

Title	金融資本網の健全性
Sub Title	
Author	向井, 鹿松
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1926
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.20, No.4 (1926. 4) ,p.422(12)- 474(64)
JaLC DOI	10.14991/001.19260401-0012
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19260401-0012">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19260401-0012</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

## 金融資本網の健全性

向井 鹿松

取引所を投機市場から實物化せしめやうとして、而も實物化の根柢たる公衆と取引所の聯絡を無視した結果、我取引所は又投機取引の市場とならざるを得なくなる。茲に於てか更に二つの問題が発生して来る。第一斯の如く公衆を取引所より敬遠せんとしたのは何故であるか。第二投機市場としての我取引所は充分其職能を盡してゐるかと云ふことである。茲に於て吾人の問題は更に始めに返つて企業家又は發起金融業者の資本家又は投資家擗取の問題に入つて来る。而して此の擗取の行はれる程度は單に投資家が、一地方にありて直ちに中央市場に其資金を放下し又は之を回収し得る可能性を與ふる資本金金融網の具體的發達の如何によるのでなく寧ろ其金融資本網の素質則ち健全性如何によるものである。則ち商品市場と資本市場とは其具體的構成を同じくするも、其取扱ふ目的物の本質の相違によつて社會的に異なる影響を有するものである。

(一) 今日消費者は勿論商人と雖も其取扱ふ商品に對する鑑識力を失つたと云はれてゐる。けれども、彼等は直接其目的物を目前に見、又自ら其用途を體驗するものである。然るに證券の本質は只一枚の紙であつて、此の紙によつて其物によつて具體化せられたる價值を知ることとは全然不可能である。之を知る者は只此の紙によつて代表せられたる價值の存在、内容を知覺し、更に之を判斷し得る者のみのよくなる所である。換言すれば證券の代表する價值の鑑識は特定の人のみの有する特別専門的の知識で、一般公衆は原則として此の知識を有しないもので、蓋し遙有制度に伴ふ一結果に外ならない。

(二) 消費貨物は一度消費すれば、それにて其貨物は經濟的意義を全然消失したもので、従つて他日其貨物の代價が騰貴するや否やは消費者に取りて經濟的意義を有しないものである。蓋し何人と雖も今日の米の安きを見て二ヶ月前に高き米を食したることを後悔しないからである。けれども、有價證券は消費することの出来ない貨物である。故に其證券に拂ひたる代價の當否、今後の騰落は投資者に取り其證券の存在する限り重大なる經濟的意義を有するものである。此故に

有價證券の販賣は普通商品の販賣と同一視することが出来ないものである。然るに證券業者の中には今日尙 *A Sale is a Sale* の原則で立たんとするものがある。彼等の見解によれば、彼等の任務は會社に對して只資金の調達を計るのみである。故に既に其目的を達すれば後は無關係であると考へる。英國式の發行業者之である。投資家に對しては彼等は證券を渡し、金を受取れば萬事彼等の責任を終つたものと考へる。けれども此等の態度は有價證券の本質上からして許されないものである。此の點に於て *The Broker is not a Salesman* と云ふ英國の仲買人の態度を以て正しとしなければならぬ。

此點からして有價證券市場には二つの重大なる職分を行ふ職能機關の存在を必要とするのである。則ち(一)發行業者として其發行する證券が眞正の價値を有し、又は附與することを職能とし、以て投資家に對し損害を與へざることに努力すること、(二)證券販賣又は仲介業者として一般公衆のために彼等の顧問となり、多數の有價證券中彼等に取り尤も利益あるものを選択するの職分である。則ち第一は發行業者の職分で、第二は證券販賣業者の職分である。而して此の兩者は獨

逸の如く全然同一の機關にて行はれる場合(投機銀行主義)と英國の如く全然別個の機關による場合(預金銀行主義)並びに佛米の如く其仲間を行くものがあるが、左に此の兩職分を分離説明して其本質を明かにする。

一の有價證券を發行するの要件として *Courcell Senouil* の擧げた所は今日尙一般に學者の認める所である。則ち曰く、

(一) 發行業者は大なる信用を有しなければならぬ。而して此の信用は、其發行業者が必要に應じて此の目的を以てなしたる取引所の建玉の處分に苦しむことなく、容易に其發行證券の大部分を一手に買收し得る丈の資力を有するや否やによつて判斷するを普通とするけれども、此の發行信用は、若し從來其發行業者が證券の發行に於て成功し居る場合には特に有力なるものである。蓋し過去の實證は大資本の所有よりも大なる力を有するからである。則ち

(二) 當該發行業者の從來發行したる證券が何れも皆眞價を有する證券であつたことである。勿論法理上から云ふならば發行業者は一度其の證券を賣却したる時は最早之に對して何等の責任を有するものでないことは明かであるけれども

もかかる證券を購入したる株主又は社債所有者が之が爲めに大なる損害を蒙つた場合には彼等は此に對して道徳上の責任を痛感しなければならぬことは當然である。此點に關し世人は發行業者を責むること甚だしからずと雖も、かの大發行業者が其發行する證券の眞價を得意に保證するに注意を向けるに到つたことが彼等の發行信用及び其金融上の勢力を増大するに到りし原因たることは注意す可き事實である。

(三) 市場に發行證券を消化し得る丈の遊金の存在すること、而してこれが果して存在するや否やは只彼等の智的推定に委するの外ないのである。

今第一の大資本を必要とする點を度外視して考察せんか、發行業務を行ふものは二つの資格を必要とする。則ち第一發行したる株式又は社債が果して眞價を有するや否やを判断し得るものでなければならぬ。則ち工業技術、經營及び經濟的智識及び判断を必要とする。第二、其證券を發行するに際し、金融市場の狀況を察し、一定の發行價格を以てして果して賣却し得るや否やを觀察しなければならぬ。則ち銀行金融上の智識を必要とする。而して此の第一の職分は發行業者

に採りては第二に比して其觀察及び判断遙かに困難なものであつて、又國民經濟上よりして特に重大なる關係を有するものである。蓋し新設企業が果して技術上可能なりや否や、新發明又は新器械が果して完全に其技術上の作用又は運轉をなすや否や、之に要する設備資本、運轉資本、創業費、經營費如何、社會には果して此等の費用を償ひ得る丈の新企業の生産物又は勤勞に對して需要ありや如何、新設會社は果して他の企業と競争して其經營を維持するに足る丈の需要を自己の下に集め得るや否や。若し此等の判断にして誤まらんか、此等の社會的資本の大部分は無益に永久に社會より消耗せられるのみならず、自己の苦心の貯蓄を以てかかる證券を購入したものは多年の勞苦の結果を水泡に歸せしむる重大なる社會問題をも惹起すものである。而も此等のことを正確に判断するは至難中の難事であつて、結果特定の専門家を必要とする所以で、従つて獨立せる發起業者が一般企業經營者より獨立する所以である。茲に於てか絶大なる發行信用を有する發行業者にありては此の爲めに別に一課を設けて専門に此の方面の調査をなすの常である。而して其の内最も早くより世間に知られ、大規模の設備を有するは

Credit Lyonnais の Service des études financières である。

此の調査部を設けた最初の根本思想は、人若し國家に金を貸與せんせば其國及び其人民を識らなければならぬ。従つて此目的の爲めには當然其外國の自然的條件、人民經濟力、其國の財政、政治的關係、産業及び交通の狀態等を親しく熟知するを必要とする」と云ふにあつた。茲に外國と云つたのは、是れ遙有制度の危険及び其防止策は歴史上先づ對外國との間に發生するを示す上に於て注意すべき事實である。

Credit Lyonnais の經濟調査部は眞に模範的發達を遂げてゐるので、銀行に於ける獨立の一部として、重役會直轄の下に置かれてゐる。此調査部は八課に分たれてゐる。第一課は佛國及び外國の鑛業、大工業、瓦斯、電氣及び其他の交通事業會社、鐵道及び船舶を除くに關する凡ての記録報告を蒐集し、且つ出來得る限り信頼し得可き材料によつて其事業會社の設立、發達及び現狀を詳かにせんとするにある。第二課は國內及び外國の鐵道及び船舶を前述の目的にて調査し、第三課は銀行制度、第四課は各國の國家及び地方自治體の財政狀態を研究する。其他の課はそれぞれ一般統計、有價證券に關する得意の質問に對する答、毎日銀行の各課に配布する金融報告の作成、世界各國の新聞雜誌の切り抜、圖書の管理等を擔當してゐる。

