

會學濟經學大國帝都京

# 叢論濟經

號六第 卷七十二第

行發日一月二十年三和昭

## 論叢

自動車稅論 . . . . . 法學博士 神戶 正雄  
 貞享以後長崎の支那貿易に就いて . . . . . 文學博士 矢野 仁一  
 保險に於ける偶然の必然化 . . . . . 經濟學博士 小島昌太郎

## 說苑

公有收益財産と地方財政 . . . . . 經濟學士 中川與之助  
 徳川時代の寺社名目金 . . . . . 經濟學士 堀江 保藏  
 株式定期取引の限月復舊に就いて . . . . . 經濟學士 今西庄次郎

## 雜錄

伏見酒造勞働に就いて . . . . . 經濟學士 江頭 恒治  
 繁榮指數と社會の繁榮 . . . . . 經濟學士 井 篁 弁

## 法令

預金部地方資金貸付規程

## 附錄

本誌第二十七卷總目錄

(葉轉載)

## 株式定期取引の限月復舊に就いて

今西庄次郎

近時、株式取引所に關し盛に論議されつゝあるは、所謂限月復舊問題である。詳言すれば、その定期取引(現行長期清算取引)の限月を現在の二ヶ月より従前の三ヶ月に復舊せしめよといふ要求を中心とし、之に幾多賛否の意見が闘はされつゝあるのである。尤も限月短縮論なるものは之を歴史的に見るならば、過去に於ても屢々繰返されたることのある因縁附の問題であるが、その最近に唱へらるゝ所のものは、かの大正十四年四月より實施されたる改正取引法にその直接の動機を置くものである。即ち政府は株式取引の實物化、投機抑制の目的を以て法令の改正を企て、多年慣行し來れる三限月制度を捨て、六十日を受渡期間とする現行制度を採用するに至つたのであるが、爾來、取引所に於ける長期出來高は漸く不振の度を加へ、手数料收入亦之に伴ふて減少を告ぐるに及び、こゝに取引所關係者は起ちて以て其復舊運動を始むるに至つたものである。殊に先般、大阪商工會議所を初め各地の商工會議所其他に於ても此運動に對し同情ある盡力を與へることに決し、政府當局に對する建議案の提出となる等、一般經濟界の深甚なる注意を惹くに至つてゐる。

然るに之に對する商工省當局は依然堅く短縮主義を執りて動かす、當業者の陳情せる商内減少云々の如きは、畢竟、投機の減退、迷惑の萎縮を物語れるものにして、即ち改正取引所法が着々その實效を擧げつゝある證左に外ならずとなし、又一部の人々、特に經濟學者の中にも限月復舊の非なる事を述べ、飽く迄短期取引の理想に向つて進むべきことを強調してゐる。

今之を色分けして見ると、取引所關係者及び實際經濟界に活動せる人々は全體に於て限月復舊論者に屬し、政府當局者及び多くの學者は限月短縮論者即ち復舊反對論者に屬するものと云つて大過がないやうである。尤も學者の中にも種々なる見地より限月の復舊を是認する人もあり、反對に取引所關係者にして限月の短縮を可とする人もありて、各々多少の例外のあることは云ふ迄もない。

而して復舊論者及び之が反對論者は夫々自己の所説の正當なることを論證せんが爲に種々なる理由を列擧してゐるが、私の見る所に依れば、その多くのものは何れも直接には限月復舊の可否を積極的に斷定せしむるに足らないやうである。併し夫等に對する論評は之を止め、こゝには唯私自身の卑見を要述し、以て大方の批判を仰がうと思ふ。

## 二

私見を述ぶるに先ち、限月の短縮が株式取引に於ける投機抑制に對し、どのやうな效果を收めたるかを少しく調査して見ることにしやう。蓋し先年の取引所法改正の根本精神が投機抑制にありとすれば、其目的の成否如何は同法の將來への價値並びに運命に對し重大なる指示を與へるも

のと云はねばならぬからである。尤もこの仕事は甚だ困難にして到底精確なる判断は之を得られないであらうが、改正法實施後既に約三年の歳月を閲したるを以て、大體の影響は事實の上に就き證明出来るであらうと思ふ。

