外國貿易上に於ても重大なる意義を有するものである。

翻つて我國株式取引所の國際的地位を顧るに、今日各國の重要株式取引所には外國株式及び債券が上場されてゐるに反し、獨り我國取引所はこれより除外され世界經濟の埒外に在るかの觀を呈してゐる。東京株式取引所に於ては數種の外貨債が取引されてゐるに止り、外國株式の如きは一銘柄と雖も上場されてゐない状態に在る。日清日露の兩役を経て五大強國の一となり、更に歐洲大戰以後は世界經濟に進出し來つた我

國に於て、外國證券の取引なきは甚だ遺憾とする所である。現在に於ては政府の外貨公債及び電氣事業會社の外貨社債が外國市場に於て賣買されてゐるけれども、日本株式の如きは如何なる外國市場に於ても上場されてゐない。これには何等かの原因があらうけれども、外國の日本産業界に對する認識不足も一因を爲してゐるであらう。或は日本株式の外國取引所の上場條件に適合せざるか、その他の支障が存在する爲めであらう。紐育株式取引所上場委員會の決定した外國證券の上場條件（一九二七年十月可決）を示せば左の通りである。

#### 紐育株式取引所の外國證券上場條件

- 一 外國株式ハ其ノ現株ノ外國取引先トノ預託ニ基キ信用アル米國商社又ハ信用アル外國商社ノ米國支店カ發行シタル預託證書ノ形式ニ於テ上場セラル、モノトス
- 二 上場申請書ハ當該會社之ニ署名シ且ツ上場委員會ノ満足スル銀行業者之ヲ保證シ又ハ銀行業者代リテ之ヲ作成シ且ツ之ニ署名スルコトヲ要ス



三 外國ニ於ケル預託株式ノ取消ヲ求ムル電信通報アリタルトキハ當該預託株式ハ直ニ之ヲ解除セシムルコトヲ得且追加發行株式ノ預託ニ付キ外國ニ於ケル受寄者ヨリノ電信通報アリタルトキハ紐育ニ於テ直ニ預託證書ノ追加發行ヲ爲シ得ルモノニ非サレハ預託證書ノ發行ヲ爲スコトヲ得ス 本委員會ハ斯克ノ如キ通信授受ニ要スル相當期間ニ制限ヲ付スルコトアルヘシ

四 預託證書ハ當分ノ内記名式ニ限ルモノトス 精密ナル形式ハ之ニ關スル明文規定ヲ缺ク場合、當分ノ内上場申請ノ時ニ於テ之ヲ考慮スルモノトス 但シ紐育州法ノ流通規定ニ適合スルモノナルコトヲ要ス 如斯預託證書ニ關スル合意書ハ外國株式ノ現株ニ關シ何等カノ故障事由現在スル場合、當該外國株式ノ現株ヲ預託ノ目的物トシテ受託セサル旨ヲ規約シ、尙又當該會社ノ年報概要ヲ英文ヲ以テ米國ノ證書保持者ニ對シ公告スヘキ旨ヲ規約スルコトヲ要ス

五 上場申請書ニハ當該證券ノ現ニ取引セラレツ、アル取引所名並ニ當該證券ノ取引ハ定期又ハ實物ノ何レノ取引ニ依レルモノナリヤヲ明記スルコトヲ要ス

六 上場申請書ニハ米國ノ證券保持者ニ對スル利息又ハ配當金ノ支拂若クハ發行會社所在國ノ取引所ニ於テ處分シタル米國ノ證券保持者ニ對スル處分金ノ支拂等ニ關シ何等政府ノ干涉ナキコトヲ確證スルコトヲ要ス

七 證券ノ上場可否決定ニ際シ本委員會ハ株式發行ノ總額、米國取引所ニ對スル最初ノ上場額、内國又ハ國際ノ取引ニ影響ヲ齎スヘキ經濟的便宜等、市場取引性ニ關スル一切ノ事項ニ付キ充分ノ考慮ヲ爲スヘシ

八 會社又ハ其ノ前身會社若クハ組織會社ニシテ少クトモ滿二ケ年間、其ノ營業ヲ繼續シタルモノニ非サレハ當該會社ノ株式ハ之ヲ上場スルコトヲ得サルモノトス 申請書ニハ最近二ケ年間ノ貸借對照表並ニ收益計算書ノ添附アルコトヲ要ス

