

Title	米国に於ける取引所制度改正の概要
Sub Title	
Author	向井, 鹿松
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1937
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.31, No.10 (1937. 10) ,p.1439(41)- 1478(80)
JaLC DOI	10.14991/001.19371001-0041
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19371001-0041">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19371001-0041</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.

の内容たる計算要素に於いては、金錢的收支と、費用と給附の關係に對する認識能力の向上によつて、各要素が性質的に或は評價的に分離せられ、かくして、兩計算制度の本來の使命を愈々鮮明にすることゝなつた。

- (註一) E. Schmalenbach: Selbstkostenrechnung u. Preispolitik. S. 114-116.
- (註二) F. Schmidt: Kalkulation u. Preispolitik. Wien. 1930. S. 87-89.
- (註三) F. Schmidt: a. a. O., S. 89-90.
- (註四) E. Schmalenbach: Kontenrahmen. S. 19-20.
- (註五) R. Lowenstein: Kalkulationsgewinn und bilanzmäßige Erfolgrechnung. S. 51-55.
- (註六) Lowenstein: a. a. O., S. 68. Schmidt: organischen Bilanzlehre. Z. f. H. F. XIII. S. 283.
- (註七) E. Schmalenbach: Kontenrahmen. S. 19. A. Calmes: Die Fabrikbuchhaltung. Leip. 1909, S. 135-136.
- (註八) Lowenstein: a. a. O., S. 60.
- (註九) E. Schmalenbach: Selbstkostenrechnung. S. 208-210.
- (註一〇) Lowenstein: a. a. O., S. 75.
- (註一一) Lowenstein: a. a. O., S. 77-86.

## 米國に於ける取引所制度改正の概要

向井 鹿松

### 目次

- 一、米國に於ける取引所制度改善の動機
- 二、米國金融市場に於ける株式市場の地位
- 三、聯邦準備金制度と株式投機の抑壓
- 四、投機資金の供給及び需要に對する制限
- 五、公表制度による投機の統制
- 六、代價操縱其他取引方法に對する統制
- 七、取引所統制とその統制機關
- 八、場外證券取引の統制
- 九、結論

## 一、米國に於ける取引所制度改善の動機

從來英米に於ては取引所は民間に於けるクラブ類似の任意團體であつて政府が特に之に干與することはなかつた。而も取引所たるや次に述べる理由から之を自由に放任し置くことを得ざる性質のものである。

(一) 重要な經濟機關として。大量取引の常設市場として今日尙社會經濟上極めて重要な職能を行つてゐる。物より金へ、金より物への流通は此の市場あるによつて最も容易に迅速に確實に且つ簡便に行はれる。洵に取引所は流通經濟の中樞をなす施設である。又茲に成立する代價は最も公正であり且つ一般的に妥當なものとして取引所外に於ける他の同種取引の標準となり、又その取引物件に關係ある人々の經濟活動を左右することによつて一國の生産消費及び配給に影響を及ぼし、又その物件の價格の基準を定むることによつて課税及び金融にも影響を及ぼすものである。

(二) 投機取引の機關として。取引所に行はれる取引の大部分は投機取引である。自由經濟の行はれる社會に於ては投機取引は必要にして缺く可からざるものであるけれども、而も社會に必要な投機には自然の限界がある。特に經濟社會が組織化されてそこに流通する取引物件の安定性が増加するに従つて投機は自然に衰微する傾向を有するものである。適當の投機は代價變動の幅を大ならしめ之を尖锐化する。加之投機は實需の爲でないから其の取引量に制限なく賣又は買の一方的方向に囚はれない。自己の信する方向に、數量的には制限なく取引を行ふことが出来る。又屢々特種の方法によつて代價を操縱することが出来る。従つて眞の需給を反影しない不公正なる代價が

形成せられて社會の人を誤まらず。

更に又投機取引は一般公衆をして一擲千金を夢みせしむることによつて勤儉貯蓄の美風を失はしめる。特に素人の投機は十中八九失敗に終り祖先代々の遺産を失はしめ妻子を路頭に迷はす。

(三) 取引所取引と公衆。取引所取引は専門玄人の間の取引である。素人は直接之に参加し得ざる性質のものである。又國によつては取引所とその會員及び取引員は法律上又は事實上に獨占的な地位が與へられてゐる。従つて公衆が之を利用せんとするには此の會員又は取引員を通して行ふを要する。則ち彼等に委託して賣買するの用途はない。此際會員又は取引員は當然委託客の利益の代表者として市場に出て賣買しなければならぬ。然るに實際には取引所取引が複雑微妙を極むると共に、一方は玄人であり他は素人である爲に客の會員又は取引員に對する信頼は屢々彼等によつて裏切られるのである。取引員又は會員は客の利益を主張す可き地位にありながら却つて客の不利益に於て自己の懐を肥やすものが多いのである。少なくとも自然の儘では其の危険が多いのである。茲に弱者の保護と云ふことが考へられる。

取引所をして公共の經濟機關としての眞の機能を發揮せしめ、投機取引の行き過ぎ及び其の弊を防止し、且つ一般投資家及び其の公衆を保護する必要から、取引所は之を一部資本家の自由經營に委す可きものでない。國家は之を公共機關として之に干與する必要があるばかりでなく、その弊害防止の爲に之を統制する必要があるのである。此等の理由から英國及び米國に於ても取引所特に株式取引所に國家統制を加ふ可きや否やと云ふことが從來屢々問

題となつた。例へば英國では既に一八七七年に勅定取引所制度委員會が設けられたが、此の委員會の報告は倫敦株式取引所が從來の如く任意團體として存在するを不當とし、之を免許状による法人とすることによつて國家權力の干與を容れる途を拓く可しとなし、若し又取引所が自ら法人とすることを拒否するならば、國家は宜しく特別の國家機關を任命し、取引所に國家干與をなす可きことを進言した。

米國に於ては多くの商品取引所は法人となつてゐる。而して之が國民の金融及び商業上に於ける地位からして一つの公共機關と認められ、其の市場に成立する相場の如きもその取引所の任意判斷に基いて或者には發表し他のものには之を拒否する如き行爲は認められなかつた。然るに同じく取引所でありながら一方株式取引所は從來任意團體として組織せられ、國家の免許による法人ではない。又實際取引所は直接經濟上の取引をしない爲に自ら法人となる必要がない、従つて何等特別に國家の保護を求めるともなく、又何等特權をも與へられてをらない。凡て會員の入會其他の規定に就いても自由に之を定めることが出來、その市場に生ずる相場の通報公表その他のサーヴイスの利用や處置等に就ても完全に取引所の自由が認められて來たのである。然れどもかかる見解に對しては又一方には取引所の社會公共性を強調して之に國家統制を加へるの必要を説くものも亦甚だ多かつた。かかる情勢の下に一九〇九年紐育知事ヒューズ氏(Hughes)によつて取引所制度調査委員會が設けられ、かの有名なヒューズ委員會の報告なるものが發表せられた。此の委員會に對しても取引所の公共的性質からしてこれを國家の權力監督の下に置く爲取引所を法人とすることの必要を強く勸説するものが多かつたけれども、而も此の委員會に於ては從來の傳

統的見解を支持する空氣が大勢を占め、委員の大多數は株式取引所を法人となすことに反對した。然るに其後四年にして米國議會に於ける「モネー・トラスト」調査の爲の委員會所謂ブジョー(Peabody)委員會の設けられて取引所統制の必要を説き、更に翌一九一四年上院に於ける銀行及び通貨委員會に於けるヒヤリングに於ては取引所に對する痛烈なる批難が行はれ一般の輿論を喚起した。特にビュジョー委員會の見解によれば、從來の見解則ち「取引所は自ら取引を行はない、其の任務とする所は、一定の規定の下に相互に取引する會員達に單に場所を提供するに過ぎない」と云ふこの見解は事實に反するものである。加之委員會の見る所を以つてすれば取引所の如く大なる權力を揮ひ又現在の經濟制度にかかる有要にして且つ重要な職能を行ふ經濟機關に對し法律が何等の統制を加へないことは不條理の甚だしきものであると。

