

會學濟經學大國帝都京

叢論濟經

號四第 卷九十三第

行發日一月十年九和昭

論叢

鑛業税に就きて……………法學博士 神戸正雄
 不全競争について……………文學博士 高田保馬
 經營形態としての共販會社……………經濟學博士 小島昌太郎

研究

世界大戰前に於ける英領印度の金爲替本位に就……………經濟學士 松岡孝兒
 不定期船衰頹の諸原因に關する基本的考察……………經濟學士 佐波宣平
 ヴイクゼルの自然利子論……………經濟學士 青山秀夫
 取引所の公定する相場に就て……………經濟學士 今西庄次郎

說苑

株仲間の冥加金につきて……………經濟學士 宮本又次
 デイルタイの歴史研究に於ける資本主義觀……………經濟學士 出口勇藏

附錄

新着外國經濟雜誌主要論題

（裝轉載）

取引所の公定する相場に就て (下)

今 西 庄 次 郎

三 取引所相場の吟味

一般に取引所相場のことを公定相場と稱する。そして一部の人は公定相場と云へば、普通の相場といふと異なるものとも考へてゐるやうである。併し前段の如く、相場なるものは多数者の需給の競合による所産にて、本来公定的たらざるを得ないのである。唯既に述べたるが如く、取引所は相場を立てる機關であるが、それには各需給を選ばず、特に投機需給を分たざると共に、價格に異論あるものは、需要、供給廣く來りて取引し、其訂正をなし得ることとせられ、それ以外の場合に比べての特色を持つものとなれるのである。要之、公定相場と云ふも、斯の如き一定の状態の下に相場の立てられるものに外ならず、從てそれに就いての吟味、問題も一般相場の性質とする所にあらねばならないわけである。

而して其吟味に先ち一言し置くべきは、相場には前段の如き種類が存するが、取引所相場とそれらとの關係である。先づ公定相場は、當該商品の配給に幾階段のある場合には、卸賣業者と生産、供給者或は蒐集問屋の間、又それらの間に一層大商が存すれば夫等をも中心として生まるゝ相

場——卸賣相場の意義を廣く用ふれば兎も角、完全な種類ではない——であらねばならない。嘗ても述べたるが如く、¹⁰⁾取引所はそれらの間に存立するといふ所に基くわけであるが、寧ろ進んでは、前段に述べた事由によりそれらの間に支配的な相場が生まれ、其處に相場を立てる機關としての取引所が存すべきものとなるのだと云ひ得るのである。次に現物、先物相場との關係に就いては、前記の種類が與へられたるものとなるとは趣を異にし、本來公定機關として適當に選擇をなしてよいものである。實際には殆ど先物相場であるが、然も從來一般の、取引所取引を唯取引といふ立場より考へんとするが如き態度は控へるべく、先づ夫等相場の性質を知り、其機能に應じたるものの生まるゝやうにといふ立場より、その取引を批判し又夫が行はるゝやうなすべきものと思ふのである。¹¹⁾

扱て取引所相場を吟味するの態度であるが、從來取引所の價格作用を擧げて、先づ公定相場立つことを述べ、次いで相場が平準化せられることを説くが常である。前記の如く取引所相場を特に公定相場といふに多少の意味なきに非ずとして、然も一般に相場は公定的なものであり、今取引所なければ相場が立たずといふならば兎も角、既に其機關として認められてゐる取引所に特に相場公定作用と其平準作用とを獨立に期待することは意味をなさず、云はゞ夫等を合したる、取引所なき場合よりも妥當なる相場が立つやが問題とせらるべきものである。斯くて此吟味に關し世間の考ふる所には、的外れの點が少くないが、夫等は、以下の吟味を進むるにつれて觸れる