九 小會社ノ株式ハ之ヲ上場セス 上場適格ニ關スル會社ノ大小ヲ測定スルニ際シ、

當該會社ノ公稱資本金、上場スヘキ證券ノ市價及ヒ收益額等ハ當該會社ノ重要性ヲ示スモノトシテ之ヲ考慮ス

十 債務不履行中ニ在ル外國會社ノ證券ハ之ヲ上場セス 但シ其ノ不履行カ會社ノ支配ニ屬セサル通貨下落ニ基因スル場合ハ此限ニ在ラス 之ニ關スル報告ハ上場申請書中ニ之ヲ記載スヘシ

十一 本委員會カ將來ニ於テ何等カノ規定ヲ制定スル迄ハ、金本位ニ依ラサル通貨ヲ以テ券面額ヲ表示シ又ハ證券保持者ニ對スル收益金ノ支拂ヲ爲ス外國證券ハ之ヲ上場セサルモノトス

十二 上場申請書ニハ會計代理店ヲ紐育ニ設置シ之ニ依リ、米國預託證書現在高ニ對スル配當金ノ支拂ヲ爲シ而シテ其ノ支拂ハ其ノ時ノ爲替相場ニ從ヒ換算スヘキモノトスル旨ヲ特ニ明記スルコトヲ要ス 斯如配當金ハ本國ヨリ速カニ送金セラレ且ツ相當手数料及必要費用ノ控除以外、何等ノ減額ヲモ爲スコトナク、小切手ニ依リ支

拂ハルヘキモノトス 預託證書發行會社ハ如斯會計代理店ヲ兼ヌルコトヲ得 會計代理店又ハ預託證書發行會社ハ預託證書保持者ニ對シ其ノ利害關係ニ影響ヲ及ホスヘキ一切ノ報告書ヲ郵送スルコトニ同意スルコトヲ要ス 其ノ發送先ハ最後ニ知り得タル住所ヲ以テ其ノ宛名トス

十三 上場申請書ニハ現行法ニ依リ直接又ハ間接ニ米國預託證書保持者ニ對シ課セラ

ルヘキ一切ノ税金ニ關シ明細ニ記載スルコトヲ要ス 十四 上場申請書中ニ記載スヘキ會計ニ關スル諸報告ハ本委員會ノ満足スル書式ニ依ルコトヲ要ス 又外國會社ノ諸事項ニ關スル報告ノ範圍ハ米國會社ノ申請書ニ通常記載セラルヘキモノト成ルヘク同一程度ノモノタルコトヲ要ス

十五 上場申請書ニハ上場セラルヘキ證券發行ニ關スル凡テノ重要規定ノ概要ヲ採録シ且ツ內國上場ニ要スル關係書類一切ノ英譯ヲ添付スヘシ

十六 證券發行會社ノ手取金處分ノ方法ハ當該證券ノ上場可否ヲ決定スルニ重要ナル

十七 上場申請書ニハ證券ノ保持又ハ賣買ニ課セラルヘキ一切ノ手数料並ニ之カ取得者ニ付キ詳細ナル説明アルコトヲ要ス 但シ内國證券ニ對シ通常課セラルヘキ手数料ニ付テハ之ヲ要セス

右の上場條件實施當時東洋方面からも多數株式の上場申請が期待されてゐたけれども、主として歐洲方面の株式のみが上場された結果紐育株式取引所當局を痛く失望せしめた。その後に至るも未だ日本株式は依然として上場されぬ有様である。紐育取引所が日本株式に期待してゐる以上率先して上場の申請を爲すべきではなからうか。この嚴格なる規定に適合する株式は日本に於ても相當ある筈であるから手續上の難問題に禍さるゝことなく、歐米に日本の産業を理解せしめる上にも一般投資家の爲めに市場を擴大する上にも日本株式の外國進出は極めて重要な問題である。

#### 我國株式取引所と外國證券上場問題

これと反對に我國株式取引所に外國證券例へばユー・エス・スチール株の如き米國の代表株を上場することになれば、それに依つて得る一般投資家及び投機家の利益は蓋し多大であらう。今日我國取引所の内國證券に對する上場規定は極めて寛大なものであり、設立後二ヶ年を経過し且つ資本金三百萬圓以上のものならば上場申請に依つて適當と認めらるゝ場合は概ね上場を許可されてゐるが、今日のところ我國には外國證券に關する特別の上場條件はないから相當の研究を重ねた上投資家の保護といふことに力點を置いて適當なる規定を作成すべきである。