最近の米國の取引所制度改善の直接の導火線となつたものは一九二八年一月十七日上院議員ラフォレット(LaFollette)が上院に於て前年度に於ける仲買人貸付金の増加と株式價格の騰貴を指摘した警告的演説に始まるものであらう。彼のこの意見が容れられて、之を銀行及び通貨委員會に附託し、茲に仲買人貸付金に對する上院の調査研究が進められたが之を構成する委員は殆んど全部が投機とウォール街を批難する人々であつた。一九二八年五月十二日上院議員ノルベック(Norbeck)は銀行及び通貨委員會の委員として次の如き報告書を議會に提出した。

「上院は聯邦準備局が凡ての聯邦準備銀行に警告を發し以つてその加盟銀行をして純投機的目的の爲にする資金の貸出を増加せざるやう注意を與へる方策を採らんことを望む」且又聯邦準備局は投機的目的の爲に聯邦準備制度の

資金及び信用が今日以上に將來用ひられることを防止するに必要な法律案を議會に報告せられんことを望む」と。此等の事情はやがて聯邦準備局をして株式市場の統制に積極的に乗出さしめる動機となつたものである。

以上を以つて見る時は米國の株式取引所に對する國家統制の策源地は上院と聯邦準備局の二つであつたことが容易に了解せられるのである。ウォール街に好意を寄するものは此等の上院議員を以つて固陋頑迷な連中で、彼等は先天的に投機を惡みウォール街を憎惡する人々である。彼等は西部の農民の困るのはその非常にウォール街にありと始めから定めてかかつてゐる人々である。恰度それは上院が飲酒を惡みて禁酒法を成立せしめたと同じで、全く道徳的な考から出發してゐると思つてゐる。しかし聯邦準備局はかかる道徳的な立場から投機に對し公けに反對することは出来ない。即ち彼等は其の取引所反對の理由を經濟政策上の理由に求める。則ち其の意見によるとウォール街が余りに多くの國內資金を利用するために他の産業の資金が缺乏して苦しむのである。特に自ら金を持たないで株を購入するのは信用機構の健全性より見ても全く危険である。加盟銀行が準備銀行から金を借りるのは株を擔保とする金を貸す爲である。かく投機が盛に行はれる爲に公社債市場も振はなくなる。資金が株式市場に流れ込むから商人は農産物の買入資金を得ることに苦しみ、そこで穀物の値も下落すると。これが聯邦準備局が取引所の統制を必要とする理由である。

爾來株式取引所を聯邦政府の手によつて統制せんとするの案は毎年議會に提出せられたのであるが、何づれも審議未了に終つて實施せられなかつた。それは時の大統領ブーヴァー氏が商工業に對して常に同情的な理解を有して

きた故か、將た又證券取引の統制に對する充分の理解と準備がなかつたのか、何づれにしても徹底したる聯邦取締の法規は、凡て資本主義經濟組織に對して批判的な革新的イデオロギイを有する現大統領ルーズヴェルトの出現を俟つたのである。偶々一九二九年のウォール街の大恐慌によつて世界恐慌の口火が點せられ、次いで一九三三年には全米を通して金融恐慌が勃發した。而してルーズヴェルトは同年三月四日此の恐慌の最中に就任したのであつた。一九二八年一九二九年に於ける米國の株式市場の繁榮と其後の恐慌とは偶々「過度の株式投機は財界に對し常に急激なる變動を惹起せしめると云ふ人々の説に實際の證據を與へた觀があつた。勿論それは株式投機以外に幾多の原因があつたであらうが、しかし株式投機は其中尤も大なる原因とせられた。かくてこの米國の經濟恐慌の原因の探究と其の對策として第一に取り上げられたものは有價證券の投機を抑制するの手段であつた、而して此の目的を以つて次の三つの法律が相次いで發布せられたのである。一九〇七年の恐慌が聯邦準備金制度を生んだやうに、一九二九年及一九三三年の恐慌は現行の取引所制度の誕生を促がしたのである。

The Banking Act of 1933

The Securities Act of 1933

The Securities Exchange Act of 1934

此等の法律による米國最近の投機統制は之を左の三つの點から論述するを便利とする。

(一) 信用による投機統制

取引所投機が銀行信用と不可分的關係にある米國投機取引の特異性からして此の統制は最も適切にして且つ有効

なるものである。而して此の統制を管轄する行政官廳は聯邦準備理事會 (Board of Governors of the Federal Reserve System) 及び舊聯邦準備局の改組せられたものである。

(二) 公表制度による投機統制 稍マアカデミックな啓蒙的な考へ方から來る政策であるけれども尤も基本的なもので長き眼から見れば最も適切なものである。この統制を管轄する行政機關は證券及び取引所委員會 (Securities and Exchange Commission) である。

(三) 取引方法及び技術に對する統制 これは一方には罪惡視せられる取引方法を直接斷壓すると共に、他方には直接大なる効果を期待し得るものではないが、第一及び第二の統制の補助手段として必要な統制である。之を管轄する行政機關は證券及び取引所委員會である。

## 二 米國金融市場に於ける株式市場の地位

米國今次の取引所法の眞意を理解するには米國の金融市場に於ける株式取引所の地位を理解しなければならぬ。抑々一國の銀行及信用制度と株式投機との間に密接なる關係のあること米國のやうな國は世界中にないのである。洵に米國の株式金融は最近までは米國の金融市場の中心をなしてゐるので、銀行は勿論其他資金に餘裕あるものは好んでその資金を株式市場に投下し、必要に應じて隨次之を回収したので、此點に於て同國の株式市場は長い間云はゞ民間銀行に對する中央銀行の地位に立つてゐたのである。

それだけに又此の株式市場の動きは金融を通して全經濟機構の動きに影響を與へた。勿論一方では證券の相場及び其の取引高の變動は財界の發展及びその推移の現はれであるけれども、逆に又米國では銀行の株式市場に對する貸出高の大小が財界の發展の方向を動かす重要な要素となつてゐた。かかる事情から從來屢々銀行制度を改善し又取引所に於ける相場操縦に制限を加へて之が財界に及ぼす影響を防止せんとする企てが屢々試みられたがこれまでは何づれも成功しなかつた、そこで最後が今度の取引所統制となつたのである。

然らば米國では何故に株式市場が一般銀行及び信用制度とかくも密接なる關係を有するに到つたか、其の原因は一つは米國に於ける株式取引の仕法が一種特別なる方法によることと、他の一つは米國の銀行制度が之れ又一種特別なものであると云ふ事情に歸因してゐる。

米國の金融市場に於ける資金の最大の需要者は紐育株式市場であるが、其の需要者たる株式市場の取引方法は次の二つの點に於て獨特の特殊性を有してゐる。

(一) 紐育の株式取引は直取引で而も此の直取引の形式の下に盛んな投機取引が行はれることである。茲に直取引と云ふは今日賣買したものは明日受渡ししなければならないことを云ふ。そこで投機の目的で株を買ふ客は勿論之を引き取る爲に要する全部の金を持つてゐない。只その内の一部を證據金として仲買人に渡すに過ぎない。そこで仲買人は當然其の殘額を自ら立替へるのであるが、勿論彼等の資力には限度があるから自然その大部分は自己の責任に於て銀行其他から借りなければならぬ。而して之によつて受けた證券は勿論仲買人が保有し、又銀行から金融を受けた場合にはその擔保として之を銀行に差入れる。若し株價が下落して客に對する貸金が危険な場合には

仲買人はこの證券を處分してその債権を確保するのである。此際仲買人と銀行との關係は勿論銀行に擔保は差入れるが、それは全然帳簿勘定で全く機械的に行はれて居る。かく取引所の株式投機がかかる形式で極めて簡單に行はれるから、株式金融に於ける資金の需要は大取引所の所在地たる紐育に集中しそれも比較的少數の大仲買店の手に集中せられるのである。それだけ米國銀行の株式市場に投じた資金も安全だと云ふことにもなる。

(二) 株式取引が翌日決済であるから従つて又株式金融の資金もコール・ローンの形式で貸出される。従つて仲買人は銀行の要求あれば即時(以前は一日以内、今日は二日以内)返還しなければならぬ。そこで、仲買人はその日の受渡に應じて受取る金が多ければコールを返還し、少なければ新たに借り入れ、又銀行の要求あればこの舊債を支拂ふ爲に他から新に借入れなければならない。