期 別	引 取 算	決 算 期 別		買 入 高 (單位千株)		一 日 平 均 出 來 高 (單位千株)		受 渡 高 (單位千株)		受 渡 高 對 出 來 高 比 率 %	
		東 京	大 阪	東 京	大 阪	東 京	大 阪	東 京	大 阪		
大正十一年下半年期		三、七六八	四、四三三	八七、四〇八	三〇、二九八	一、三二八	三三	一〇、三	七〇		
大正十二年上半期		三、四九八	四、九五九	六五、三九八	四、四六六	二、〇六六	九九	九三	六五		
同 下半年期		一〇、三三九	四、七二七	三〇、六六〇	三、六六五	一、〇七〇	三六	一〇、四	七・一		
大正十三年上半期		一、〇〇八	四、四四五	七九、九六六	三、五四	一、一五	三七	一〇、五	八〇		
同 下半年期		三、四四二	二、七二	六六、二六六	二、五八四	一、二四二	二八	一〇、〇	七四		
大正十四年上半期		一七、七九九	六、〇七三	三九、九三三	四、五九〇	二、〇〇八	五三	一、七	九六		
同 下半年期		一九、〇七三	六、一八四	三五、四三二	四、九五	二、七九	八九	一、四六	一四四		
大正十五年上半期		二六、五三三	八、三三四	一九、〇三九	四、四〇	四、二四	一、一六九	一、五三	一四二		
同 下半年期		三、七九三	六、一六六	一五、四四五	四、八四〇	三、二二八	八元	一、五〇	一三・一		
昭和二年上半期		三、六四六	五、四四五	一八、七二二	四、五九〇	三、六六六	六元	一、六二	一一・五		
同 下半年期		一四、九八二	二、七八五	一〇四、〇五一	二、四、七四三	二、六六〇	五七	一、七九	一五〇		
昭和三年上半期		一三、七五三	二、九六一	九八、九四〇	二、〇、二六四						
大正十一年下半年期		六、九六三	四、四三三								
大正十二年上半期		一〇、五八八	四、九五九								
同 下半年期		八、二五六	四、七二七								
大正十三年上半期		一〇、三九七	四、四四五								
同 下半年期		七、八八五	二、七二								
大正十三年上半期		六、五九二	四、四三三								
同 下半年期		七、八八五	二、七二								



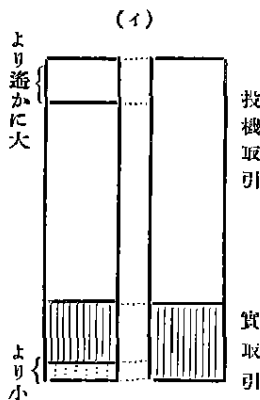
同	下半年期	六二	六一	七〇	五七
大正十四年	上半期	一〇〇	一〇〇	一〇〇	一〇〇
同	下半年期	一〇一	七九	一〇七	九一
大正十五年	上半期	一三六	一三七	一五一	一六三
同	下半年期	一〇二	一三八	一二二	一三二
昭和二年	上半期	九〇	一二七	一二七	一〇五
同	下半年期	六二	一〇九	八四	九二

而して私が此比率を作成した目的は次の如くである。株式商内の大いさを決する最大因子たる一般財界の景況が株式界に影響する場合、小異を捨て、大同を見るならば、それは長期と短期との兩者に共通に響くべき筈である。然るに短期取引は大正十四年四月前後を通じ限月短縮といふ影響を直接に受けてゐないから、若し兩者の増減の大勢に何等かの開きを見出すとせば、それは一應限月短縮の然らしむる所と考ふること、あながち誤りたる觀察とは云へないであらう。斯かる前提の下に上記の比率を見るに、果して此前提を事實たらしむる結果を認めざるを得ないのである。即ち限月短縮以前にありて出来高の増減は長期、短期の兩者を通じ略々相伴ひしものが、其實施以後消長の大勢を變じ、財界好化に伴ふ増加力は短期の方が大となり、逆に財界悪化に伴ふ減少力は却つて長期の方が大となるに至つたのである。要之、限月の短縮が長期出来高を減少せしむる傾あるは否定し得ない所にして、唯財界好況時にはこの一般的原因に基く般盛の爲に明白に窺知すること困難なるも、その増進を殺ぎつゝあるは事實であり、逆に不況時に入りて

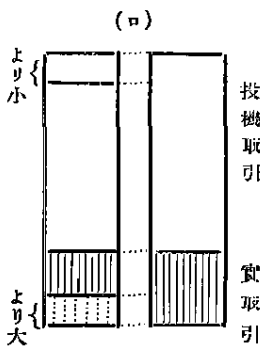
は其影響最も鮮明に、商内の不振を一層深刻ならしめるものである。

限月短縮は長期出来高を減ずる。併し我々の目的はそれが投機抑壓に對し如何程の効果ありしやを知らんとするにある。政府にとりても商内の全般的減少は必ずしも其目的を達したりとは云へず、單に不健全なる投機を排除せんとするにあつたことは云ふ迄もない。即ち出来高減少の内容が(イ)の如くであるならば大體政府の成功を意味し、(ロ)の如くであるならば其失敗を物語れるものと云へやう。