此の調査部に屬する部員の數は約五十名で、中には優秀なる經濟統計及び法律の學者の外に絶えず各國を巡歴視察する多數の一流技師が在る。此の外に各國の新聞雜誌の重要論說又は記事を翻譯する多數の下級役員があるからして、銀行は常に各國の各大事業會社の狀態に通じてゐるのである。而して此部の一ヶ年の經費は約六十萬法乃至八十萬法と稱せられてゐるより見れば、如何に其規模の大なるやを推知することが出來るのである。

而してかかる調査部を有するのは單に Credit Lyonnais 丈ではない、佛國及び獨逸の大銀行は皆此の制度を有する。只英國の大銀行は今尙此を有しないのは、偶々近時識者の批難する所である。預金銀行にして既に然かり發起業務を専門とする所謂高等金融業者(Haute finance)又は Haute Banque)及び證券銀行がかかる調査機關を有するのは當然であつて、特に巴里のロスシルド家の如きは完全なる設備を有する技術部があつて、之が各種の事業を調査及び監督してゐる。例へば毎年揮發油坑検査の爲め數名の技師をバクに派遣するが如き之である。又同家にては最近迄申込を受けたる事業計畫調査のため原則として自家の技術調査部員を

派遣してゐた。けれども近年では此の調査は多く同家と特別の關係にある Banque de Paris に譲り、之と共同して發起業務に當つてゐる。而して此の證券銀行には極めて完備せる金融調査部があつて、之に多數の一流技師が附屬してゐる。

本來新らしき事業を起して屢々失敗に終るのは經營の拙劣よりも、寧ろ事業調査の不完全なる爲めに事業として成立し得ないものを着手したに歸因する場が多い。此の爲めに發行及び發起業者が其經營内に獨立せる一課を設け多數の専門家を置きて調査せしむること前述せる所の如し。此故に發達せる經濟社會に於て此種の要求愈々大なる場合には事業調査は從來の發起及び發行業務より更に獨立して一つの營業として成立し得る可能性のあるものである。かの米國に於ける Promoting Engineer 則ち是である。發起技師とは普通土木建築及機械工業の建設を營業とする店舗又は會社で、一定の資本金を有し、其大なるものは數百萬弗に及ぶものがある。此の自己資本に更に銀行よりの借入金を加へて營業資金となすものである。其の經營内には技師、會計士、經濟學者、辯護士等よりなる永久的設備を備へてゐる。

發起技師の得意は普通銀行業者及び資本家で、此等の者が一定の事業發起計畫を手にする時は之が果して技術上可能なるや否や、又之が事業として成立するや否やの調査及び鑑定を發起技師に依頼するを普通とする。若し此の調査の結果設立を是とする意見である時は發起技師は大抵自から其建設の設計及び工事監督を引き受けることになる。此場合には普通其の設計及び監督手数料の中には發起調査鑑定料が含まれてゐる。けれども發起會社は多大の資本を投じて營業をしてゐるものであるから單に自づから座して他人より發起計畫の調査の依頼を待つばかりではなく、尙時には自づから發起の計畫をなすことがある。蓋し彼等は職務上多數の發起計畫を手にすることを得るものであつて、此中見込あるものは自づから準備的の調査をなし、且つ必要な手續を了し之を自己と關係ある銀行業者又は資本家に提供するものである。銀行業者又は資本家は信用あり且つ權威ある發起會社の創立計畫に對しては敬意を以て之に注意を拂ふものである。勿論發起會社は本來發起其物を營業とするものでない。彼等がこれに手を出すのは多大の資本を投じてゐる自己經營の設備及び人員を間斷なく利用し、以

て常に確實なる収益を擧げんが爲である。此の爲めに或は成功の成算なき計畫を發起して只自己の利益をのみ計るやも知れないと云ふ疑懼に對しては發起會社は自から其計畫せる事業の發起シンデケートの一員となつて之が爲めに資本を提供し、以て其の計畫の杜撰ならざる事を證明せんとするものである。けれども發起會社が此の創立計畫を進めるに就いて資本を提供するのは自己の資本危険に於て其計畫の成功の見込あることを銀行業者又は資本家に保證せんとするにあるからして何時迄も其シンデケートのメンバーとして留まらんことを欲するものではない。故に機會さへあらば之を他のメンバー又はシンデケートマネジャーの許可あらば他の者に譲渡さんとするものである。更に此の發起會社は電氣、鐵道、瓦斯等の事業の建設終りたる時も尙最初の内は自づから其の事業の運用を監視し、何處迄も其の事業の成功に對し責任を採らんとするものである。此等の發起會社が他の調査機關に比して利益する時は、(一)調査の完全、(二)經濟的建設及び(三)周到なる經營等であつて(四)特に發起會社が自ら發起計畫の危険を分擔する場合には銀行業者及び資本家は喜んで其調査と判斷に依頼し、彼等の裏書する

計畫に資本を投ずるものである。斯の如く銀行業者と發起技師との提携は近時漸く一般に行はるゝに到つたのは之れ事業發起に先ち完全なる調査の重要な事一般に認められるに到りし結果で、又此の目的の爲めには銀行業者が専門家として技師を雇用するよりも、かく獨立の専門機關を利用するを以て最も利益なりとするに到りし結果である。合衆國には此種の發起調査會社は多々あるが内にボストンの Stone & Webster Corporation の如きは其最も大規模のもの一つで、此の會社は其内に一つの銀行部を附設し、此を通じて其發起せる會社の有價證券を販賣してゐる。此點に於て此制度は發起會社が調査と販賣を含む點に於て獨佛の制度と同一であるけれども、後者は證券金融を主として發起調査を附屬業務とするに反し、前者は發起調査を主として證券金融を附屬業務となす上に於て兩者は異なるものである。斯の如く今日一般に銀行業務と發起調査が合同することとは完全なる發起調査の一般に重要視せられるに到りし結果に外ならない。只何れを主として何れに従ふを可なりとするやに就いては發起技師が専任技師者として銀行業者に雇はれるよりも、寧ろ銀行部が發起會社に併置せられるを

以て適當なりと一般に考へられてゐる。

以上は一般に發起又は發起金融業者が新設會社の證券を販賣する目的を以て新たに事業を發起し、又は申込を受けたる發起計畫を調査し、會社を設立する場合を説明したものであるけれども、此外に發起業者は尙既設會社の新株及び社債の發行を爲すこと論を俟たない所である。而して既設會社の新株特に社債は既に事業として成立の可能を事實に證明したものと一般に推測せられるからして、此種の有價證券の發行を引き受くる者は新設會社の株式を引受くるよりも危険少ないことは當然である。之れ則ち英國式の銀行が新設企業に全然關係しない故である。けれども新設企業の株式の引受けが常に公債其他の貸付の形式を採る金融よりも一層投機的であると云ふことは出来ない。例へば Liefmann 氏の所謂證券代位制の盛んに行はれる今日では一つの企業の株式を直接公衆に販賣して其資金を集めることが法律上又は事實上の理由で不可能である時は此の目的の爲めに特に新たなる引受會社を設立して、以て新企業の株式を所有し、而して前者が此の引受けたる株式を擔保として銀行より金融を仰ぐ場合には、萬一の場合に

於ける銀行の地位は該新企業の株式を引受けたる場合と多く異なる所はない。而して又實際に於ては英國の預金銀行ですら尙成立途中の新會社の株式を擔保として資金の融通を計ることを辭せない。此事は同國銀行が發起事業に關與せざることによつて生ずる發起金融制度の缺陷を緩和するものであるけれども、而も一方に於ては之より生ずる危険は、假令株式引受の如くならずと雖も、猶既設會社の證券を擔保とする如く確實なるものではないのである。