10) 米に就いては、拙稿「米穀取引所の統一」本誌、三〇卷、五號、八四頁以下。

11) 拙稿「清算市場取引の二形式に就いて」本誌三三卷、六號参照。先に述べたる如く先物相場現物相場も其日の相場たることは變りなく、その點からは選ぶなきが、然も兩者には異なる意味も持つといふその點に着眼して話である。

こととする。

(1) 場所的客観性の點

既に知れる如く相場は場所的客観性を有つた價格である。即ち一定の市域内に行はれるであらう各個の價格に通じてゐる、或は織込んだものである。従て取引所の與ふる相場も先づ此性質を有せねばならぬ。

而して彼の此性質については、よく肯定せられる所である。その肯定は取引所清算市場に於ける、價格専門的な需給が集まりよく市域一般の狀勢を眺めてゐること、並びに夫等の集まれる需給の量が最も大となれることに基くものである。前者がそのための、云はゞ質的な働きをなすものであることは云ふ迄もないが、市域内の或る所に尙ほ夫に於けると異なる價格の行はれんとするものあらば、所謂鞞取をなして織込んでしまふのである。

茲に私は取引所と鞞取作用の事に就いて述べることとする。所謂鞞取には場所的鞞取と時間的鞞取とあり、勿論今は直接には場所的鞞取を問題とするのであるが、説かんとする事情は後者にも變りはない。一般に鞞取とは價格に於ける當然なる開きを超えて存する差を掬はんとして、例へば同時なるに甲乙二地點にその差のある時安きに買ひて高きに賣るが場所的鞞取である。即ち夫は需給としては純價格的なものにて、投機に比ぶればそれ程大なる利得をなし得ない代りに殆ど危険なきものとする。しかし彼が最もよしとせらるゝは、其活動結果が二地點間の鞞

をなくし價格を平準化するといふ作用である。今取引所は清算市場として其存在は夫を基としての鞄取を一層行はれ易くせしむるものであるが、一般には其處に鞄取の多く行はるゝを以て彼の機能となすのである。申す迄もなく、其事によりて、遺憾なく各地間に於ける價格の平準化を致さしむるといふ考である。けれども私は斯の如くに取引所を通じて鞄取の行はるゝことは、一定の市域として¹²⁾、何等彼の機能となすに足らずとなすものである。先づ注意すべきは、鞄取は鞄のあることを前提とし、鞄のあるといふことは市域に一定の均れた價格即ち相場の存せないことになければならないのである。つまり鞄取は相場の定らざる所に自ら起らざるを得ないと共に、又其處では夫によりて相場が興へられるといふ作用が發揮せられるものである。唯市域が小なればそれにもよいかも知れないが、市域の大なる所では到底それでは不充分にして、そこに相場を立てる機關としての取引所が生まれるのである。云はゞ取引所は鞄取に代りて鞄をなくせんとするものであり、¹³⁾市域に均れた價格、相場を立てることがそれに當るわけである。斯くて取引所がよく客觀的な相場を立てゝある限りは鞄取の餘地はないわけにて、換言すれば其處に鞄取の多く行はるゝは、無知或は不當にそれに従はざるものあるか、彼の相場を立つることが充分に果されてゐないものとなるのである。以上取引所あつて鞄取の行はるゝことはそれに遠ざかれるものとして、取引所に集まれる需給が少しにても隙あらば直ちに鞄取をなそうといふ姿勢にあることは、彼がその相場を公定するに寧ろ要められる所であり、即ち取引所に於ける鞄取は斯の如く潜勢的

12) 市域の異なる場合には認むべきであらう。
 13) 從て取引所の存在は此方面に於ける商人の活動を狭め、その範圍に於て商人の存在を少からしむるものといひ得る。