限月短縮前の出来高内容



限月短縮後の出来高内容



之を明かにする爲には、全然精確とは云へないまでも、長期受渡高の出来高に對する比率を見るの外はない。而してそれに依れば、大正十四年下半年以後に於ける數字は以前のそれに比して一段と増加してゐる。換言すれば同一賣買高として、それに含まれる投機取引の分量が實取引の

1) 受渡を行ふものは總べて健全なる取引なりと見做すのである。

分量に比しより多く減少してゐるのである。限月復舊論者の或者は受渡期間の長短は投機心の消長に影響なしと斷ずるも、事實は明瞭に此獨斷を否定しつゝある。尤も限月を一ヶ月短縮したるに相應する量だけ減少せしめるといふが如き譯にはゆかないとしても、兎に角投機が長期取引より漸次驅逐されつゝあるは争はれない事實である。従て此點より論ずれば、政府今回の取引所法の改正は一應其目的を達したりと云つて誤りはない。

然れども更に進んで考察する時、此投機抑制に關する政府の成功を傷ける事情は少からず見出される。その主なるものの第一は短期清算取引への轉移如何である。長期にて阻まれたる投機が短期に集まるが如きことあらば、全般的に見て投機は決して減少したりとは云へない。然るに長期と短期とに於ける受渡高對出來高の比率の推移を對照して見るに、遺憾ながら此偏集を演じつゝあるのである。長期を主とする東京よりも短期本位の大阪に於て特に其傾向の著しいのも、此斷定を有力ならしむる事實である。

その第二は健全なる株式取引の發展を投機抑壓の利益以上に妨害してをてはならぬといふ事である。此問題の解決は先づ所謂健全なる取引を妨げつゝありや否やを檢し、次に若し妨害の事實ありとすれば、其程度を投機抑制の程度に比照し、以て兩者の輕重を判斷するにある。而して其の第一段の檢討は實際には極めて困難であり、前記投機取引の短期への轉移をも考へねばならぬが、理論的には次の如くなすべきものであらうと信する。即ち限月短縮の事なかりせば、長期出來高は恐らく短期のそれと推移を共にするであらうから、今或時期の大正十四年上半年を一



○○とする、短期出來高率を同十四年上半年に於ける長期出來高に乘じ、得たる積に限月短縮以前に於ける長期取引の受渡高の出來高に對する平均率を乘すれば、茲に限月短縮の行はれなかつた場合の其期の受渡高の近似値を見出し得る。然るに現實には限月短縮の事ありしを以て其大いさは實際の受渡高と相違してゐるであらうから、其差は即ち限月短縮が株式取引に及ぼしたる消長たるに外ならない。今此計算法に従ひ大阪及び東京の成績を見るに、大阪に於ては健全なる取引は多少妨げられつゝあるも、東京に於ては其形跡を認められず、投機抑制に關する政府の施設は順調に其成果を收めたと云へる。次に第二段の比較も健全なる取引の妨害が投機抑制の程度より小なりとして、其輕重を判斷する客觀的な標準がないから、結局各人の主觀的な評價に任ずるの外はない。それは兎も角、大阪にありては投機を短期に逸脱せしめたる傾あるのみならず、今亦少なりとは云へ健全なる取引を妨害したりとせば、限月短縮の效果に全幅の賛意を表し得なくなるのである。これ關西地方の取引所に於て限月短縮の效果が疑はれる理由であるまいか。

要するに限月短縮が定期取引に於ける投機を抑制するに相當の效果ある事は確であるが、同時に又それが芳しくない状態に働いたことも事實である。從て政府今回の改正は功罪相半ばするものと云へやう。復舊論者の或者は此最後の瑾を捉へて限月短縮の無意義なるを唱へ、又反對論者の或者は其前者の點を眺めて限月短縮の成功を誇らんとするも、その共に全部の眞理でない事は既に明である。