新設會社の株式引受が専門的調査を基礎とする限り、一般に之が危惧せられる如く危険なるものでないと同じく、事業擴張を目的とする新株の發行及び社債の引受けは又一般の信ずる如く常に確實なるものでない。從來の規模にて充分の収益を擧げてゐた會社が、業務を過度に擴張した爲めに、此の擴張せる組織を充分に維持するに足る新需要を喚起する能はず、爲めに全資本に對する収益率を低下し又は全企業が破綻するは屢々見る所の現象である。事業資本を得る方法としては新株を以てす可きか、或は社債の發行による可きや一律に云ふことは出来ない。只會社より見れば好景氣の時には社債の發行によつて、其の収益率を高むる

を利とす可く、不景氣の時には株式の方法を以てするを可とすべし。投資家の立場よりすれば之と反對であつて、其結果確實性より云へば社債を以て最も安全とする。けれども、これとて又絶對的のものではない。蓋し社債は事業擴張の爲めなると、又其他の整理の爲めなるを問はず、多くの場合會社が既に銀行より借り入れたる短期の信用を整理せんが爲めに起すを普通とする。此故に時には社債によつて得たる資金は何等營業上の利益を擧げなかつた信用の整理に充當せられることがあるからである。

依此觀是、既設會社の發行する證券なりとて、投資家に取りては絶對的に安全なるものではない。此故に發行業者が此等の證券の確實なりや否やを調査するの必要なることは新設會社の場合と異なるものではない。此故に發行業者が發行引受けを申込みたる會社の事業の性質及び其條件に就いて一應適當と信じた時には、技師及び會計士を申込みをなしたる事業會社に派遣して實地に就いて綿密なる調査をなすものである。此點に就いて余は米國と我國に就いて面書き對照を示す例を擧げたい。最近我國の有力なる發行引受會社が某鐵道會社の社債の

引受けをなしたことがある。此際自分は此の引受會社の者に對して、其會社が果して此の交通事業會社の資産及び營業狀態を調査したか云ふことを質問した。其時に彼は答へて曰く「否、大凡會社の實情は吾々實業家には判るものだ。會社の重役などは毎日多くの實際家と相接し談合してゐるから一つの會社に何か缺點あればすぐ人の談に上るものである。特に今問題のAノ會社の如きは大丈夫だ」と。之に對して次の米國の話は Chamberlain 氏が自ら其著書に云ふ所である。氏は嘗てやはり證券引受に關し、ペンシルヴェニアの或る鐵道會社を自ら調査したことがある。其時談偶々同會社の鐵道の一哩宛の建設費に及んだ時に氏は笑談に同會社線の起點から數哩先の某市に到る間に幾何の枕木の數があるかを訊ねた。此時其會社の重役が答へて曰く「私は知らないが、それなら貴下の會社の某技師に尋ね給へ。氏は此の全線路を一尺も残さず寫真に收めてゐるから、それに就いて數へれば貴下に御答へすることが出来る、イヤ恐らくもう既に數へてゐるだらう」と。此の日米兩國の話を比較する者は兩國に於ける引受業者間の態度に雲泥の相違を發見するのである。一體此事は單に證券引受業に限らない。一般

に舊式の事業經營法と新式特に科學的經營法との間に於ける相違をなすものである。舊式の企業經營に於ては凡てのものが前以て豫め研究せられてゐない、従つて標準化されてゐない。故に指揮者は其の途中の一定の時に於て仕事が如何なる状態にあるかを掌中の物を指すが如く即答することが出來ないのみならず、豫期以外の或る事が起れば、其時になつて之に對する應急策を考へるの常である。所謂 Rule of Thumb は此の域を出でないのである。則ち從來の經驗をやつてゐるものは凡てを「大凡」で出來る所までやつて行く。若し途中で豫期以外のことが突發すればその時は又その時で何とかするのである。かかる非科學的の經營法は自己が自己の不明より來る全責任を負ふ場合には或は寛容せられるかもしれない。けれども發行業者の如く、自らは只短期間の危険を負擔するに止まり、而して此の自己の不詮索より生ずる危険が事實に表はれ來る時分には自己以外の他人が其の責任を負擔しなければならぬやうな場合には彼等は其自らの不詮索に對する道德的責任を斷じて免がれることは出來ないのである。かかる發行業者を信用して其證券を購ふ投資家こそ、甚だ以て迷惑千萬と云はなければならぬ。而

して彼等の「大凡」は決して信頼し得可きものではない。大阪に於ける石井事件、東京に於ける高田商會の如き吾人の尙耳新らしき所である。最近此方面の或る研究家が吾國の發行業は一度ボンドのバニックが來なければ其の立て直しは出來ないこと云つたのは、其反面に於て發行業が如何に幼稚にして危険であるかを意味するものである。

發行業者が或る事業會社を調査し、確實と認めて其發行を引き受け之を賣却した時は、發行業者の投資家に對する責任は之で終るか云ふ問題が起つて來る。一體現代の經濟社會に於て、固陋なる法律上の見解に囚はれて *A Sale is a Sale* と云ふ法律上最も極端なる個人主義を主張するが如きは誤まれるの甚だしきものである。今日の經濟は決して只他人を擯取することによつて成立し得るものではない。賣買兩者互に經濟的に兩立することによつてのみ共榮の實を擧げ得るのである。而して斯の如きは單に理論の上に於てのみではない、又實際に於て發達せる事業に於ては漸次一般に行はれるの傾向がある。例へば古來商人は此の點に於て最も不道德のものと考えられてゐたけれども、今日の發達せる百貨商店に

於いては顧客に對して其の店舗に買ひ入れたるものが、後になりて其意に合はざる時は一定期間内に之を他品と引き換へを請求することを許してゐる如きである。而して此等の事實は、近世百貨商店の一般公衆に對する信認を高め、却つて其の繁榮の原因となつたものである。商品販賣業にして既に然り、商品と其本質を異にする有價證券販賣業者が此道德的責任を更に一倍痛感す可きは當然の事と云はなければならぬ。蓋し一般投資家は消費者が其消費貨物に對して有する丈の鑑定力を有しないのみならず、又證券の性質が之を許さない。特に消費貨物は一度消費すれば其後に於ける代價の變動は消費者に採りては利害關係を有しないけれども、投資物の代價の變動は投資家に取りては之を所有する限り大なる利害關係を有するからである。従つて證券業者の投資家に對する道德的責任も商品を販賣するものよりも遙かに大でなければならぬ。けれども此の點に於て世人が發行業者及び販賣業者に求むる所は頗る寛大であるやうである。Cottelle-Seneuil亦此の點を指摘して曰く「今日額面價格の二倍三倍の代價を支拂ひて證券を購ふも、若し他日此の此會社が公稱資本の五分又は時に三分しか配當せざる

も多く怪しまず」と。けれども斯の如きは之れ資本市場が尙幼稚なる結果であつて、若之が商品市場の如く發達するに到らば之に對する證券業者及び投資家の態度の一變するは明かなる事實である。現に今日一流發行業者として大なる信用と資力を有するものは彼等が此の點に注意を拂つた結果に外ならないのである。かかる論據よりするならば發行業者の責任は單に其證券を市場に販賣したるを以て終るものに非ず、又 Adolf Weber も云へるが如く、終るを許さないのである。彼等自らの利益、特に其の發行信用の上からして、彼等の愛兒を尙長く其手を引き導き、餘りに早く轉はぬやう極力其の保護に努む可きものである。然らば發行業者が一つは自己の發行信用、一は投資家擁護の上からして其の發行證券を保護する手段は何ぞや。此の點に就いて余は今日諸外國に於て發行業者が一般に行ひ居る二つの方法を擧げることが出来る。