斯く銀行と仲買人との關係は全く帳簿計算で(勿論擔保はある)極めて自由に貸借が行はれる。

(三) 一般公衆が容易に投機に手を出し而も金融の便が自由に得られることである。此の爲に一層株式投機とその爲の金融を促進してゐる。一般公衆は證據金さへあれば容易に仲買店の客としてその仲買店と帳簿勘定を開くことが出来る。これは恐らく歐洲諸國に見られない所である。又米國では仲買店の外交員の活躍、株式市況の動靜に關する出版物の分布、仲買店の廣告等は非常に自由に行はれる。此點は新顧客の撰擇に細心なる注意を拂ひ又その廣告の制限せられてゐる倫敦の仲買店との間に於ける非常な相違點である。

かくて紐育の仲買店は尤も大膽に客を漁るが而も仲買店は最初から無條件に此の客に株式金融をなすのである。

而も只證據金丈ですぐ帳簿勘定で信用を與へる。客は一枚の手形すら書く必要がなく、又仲買店は何等客の信用調査をもしない。これ又倫敦の慣習とは全然違ふやうである。倫敦の仲買店では客が相當の資産信用を有し自身で完全な責任をとり得ると云ふ證據がなければ之と取引關係を結ばない。特に建玉を次期へ繰延することには非常な注意を拂ひ、出來得る限り買主自らが證券を引取り、客自らの手形で銀行から借りることを希望してゐる。

斯く仲買店が客の證據金丈に頼ると云ふことは投機取引を尖鋭化し、市價の動搖を大ならしめる。蓋し相場下落の際には仲買人は客に追證を請求し、之が入らなければ其の建玉を處分する。相場騰貴の際には逆に客が利乗をやる。かくすれば取引關係は安全であるけれども、この安全は相場を激變せしめることによつて得られることを忘れてはならない。故に證據金を唯一の頼りとして投機取引を行ふことは、成程之によつて市場の抱擁力は甚だ大となるけれども、同時に市場の安定性は大いに失はれる。特に之は強氣又は弱氣のブールの結成せられる際には特に甚し。

米國に於ける銀行資金が特に株式市場に利用せられる特異性は單に資金を求め株式市場の機構丈の罪ではない。尙之を供給する銀行及び金融機構の側にも存在したのである。而して之れ又他國の金融市場に見ることの出来ない米國のみの特異性である。本來何處の金融市場でも銀行が其の預金業務によつて吸収した資金は出來得る限り之を短期の債権に變更し、その資産は之を流動状態に維持しなければならない。此の目的の爲に各國の銀行はその流動的準備金及び一時的な遊金を商業手形に投ずるのが普通である。然るに紐育の銀行では此等の資金を株式取

引所に賣買せられる證券を擔保とするコール・ローンとして放出するのである。而も此株式市場への投資は諸外國の銀行では著しく警戒する所で、之を假に出すにしても之には常に確なる制限を附するのが常である。併し米國では株式市場への貸出は銀行準備金の第二線であり、又餘裕ある資金の主たる放資物として多年認められて來たのである。元來米國の銀行は單獨制度を採用し従つて又他行との間はコレスポンドの契約關係を有してゐるが、その上に中央銀行がなかつた。そこで此等の銀行は特に流動性に富むコール・ローンの中央市場を切實に必要とした。聯邦準備制度の成立後でも地方銀行は其の遊金を紐育の銀行に預け入れるか又はコール・ローンとして貸出して之をその準備金としてゐた。之を預つた紐育の銀行では更に之をその他の資金と共に要求拂の債權の形として株式市場に放出しなければならなかつた。勿論米國の銀行はその傳統的政策としては先づ其の資金を取引先の要求に應じて貸出し、尙餘剩ある時に之を株式市場に放下するを常としてゐる。けれども株式市場に投ぜられたるものが必ずしも顧客の要求に應じた後の残りとは限らない。第一、銀行は何時でも回収し得る資金を常に準備金として有してゐなければならぬ。第二に銀行の顧客自らが仲買人たることもあり、最後に株式市場の金利高き場合には時に誘はれることもある。従つて銀行の資金は自然株式市場に投ぜられるのである。尙米國の株式市場に資金を出すものは單に銀行丈けではない。其他信託會社、保險會社、事業會社も一時的資金に餘剩あるときは好んで株式市場に放資するのである。

然らば何故に從來米國の金融市場には株式市場が發達して割引市場が發達しなかつた。蓋し之れ米國は元來自給自足の國であつた。中部西部が開發せられるやうになつてからも此の爲に特に必要とする資金は長期のもので、證券を發行して之を調達したのである。其の爲には多くの新證券が發行せられ、且つ之を引受けてくれるものが必要である。従つて之には又必然的此の新證券を擔保として金融の便を計ることが絶対必要となつた。所が商業金融其の他の手形取引はどうかと云ふと、米國は英國と異つて外國貿易に倚ることが甚だ少ない。爲に手形によつて貿易金融の便を計る必要も少なかつた。多少あつたにしても、その爲の商業資金なれば金利の高い米國に得るよりも、倫敦で割引した方が遙に安い資金が得られたのである。

茲に於てか米國の銀行は手形以外の何物にか其の資金の利用法を求めなければならない。而も當時米國で求むる資金の用途は株式金融であつた。而も銀行の營業資金は預金を以つて吸収したものであるから、長期の株式金融となすことは出來ない。従つて茲では極めて短期出來得るならば何時と雖も回収し得る株式金融でなければならなかつた。一八五〇年代に於ける米國銀行業者の此の要望こそ則ち紐育の株式取引所の取引仕法をして他國に類のない翌日受渡方法一本となしたのである。此故に紐育の株式市場が殊更に其の資金を銀行に仰ぎ、從來兩者の間と密接不可分の關係にあつたは更に株式投機の爲のみでない。同國の金融組織の機構から來てゐるのである。則ち銀行と株式取引所は互に相結合して茲に有機的な同國の金融組織を作つてゐたのである。

### 三 聯邦準備金制度と株式投機の抑壓

さりながら銀行が預金によつて吸収した營業資金を株式市場に放下すること、特に其のコール・ローンを銀行準備



金の第二線とすることは、之れ米國金融市場全般の安全性をして株式金融の流動性と安全性に依存せしめるものである。則ち株式市場の如何が直ちに金融市場の流動性と安全性を左右するものとして従来識者の非難を免れなかつた所である。蓋し株式相場は動搖の常ないもので安定性を缺く。特に銀行がコールを回収せんとすれば買方は其の買持の株式の賣却を餘儀なくされる。そのために相場は益々下落するから資金の回収が出来なくなるのである。而して實際殆んど凡ての金融恐慌は預金によつて吸収した資金を直ちに又は短期に回収し得ないものに投ずることが生ずるのである。

偶々一九〇七年に於ける米國の金融恐慌は同國の金融市場を全面的に改善するの必要に迫られ、これが動機となつて出来たのが一九一三年に成立した現行の聯邦準備金の制度であつた。而して此の制度は従来銀行が其の營業資金の利用を株式市場に求め、殊にそのコール・ローンをして銀行準備金の第二線としたことを以つて銀行營業の流動性とを安全性失はしむる重大なる欠陥たることを指摘し、而も米國の銀行がかかる危険を敢へて冒すは、他に銀行が其の營業資金を利用し得る理想的目的物則ち商業手形とその割引市場が存在しないことに歸因するものとし、大體次の如き改正を試みたのである。

(一) 新に割引市場を興し、手形割引を以つて銀行の營業資金利用の本體とすること

(二) 従來の如く銀行が其の資金を株式市場に放下するを防止する爲め、聯邦準備銀行が合衆國政府公債以外一切の有價證券を保有し又は賣買する目的を以つて發行又は振出されたる手形其他の證券の再割引をなすことを禁止