### 三

前節は限月短縮の効果を質績の上から檢したのであるが、之より私の此問題に對する卑見を要述しやう。

私は株式清算取引の期間は其性質より出發して考究さるべきものであると信ずる。蓋し株式取引が現今の經濟組織の下に必然的に要求せられ、經濟上必要なる作用を營んでゐるものであるとするならば、如何程人爲的に之を廢除しやうと努力しても、到底其目的を達し得られない筈である。其根絶を徹底して行はんには、その存在を必生せしむる現時の經濟組織自體の改造よりか、らねばならぬ順序である。而して其清算取引の期間が相當の長さを與へらるゝに非ずんば其働が不充分であり、或は殆ど不可能であるとするならば、飽く迄その期間を要求する事も妥當でなければならぬからである。かの多年の商慣習であるとか、投機云々を理由として三限月制を是非する必要は大して之を見ないと考へられるのである。つまり限月問題の理論的解決は株式の清算取引そのものに依りて行はるべきものである。

然らば清算取引とはどのやうなものであるか。清算取引とは實取引を根幹とし、之に投機取引の存在、特に資力なき投機取引の混加して行はるゝ事を承認されたる取引を云ふ。

註 私は取引を、現在と將來との間に生ずる市價變動の差額を利得せんとして商品を買付け若しくは賣付けるか否かに依り、投機取引と實取引とに分ち、前者を更に其實買取引に相應する資力を有するや否やに依り、資力ある投機取引と資力なき又は狭義の若しくは純投機取引との二に分つ。

元來商品の取引は實取引たるを以て本來とする。即ちその即時たると先物たるとを問はず、賣

方は現品を、買方は代金の全部を各々提供し合ひ、其現實の受渡に依り決済完了せらるべきものである。然るに此實取引は投機目的から之を見れば、その間に不用なる道程を存し極めて迂遠であり、從てそれに副ふが如く漸次變換せられるのである。先づ投機取引者の中、資力ある投機者は實取引者と同様其取引に相應する資力を有するも、目的が市價變動の差額にある結果、受渡といふ事は全く意義なき行爲となり寧ろ煩瑣極まる過程をなすものである。從て彼等にとりては契約と履行との間に相當の期間をあけ、且つ受渡を避けて其純粹なる結果即ち市價變動の差金のみを授受する事を得れば、最も合目的々ならざるを得ないのである。即ち實取引は此目的に従ひ變更を受くるに至るのであるが、これ清算取引が實取引より遠ざかる第一歩である。併し投機者から之を見れば此轉換されたる取引も未だ以て多分の無駄を含むものと云はねばならぬ。彼等の目的が市價變動の差額にありとせば、其商品の全代價を準備するは甚だ不必要であるからである。彼等が準備することを要し又それにて足る資力は、當該商品に付き當該期間内に通常生すべき市價變動の差金に相當する額である。蓋し此額を準備すれば、相手方に對し何等の危険、迷惑をも蒙らしむることなきを以てある。斯くて資力なき投機者から之を見れば更に此要求に基く變更を必要とするに至るのであるが、これ清算取引が實取引より變移する第二歩である。

以上は投機目的に依り實取引が如何に轉移しゆくかを見たのであるが、今清算取引なるものは實取引、資力ある投機取引、資力なき投機取引の三者が混在して行はれるのを認むるものなりとすれば、それが眞實清算取引として存する爲には之等三者の立場を總べて考慮せなければならぬ

ことは云ふ迄もない。先づ資力の點から云へば、其賣買代金の一部即ち前述の如く當該商品に付き當該期間内に通常生ずべき市價變動に相應する程度の大いさにてそれが賣買契約をなす機會を與へねばならぬ。次に期間は三者の立場を考ふれば、必ず契約と履行との間に相當の時間的間隔を置くことを必要とする。更に取引完了方法としては、受渡に依る決濟と受渡に依らざる轉賣、買戻に依る決濟とを認めねばならぬ。

上述せし所に依り清算取引の實質は大體明かにされたと思ふが、然らば何故今日株式に付き斯かる取引が認められるのであらうか。

抑々産業の合理的なる振興を圖らんとするには先づ其經營の當を得なければならぬことは殆ど説明を要しない所である。而して又其經營の方式として現今最も重要な役割を演じつゝあるものは會社特に株式會社の組織なる事も何人も異論のない所であらう。即ち今日國家産業の發達を圖るには會社制度の普及を助成するが最も適切、有效なる方法なりと云はねばならぬ。而して此株式會社の普及を行はんには株式の流通を圓滑ならしめ、資金と證券との轉換を容易ならしむるが最も緊要なることは明瞭疑を容れぬ所である。然らば其株式流通の圓滑を圖る方法は如何。之には幾多の方法が考へられるでもあらうが、その最も根本的なるものは標準市價(公定相場)を決定する事を措いて外にない。其合理的にして適正なる市價を定與ることが蓋し株式流通の最高政策なのである。然るに此大切な株式市價を標定せんには今日是非とも株式に對する清算取引を認めねばならないのである。つまり其實取引を中心とし、之に投機取引の加味さるゝことを必