(一) 發行業者自ら當該事業に關係すること。

發行業者が其發行信用を維持する爲めには之を發行したる事業會社を自ら指揮又は監督し、萬一該企業の經營宜敷を得ず又は財政上危機に陥る危険ある場合

には、之に對し適當の手段を講じ以て投資家を擁護するの手段に出でなければならぬ。發行業者が此の目的を達し得る方法に二つある。(一)多數株式を所有して株主總會を通じて會社を左右する方法及び(二)發行業者が自己の重役又は使用人を當該事業會社の重役たらしむるの方法是である。けれども此の中第一の發行業者が其事業會社を左右する爲めに其會社の株式を所有するは今日では例外の場合である。蓋し第一發行業者は發行が目的で事業經營を目的とするものではないからである。只其引受けたものが賣れないで、背負込みの結果所有する場合は別である。第二、假令發行業者が特別の理由で其株式を所有するとしても今日の株式會社制度の下では株式總會の會社に對する指揮及び監督の力は極めて微弱なるものであるからして、發行業者が其所有する株式の力によつて株主總會を通じて其目的を達せんとするのは極めて微力且つ迂遠なる方法と云はなければならぬ。此故に發行業者が其發行信用維持の上より事業會社を指揮監督せんとする場合には、寧ろ重役會に参加する方法を以て直接にして有力なりとせざるを得ないのである。

(a) 此等の理由からして發起業務を盛んに行ふ獨逸の大銀行に於ては其の發起又は發行したる會社の重役に、自己の重役を選出せしむるを常とす。現に「Jüdel's」の云ふ所によれば一九〇三年獨逸の六大銀行が自己の取締役(Direktoren)監査役(Aufsichtsräte)をして他の事業會社の監査役獨逸の監査役會は我國のそれの如く微力のものでない、取締役の監督指揮の任に當るものである。(c)の地位を占めたる數は七五一の多きに達すと。又一九一二年に「Rieser」の云ふ所によれば此の數は總計八二二の多きに上り、内「Deutsche Bank」一五六此内在外國二四)「Diskontogesellschaft」一四三(同上)、「Dresdener Bank」一一〇(同上)、「Darmstädter Bank」一一一(同上)、「Berliner Handelsgesellschaft」一一三(同上)、「A. Schaaffhausenschen Bankverein」一四九(同上)を占めてゐる。

(b) けれども發行業者が其發行信用維持の爲めに自己の重役又は使用人を事業會社に送るのは單に發起及び株式の引き受けのみに止まらない。尙社債の發行を引受ける場合でも、注意深き發行業者は當該事業會社が右社債を全部償還し盡くすに到る迄、自己の代表者を重役として選任するの條件を要求するとがある。

(二) 投資家に賣買の自由と代價の保證を與ふること。

(a) 發行業者が新證券の發行を引き受けた場合に、此の證券が活潑に市場に取引せられる、早く賣却濟になるや否やは、自己の金融上に於ける名聲のよつて定まる所である。此の故に彼等が新證券を發行するや、此の證券が取引所に上場せられ一般投資家及び投機業者によつて賣買せられ、而して此の人氣を利用して早く自己の引受部分を賣却し盡くすを以て利なりとする。けれども發行業者及び其シンデケートが取引所を利用し、茲に其發行證券に對する活潑なる市場を作らんとするのは、單に彼等自身の利益より來るばかりでなく、尙一般投資家に對する大なる道徳的責任より來るものである。則ち彼等は單に新證券が早く一般投資家の手に入り、且之を手に入れんとする者に對して便宜を與ふるのみならず、既に之を手に入れたる投資家に對しては何時と雖も之を賣却して再び貨幣資本に還元するの自由を與ふるを必要とし、而して、此の爲には常設の永續的市場を必要とすること既に詳細論述したる所である。此の意味に於ける永續的市場は此處に間斷なく賣買多數の注文の集中するを必要とするけれども、かかる不斷の市場は新

證券發行の初期に於ては之を期待するものが出來ない。蓋し有價證券なるものはその發行の當初にあつては尙未だ廣く一般投資家の手に行き亘らない、其多くは證券販賣業者又は投機業者の手にある。かかる證券の分布の状態の下に於て永續的不斷の活潑なる市場の存在し得ざるところは又本論の前半に述べた所であつて、殊にかかる状態にある時に一度市場に或る一人の大なる注文あらんか、需要供給は忽ち其權衡を失し、代價は此の者の意思如何によつて不相當に騰落するを以て、かかる新證券の代價は其動搖常なきに到るものである。此故に一つの證券が發行せられて相當の期間を経過し、之が廣く全社會の投資家の下に分布せられた時は金融資本網の助けによつて不斷の市場が出來るけれども、かかる市場は新證券發行の當初に於ては不可能である。茲に於てか發行業者は自から他の手段によつて人爲的にかかる證券の投資家に貨幣還元の自由を與へると共に、其の證券の代價の不相當の動搖を防止しなければならぬ。此の趣旨を以て行はれる最も著るしき例は米國に於ける發行シンデケートの天秤注文(Scale order)の方法である。則ち彼等は其の發行證券の代價の下落すに従つて買ひ(buy "on a scale down")

上るに従つて賣る (sell "on a scale up") のである。例へば代價九十九弗にて一千株の買ひ、九十八弗にて一千株、以下同じく九十七弗、九十六弗にてそれぞれ一千株の買注文を發すると共に、百〇一弗にて一千株賣り、百〇二弗にて同一千株、以下同じく百〇三弗、百〇四弗にてそれぞれ一千株の賣注文を發するものである。斯の如く天秤注文は代價の上向き又は下向くに從ひ、それぞれ之に應ずる注文の存在するを以て、代價が極度に騰貴し、又は下落することを防ぐことが出来るのである。此の種の注文は、賣り又は買ひの注文を同時に發する上に於て、かの虚偽の相場を作るものとして批難される Matched Order と同じであるけれども、而も之とは全く別である。蓋し天秤注文は賣り又は買ひの指定値に對して、之れに相當する反對の買ひ又は賣の注文を與へるものでないからである。

新證券に對してかかる注文が常に取引所に存在するからして、此の證券に對して何時現實の需要又は供給のある場合でも市場に出合の付かないことはないものである。又代價は常に安定を維持することが出来るのである。又新證券を欲し、又は賣却せんとするものは何時と雖も其の目的を達することが出来るのである。

斯の如くしてある内に漸次に新證券は各地方の投資家の間に分布せられ、各地方に宣傳せられ、かく時を経るに伴ひて、茲に全國的金融資本網を通じて、市場を離れて全國の投資者及び投機者から注文が不斷に市場に集中して來るのである。斯くして新證券が漸次に取引所に舊證券と同じくそれ自らの不斷と安定の市場を維持するに従ひ、シンデケートは其の天秤注文の數量を減じ、かくて之が危険期を去り、全く獨り歩みの出來るやうになつて全く此の天秤注文による統制を撤廢するのである。繰り返へし茲に讀者の注意を喚起しなければならぬのはシンデケートがかかる努力をなすのは決して之によつて投機的利益を得る爲めでないことである。シンデケートは勿論之が爲めに大なる損失を蒙ることは防止するけれども、而も之が爲めに多少の損失を招くは彼等の常に覺悟する所であつて、又實際常に起る所の現象である。シンデケート自身より見ればかかる方策は寧ろ煩瑣にして危険なことであるけれども、而も彼等が常に少からざる費用を負擔して此の勞を採り、危険を冒かすは一に彼等が之を以て其の投資家に負ふ道德的責任と心得、以て其發行信用を維持せんとする結果に外ならないのである。

(b) 米國の發行引受シンデケートが市場に干渉をするのは只新證券が市場に上場せられた初期の間に限るけれども、獨逸の大銀行は發行業者として尙永く自ら發行せる證券の代價を操縦するものである。此點に於て獨逸の發行業者の投資者に對する責任の自覺は米國の發行業者よりも更に徹底的なりと云はなければならぬ。則ち獨逸の發行業者は自己の發行せる證券を永く自己の愛兒として之を保護監視するものであつて、又實際今日獨逸の大取引所は上場せられてゐる證券は殆んど何れも皆かかる保護者を有してゐるのである。此故に大なる發行業者にありては常に多數の代表者を取引所に送り、彼等はそれぞれ保護す可き證券の分擔を定めて、其代價の動搖を監視し必要な場合には之に干渉するものである。則ち彼等は公定代價制定の少し前に公定仲立人の場所に行き尙該證券の注文の狀況を聞き、而して後必要の時は最後に而も代價決定に最も有力なる注文を發し以て代價を操縦(regulieren)するものである。今假りに實物市場の公定代價決定前に於ける仲立人帳簿に次のやうな注文があつたとする。