た。

斯の如く聯邦準備金制度は始めより銀行が其の資金を株式投機に利用することを防止せんとするものであつた。けれども前に述べたやうに紐育株式取引所の投機取引の仕法は豊富なる資金の利用が可能でなければ行はれないやうに出来てゐる。従つて聯邦準備金制度が眞に以上の目的を達せんとするならば、取引所取引の仕法を變更するか、然らざれば投機取引を阻止しなければならない。而も最初の聯邦準備金制度は取引所法に關與する所がなかつた。加之永年の慣習の久しき、紐育の取引所取引の仕法には何等變はる所がなかつた。則ち時の聯邦準備制度は聯邦準備銀行が投機資金を供與することは禁止したけれども、其加盟銀行に就いては云ふ所がなかつた。従つて加盟銀行は其の手持政府證券を擔保として準備銀行より借入れ、その資金を投資市場に投ずることが出来たのである。茲に於てか紐育の銀行が株式市場に放下する資金の高は減じないのみならず、一九二一年から一九二九年に到る間にはその額が十億弗から増加して八十五億弗の巨額に達したのである。此間聯邦準備局は一九一九―一九二一年に到る間に加盟銀行に對して株式市場に過度の貸出を成さる様繰返し警告してゐる。例へば一九一九年七月には準備局は次の如く云つてゐる。「幾度び繰り返してもよいことは我が聯邦準備制度の資金は如何なる意味に於ても投機助長の爲に用ひらる可きものでない。加盟銀行は借主に資金の融通を擴張せんとする時には宜しくこの事を念慮す可きである」。而して此のことは再三繰り返へされたのである。更に又一九二八年聯邦準備局は銀行の貸出高が證券の投機取引の活躍と共に膨脹しつつありと知るや、例により金利引上によつて防止せんとした。則ち紐育の準備銀行をして

同年上半年に於て三回の利子引上をなし三分五厘を五分となした。而もこの利子の引上は資金の株式市場への流入を阻止することが出来なかつた。かかる情勢の下に一九二九年に入りてはこの爲めに他の産業に對する資金の調達も困難となるや聯邦準備局は金利引上政策より一步を進めて所謂直接壓迫(Direct pressure)の政策を採つたのである。則ち一九二九年二月二日準備局は凡ての準備銀行に書面を送り、加盟銀行にして投機的貸付の目的又は投機的貸付を維持する目的を以つて資金を求むるものに對しては準備銀行は再割引の利便を拒否す可きことを勧告したのである。けれども聯邦準備銀行は加盟銀行が法定の證券を提供して再割引を求むる際に之を拒否する権限を有しない。又かかる信用拒否によつて資金を他の産業に向けんとする準備局の政策は効果なく又實際に副はざるものとした。否寧ろ金利の引上げこそ過當投機を抑制する最良の手段としてその引上の許可を再三準備局に要求した。而も準備局は金利引上による投機の抑壓の効果を信ぜず寧ろ之がために正當なる目的の爲にする資金の要求が阻止せられることを恐れた。かくて聯邦準備局の直接壓迫の政策は同年九月まで繼續されたが、八月には紐育の金利を六分に引上げることが承認したのである。斯の如く從來の銀行法の下では聯邦準備局は準備銀行に對しても亦加盟銀行に對してもその政策に追隨することを強制することが出来ない爲めにその政策は大なる効果を擧げ得なかつた。現に上院銀行委員會が最大の準備銀行の一つに就いてその最近に於ける營業狀況を統計的に分析した結果によると、其の如何なる貸出に就いて見るも殆んど一つとして眞に普通の加盟銀行を救援及び助成する爲になされたものなく、否殆んどその凡ては比較的大なる加盟銀行に對し投機取引の爲に現金を以つてなしたる貸付であつた。

以上は一九一九年より一九二九年に到る迄の聯邦準備局の株式市場に對して有した見解の概要であるが、之を要約すれば結局左の二つとなるのである。

- 一、銀行信用は投機の目的に利用せらる可きでない。蓋し斯くの如くする時は商業工業農業等の必要とする資金の供給に不足を生じ、且つその利子を高からしむるからである。
- 二、聯邦準備金制度は投機者流に信用を與へる目的にて制定せられたものでない。従つて其の目的に利用す可きでない。

此の聯邦準備局の見解の外に、上院議員を主とする一部には投機取引に對する傳統的の排撃思想がある。特に此の傾向を最もよく表はしてゐるのは前述の委員會に開かれたる二つのヒヤリングに於ける空氣であつて、それは全く投機取引に對する審問的、糾弾的、批難的論議に終始してゐる。

以下新制度に於ける信用による投機統制の概要を叙述する

#### 四 投機資金の供給及び需要に對する制限

從來聯邦準備法は只銀行の株式市場に對する信用の供與に對してのみ統制を加へてゐた。但しそれも前に述べたやうに聯邦準備法を聯邦準備銀行が加盟銀行に對して聯邦政府公債以外の證券を擔保とする貸出を禁止したのであつた。しかし前に述べたやうに加盟銀行は國債を擔保として借入れることが出来たのである。現に一九二九年にはこの種の貸出高は聯邦準備銀行が法律上許されたる證券の割引による貸出高にほど接近してゐる。而して此の方法

によつて紐育の大銀行は自由に株式市場に投資することが出来た。茲に於て一九三三年の改正銀行法は次の如き方法によつて投機資金の供給を統制することとした。

(一) 加盟銀行の貸付内容報告の義務と信用の停止。

聯邦準備銀行は證券商品又は不動産等の投機の爲に銀行信用が過度に利用せられ居ることなきやを確知する爲に各加盟銀行をして各自その貸出及び投資の一般性質及び金額を報告せしめ、準備銀行はこの報告を考慮して資金の貸出の可否を決す可きものである。加盟銀行にして不當の貸出しをなすものある時は聯邦準備理事會は警告を與へ、尙之に従はざる時は之に對して聯邦準備制度による信用を與ふることを拒否することが出来る。

(二) 加盟銀行の證券擔保の貸出高を制限するの權。

聯邦準備理事會は聯邦準備地區毎に其の地區に於ける一銀行が株式又は社債を擔保として貸出し得る最高額を各銀行の資本金及び積立金に對する割合を以つて定める權限を有する。又一銀行が一人に對するかゝる貸出高は其の銀行の資本及び積立金總高の一割を超えるを許さない。

(三) 銀行は政府及び地方團體の發行する以外の證券を引受くることを禁止せられてゐる。

(四) 加盟銀行は持株關係によつて證券業務に従事することを禁ぜられた。則ち從來銀行の中には自己の資金を以つて證券會社を設立し、之に資金を供給して證券業務を行はしてゐるものが甚だ多かつた。一九三三年の銀行法は銀行と證券會社は資本及び其の經營を共にすることを許さない。則ち加盟銀行の株式は直接又は間接に他の會社

の株式を代表するを許さない。又原則として證券業務に従事する會社の役員重役使用人はその資格に於て銀行に勤務するを得ない。

(五) 加盟銀行は銀行營業を成さざる事業主の仲介者又代理人となりて仲買人及其他の證券業者に對し證券擔保の貸出をなすことを禁ぜられた。

(六) 資金供給者の制限(取引所法第八條)

國民株式取引所の會員又はかゝる會員を通して有價證券の賣買取引を行ふブローカー又はディーラーは加盟銀行及び聯邦準備局の公認したる非加盟銀行以外からは取引所に登録したる證券を擔保として其の業務上必要な資金を借入れることを禁ぜられてゐる。

以上は取引所の爲にする資金の供給に對する制限であるが、新制度は尙その需要の方面に對して重要な制限を加へた。この取引所取引に基因する資金の需要に對する制限は株式市場に於ける各種の取引方法に嚴格なる制限を附し之に違反するものに罰則を附しても之をなすことが出来る。又投機取引に對する證據金率を高くし之によつて取引を制限することによつても目的を達することが出来る。一九三四年の取引所法は此の二つの方面から資金に對する需要を制限せんとした。就中證據金の制度は新改正に於て重要な地位を占むるものであつて、則ち取引所法は聯邦準備理事會に對して證據金率を決定するの權限を附與したのである。

證券の購入又は買持の爲に信用を過度に利用するを防止する目的を以つて聯邦準備局は國民株式取引所に登記せ

られたる凡ての有價證券(例外規定ある證券を除く)に對して與ふる信用の額に對して規定を設けることとなつてを。此際かゝる證券に對して最初に與へる信用の高は次の標準により、その内最高のもより大なる高の信用を與へることを許されない。

(一) 時價の五割五分

(二) 過去三ヶ年に於ける最低代價但し時價の七割五分以上たるを得ず。

此の證據金率の標準に關する規定は國民株式取引所の會員又はかゝる會員を通して證券賣買業を営むブローカー又はディーラーが委託者に對し又は委託者の爲に與ふる信用に對する制限であるのみならず、又銀行其他業として信用を與へる者がかゝる株式金融を行ふ際にも適用せられるものである。