將來我國株式取引所が外國株式上場の場合に如何なる方法を探るのが最善であるかは各國について詳かに研究する必要がある。如何となれば各國の經濟狀態、財政政策、地方銀行又は株式取引所自態の組織態様、國法又は國稅、投資に關する國民の觀念又は習慣等が夫々異なるからである。例へば英米に於ては記名式證券を採用し歐洲大陸は無記名式を採用してをり、夫々の特質を有つてゐる。而して巴里、伯林、ウィーン及

びブリュッセル等の取引所は外國株式を現株のまゝ上場してゐるが、これは地理的に見て相互に接觸してゐるに因るものである。倫敦株式取引所は磅貨の證券を上場し、阿姆斯特ダムに於ては無記名式を採用し紐育株式取引所は預託證書制度を實行してゐるといふ各國夫々の特徴を發揮してゐるから、我國株式取引所もこれ等の方法を考慮しその特質を取捨選擇して吾人の環境に適應する方法を採用すべきである。その考究の對象としては左の三形式を擧ぐることが出来る。

(一) 外國證券の現形採用

(二) 證券の形式、證明、額面又はその他の點に關し、債權者側市場の要求を満足せしむる程度に於て發行者側の作成する特別證券採用

(三) 外國證券の預託に據り、債權者側市場に於て發行さるゝ内國預託證書採用

右の三形式の中我國株式取引所に最も適當せるもの、即ち取引所及び一般投資家に對し適宜の保護を加へ得るものは紐育株式取引所の採用する記名式株式の預託證書發

行が最善形式であり、我國の如き遠隔の地に在るものはこの形式から最も便宜を受くるであらう。詳言するならば、若し我國に於て預託證書の形式を採る場合、我國一流の經濟機關をして預託證書を發行せしめ、その發行高は外國證券本國の市場に於て我國と同様に一流の經濟機關の現株預託高に比例せしめねばならぬ。然して兩機關の間に日々交換さるべき電報通信が現株の追加預託を報ずる場合にはそれだけ追加發行せしめ預託解除を報ずる場合にはそれだけ回収せしめねばならぬ。この機關の義務、例へば預託された現株に關する顧慮、現株に附隨する利札の蒐集又はその他の事項に關する義務の如きは、詳細に規定して一般投資家に了解せしむることが肝要である。この方法に依れば、我國の資金は容易且つ圓滑に外國證券化され又は資金に還元されるであらうし、我國株式取引所は預託證書上場に依つて外國事業に迄その機能を擴張し得ると共に我國投資家に對しても絶大なる保護を加へ得るに至るであらう。

前述の如く證券取引の國際化には幾多の利益を伴ふものであるけれども、國際間の

貿易及び金融状態が變態的となつてゐる場合、例へば金本位制が停止された場合に於ては國際的取引は事實上不可能であらう。換言すれば外國爲替相場の變動は極めて激烈であり、それが直に株價に影響するものであるから投資の對象としては實際的に不可能であり、殊に政府が國策に資本逃避を防止せんとする場合の如きは全く不可能である。然し乍ち、經濟界の地位が本復するに於ては日本證券の國際的進出外國證券の我國株式取引所上場は必ずしも不可能でなく、今日よりこれが目的達成に關心を有たねばならぬ。

### 第六節 非常時に於ける證券市場の措置

證券市場近年の動向は、著しく社會の注目する所となつた。近年頻發した市場の變動は、事實上財政經濟に多大の影響を與へて居るからである。

蓋し證券市場それ自體の波瀾變動といふ點から見れば、我國たると外國たるとを問はず、主なるものだけでも多くの事例を擧げることが出来るが、その及ぼす影響の範圍程度に至つては、往時のそれは近年のそれと比較して、全く同日に談じ得ぬほど狭少であつたことは云ふまでもない。證券市場は資本主義經濟の高度化に伴つて發達するものなる以上、これが未發達の時代には、證券市場の機能は當然歪曲されねばならぬから、證券市場に於ける相場の變動は、必ずしも一般景氣を意味するものでなくまた財政經濟の狀勢は必ずしも證券市場に反映するものでなかつた。然るに歐洲大戰後特に昭和三、四年より發展した恐慌に於ける證券市場は、常に財政經濟の實勢を如實に反映したばかりでなく、寧ろこれに先行した迹を知るのであつて、兩者有機的不可分の關係を以て推移し活動し來つたのである今日に於ては、何人と雖も、證券市場の國家經濟に對する立場は、逐日重要を加へつゝあることを認めざるを得ないだらう。従つて、益々複雑化する我國經濟産業の大勢と、重疊たる國際經濟の趨向とを併せ考へ、證券市場の將來を想ふならば、前途幾多の波瀾を覺悟しなければならぬものである。