2) 清算取引は一切の實取引を含むものなる以上、その即時の受渡を必要とするものに対しても可能の途を與へねばならぬ。かの早受渡制度の實施は此點から見て最も適當であると云ふべきである。繰延式を採る短期清算取引に就いては此點問題はない。

要とするのである。

凡そ商品の標準市價を決定せんには現在市域<sup>3)</sup>に存する總べての（全部を網羅すること困難ならば成る可く大量の）需要、供給のみならず、相當將來に亘る需給をも集中加味せしめ、夫等の競合に依らねばならぬ。單に市域の一部分に存する需給のみにては市價の標定といふ事の不可能なるは云ふ迄もないとして、よし市域の全部に存する現在の需給を網羅し得ても、完全なる市價の標準は之を決定し得られない。其爲には當然將來の需給をも之を加味せしめ、其混行を俟たねばならないのである。而して商品市價の標準が斯の如くにして定めらるゝものとすれば、それに投機取引の必要なる事は殆ど説明を要しない。如何なる需要にても又供給にてもよく之を消化適合せしめ大量取引による標準的市價を求めんには、必ずや投機取引の混加を認めねばならないからである。更に市價の標定には相當將來に亘る需給をも之を融加せしめねばならないのであるが、此事たる投機取引の行はるゝを意味するものに非ずして何であらう。

以上私は株式清算取引に就いて述べ來つたが、之を要約して結ぶならば次の如くである。株式清算取引が經濟上營む作用は、從て又國家が株式の清算取引を認むる理由は之に依りて株式市價の標準を定め、以て其流通を圓滑ならしめ、一國産業の振興を圖らんとするにある。而して既に清算取引の必要を認め又之が存立を認むる以上は、其性質よりして取引期限を相當に長からしむることを必要とすると。私は斯の如く論決して株式の清算取引は兎に角即時の實取引でないといふ意味に於て、長期たらざるべからざることを主張する。

3) 此處に市域とは市場の範疇を指し、學者の所謂廣義若しくは抽象的なる市場と同様である。

株式清算取引は性質上長期でなくてはならぬとして、然らば其長さを幾何に定むるが適當であらうか。其長さを決定する標準如何。

凡そ清算取引の期間を定むるに當り吾人の考慮せなければならぬ標準が二つ存する。私は一を實取引期間と名付け他を清算期間と名づけやうと思ふ。前者は清算取引の根幹をなす實取引が性質上有たねばならぬ長さを云ひ、後者は商品市價標定の必要の爲に融加せしむべき投機の量を適度ならしむるやう考慮さるゝ期間を云ふ。その各々の長さが各種の商品に依りて異なるべきは云ふ迄もない。

株式其他の證券にありては生産、消費といふ事なく、一度發行せられたる以上、常に同一存在を保ちつゝ社會に流通してゐるのであるから、其實取引には通信、郵送に要する時間を除き殆ど猶豫期間を要しない譯である。つまり實取引期間は無視して差支はない。従て證券清算取引の間即ち限月の長さは、一に清算期間のみに依りて定めらるべきものであると云はねばならぬ。然るに他の商品例へば綿絲、穀物、生糸等の如きにありては、或は生産工程の爲に、或は運送の爲にと云ふが如く、其實取引に一定の期間を與へらるゝことを必要とし、便益とするものである。

加之、更に其市價標定の爲に清算取引の開始を見るならば、別に又清算期間の考慮せられねばならぬことは云ふ迄もない。然らば斯かる商品の清算取引の期間は如何にして定めらるゝかと云へば、結局其清算期間の長さと實取引期間の長さとを比較し、長きに従ふより外に途がない。何とならば若し然らずとせば、何れか一方の要求を満足し得なくなるに至るからである。

而して各種の商品は總べて其實取引期間及び清算期間を異にし、從て其清算取引の期間を同うせないであらうが、之を大體から云つて、實取引期間を持つ商品にありては之を持たない證券に比し長期の限月を必要とするといふ事は、先づ之を認めて宜しからうと思ふ。