此の證據金の規定は自動的に弾力性に富むやうに出來てゐて、證券相場が低い時には取引を防止せず、相場の高い時には證據金率が引上げられて投機取引を防止するやうに出來てゐる。又相場が低く、動く値巾の狭いものには證據率は低く、特に代價の騰貴したものには高き證據金率を課することになつてゐる。

最後に此の證據金制度は値上りの場合に利乘を行ふことを制限し、又値下りの時は買玉を強制的に處分せられるを防ぐことが出来る。例へば或株式の相場が最低基礎を一〇〇として、一三三から一八二に騰貴しても、買方は借入高を増加することが出来ない。同じやうに一八二が一三三となつても追證を請求せられることがないから、強制的に買證券を處分せられることはない。現在では信用許與の最高額は證券の時價の四割五分とせられてゐる。

### 五 公表制度による投機の統制

自由主義的な資本主義の最も大なる功績は社會の最も必要とする所、従つて又缺陷が適者によつて最も早く最も適切に充たされると云ふことであらう。そこで最も早く此の必要と缺陷を知るもの、之を除去して世人に満足を與へ得るものは勝ち、然らざるものは亡びる。而して財産や事業は之を最もよく利用し得るものゝ手に入つて社會全體を利することゝなると云ふのである。

(1) ダイヤモンドを認識し得る能力ある者が、河床の砂利の内からダイヤモンドを發見したとするならばそれは彼を利し又世を利するであらう。(2) 其の眞價を認識する能力なき無智の他人の所有するダイヤモンドを硝子玉なりと欺き又は故意に第三者をして稱さしめて之を安く買取つたり、又は自己の有する模造のダイヤモンドを自ら又は第三者をして眞品なりと宣傳せしめ之を他人に高く賣付くるのは詐欺の行爲であらう。(3) 自己の持物がダイヤモンドなることを知らない者から、ダイヤモンドたることを知る者が之を捨値に買取るは詐欺的行爲ではないとするも尙社會的道的に非難の餘地はあるであらう。以上三者は共に自己の才能知識の利用によつて自分を利するものであるけれども其の社會的批判は自ら異ならざるを得ない。第一の場合の行爲は自己をも又は社會をも利する、第二の場合が他人を害する詐欺行爲であるは明かである。只第三は第二程ではないけれども尙道的に多分に非難せらるべき要素を含んでゐる。此等の事柄はもし凡ての人が其の眞價を認識し得る知識を有してゐたならば、かゝる弊害は起らないのである。此故に第二の方法による詐欺的行爲を禁じ之を罰するは當然であるが、更に又現在のま

は世人を錯誤に陥らしめ易い行爲や、又は不必要に不明の行爲は之を一般に公表し、世人をしてその事實を基礎として價值判斷をせしむ可きである。資本主義が社會の進歩を促がす最も有力なる經濟組織であるにかゝはらず之が屢々非難的となるのは知識あるもの、又は自己が偶々事情を知り得る地位にあるために、この知識を利用して、他人の未知無知に乘じ彼等に損害を與ふるからである。甚だしきは故意に事情の判明困難なるものを市場に提供して自利を計るのである。而もそのことは何等社會に貢獻する所はない。將來不明のことに對して各自が判斷し之によつて行動するのはよいけれども、現在既に何人にも客觀的に明白なる事實を故意に隱蔽し、又は公表せず他人の損失に於て自己獨り利することは社會を利する所なきのみならず又他人を害するの行爲である。これ則ち今日公示又は公表の原則(Principle of Publicity)が特に主張せられ、之が統制經濟組織の重要な一原則となす所以である。而して此の原則は最近一般經濟政策上の基礎をなす思想であり又政策であつて、特に公衆に重大なる影響ある事業には一歩一歩此の方法が行はれてゐる。例へば銀行保險業の如き之である。

ルーズヴェルトの下に於ける取引所政策の大部分も亦此の原則の法文化に外ならないのである。今左に其の主なるものを述べる。

(1) 一九三三年の證券法(Security Act of 1933)

有價證券は商賣とは異なり、其の實物は一枚の紙片であつて、其の内に化體せられる權利の經濟的價值を其の證券自體によつて判斷することは不可能である。而も證券資本主義の現在では世人は證券を過當に信用するの風があ

る。自己の十年粒々辛苦の結晶たる貯蓄を他人に手渡し之を他人に利用せしめること何人も容易に肯んじないものであるが、さて株式社債を買へと云へば案外容易く之に應ずるのである。他人を信用することはなかなか之をしなすが、イザ證券と云ふとその背後の事情は假令不明の儘でも之を信用するのである。否盲目的に信するのである。則ち中には其の會社の内容も經營者の人格經歷をも知らない。只證券が事業の實物から離れて獨立に賣買せられる事實に眩惑せられて之を妄信するのである。従つて屢々詐欺的證券が發行せられ、又は内容又は將來を誇張する目論見書、旨を受けて書く雜誌新聞の記事を信用して不當の相場にて買ひ入れるのである。此故に證券が發行せられ之が廣く一般に賣出さる際には其の證券の價值を判斷するに充分なる事實を公表せしめ、此際若し故らに人の判斷を誤らす虚偽の事實を公表するものに對して一定の制裁を與へる必要がある。

而して從來此の種の政策は國により緩嚴の差あはるけれども文明國では一般に行はれてゐる。而して之を實際に行ふには從來二つの方法が行はれてゐる。則ち(1)取引所が之を行ふ場合(2)國家が廣く一般に行ふ場合之である。例へば英國及び佛國には二十世紀の始めから目論見書公表の強制と罰則の規定があつた。獨逸では取引所に市場に證券を上場する際に之に關する綿密なる規定があり、その審査は取引所をして之を行はしめてゐる。紐育の株式取引所も亦市場に證券を上場する際には從來極めて綿密なる審査を行ふことは、法律を以つて之を強制する獨逸の取引所法以上である。けれども凡ての證券が取引所に市場せられるのではない。取引所が市場證券を審査するのは其の取引所に市場せられたる證券に限られて、其他の方法によつて一般に廣く賣却せられる證券には及ばない。此の故に米國では廣く一般に證券の賣却を取締る所謂蒼天法(Blue-sky law)なるものが一九一一年以來多くの州に實施せられて

來た。けれども各州の法律の効力は他の州との取引には及ばない。又其の内容が州によつて異なる爲に非常の不便があつた、偶々一九三〇年直後の證券市場に於けるデフレーションが多額の損害を一般投資家に與へたること、又前述した一九三二—三三年の上院委員會に於いて杜撰なる證券發行の事實が明かにせられるに及んで茲に取引所法と共に一般證券法が發布せられるに到つた。一九三三年三月本案を議會の審議に附するに際して大統領が議會に與へた教書は最もよく本法の趣旨を明かにするから左にその大要を述べる。

「前略—多くの州法の存在するにも拘はらず、過去に於いて一般公衆は證券を賣却する多くの人々及び會社の側に於ける倫理的にいかげしい又正直ならざる方法によつて多大の損害を受けた。勿論聯邦政府は新たに發行せられる證券が健全にしてその價值は安定し、その證券の代表する財産に利益を生ずることを政府が確認し又は保證すると一般に解釋せられるが如き行爲をなし得るものに非ず又爲す可きものでもない。併しながら各州に亘りて賣却せられる新證券には必らず完全なる公表と資料を伴ふ可きものであり又證券の發行に關する本質的に重要な要素は一事と雖も剩す所なく公衆に公開す可きことを主張するは吾人に課せられたる義務と信する。而して此等の事實を告ぐる責任は賣方に於て負擔し、之を成さざりしことより生ずる損害に關する舉證の責任も亦賣方が負ふ可きものである。中略—本法律の目的とする處は公正なる事業には出來得る限りその干渉を少なくして一般公衆を保護せんとするにある。而してこれは投資家及び預金者を保護せんとする吾人の廣汎なる目的の唯一歩に過ぎない。(後略)」

右に見られるやうに一九三三年の米國證券法の目的は(一)新證券の發行に伴ふ本質的に重要な要素は剩す所なく

之を公表せしめ、之によつて投資家自身が證券の價值を判斷し得る資料を彼等に提供しやう。(二)他人の資金の投資を誘ふものは、これが會社重役之に關與せるキスパート、發行引受人、證券業者たるを問はずすべて、受託者被信認者としての高き道德標準を保持することを要求するにある。蓋し之れ何れも皆公衆の利益と投資家を保護せんとする目的に出づるものである。洵に此の公共の利益(In the public interest)と投資家の保護(For the protection of investors)なる語は本法及取引所法到る處に繰返へし用ひられてゐる言葉である。此の目的を達する爲に證券法の規定する主要なる方法は左の如きものである。