證券市場の實際は誠に微妙にして重大である。強烈なる賣買強弱の間に介在して善處することは、相當難事と云ひ得る。特に非常時に於ける措置は、分秒を争ふと共に事態に適切なものでなければならぬ。同時に、國家經濟の大局に立つべきことがその根本原則である。強弱の一方より必ず起る異見、或は紛々たる世評に、介意することなく、信念を以て斷行するものでなければならぬ。既往幾度かの苦き經驗を顧みる毎に、特にこの感を深うするものである。

試みに、外國に於ける最近の實例に就て、その非常時に於ける證券市場の採つた措置を徴して見れば各國の經濟事情なり、市場機構なりに著しい相違があるとしても、その手段方法に至つては、幾多の共通點あることに微笑せざるを得ない。

先づ伯林の取引所を見ると、恐慌の動機となつたダナトー銀行閉鎖に先立ち、昨年七月十三、十四の兩日、政府の命令に依り市場の立會を停止したが、當分再開困難の情勢にあつた爲め、七月二十五日、政府は取引所監督官及び取引所理事者の一致した

意見に基づき、建玉の措置に就き受渡標準値段を作成し、一部受渡を爲さしむると共に大部分は同値段を以て差金決済を爲し、これを八月末期限に乗替ふべきことを命令した。八月に入るも市場の閉鎖は繼續されたが、これが爲め、取引所當局者は八月末に到來する受渡及び貸付金問題を處理するの必要に迫られた。理事會の決定に據ると、清算組合會員は、八月二十八日迄に受渡希望高を取引所に申告し、理事會はこれに基づき受渡の割合を定め、前月の例に依つて受渡、乗替を爲さしめその差金勘定は再開後七日間以内に於て決済することとし、その他の利子(鞘)及び貸付金に就ても充分考慮が拂はれた。九月三日より實物取引に限り再開したが、定期取引は依然禁止を續行し、而も定期取引に行はるべき空賣は、實物取引に行ふべからざることを嚴命したのである。更に理事會の發表した布告は、不穩の賣買を禁じ、流言蜚語を放つ者は假借なく嚴罰に處し、取引所たると場外たるとを問はず、公定相場以外の取引を禁止した。再開後の相場は果然、二、三十パーセントの暴落を見たが、その後一高一低を以て推移

する内、九月二十一日、英國金本位停止の飛報に、再び取引所は閉鎖の已むなきに至つた。時日の経過と共に、場外取引の弊害、大証券業者の独占等を指摘し、取引員は自由取引の再開を熱心に要望したが、ライヒスバンクは外國筋の賣叩きを恐れ、これに反対した。この間建玉の處理は前回通りであつた。場外取引の弊害は漸く市場再開の機運を促し、本年二月二十五日自由取引を開始し、四月十二日より相場の發表を爲すに至つた。

次に倫敦株式取引所に就て見るに同取引所が、昨年九月二十一、二十二の兩日、臨時休業を發表して世界に大なるセンセーションを惹起したことは、まだ耳新しい事實である。これは金本位停止の影響に對する止むを得ざる處置として一般に諒解されたが同月二十三日再開の後、二十六日に至り、突如として、以後當分の内、二週間取引はこれを禁止し、現金取引のみに限る事を發表した。二十五日大引以前の取組は、従前通り十月八日の期日に決済し、別段の協定なき限り、土曜日には受渡を爲さざること

とした。十一月六日より清算取引を再開したが、選擇權附取引及び繰延取引は禁止を繼續し十二月二十一日、前者の禁止を解き、本年一月二十六日、後者の再開と共に、茲に取引上に加へられた總ての制限は全く撤廢され、常態に復した。同取引所の閉鎖は極めて重大事に屬し、歐洲大戰勃發當時、即ち千九百十四年七月三十日より翌年一月四日迄休業し、その後徐々に復舊し、千九百二十二年五月政府公債を除いた全部が活動するに至つた。千九百十四年七月末受渡を爲すべき定期取引の取組が完全に決済されたのは、實に千九百二十二年九月である。