上述したる所に依り、株式の清算取引の期間は其清算期間のみに依りて定めらるべきものであることを知り得た。然らば其清算期間は一體如何にして定めらるべきものであらうか。抑々清算期間とは既述の如く、商品市價標定の爲に實取引に融加せしむべき投機の量を適度ならしむるやう考慮さるゝ期間である。多くの投機を加ふるに非ざれば市價標定の望み難き商品の取引にありては、勢ひ其期間を長くして投機を集むるの策に出でねばならぬ。反之、投機の多きを要せざる商品取引にありては、餘りに其期間を長くする必要なく、否之を長きに過ぎしむる時は却つて投機の行はれる餘地を大にし、其過剩に伴ふ弊害を百出するに至るは明である。即ち望ましいのは長からず短からず、當該商品の市價標定のいふ目的に適ふ中庸を得たる期間である。株式の清算期間も亦此標準に依りて定めらるべきものなることは云ふ迄もない。

我々が株式の清算期間從て其清算取引の限月に就いて云ひ得るのは此限度に止まる。具體的に二月たるべし、或は三月たるべしと云ふが如きことは、理論の上より之を決定する可能を持たないのである。抑々株式清算取引の根幹をなす實取引が如何なる範圍にて行はるゝかは理論上全く豫定し得ないのであるから、之に加ふべき投機の量、從て亦其期間の長さを幾何に定むべきやも、理屈で之を定め得べき筈がないのである。即ち其長さを定むる最後の指標は理論に非ずして

實際にある。

既に其長さが理論に依らずして實際に依り定めらるべきものとすれば、我々は暫く眼を其實際に行はれたる所に向けねばならぬ。

先づ最も長く行はれたる三月制度より考察しやう。此期間は短きに過ぎはしないであらうか。私は然らずと答へ度い。蓋し此期間が短きに過ぎたりとすれば、過去に其延長が行はれてゐた筈であるからである。實際其取引の衝に當れる、然も營利に敏き當業者より此期間を延長すべしといふ要求の嘗て提出せられたる事のなきを見れば、彼等の實地經驗よりして其必要のないことを物語れるものと云へやう。然らば此期間は長きに過ぎはしないであらうか。私は亦然らずと答へ度い。併し此點に就いては少からず異論があり限月短縮の事由となつてゐるのであるが、之が解決の鍵を握れる當業者は自己の營利政策上、よし過長なる事を知るも之を口外せざるを以て、結局種々なる事實より之が判定をなさざるを得ない。先づ政府は如何なる標準により投機の過量なる事を認定したのであるか。恐らくはかの投機偏集の現象を眺め、株式取引全般に於ける投機の過剰を速断したるものでなからうか。従來株式取引所に於ては或種の株式例へば取引所株の如きには極端と云はれる迄に投機が雲集し、從て其一角を見れば宛も賭博場の如き觀を呈してゐたのは事實である。けれども之は飽く迄偏集の現象たるに過ぎない。其證據には反面多くの投資株にありては必要なる投機すら集め得ずして商内不圓滑を極め、標準相場作成に支障を來しつゝ、あつた事實を擧げ得られる。政府が取引所の全體を見ず單に一部の商内模様のみを眺め、徒らに無差



別的なる投機抑壓策としての限月短縮を斷行するに至つたのは、明かに偏面的觀察の弊に陥りたるものと云ふべく、從て其良果を收め得なかつたのも寧ろ當然なりと云はねばならぬ。今日株式商内が愈々偏集的畸形的傾向を増しつゝあるは、限月短縮に依り從來多少共投資株に集りし投機をも之を投機株へも獵り立て、必要部分より不必要部分へも遁移せしめたるに外ならない。即ち私は云ふ、從來の株式取引所に於ける清算取引には投機は決して過量なりしには非ずして偏集したるのみ、從て三ヶ月といふ期間は長きに過ぎたとは云へない。或は明治の初めにありては經濟界は幼稚にして取引力が旺盛でなかつたから、三月といふ長さを與へたのは至當でもあつたであらうが、既に經濟界が非常なる進歩を遂げ取引力の旺盛を極めつゝある今日、斯の如き長期を認むる必要は毫も存しないから、二月に短縮したものであるとも云へるであらう。併し取引力の増進は事實なりとするも、一方又それと共に取引量の増加の爲に漸次消化難を來し、前者を相殺しつゝある事をも知らねばならぬ。更に之を他の方面より考察するも株式限月の短縮は時代の要求に逆行するものと思はれる節がある。前に商品市價の標定に投機の必要なるを説くに當り、單に現在の需給のみならず將來に於ける需給をも之を考慮に入れなければならぬ事を述べたが、單に此點よりすれば將來への期限が長ければ長き程、商品市價は長きに亘つて定安するものと云へるのである。唯此主張を打消す一事は、餘りに過長なる時は將來に於ける經濟事情の觀測に基く需給の豫想が不確實となり、從て不要なる投機が混入し却つて市價標定を妨げる事なきやの懸念である。此考は誠に至當である。即ち此兩者を併せ考ふれば、結局我等の知識にて知り得らるゝ