(一)登録。新に發行した證券を一般に賣却せんとするには登録しなければならない。登録申請書に記載す可き事項は事詳細に法律に規定せられ、該證券に關する重要な事項は細大洩らす所がないと云つてよい。これは三通を作つて證券及び取引所委員會に提供し、其の一通には證券を發行する會社その役員重役等關係者の署名を必要とする。登録制度の目的とする所は二つある。(一)新證券賣出に關する重要な事項を前以つて證券及び取引所委員會に提供する時は、若し委員會がこの證券を一般に賣出すことが公衆の利益に反すると認める時は此の證券の賣出を差止めることが出来る。(二)證券の賣出を成したるもの、申告事項が記録となつて保存せられるから、他日虚偽又は人を誤らしむる叙述の如何又は具體的事實等を記載しなかつたこと等が問題となる時は、この登記によつて之を容易に證明することが出来、従つて投資家の保護の目的も容易に達せられる。

(二)目論見書の提供。各證券の購入者に目論見書を提供しなければならない。其の内には前述の登録申請書の記載

事項の大部分を記載しなければならない。尤も之は簡便にする途が開かれてある。

(三)民事上の責任。登録申請書の内の重要事項に就いて事實に非ざる叙述をなし又は重要な事項の叙述を省略したる時は、登録申請書に署名した者發行せる會社全取締役、又一部と雖も記載事項の作成の準備事項を行ひ又は之を證明したる會計士技師又は其他の職業的エキスパートは證券の購入者に對し損害の賠償をする責任がある。

以上は一九三三年の證券法の大綱である。而して此の法律は廣く公募せられる證券及び引受業者證券業者を経て發行せられる凡ての證券の發行に適要せられるが勿論之に對しては多くの除外證券及び事項が設けられてある。例へば登録する必要のないものには合衆國及び州政府公債を始め其他市債以下多數のものが擧げられてゐる。又一般に發行額十萬弗に達しない少額證券も除外せられてゐる。又全部が舊證券と交換による新證券の發行にして、手数料又は何等の報酬を興る契約のない場合等も除外せられる。

斯の如く今日米國に於て廣く證券を公募せんとするには其の證券に關する重要事項を最大洩す所なく公表しなければならぬ。しかし之は除外證券以外の凡て新證券の發行に就いて行はれるので、之が國民株式取引所に上場せられるには更に上場の登記をしなければならない。

## 二 取引所法による公表制度

(一)上場の登録。一般市場に賣却せられる證券は證券法により登記せられたものでなければならぬが、更に國民株式取引所に上場するには之を當該取引所に登録しなければならない、從來蒼天法は州によつて公認せられた取

引所に上場せられたものには適要せられないものもあつたが、現行法では此の取扱はないやうである。特に新株式取引所法では會社成立前の株式(權利株)“When, as and if”の基礎に於ける賣買は禁止せられてゐるから、新發行證券は原則として證券法による登録をして之を發行し、之を取引所取引に附する時は更に當該取引所に上場の登録をしなければならない、同時に證券及び取引所委員會へもその副本を提供しなければならない。上場證券の審査に於て紐育株式取引所は從來他に比して最も綿密な規定を置き慎重な態度を採つてゐたことは之を述べた。則ち之を請求する會社から證券の性質及び内容を明かならしむる各種の材料の提供を要求し、又不審の點に其の説明を求むることも出來た。更に取引所は會社と契約して定期に其後の財政状態の報告を求めてゐた。而して其の趣旨とする所は一に公表の原則によつて一般公衆を保護せんとする趣旨に出たものである。新取引所法が上場せんとする證券の發行會社に其の登録事項として公表を要求する所も他の數點を除くの外殆んど同じであつて、而も之を全國凡そ國民株式取引所に要求するからして茲に上場の登録條件も全國的に統一せられた。

(二)定期報告の義務。國民株式取引所に登録せられた證券の發行會社は前述の登録事項のその後の變更、年一回並びに四半期毎の營業報告等を委員會の定むる要式及び方法に従つて取引所に報告し、又その副本を委員會に提出しなければならない。

(三)持株數報告の義務。上場の爲に取引所に登録しある株式を發行せる會社の役員、取締役及び直接又は間接に事實上各種總株式の一割以上を所有する株主は登録の際にその株式所有に關する報告を取引所に、其の副本を委

員會に提出し、又其の持株數に異動ある時、又は持株が一割以上となりたる時は其都度翌月の十日以内に報告しなければならぬ。

(4) 取引所その會員。會員の仲介によつて證券營業を行ふものは委員會の定むる要式による多種の帳簿文書其他の記録を作成、保存し、且つ定時、臨時、特別の検査に應じなければならない。聯邦準備局の規定に基き信用を與ふる證券業者に對しては聯邦準備局が右と同一の權限を有する。

#### 六 代價操縱其他取引方法に對する統制

最後に米國取引所立法は、(第一)以上述べた公表の原則の適用を一層徹底せしめんとして取引方法に干與し、以つて公表の原則を強化し擴大し且つ補充せんが爲に更に他の方向に統制の手を延ばしてゐる。則ち此爲に統制の目的となつてゐる行爲は、多くは若し世間一般が其行爲を知つたとしたならば何づれも道徳的に非難せられる行爲である。則ち大びらに出來ない行爲である。その大部分は一種の詐欺、欺瞞の行爲であつて、之を行ふものは特に會社筋、取引員會員及び場外取引營業者等に多いのである。特に議會の委員會に於て暴露せられ、又立法に際し問題となつたのは會社筋の株式市場に於ける策動であつて之が爲に内情を知らないものが大なる損害を蒙つてゐるのである。(第二)は法律を以て取引方法に干與することによつて投機取引の仕法を改善し又投機的活動を統制せんとするものである。けれども投機取引の技術的仕法の能率は永年の經驗から來たもので、能率の高き上に於ては典型的のものとしてせられてをり、又會員が手数料を増大せんとして不當に投機取引を助長することも問題となり批難するものも多

かつたがこれは獨り取引所のみ弊とは見られない點がある。又或は投機を制限せんが爲に一日五時間を二時間にすべしと云ふ説もあつたが何づれにしても米國の取引所立法は此等の點に多く觸れる所がなかつた。今左に此度の法律による統制中賣買方法に關する統制と目す可き主なるものを左に掲げる。

#### (一) 代價操縱に對する統制

取引所法は欺瞞的又は適正ならざる方法によつて證券市場を操縱するの弊害を指摘し、之を除かんが爲め各場合を規定し、之を抑壓しゐる。而して其中(1)無條件に不當なもの之を禁止し、(2)相場操縱に用ひられる方法であるが而も他に正當な目的のために用ひられる場合あるものは之を委員會の統制の下に條件付に認めてゐる。

#### (1) 禁止されたる行爲

(a) 人を誤らしむるが如き市況を造る目的を以つてする假想賣買、(所有權の移轉を生ぜざる馴合賣買 (wash sale))

(b) aと同じき意圖の下に同一人が同一證券を事實上殆んど同時且つ同一値段で賣買兩注文を發すること (matched order) (廻し玉注文)

(c) 他人を誘致して一定の證券を賣り又は買はしめんが爲に單獨又は他人と結合 (プール) して市場に當該證券の取引を行ひ以つて外見上又實際上活潑なる賣買取引を行ひ又は代價を騰貴若くは下落せしめる行爲。

此の事は證券引受業者が證券の賣買に際し實際に屢々行ふ所で、恐らく最も大なる影響を與へるものであらう。



(d) 他人を誘ひて或る證券を賣り又は買はしめる目的を以つて、他人が市場操作を行ふが故に當該證券の相場が騰貴又は下落す可しとの情報を普通の營業行爲として流布すること。

(e) 他人を誘ひて一定の證券を賣り又は買はしめる目的を以つて故意に虚偽又は他人を誤らしむるが如き陳述をなすこと。

(2) 次に述ぶ行爲を行ふ時は委員會の定むる規則に準據しなければならぬ。

(a) 相場を釘付又は安定せしめる爲に賣買すること。

(b) プット・コール・ストラッドル等に關する取引。

(c) 空賣り及びストッププロスリオーダーは委員會の規則に準據せざれば之を行ふことが出来ない。此の項と次項は所謂代價操縦ではないが、操縦的欺瞞的手段として委員會統制の下に置かれてゐる。