五〇、〇〇〇成行

一〇、〇〇〇買

一〇〇にて

二〇、〇〇〇

九八にて

一〇、〇〇〇

九六にて

之を知る仲立人が今残りの一〇、〇〇〇を九六プロチエントに買へば公定代價は九六プロチエントとなり、九〇プロチエントに買へば九十と下りて何人も其代價だけ仕拂へばよいことになる。結局何れにも銀行の自由といふことになるのである。

有價證券が取引所に於てかかる保護者を有する結果として當該有價證券の市價は常に安定を持ち、且つ銀行は他日の爲めに買入れんとするから何時でも賣却し得る可能を有すると云ふ二つの利益がある。一方には銀行がかかる勢力を利用して、全く隨意氣儘に代價を支配し、市場の形勢を濫用するといふ非難をも生ずるのである。けれども定期市場に於ける銀行の代價操縦はしかく簡單ではない。取扱ひ技術の複雑なる結果として、賣買も至極容易に行はれ、其量の多いだけ操縦も困難となる。特に數個の銀行が共に利害を有する場合にはかかる勢力の濫用も困難となり一層公平で正當なる代價も表はれるわけである。けれども實際で

は各銀行業者の間に或る程度迄自ら其勢力の分野が定まつてゐて、一銀行の計劃に對しては他の銀行が邪魔しないことが普通となつてゐるからして茲でも銀行の勢力はなかなか輕視することは出來ないのである。

米國の發行シンヂケートの行ふ天秤注文にしても又獨逸の發行業者の行ふ代價干涉の方法にしても、之が市場を活躍せしめ、代價を安定せしむるの效果は認めなければならぬけれど、他方に於ては之が爲めに代價が人爲的に左右せられるの批難が生ずるのである。蓋し、何れの相場干涉の方法によるを問はず代價は必ず發行業者の略ぼ期する所に之を定むることが出来るのである。而して此の代價が公正なるものであつて其證券の眞正の價値を代表するものである限り、何等經濟上の弊害を生じないものであるけれども、萬一此の代價が不相當に高く評價されてゐる場合には之が爲めに新投資家は大きな損害を受けなければならぬのである。けれども此の批難に對しては三つの點から之に答へることが出来る。

(イ) 發行市場が一般商品市場と異なる一つの理由は之が獨占的の市場であることである。則ち市場が取引所なる狹隘なる一ヶ所に集中せられ、其取引の方法

が著るしく組織的となつてゐる。而も證券其物の供給は制限せられてゐるからして資力あるものが其代價を人爲的に左右し得ること前述の如くである。けれども今日の經濟社會に於て獨占的支配力を有するものは單に發行業者でなく、交通電氣瓦斯等の公益事業を始めとして、各種の工業上の發明品が獨占事業として其代價を或る程度に左右してゐることは一般に見る所である。敢て發行業者のみを責むるは酷である。況んや發行業者は其の獨占權を利用するは自己の發行信用を維持する必要上投資家に對する道德的責任より、自ら犠牲を拂ひて之をなすものなるに於てをや。

(ロ) よし、假りに彼等が其獨占的制度と力を利用して、其代價を不當の點に維持せんとしても、實際に其目的を達することは六ヶ敷いのである。蓋し此等の發行業者の活躍する所は公けの市場であつて、而も彼等は既に當該證券の眞價を判斷するに足る充分の材料を世間に公表してゐるのである。此故に萬一彼等が不當なる代價を支持せんか必ず全國に於ける多數の投機業者は雲霞の如く彼等に立ち向ふに到る可きを以て、如何なるシンヂケートもかかる全國的の合成力には對

抗することが出来ず、結局代價は公正なる所に落ち付くであらう。假令全國に在る投機業者が斯の如く事情に明かならず従つてかかる程度に迄自由競争が完全に行はれないとするも、尙かかる作用のあることは必ずや発行業者及び其シンデケートが不當に代價を左右して一般公衆を害するの危険を緩和し得るものである。

(ハ) 斯の如く一方には発行業者自身の信用の上からして、他方には經濟上の法則の結果として事實発行業者は其代價を不當に維持せず、又維持し得ないものであるが、他方に於ては此の方法は新證券の上場せられるに際し、事實上の必要に強制せられるもので、之なくして新證券を完全に一般投資家の間に分布することは出来ないのである。此の點に於て興味のあるのは一九一七年米國が自由公債を紐育株式取引所に始めて上場するに際し、國庫自らが聯邦準備當事者及びウォールストリートの多くの愛國的證券取扱業者と共にシンデケートを作つて、最初の間取引所で之を統制してゐた事實である。而して此のシンデケートは最初及び其後發行の自由公債を完全に分布する上に於て絶對的必要であつたと云はれて

ゐる。

(c) 以上(a)及び(b)に於て述べた所は発行業者が取引所に於て永續的市場を維持し、之によつて證券に貨幣還元を自由を與へんとするものであるけれども、以下述べんとする三つは公けの市場に於てでなく、発行業者又は販賣業者自らが其店舗の責任と危険に於て投資家に對して其の販賣せる證券の貨幣還元を保障するものである、勿論發行及び證券販賣業者の中には *A Sale is a Sale* の法律を楯にとりて自己が自ら推薦したる證券と雖も他日の代價に對して何等の責任を負はざるものがあるけれども、而も經濟社會發達し、事業家の社會的道義心の發達と、發行業者の自由競争は彼等が永久に投資家を搾取するを許さないものである。則ち只一時的の利己的に馳られて投資家に責任を負はざる無責任なる発行業者の提供する證券は何人も之を信用せざるが故に假令彼等が發行を引き受くるも、之を直ちに公衆に賣却する能はず、爲めに其資本は長く一證券に固定せられて、他と競争することが出来なくなるのである。茲に於てか發行市場に於て大なる信用と勢力を得んとする者は投資家に對し自ら進んで原價又は時價にて買ひ戻しの責

任を採るを普通とする。則ち彼等は曰く「吾人は吾人の發行する證券を投資家が他日賣却せんとする場合に、之を出來得る限り取引所に於ける一流證券の如く容易ならしめんことを期するものである。吾人は敢て約束をせず、然れども恐慌時に於けるが如く凡ての人に満足を與ふる丈け資金を得る能はざる場合を除けば吾人は常に吾人の賣却したる證券を公正なる相場 (fair market price) にて買ひ戻し得ることを期するものである」と。近時米國の二三の一流發行業者には時に其廣告中に於て此の旨を記載する事がある。又傳へ聞く所にあれば我國にては日興證券株式會社は日本興業銀行に信託せられたる擔保付社債券の購入者に對しては之を賣却値段にて買戻の約束を與へると云ふ。かかる事情の下にある證券は之が取引所に上場せられざるも、尙常設の永續的市場を有し貨幣還元の自由を附與するものと見ることが出来る。

(ロ) 社債に對して額面償還の保證、佛國では金融業者の大多數は抽籤により額面償還の社債の相場が額面以上にある時に、料金を受けて其の償還より生ずる損害を填補するの制度ある。社債の發行に際して第三者が社債の利子及び元本支拂の保證する方法も亦一般に行はれる所である。此の方法は我國でも發行業者が行つたことは屢々ある。例へば大日本人造肥料の社債に對する三井銀行、實際汽船の社債に對し十五銀行が保障したることあるが如き此の例である。