次に紐育株式取引所に於ける空賣問題は頗る興味ある問題である。千九百二十九年秋季の暴落以來、同取引所は空賣問題に關する調査會を設置し、對策を講じつゝあつたが、證券恐慌は遂に一般恐慌に擴大し、更にこれが影響は市場に襲來して暗澹たる状態を現出せしめたから、世論はこの空賣問題に集中し、朝野に於てこれが防止の焦眉の急なるを唱へられた。

先づ取引所の對策としては從來の取引員に對する警告、又は空賣玉申告の範圍より進展して、本年二月十八日、四月一日以降空賣制限を行ふ旨の新規則が發表された。その内容の重點は、取引員が委託に係る株式を他に貸與せんとする時は、豫め委託者の明白なる同意を得ることを要するに在る。即ちこの新規則に依つて空賣を行ふ場合受渡に際し現株調達が困難となる筋合に在るが、從來と雖も包括的委任狀の提出を得てゐたから手續上煩瑣を加ふる爲め、空賣の不便を招くに止まり、根本的効果は乏しいといふ意見もある。政府及び關係者の努力に拘らず、取引所に於ける相場の下落は底止せず遂に本年二月十九日、フーバー大統領はその聲明書に於て、投機の目的を以て取引所市場を利用する者は合衆國繁榮の恢復に何等貢獻するものでない、と極言した場合に依つては立法手段に訴ふべきことを暗示した。後報に依れば、同取引所理事長ホイットニー氏は下院司法委員會に於て空賣の作用を詳述し、これが防遏の至難なることを述べて居るが、政府及び議會は空賣を抑壓すべしとの強硬意見を有ち、三月下

旬、上院は株式賣買課稅案を可決し、事實上空賣は二倍の課稅を受くる結果となり、また上院の銀行委員會は四月十一日より株式市場の調査を開始し、空賣問題を考究することに決したと傳へらる。取引所沿革史に幾多失敗の記録を遺す市場に對する立法的干渉が、市場機構の完備を誇り、世界第一の活動を見て居る紐育株式取引所に於て如何なる結果を示すかは甚だ注目を要する問題であらう。

以上に依つて我々は、非常時に於ける證券市場の措置は世界各國共に苦心する所であり、其方法對策は市場閉鎖、強制乗替、流言蜚語取締、空賣抑壓等を出せず、東西概ねその軌を一にしてゐることを知るのである。

最後に市場閉鎖に付いて一言して置きたい。謂ふ迄もなく、證券市場の機能として保險作用は重要な意義を有するものである。市場の實際から見ても、近年の如く經濟界が不況の一途を辿る場合、證券市場を利用する保險的取引は著しく増加するから、一度大問題突發し、異常なる暴落を來すや、市場はこれが壓迫を被むる許りでなく恐



慌人氣に依り更に新規に實勢、採算を無視した保險的取引が行はれ益々相場の變動に拍車を加へることになる。この場合、市場經營者としては、證券市場本來の機能の一たる保險作用の活動を抑制することは不可であるが、一方、大局に立つて財界經濟界の不安を激成することなきや否やに就て、周到なる注意を拂はねばならぬことは、證券市場の社會性から、これ亦當然の責務である。従つて、市場の状態にして閉鎖を必然とするに到れば、これを斷行すると同時に、直に善後處置に努め、可及的迅速に市場の再開を期せねばならぬ。この閉鎖の時機こそ市場にとつて最重大事であり、市場經營者の最も關心を要する所であることは、東西を通じて既往の事實が明にこれを物語つて居ると思ふ。

### 株式取引所機能論(完)

昭和七年九月廿五日印刷  
昭和七年九月廿八日發行

定價金壹圓五拾錢

著 者 長 滿 欽 司

發行者 和 田 利 彦

發行者 和 田 利 彦

東京市日本橋區通三ノ八

印 刷 者 氣 賀 林 一

東京市日本橋區通三ノ八

發行所 春 陽 堂

電話日本橋五一・六四一・三七八八  
振替東京一六一七

株式相場全集  
株式取引所機能論



(常 磐 印 刷 所)

6/2

11

~~606~~

~~129~~

~~606~~

~~129~~

終