(d) 其他の操縦的欺瞞的手段を用ひて證券を賣買すること。

(二) 會社役員取締役及一割以上の株數を有する大株主の空賣り又は信用にて賣却することは禁止せられてゐる。則ち彼等が株を所有せずして賣却すること、又は所有するも後二十日以内に受渡せざること又は賣却後五日以内に發送の爲め郵便其他運送に託せざること。

(三) 取引所會員の營業を委託賣買に限るか又は委託と自己賣買を分離獨立して兼營を許さるか又は之を許すかは常に取引所制度上の問題となつてゐる。米國では倫敦又は巴里と異なり、規則の上では之を全く自由となして

ゐる。然るに新取引所法では公共の利益又は投資家保護の爲めに必要な時は之を分業となし又は之を制限する權限を證券及び取引所委員會に與へてゐる。則ち委員會は取引所會員の取引所市場に於ける自己賣買を全然禁止し又は制限する權限を有し、又取引所に於ける市場外の取引に關して會員の自己賣買が過度になるを防ぐ爲に之を統制する權限が與へられてゐる。委員會が此等に關する詳細な規定を作るには猶取引、免除證券、端株取引人及びスベシアリストの取引並に地方の小取引所に就て除外例を設けることが認められてゐる。

ブローカーとディーラーを兼ねる仲買人に對しては尙重要な制限が置かれてゐる。而して此の規定は單に取引所會員丈けでなく、會員を通じて取引する一般仲買人にも適用せられる。則ち凡ての取引所取引、取引所會員のなす取引所内又は取引所外の取引、及び取引所會員又は郵便を利用し、若くは各州に亘る凡ての仲買人の取引にも適用せられる。その制限は次の如きものである。

(1) ブローカーとディーラーを兼ねるものは過去六ヶ月以内に自ら賣出し又はシンディケートの一員として關係したる證券に關して客に信用を與へる取引をなし又は之を斡旋することは出来ない。

(2) ディーラーを兼ねるブローカーは客に對し自分が自己計算でなすか其の客又は第三者のブローカーとしてなすか、その旨を文書を以つて示すに非ざれば客の爲め賣買し、又は客と賣買することが出来ない。

取引所法は證券及び取引所委員會に對しブローカーとディーラーと分離するか、少なくとも之を制限する權限を與へてゐるけれども兩者を完全に分離することに就ては確信がなく其後の研究に委されたのである。

## 七 取引所統制とその統制機關

以上吾人は米國政府が一九三三年以來徹底的に全國産業の爲に、公共的利益の爲に、更に又投資家保護の爲に證券取引の統制に乗り出したことを述べた。而して一九三三年の證券法は主として發行の際に於て證券に關する重要事項を一般に公表することを主眼とし、一九三四年の取引所法は證券が公けの市場に於て取引せられて居る限り絶えず之に關する重要事項を公示し且つ其他の統制を成さんとするものである。然らば自由を尙ぶ米國は如何なる法律上の根據から之に國家干渉を加へ得るに到つたか。則ち聯邦政府は憲法上に州際商業及び郵便制度を統制する權力が與へられてゐる。此點から政府は證券法の統制に服しない證券には州際通信交通運輸等の利用を禁ずることが出来るると云ふ根據に立つてゐる。同じやうに聯邦州政府は一九三四年の取引所法の統制に服しないものには同じく各州間の郵便又はあらゆる商業上の手段施設を利用することを許さない。則ち取引所法は政府に登録した取引所でなければ取引所利用の目的を以つて各州間の郵便及び商業の施設を利用することを許さない。單にその取引所支でなく之を利用する會員も亦その利用が許されない。而して此の利用の便益を得んとするには證券及び取引所委員會に登録しなければならぬことになつてゐる。此の登記せられた取引所を國民證券取引所 (National Securities Exchange) と稱してゐる。而して取引所は更に登記の申請に際して自ら取引所法の規定並びに取引所法による各種の取締規定に服し、又その會員をして之に服さしめる旨の承諾を與へなければならぬ。

取引所取引の證據金に關する事項は聯邦準備制度の首腦機關たる聯邦準備局の管轄下にあり、又同準備局は取引所法に基きて詳細なる取締規定を設ける權限が與へられてゐる。しかし取引所の取引に關する其事項は悉く此の證券及び取引所委員會の權限に屬する。此の委員會は取引所法により特に設けられた常置の取引所行政官廳である。大統領の任命する五名よりなり任期は五年である。任期中他の職業に従事することは許されない。米國取引所法の規定は詳細を極めてゐるけれども、而も大多數は極めて融通性に富むものであつて、その詳細なる點は委員會が細則を以つて定むることとしてゐる。時々の事情に應じ變更又は決定するものも極めて多い、又取引所の取引、その規定、會員の取締等に關しても委員會は殆んど絶對的の權限を有してゐる。

けれども地方小取引所であつて其の取引高少く爲に之を一般社會の利益又は投資家保護の爲に取締することは實際的にも又必要でもなく又適當ならざるものは當該取引所の申請に基きその登記が免除せられてゐる。

## 八 場外證券取引の統制

證券の取引は取引所支けではない。尙場外に於て非常に多額の取引が行はれる。場外取引又は所謂現物商の取引 (The Over-the-counter Market) 之である。小會社の株式社債、公債、銀行保險及び信託會社の證券は特に此の方法で賣買せられるものが多い。茲に於てか一九三四年の取引所法が取引所取引に對し以上の如く甚だしき統制を加へるならば事業會社自治團體の中にはその證券を取引所に上場することを忌避し却つて證券を場外市場に走らしむる恐れがある。従つて之を防止する爲には又場外市場をも統制しなければならない。さりとて之に餘り峻嚴なる統制を加へる時は、從來此の市場のみによつて取引せられてゐた多數の證券の市場性を削減するの恐れがある。加之場外

取引又は現物商の注文又は相手方は多く同一州内の居住者であるから之に統制を加へる憲法上の根據も取引所の場合の如く明かでない。此故に取引所法は場外市場(茲に市場 market とは賣買に對して便宜を與ふる市場であつて、之は多數の人々によつて維持せられる場合もあれば又一人の人によつて維持せられる場合もある。例へば一般に賣り又買ふものは一人であつても此の意味の市場である。従つて一般市場は勿論證券賣買業者仲買人も皆之に屬す)は證券及び取引所委員會の統制の下に置いたけれども、其の方法は取引所に對するものとは著しく異つてゐる。則ち取引所の場合には取引所も亦證券も登記しなければならぬことになつてゐるが、二州間に亘る取引をなす證券業者(ブローカー又はディーラー)則ち場外市場の場合には證券業者自らを委員會に登記しなければならぬ。此の登記申請は若し規定する所の資格條件に違反する所がなければ受付後三十日にして効力を生ずる。蓋し現物商の免許制に外ならない。かく登録せられた證券業者は別に委員會の定める詳細な規定に拘束せられる。若し之に違反すれば免許は取消される。その主なる事項左の如し。

- (一) 登録せられたブローカーは次の二つの場合の外場外取引に於て賣方及び買方双方の代理人として行動することを許されない。
  - (a) 取引成立の時又はその前に賣買双方より文書又は電報による承諾を得たる場合
  - (b) 取引成立前に其の事實を賣主及び買主に文書を以つて告げたる時。
- (二) 登録せられたブローカー又はディーラーは賣買成立の時又は次に述べる事實を文書を以つて委託者に告ぐるに非ざれば、場外取引に於て委託者の爲に又は委託者と取引することを許されない。

(a) 彼が自己の計算に於てディーラーとして、又はかゝる委託者の爲にブローカーとして、若くは第三者の爲めブローカーとして行動しつゝあること。

(b) 若しその委託者の爲にブローカーとして行動しつゝある時はその相手方たる賣主又は買主との各取引の日及時間若くは要求により右の事項を通知す可き旨

(c) 委託者の爲にブローカーとして行動しつゝある時は自らの受くる手数料の高及び他のブローカーを利用したる時は之に支拂ふ手数料の高。

(d) 彼が實際にその證券の發行者に支配せられをるか、自ら發行者を支配するか、又發行者の共同統制下にある時は其旨。

(三) 證券に關し報酬を受けて取引上の意見を述べ又は他人より賣買の方針、高を一任せられた證券業者は場外市場に於て次に述べる賣買を行ふを得ず。

(a) 其の證券業者が現在強弱の地位に立つ證券、自ら金融上の關係より買ひ集め、又は分賣しつゝある證券又はオプション關係を有する證券を自己の客の爲に、又は客と取引すること、但し以上の事實を客に告げ、その客より取引毎に文書又は電報を以つて承諾を得たる時は此の限りに非ず。