(ハ) 發行業者が前述に於けるが如く發行に際して社債の償還又は其利子の支拂ひ及び株式の眞價を保證したるものでない場合でも、其顧客たる投資家に對して道徳的責任を感ずること大なる發行業者は、自ら其發行を引き受け之を其得意に推薦賣却したる證券の價值が他日疑はしきに到つた時は、自ら其證券を買ひ戻し、或は利拂ひ停止の状態である社債の利子を自ら進んで支拂ひ、更に自ら其會社の整理に當りて其財政状態の恢復に努めるものがある。此の爲めに發行業者は時に數十萬弗の損失を蒙ることがあると云はれてゐる。かかる道徳的責任を感ずること強大なる發行業者の存在するあつて始めて投資家は彼等の推薦する證券を怪まず、安心して之を購入するのである。又かかる自己を信賴する多數の投資家を有する發行業者にして始めて常に一定數量の證券を消化し得る自信力を有し、以て金融市場に有力なる地位を占むることが出来るのである。

以上吾人は發行業者が投資家全般に對して健全なる有價證券のみを市場に出し、而して此の證券に對して其終局に到る迄飽く迄責任を採る可きものであることを説明した。而して以下論せんとする所は個々の投資家と之と直接接觸する證券販賣業者との關係である。而して此の證券業者は米國の投資銀行業者及び獨逸の大銀行の如く同一なるともあれば、又英國の Outside Broker、英佛の銀行に於けるが如く發行業者と異なる場合もある。此の個人を相手として證券販賣の事に當る金融業者と各投資家との關係は、前に述べたる發行業者と一般投資家との關係をそれぞれ特別の個人關係に移したものと考へることが出来るのである。従つて兩者の關係は、それだけ個人的且つ親密となるものである。則ち此の關係は各金融業者が投資家に對して信任關係に在る顧問の地位となつて表はれて來るのである。思ふに今日文化は到る處社會の全般に隅なく行き亘つてゐると考へられるけれども、複雑なる證券資本主義の具體的構成を理解するとは容易でないばかりでなく、證券其物の本質に關する概念すら今日尙一般に擴がつてゐないのである。現に米國に於て自由公債の第一回利拂期の到達するや、華頓府に於け

る國庫には此の新公債に對する新らしい投資家からの送金爲替が大河の如く殺到して來たのである。而して彼等は之に附記して曰く、吾人は公債を購入したるが故に其利子を送金する。此の事實は一面には彼等の愛國心の熱烈なるを示すと共に、又一方には驚く可き證券に對する無智を表白してゐるものと云はなければならぬ。

かかる無智なる一般公衆のあると共に、彼等の購入せんとする證券それ自體が既に判別の困難なるものあると共に、他方には金融資本網を経ざる危険なる投機證券及び詐欺的證券も存在するのである。而して此等の證券の種別と其價値を判別することはかかる無智なる公衆は勿論投資に對する相當の理解ある投資家と雖も尙不可能とすることは、之の目的の爲めに専門の大なる組織的調査を必要とする前論によつて明かなる所である。則ち金融業者は投資家に對する専門の證券鑑定家であつて、彼等の顧問となり、彼等の相談に應じ、以て確實有利なる證券に彼等の資本を投せしむるものである。此の點に於て一つの經濟社會に於て金融資本網が到る處に投資者に接近して存在し、彼等を此の方面に教育する効果は

偉大なりと云はなければならぬ。則ち彼等が或は直接投資家と相接して談じ或は廣告、手紙其他に於て投資の原則を論じて彼等を教育するのである。MORTON氏は金融業者の此の教育的効果を推賞して、若し米國に此種の金融業者なくんば詐欺及び無價値の證券より毎年米國民の蒙る今日の驚く可き損害は更に數倍に増加す可しと云つてゐる。

事情斯の如くなるが故に少しく大なる投資をなす資産家は既に古くより金融業者を自己の財産管理の顧問となし、又は管理人其者たらしめてゐる。假令佛國の法定仲買人は法律上有價證券に對する相談に應ずることの出来ないことになつてゐるけれども、此の規定は嚴格に行はれてゐない。否大資産家は大なる資本を仲買人に委託し彼等をして其自由裁量によつて之を運用せしめてゐるのである。けれども、金融業者が一般公衆の相談相手となるに到つたのは金融資本網が全國的に張られた以後のことである。則ち獨逸では一般公衆が投機又は投資を試みる前には必ず一應自己の取引先たる金融業者に相談をなし、其意見を徴するのが一般の慣習となつてゐる。而して此際一流の銀行及び金融業者に在りては

瑣々たる個人を相手として之と投機を争ひ之を陥んとする者は毛頭なく眞に其客の信認者又は財産管理者としての職分を自覺し、自己の知識を擧げて客の相談に應じ、之に忠實なる助言を與へて以て其信認を得彼等を長く自己の顧客として維持するに努めるものである。只如何せん今日獨逸の大銀行に在りては大經營の結果非常に多數の得意を有し、且つ其相談に應ずる者も一般の銀行員なるを以て客との關係は自然機械的となり、人としての親密の度を減ずる大經營の弊は茲にも免かれないのである。此の結果從來一般公衆の中には金融業者又は其支配人と個人的に親しく談合し得るの機會を與ふる二三流の私人金融業者に走るものもある。従つて又時には詐欺的金融業者の手にかかる危険も存在するのである。けれども又他方に於て獨逸の大銀行は大經營に於て顧客との關係自然機械的となり、自然銀行の證券消化力を減殺するの缺點に應せんとして特別なる方法を講ずるに到つた。各支店の主任に對して證券の販賣高に應じて一定の割合の賞與を與ふることである。則ち此の制度の結果として利己心による活動的精神は再び各支店主任に注入せられ、以て彼等月給取りの因循姑息なる事務員氣質

に代はるものである。而も彼等の販賣せんとする證券は綿密なる調査の結果本店の引受け發行したるものであるからして、支店主任の利己的努力は何等公衆を害するものではない。

佛國の大銀行其他の金融業者も亦得意に對して相談相手となり、彼等の投資方針を左右する。而して此の關係は一片の取引關係でなく全くの信認關係であつて金融業者は其の推薦する證券に對して一種の道德責任を採るものである。彼等は自己を信認する投資家に對して、自己の推薦する證券が好個の放資物であつて、代價も亦適當のものたるを自ら確信することを暗黙の内に確言するのである。而して彼等は又投資家の求めに應じてなしたる相談及び意見に對しても亦此の道德的責任を採るものである。佛國にかがる慣習あるよりして大銀行の調査課内に得意に對する投資案内部を設けること前述の如くである。只獨りCrédit Lyonnaisのみは其發行信用を重ずること極度にして、他の銀行及び金融業者の發行したるものに就ては特に推薦せず、只得意の自發的の申込のみを取扱ふことにしてゐる。夫銀行の各地の支店主任が其支店に於て賣却したる證券の高に應じて

利害の分配に與かるのは獨逸の大銀行と異なる所はない。金融業者と投資家の信認關係の最も發達してゐるのは佛國と獨逸であるけれども、英國でも亦最近此の傾向は一般的に明かに認められるやうになつた。

英國には今日到る處の町に仲買人(Broker)が存在し、其地方の人民の投資の顧問及び仲介をなしてゐる。更に又倫敦に本店を有する大銀行は全英到る處の町に支店を有してゐる。而して英國人の多くは丁度彼等が健康に就いて信認する醫者を、法律關係に信認する辯護士を有してゐるやうに、其の貯蓄の投資の相談相手として各自の信認する仲買人を有してゐる。之を代へるとをしないこと尙信認する醫師を代へないこと同一である。然らずんば彼等は、大銀行の支店主任と特別の連絡を有してゐる。以前仲買人は長い間只出来る丈多くの注文を公衆から取ればよいと考へた時代があつたけれども、今日の如く玉石混交の多數の有價證券が市場に出る時代には最早それ丈では公衆の満足を買ふ譯に行かない競争上是非とも公衆の爲に其相談に應じて投資の目的物を選択しなければならなくなつた。此の地方仲買人の投資家に對する此の顧問的職分は近時急激に必要を認め