限りといふ限定詞附にて、出來得る限り將來の需給を參入せしむるが合目的々であると云へるであらう。然るに此財界事象に對する我々の觀測方は、學問進歩に伴ふ助力により益々精確さを加へつゝあるは何人も認めざるを得ない所にして、明治初年に於けるそれと今日に於けるそれとは到底比較し得ない徑庭を持つものである。然らば經濟界の複雑化は多少之を考慮せなければならぬとするも、今日之を短縮せんとするが如きは、正しく時代の要求に逆行するものと云ふべく、極言すれば人間文明進歩を否認するものであるとも云ひ得るのである。

以上私は株式清算取引の三ヶ月は今日決して過長ではないことを概證したつもりである。三ヶ月にして長からず又短からずとせば、此期間は全體に於て株式市價標定の爲に適當してゐるものなる事を認めねばならぬ。併し私は其故に株式清算取引の期限は必ず三ヶ月の長さを有たねばならぬといふ事を早くも此處に高唱するものではない。蓋し我々が株式清算期間として要求する所のものは、市價標定の爲に中應したる長さであり、必ずしも一定したる長さ例へば三月たることを固執するものでないからである。即ち其期間は確定したる時の一點に非ずして相當の範圍を有する長さである。従て私は更に他にも此要求に合する期間ありや否やを檢せねばならぬ。

次に現行二ヶ月制度は如何。此期間は長きに過ぎはしないであらうか。吾人は既に三ヶ月を以て其長きに過ぎない事を論證したる以上、それよりも短き二ヶ月が過長なる筈はないと斷せねばならぬ。然らば此期間は短きに過ぎはしないであらうか。私は然らずと答へ度い。併し此點に就いては三ヶ月過長説と共に少からず異論があり、實に限月復舊運動の基因をなしてゐるのであ

る。けれども其實狀に立入つて深き調査を行ふならば、其主張の當らざること、從て亦之を期間の上より見て二ヶ月といふ長さは株式市價標定に差支を與ふるものに非ざることを知り得るであらうと思ふ。今日株式取引所に於て投機偏集の現象を見、公定相場作成に支障を來しつゝある狀を呈するは、一には彼等取引所關係者の罪に歸すべきものが頗る多い。即ち彼等は取引所の使命が各株式市價の標定にある事を忘れ、與へられたる期間に善處することなく、唯その利己的營利の爲に動もすれば投機株に向はんとする一般人氣を利用し、益々それに至るべく仕向けつゝあるのである。其他手數料の過高、取引員の信用低下等は健全なる取引をして愈々取引所を見捨てしめ、取引所存在の意義、必要を滅殺しつゝある。要之、今日取引所取引特に長期清算取引が不振を極めつゝある事由が、財界不況に基く一般的影響は之を別とするも、限月短縮以外に亦上述の如き事情に基くもの多しとすれば、二ヶ月決して短きに過ぎない事を肯定し得るに至るであらうと思ふ。即ち二ヶ月も三ヶ月と等しく、今日株式清算期間として大體長からず短からず、相當なる期間であると思はねばならぬ。

然らば一ヶ月制度は如何。私は其短きに過ぐる事を信じて疑はない。一ヶ月の定期取引は最近に行はれたる例を見ないから實績からする批判は之をなし得ないが、此短き期間では當限一本の立會をとるも又當先限二本の立會をとるも其實行極めて困難であり、果して必要なる投機を集めよく大量注文を消化し、以て株式市價の標定を行ひ得るや否や大に危まざるを得ないのである。或は現行短期清算取引を例にとり定期式を廢し繰延式を採用するに於ては、一ヶ月にてもよく清

算取引の機能を果し得ると唱ふる者もあらうが、私を見る所を以てすれば、現行短期取引が寧ろ過剰の投機を集め殷盛なる商内を續けてゐる所以のものは、銘柄の投機株たる以外に、主として乗替の形式的なるに伴ふ萬年取引たる點に胚胎してゐるものと信ずる。換言すれば清算取引が繰延式を採るに於ては形式上定められたる期間を無視し實質上之を潜るものなる事を思は、清算取引が一ヶ月にては到底其完全なる作用を果し得ない事を知り得るであらう。即ち定期式、繰延式の形式を離れ清算取引の本然に歸りて、如何程の思惑期間を與ふるならば我國の今日に於て必要なる投機を集め株式市價の標定を望み得られるかを考究するならば、その一ヶ月の餘りに短きに過ぐることを知り得べき筈である。