(b) 彼又は彼の代理の本人たる第三者の關係せる計算に於て委託者に證券を賣り又は之をより買ふこと。但し各取引毎に文書又は電報による承諾ある時は此の限りに非ず。

則ち知る。場外市場の場合に於ても行爲その物を直接抑壓するのではない。公表の原則を強要し、その大原則の下にならば行動の自由を許してゐるのである。

### 九 結 論

以上は最近米國に於ける取引所取引統制の概要である。左に以上の叙述を要約し、多少の私見を加へて見る。取引所の社會的職能は大要左の三つを擧ぐることが出来ると思ふ。

第一 有價證券を手放さんとする人から、之を求めんとする人の手に自由に移動せしめること。則ち常に自由なる賣買の機會を得せしむること。

第二 證券に迅速容易なる換貨性を附與すること。則ち證券の所有者にして債務の返還又は其他の目的の爲に貨幣を必要とする時は其の手持證券を賣却することによつて出來得る限り迅速にその目的を達することが出来る。

第三 證券に對する評價作用。過去現在將來の収益及び現存資産を基礎として單にその證券所有者のみでなく廣く一般社會の人々の據り得可き代價を附與することが出来る。

關從來の取引所投機取引が第一職能に對しては之を完全に盡くしてゐた。又第二に對しては相當程度に、之をよくしたがしかし必らずしも適當と云ひ難く、第三職能に對しては其の作用最も劣り、而して第二の作用の不完全も亦第三の作用の缺點から來るものが多いのである。

取引所相場は常に經濟の實勢を先走り之を豫示することは屢々云はれた所で、特に財界の大よく勢を示すと。此

事は多くの場合に事實であるけれども。一九二九年の恐慌に於ては同年既に業界の収益率は低下しつつあつたけれども、前以つて之を豫示することが出来なかつた。又假令財界の實勢を豫示する場合でも常に其の豫想を實際よりも過大に誇張する、換言すれば代價の變動を不當に尖鋭化する傾向がある。若し一般に信する如く投機が證券の價値を適當に評價し得るならば、證券の相場は若し實際収益に激變なき限り之を安定せしめる作用がある道理である。けれども米の統計的研究によると(1)過度の投機は常に相場を激變せしめる。(2)適當に投機の行はれる證券の相場は全然投機の行はれない證券に比し激變の度は少ないとされてゐる。茲に投機者と投資家の利害の衝突が起る。他の事情を同じとすれば投資家は代價の安定を要求する。而も投機者は相場の變動を要求し、屢々積極的に激變を惹起せしめる。而も此の弊害は事情に迂なる群小投機師によつて過度に迄助長せられることが多い。

過度の投機は結局かかる取引所の當然行ひ得可き職能をも行ひ得ざらしめ尙社會に惡影響を與へるものであるが、更に又この過度の投機は産業資金を投機に吸収することによつて他の産業の發達を阻害するものと考へられるのである。

此等の惡影響を及ぼす過度の投機は左の方法によつて投機取引を統制して其の弊を防ぐことが出来る。

#### (1) 資金に對する統制

(2) 投機特に適當の弊は事情の判明せざるより來るものである。此の爲に凡てに就いて公示の原則を徹底せしめなければならぬ。

(3) 尙不當の取引方法は之を禁止又は統制しなければならぬ。

米國に於けるかかる取引所政策の根本的な思想背景をなしたものは次の諸要素である。

(1) 取引所は全體産業の立場より考察しなければならない。

(2) 一般公共の利益特に投資家の利益の保護を第一にしなければならない。

(3) 過度の投機思想一擲千金的思想を排撃し、安定の社會、公正の社會、明朗、公表の社會、抜がけ的利己的活動を許さない社會を嚮望してゐることである。

### 第一 資金の統制

聯邦準備制度は始めより銀行資金を株式市場に投ずることは金融市場の健全性を害はるものとした。然るに現行法では單に之を銀行資金の流動性から非難するばかりでない。否之よりも廣く之が他の産業に悪い影響を與へる點に重きを置いてゐる。則ち全體經濟の立場より之を非難する。蓋し投機は他の産業への資金を奪ひ金利を高からしめると云ふのである。従つて又資金の質の問題から量の問題となつてゐる。株式市場への貸出の増加が果して國內に於いて資金の減少を來たすかと云ふことは多くの反對論の存在する所であるけれども、聯邦準備局は堅く其の見解を持してゐる。

之に對して聯邦準備局は以前には金利を引上ぐるを以つて株式市場への貸出を阻止する所以と考へたが、しかし之も現在では金利による自由主義統制は却つて他の産業の負擔を増加する所以となし、機構の統制へと進んでい

た。

従つて従來單に資金を利用する目的の質によつて資金供給を制限するに過ぎなかつたのが、現行法では供給者の種類及び供給量を制限し、更に需要其の物をも統制目的となしたのである。

### 第二 公表による投機統制

取引所は資本主義社會になくはならないものとせられてゐた。而も一方には廢類的、賭博的な國民の健全なる氣風を毒する所として非難侮蔑の中心たるかの如き觀がある。現大統領ルーズヴェルトも亦「余は益と投機の害惡を思はざるを得ない」(I am more and more impressed by the evil of speculation)と云つたと云はれてゐる。然らばかかる非難は何故に起つて來るか。それは多く過度の投機未知の輩の投機と一方には彼等を惡意に自己の爲に利用せんとする職業的投機者流並に會社筋の策動の結果たることが多い。故に米國の取引所法は積極的に投機取引を抑壓する方法を採用しないで、凡ての不必要に存在する不明不知を一般に公表し、此の明にされたる基礎に於て投機取引を行はしめやうとしてゐる。則ち明朗なる投機取引を要求してゐる。此點が米國取引所統制法に於ける最も特異性の存在する所と見てよいのである。而して凡て事情の未知不知から來る不必要の投機性を除去し、フエヤブレイの下に證券取引を行はしめ、前以つて一方には特種の地位にあるものが其の地位を利用して一般に損害を與へるを防止し以つて弱者の保護に當らうとしてゐる。

ただかかる高踏的な啓蒙的な政策は政策としては尤も基本的教育的方法ではあるけれども、實際問題として之が

どの程度に取引所取引を統制し弱者を保護するかは一つの疑問である。けれどもこの株式取引所統制法の發布せられてゐる尙數年にしかならないが、既に委員會に登録せられた證券の數は六千以上に上ぼつてゐる。而も此の登録事項は一般に公開せられてゐる。華府に於ける委員會の事務所には公衆閱覽室が設けられ、一九三五年一月には之を利用するもの極めて少數であつたが、現在では毎月數千に上ると云ふことである。

### 第三 相場操縦及び取引方に對する統制

尙取引所取引の内で欺瞞的な取引方法は或は禁止せられ、或はその事實を明かにして之を錯誤に陥るを防止するやうあらゆる注意を拂つてゐる。

現行取引所法の下に於て聯邦準備局特に證券及取引所委員會の權限は廣汎に亘り絶大なもので、且つ微細な點まで統制を加へ得るやうになつてゐる。けれども其の統制の重心は取引所の内部管理に手を觸れんとするのではなく、又一般公衆の投機取引に干渉せんとするのでもない、唯一に職業として證券取引に従事するものに干與の手を延ばしてゐるに過ぎないのである。

## 労働者心理學の體系概観

藤 林 敬 三

### 目 次

- 一、労働者心理學の對象とその環境心理學的考察
- 二、労働者心理學の基本的問題と體系
- 三、労働者の生活環境
- 四、労働者の生活形態と生活態度
- 五、労働態度
- 六、労働者の個性の諸類型とその類型的研究の意義
- 七、労働者心理學の實踐上の問題
- 八、結 び

労働者心理學は労働者の現實の精神生活を對象とする應用心理學である。