られ、従つて又發達しつつある。此の點に於て大銀行の支店主任は前述せる如く大經營の結果として之に接する人の餘りに多くして彼等凡ての人々と懇切に長く相談に應ずる時間を有しないものである。而も信頼し得る大銀行の支店が直接公衆の手近かに存在する結果は多く投資家を引き付け、其結果は米國を除く何れの國に於ても見るやうに漸次に仲買人の地位を脅かす傾向は認めなければならぬ。特に此の大銀行が其集まり來たる注文を手許喰合せによつて處分し得ること大なるに到つて其勢力は獨逸に於ける大銀行と同じく、取引所仲買人 (Exchange Broker) の地位をも脅かすに到る傾向あることは最近 The Statist 誌の指摘したる所である。兎に角之等の大銀行支店が其投資家の満足を買はんとするには、時間の許す限り彼等の顧問となつて、投資物撰擇の相談に應じなければならぬ。従つてそれ丈け公衆に對する責任も大なる譯である。茲に於てか大銀行の本店の中には近時支店主任に對して個人的に投資目的物を撰擇推薦することを禁じ、其代はり本店は彼等の必要に應じて適當なる投資物の目録を其都度發送するを以て支店主任は只之を投資家に示すに限る旨を警告する者が多い。然れども若し

支店主任が此の警告を嚴守して公衆より遠ざからんか公衆は恐らく彼等を棄てて、再び其の地方仲買人に歸へるものと思はれる。

米國の投資銀行業者と公衆との關係は又極めて密接なる信認關係を有し、而して此の風は漸次に佛國又は獨逸の如く一般的ならんとしつつある。否今日の雖も一流投資銀行業者は自己の推薦する證券は如何なる物と雖も一定額迄は確かに其得意に販賣し盡くし得る丈けの關係を有してゐる。此等の投資銀行業者が一つの證券の販賣を引き受ける條件はそれが第一賣れるや否やと共に、第二に自己が之を得意に推薦し得るや否やによつて決するものである。此等の金融業者と其得意との關係は永續的信認關係であつて、彼等は時に數千名に上る得意先の住所姓名をカタログによつて分類し、而して彼等の投資し得る推定金額と、時期を記録してをくものである。而して常に販賣人及び放資案内を送つて其の聯絡を保つに努めてゐる。彼等が此れ丈の得意を永く維持し得るや否やは一に其の提供する證券の質によるものであるからして、此のことは彼等が凡ての點に於て最も重きを置く所である。而して萬一彼等が推薦した證券が他日其の價値を

著るしく減じた場合に之に對して充分の責任を負ふこと前述した所である。今左に此等の證券業者が得意先に對して如何に其責任を感ずること強きか左に實例を示すこととする。

左の往復文書は某メキシコ鑛山會社の社債賣り出しに際し、其廣告中に名稱を利用せられを有る有名なる信託會社の得意先が前者に宛て其證券の價値の照會に關するものである。

拜啓： 此度賣り出しノ證券ニ關スル或ル報告ニ接シ、非常ノ興味ト注意ヲ以テ閱讀仕リ候。就イテハ右無擔保社債ハ放資物トシテ確實ノモノニ有之候哉貴下ノ御意見拜聽仕リ度候

同會社ハ其副社長某氏ノ名ヲ以テ誠心推薦致シ居リ候小生ハ右證券ガ確實ニシテ有利ナル放資物トスル同氏ノ確信ヲ貴下ガ躊躇ナク裏書キセラレルトテ恐考仕リ候。

右に對する返書。

拜復今月十八日附貴翰拜誦仕リ候就イテハ御問ヒ合セノ放資物ノ件ニ關シテ

ハ永年變ラザル當會社ノ營業方針ニ從ヒ貴下ニ御推薦申シ上グルコト能ハザルヲ遺憾ト致シ候當會社ノ義務ハ只：…ノ爲メニ、右證券ニ對スル購入申シ込ミヲ受納スルニ止マリ、右證券ニ副署致シ候ハ他ヨリノ依頼ニヨルモノニ御座候尙當會社ガ之ニ參加セシハ右證券關係者ガソレゾレ適當ノ推薦照會ヲ經テ交渉ヲ受ケシ結果ニ御座候、右貴答マデ。

斯の如く經濟社會が發達して玉石混交の有價證券が市場に出る場合には必ず一般投資家は其投資方針の相談相手として確實なる有價證券業者を必要とするのである。けれども獨逸や佛國のやうな投資顧問を今日一般に求めることは容易でない。時には不正なる金融業者が存在し、客より相談かけられる其信認を濫用して却つて之を陥れる極悪非道の徒なしとしないのである。洵に Chamberlain の云へるやうに、此の證券業者の顧問的職分が一般に認められ且つ經濟上健全となるのは金融業者が「階級全體」として其職業の科學的及び職業的 (Scientific und professional) 性質を認識し、而して彼等の行動及び政策が猶英蘭銀行總裁が其地位の力と國民信認の寶庫としての責任を自覺してなすが如くなるによつて初めて

行はれるのである。故に若し全般的凡ての證券業者に之を許されないとするならば第一、成る可く信用ある者に之を行はしめて、不信用なる者の入り来る版圖を縮少し、第二全般的にはかかる不良の徒に對して嚴重なる制裁を課するを以て最善の方法としなければならぬ。此の點から見れば信用ある取引所仲買店にして各地に支店を設けて顧客の版圖を擴めて、而して投資家に對して投資の顧問たらしむるは取引所を實物化し、實物市場の取引を活潑せしむる上に於て缺く可らざることは前號に於て詳しく論述したる所である。而して彼等は勿論、取引員に非ざるも他の一般金融業者にして他人の信認に背きて之に損害を與ふるものに對して斷乎たる制裁を加ふ可きものである。此點に於て獨逸は詳細なる規定をもつてゐる。則ち獨逸の法律は一般に人に助言を與へ、之が爲めに損害を加へたものに對して一定の責任を認めてゐる。其結果としてかかる法律上の根據からして今日客が或る損失を招いた場合に之を以て其仲買人の不忠實なる忠言の結果として損害賠償を求むる争が屢々存在するのである。然らば其法律上の根據は何であるか。

獨逸民法第六百七十六條は他人に忠言を試み又は或る事を薦めた者は契約關係又は不法行為より生ずる責任を除くの外此の忠言又は推薦に従つてなした行為より生じたる損害を賠償するの責任を有せざる旨を規定してゐるのである。

(一) 此規定による時は他人の相談に應じて助言又は質問に答へた時は兩者の間に契約關係の存在しない時は好意的になしたものととして何等の責任を有しないものであるけれども、善良の風俗と相容れざる方法により惡意を以て他人に損害を與へた時、換言すれば他人を害することを知りつゝ事實に非ざる助言又は答をなした場合には損害を賠償するの責任があるのである。

而して仲買人のかかる行為に對しては取引所法第九十五條は特に刑法上の刑罰を課して仲買人が其客より相談を受くるに乘じて客を錯誤に陥らしめ以て損害を與ふることを取締らんとしてゐる。則ち曰く「仲買人にして自己又は第三者に財産上の利益を獲得する目的を以て客に對し其締結せんとする取引に關し知りつつ正確ならざる忠言又は答辯をなしたるものは禁錮の刑に處せらる」と。

(二) 助言の正當なるを保證したるもの及び契約上細心なる注意をなすの義務

あるものが此義務を怠りたるときは亦損害を賠償するの責任を有するものである。而して仲買人たる金融業者が客と又は客の爲めに有價證券取引を爲す場合には、かかる細心の注意をなす上述の義務は當該契約の主たる附屬要素をなすものである。則ち銀行業者が客の注文の目的物たる有價證券に關し客の相談に應じて助言をなしたるときは仲買人は着實なる商人の注意を以てなす義務あるを以て此點より客に對し責任を有するものである。殊に仲買人が其忠告に従ふことを切言し又は客の有價證券賣買に對し特別の報酬を受けたる場合には其責任は特に大なるものである。而して故意に正確ならざる忠言又は答をなして自己介入をなしたる場合に就ては前既に一言した所である。