扱私は之迄種々なる研究をなし來つたが、遂に株式取引の清算期間從て其清算取引の限月は實體に於て二ヶ月乃至三ヶ月を適當とする事を知り得た。唯定期取引は性質上中間の長さを好まなから、結局殘る所は二月か三月かといふ選擇に歸する譯である。然らば其何れを採用すべきか。我々は單に期間から云へば株式清算取引の限月は二月にても三月にても可なりとするも、然も、無差別的に之を採用すべきものではない。蓋し此兩者は他の點に於て種々なる相違を持ち、その何れを採用するかに依りて大なる得失を來すからである。而して株式取引の實際に就いて見るに、三月制の方が二月制よりも優れたる利點を有する事は一般に認められてゐる所であるから、之を全般的に考察し三月制を選定するに至ることは當然なりと云はねばならぬ。

要之、株式清算取引の限月は今日の我國に於ては三ヶ月がより適當である。而して其結果は宛

も限月復舊論者の主張と符節を合するが如きものあるも、其實質内容に至つては大いに異なる所あるを知らねばならぬ。即ち第一に三限月制度に對する復舊論者の態度は絶對可と見るべきものであるが、私のそれは相對的の可に過ぎない。第二に共に實際に其範をとるとするも、彼の單に慣習其物に基礎を置くに對し私の主張は飽く迄理論に立脚してゐる點である。從て彼の主張は理想に基く要求には打碎かれるでもあらうが、私のそれは理論的の洗練を経てゐるから毫も其處は存しない。

#### 四

限月短縮の目的が一般に認めらるゝ如く不健全なる投機の抑制にありとすれば、それは其目的に對する手段として適當なるものではない。蓋し取引期限の短縮といふ事は、清算取引の内容をなす他の健全なる取引に對し無差別的なる障害を與へ、其純粹なる結果を收め得ないからである。而して私は從來又現在の株式取引所に於ける最大欠陥は投機の過剩に非ずして其偏集にあると考ふる者であるが、此點より見るも限月の短縮は寧ろ之を避くべきものであると云はねばならぬ。蓋し限月の縮少は既述の如く益々此畸形的現象を助長する傾あるを以ていある。要之、限月の短縮は不健全なる投機を抑制するに多少の効果ありし事は認むるも、同時に健全なる取引にも支障を及ぼし投機偏集といふ弊害を全然救匡するに至らなかつたのを遺憾とする。加之、株式の清算取引の期限は前節に述べたるが如く、我國の今日に於ては三ヶ月がより適當してゐるのである。即ち之等を全般的に見るならば、限月は寧ろ舊の三月に還して其完全なる活用を圖ると共

に、其改善すべき點は他の良策に俟つを以て優れりと云はねばならぬ。私は斯の如き見地より限月の復舊に賛意を表するものである。

然らば他の方策とは何であらうか。勿論人に依り種々なる案が提唱せられるであらうが、私は上述の諸事情に照し、その最も適切なる方法の一として賣買證據金の調節を擧げる。此方法が限月短縮に比して優れる點は、(一)前者の一般的方法なるに對し後者は個別的方法であり、株式の種類に應じて加減し得る。(二)改正が容易であり、市場の狀勢に従ひ伸縮自在に之を施し得る。(三)健全なる取引に對し何等の支障をも及ぼすことはない。(四)其效果は前者より一層靚面である。等であらう、唯此方法は限月調節の固定的なるに對し流動的であるから、其運用は巧妙にして適正なるを要し、私心の涉入は最も之を慎まねばならぬ。

從來、政府は證據金の大きさに對しては、賣買契約の履行を擔保せる取引所が自己の利害關係上適當に加減するであらうといふ考で、餘り差入つた干渉をもなさず、其自由に任してゐたやうである。けれども證據金は之を社會的に見れば、投機といふ事象と密接なる關聯を有し、決して輕々に看過せらるべきものではなく、取引期間と共に、其最底限度、時價に對する割合等其要項だけは、公益上の必要から適當なる所に是非規定し置くべきものであると信する。吾人は今日株式取引所に於ける最大欠陥は投機の偏集にありと考ふるを以て、その健全なる發育をなさしめんが爲に、敢へて此案を提唱する次第である。

5) 此點からも會員組織の株式取引所の必要を説き得るであらう。