獨逸銀行業者が仲買取引に關聯して生ずる此種の責任に對しては近時判決例は漸次峻嚴なる解釋を下すやうである。左に試みに獨逸帝國裁判所の下したる判決理由の一部を示して仲買人が客に對して有する責任の一般を示さんとする。契約上の義務の履行として與へた助言に民法第二七六條及び同六七六條に依る責任の存在することは法律上疑の餘地なき所である。此損害賠償の義務は直接

助言を興ふることを目的とする獨立の契約より發生する場合がある。同時に又契約上の主なる義務に附隨する從たる義務よりも尙發生するものである。特に銀行業者が其客に有價證券の購入を薦め之に依つて購入の決意を爲すに至らしめた場合には此種の附隨的義務の存在するものであると推定せらる。而して裁判所がかかる推定の根據となす所はかかる賣買行爲に際して助言をなすは、賣却する者のなす可き勤務全般中の必然的要素をなすからである。

銀行業者は其營業約款に於てかかる助言より生ずる責任を負はない旨を規定するを普通とするけれども故意に誤りたる助言をなしたることより生ずる責任は此規約により妨げらるることなきは勿論である。

此點に於て我國の現状は如何。取引所法は他人に助言又は推薦をなしたものに何等の規定を置いてないは勿論、一般的にも我國にはこれに該當する規定は存在しないやうである。若し此の余の憶斷にして誤まりないとしたならば、我國には證券業者が他人に助言を興へても、之に對して前述のやうな嚴重なる責任は問はない、それ丈他の信認に背く機會が興へられてゐるのである。加之他方に於て

は確實なる取引所取引員に對しても、地方に支店を設けて小投資家の顧問となることが禁せられてゐるからして、現状の下に於て我國の地方の投資家は全く信頼す可き相談相手と與へられないのみか、彼等を欺かんとする取引員ならざる金融業者に活動の道を開いてゐるのである。或は仲買人に地方支店を許す時は地方の投資家をして投機に誘惑するの危険があると主張するかもしれないけれども、之に對して余は第一然らば實物市場及び國債市場の取引員に之を禁止する重大なる理由はあるまいと思はれる。現に米國では投資的仲買店と投機的仲買店の區別は明かにせられてゐる。我國で此の支店設置を禁するが故に國債市場の振はざることは前述の如くである。第二、公衆を投機より永久に全然遠ざけることは不可能である。加之公衆を投機より保護するには別に有力なる方法がある。又東京の有力なる仲買店を廣島や博多に支店を設けることを禁しても、廣島、博多の仲買店が存在する以上は公衆を投機より遠ざけることは出來ないではないか、斯の如きは寧ろ市場集中の經濟的趨勢を阻止する甚だしきものである。第三、投機的仲買人を公衆より遠ざけることによつて、然らば果して公衆を不正金融業者よ

り保護し得るか、思ふに今日の小投資家は自ら其貯蓄を利用し得ざるものである。此の爲めに必ず有利なる投資を探つてゐる。而して此の傾向は國民の證券に對する智識が向上するに従ひ、又國民資本の證券化が増大するに従ひ益々緊急となつて來るものである。而して此の必要は法律が證券に對する専門鑑定家たる仲買人を公衆より遠ざけたとて決して消滅するものではないこと、尙疾患が醫師を遠ざけたとてなくならないと同一である。其結果は却つて祈禱と呪で病氣を癒するを潛稱する詐欺師にかかる機會を大ならしむるものである。而して今日一流取引所の仲買人は決して全部が藪醫師ではない。其大多數はもぐりの金融業者より數倍信用し得るものであらう。此故に彼等を此の必要に迫られる投資家より遠ざけることは却つて不正なる金融業者の跋扈となり、法律は決して公衆を保護すると云ふ目的を達し得ないであらう。これ則ち全國に不正金融業者の續出する所以であつて、現に政府は昨年から本年一月にかけて百九十餘の不正金融業者の營業を禁止したといふことであるが、一般公衆にかかる必要あり、而も確實なる證券業者を彼等より遠ける以上はかかるもぐり金融業者は益々續出

し、公衆に損害を與ふることを覺悟しなければならぬ。丁度それは男子禁制の深窓に育つた年頃の娘を忽ちに監督者水先案内なくして浪荒き社會に突き出すと同一である。彼等忽ち牙をならして待つ不正金融業者の誘惑に陥るのである。或は取引員ならざる證券業者に此の職分を探らしむれば可なりと考へられるかもしれないけれども、既に再三論じたやうに今日我國の證券業者の如く、發行證券の調査も爲さず、只投資家に賣却するを以て能事終れりとする無責任なる證券業者に之の職分を委することは決して投資的仲買人以上に公衆を保護するものではない、否取引所に上場せられてゐる證券は彼等の發賣する物よりも一層確實なるものである。よし假りに證券業者が發達して只確實なる證券のみを取り扱ふとすると、大量證券の發行に取引所を利用せざる可からざることとは前論の如くであつて、殊に證券業者が買ひ戻を爲す責任を探らざる場合には貨幣還元の爲めに必ず取引所にて賣買し得るの自由を必要とするのである。此故に我國に於て取引所取引員に對して支店設置を許すことは我國投資市場の發展の爲めに缺く可からざる前提條件と云はなければならぬのである。徒らに業に懲りて膺を吹くのは

類は經濟社會の進歩の爲めに禁物と云はなければならぬ。

依是觀是全國的に限られたる金融資本網と其中樞に取引所があり、而して此の金融資本網を構成する金融業者が證券の鑑定力を有し、此の智識を基礎として一般投資家の顧問となりて資本を確實なる産業に向けられる時に、茲に初めて金融資本網は其産業資本吸収力を利用して資本を最も健全なる方向に、而も豊富に供給し得るのである。而して我國にかかる健全なる資本網のないことは則ち本邦資本市場の大缺陷であつて此の爲めに投資家を教育することも出來ず、従つて又散在せる資金を吸収して産業資本たらしむることの出來ないのである。併し眞に證券なる商品の眞の需要者なる一般公衆を證券市場より敬遠するとが則ち我國取引所をして投機市場たらしめ、實物市場たらしめざる結果である。吾人は眞の實物の消費者需要者を遮斷して敢へて取引市場を、實物化せんとする我國取引所政策の迂愚に驚くものである。かの米國式現物取引を理想として限月短縮や短期清算取引に努力して來た政府が、昨年國際市場に長期清算取引の開始を認めると云ふ政策上の形式的矛盾をなしたのは一に本邦取引所政策に理論的根據な

きを示すものではあるまいか。取引所を經濟社會全般の立場より考察せずして只取引所を取引所なる別世界として研究し、之より政策を編出す限り取引所は永久に經濟社會の私生兒であらう。正米市場問題の如き又此の一表現に外ならぬのである。

(註) 本篇前號所載金融資本網に續くものである。尙本文に述べたる投機證券及び其市場の説明は之を他の機會に譲り、本誌に於ける本論は之を以て完結する。

「社會科學の法則」の哲學的研究

武部 與 八 郎

最も古い希臘數學記號は所謂ヘロデアヌス記號 Herodianic signs であつた(此はヘロデアヌスに依るものである。ヘロデアヌスは紀元二百年頃のピザンチンの學者であり、此記號の記載者である)。是等の記號はアゼンスの碑文に現はること屢々である。其爲今では一般にアティック Attic と呼ばれて居る。如何なる理由に依るか不明であるが、此等の記號は後に到つて、アルファベット數字に代へられた。數字には希臘アルファベット文字が、三個の珍奇で古風な文字(η, θ, ς)並に記號 M と共に使用せられた。……次の表は希臘アルファベット數字と夫々の文字が指さす値を示す。

α	β	γ	δ	ε	ς	ζ	η	θ	ι	κ	λ	μ	ν	ξ	ο	π	ρ	σ	τ	υ	φ	χ	ψ	ω	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100	200	300	400	500	600	700	800
Τ')	α	β	γ	δ	ε	ς	ζ	η	θ	ι	κ	λ	μ	ν	ξ	ο	π	ρ	σ	τ	υ	φ	χ	ψ	ω
900	1000	2000	3000																						

etc. Florian Cajori, A History of Mathematics, second edition, pp. 52, 53.