な状態に於て、そして補充的に行ふもののみ意味が認められるのである。

取引所に於ける價格の相場としての場所的客観性が又それに集まれる需給の多きことにもよるは前に述べた如くである。大は各個の小なるものに對し權威力を持つといふ事理に従ひ、市場に於ける取引量の大きな程、力といふ點より見て、その價格は次第に權威を有たざるを得ないのである。此點取引所に投機需給の多きことはそれに貢獻せるわけであるが、之に關し述べべきは、かの往々にして見る、市域内に數個の清算市場の存する場合である。之を中樞市場から見ても、他の小なる市場に向はんとする需給をも集め得れば上の如く一層權威を増すと云へるが、各地の小取引市場にありては、よしんば質的に客観性ある價格を立てゝゝるとするも、大市場と差チカふ所鞘取せられ追隨せしめられてしまふのである。換言すれば彼等に於ては自ら客観性ある相場を立て得ないものとなるが、又事實に於ては多く中樞市場の相場を寫し投機々關と化せるのである。

(□) 時間的客観性の點

取引所相場が時間的客観性をも有たねばならぬことは既に明なりと思ふが、彼の吟味の中心は實に此點にありと云はるゝのである。今廣大なる市域内に夥多の需給を持つ物件界にありては、各個に通じたる價格即ち相場を定むることは六ヶ敷きものがあり、さればこそ中樞清算市場としての取引所が存立せるのであるが、然もそのみにては取引所相場の問題も、云はゞ綜合の事を出でないわけである。然るに其時間的客観性の點はそのやうに事容易なるものでないのである。

14) 場所的客観性を有つた價格即ち相場を立て得るやに肯定し得るは中樞的な取引所に限る話であつて、小取引所に於ては然らずといふのである。

買戻によりて退却せんとし、其値を構はざるに至り、遂に相場を上げんとするのである。此の場合、買投機が現はれ追撃的となるやも知れないが、新規の後援的賣物の外、特に従來の空買の利食賣は最もその騰勢を緩むるものとなるのである。即ち之等をも併せ、買投機、空買の全體を見るならば、その常に不當に相場を騰^アげるとなすの過ぎたことが一層知られると思ふ。次に賣投機、空賣に就いても、その實賣の少くして相場の不當に上らんとするを匡^イすことは疑なしとして、相場を下に支持する作用が通常の場合不當にゆくものでないことは、逆ながら、¹⁸⁾空買に就いて述べたるが如くである。

右のことは業界の如何に拘らず然る所であるが、今業界、財界の硬化、良化し或は反對に惡化し、相場の相當に上り或は下らんとせる時は、或は空買、空賣はそのやうな場合に本性を發揮するのではないかと思はす位に、彼等に對する非難は大ならんとする。殊に營利經濟社會に於て相場下落の生産者に嫌はるゝことは、騰貴の消費者に對するよりも切實なるものあり、株式、證券の如きに至りては消費者といふものなく、所有者は其下落を最も忌むものであり、斯くて下落の際の空賣に對する非難は一層大きいのである。而しそれには空賣は多く創造的、詳しく云へば買投機は取引所なくとも相當に行はるゝが、賣投機、就中空賣は彼の存在により、それから間接的な繋ぎ賣も加りて旺に行はるゝに至るといふ見解も働かんとする。斯の如き著例は嘗ての獨逸に於ける穀物取引所などに見らるゝが、そのやうな古きに求めずとも、近時に於ける恐慌に基く商

たるものであるが、今は相場がその投機活動のため如何なる影響をうくるかといふ考察をなしつゝあるものとする。
18) S. S. Huebner, The Stock Market. p. 43-44.

品、證券の下落に關し、各國、就中米國に著しい所である。¹⁹⁾併しながら取引所の空賣には空買があり、空賣を一層行はしむるは事實としても、半面に又それに對應して空買も行はるゝのである。實勢の良化或は惡化せる時期に空買、空賣が相場を甚だしく上に或は下にもちゆくが如き狀を呈することあるも、實勢といふものに獨自性を認むる限り、²⁰⁾多くは彼等の有つ先導的な作用たるに止まる。換言すれば、實供給が不足或は過多なるか、價格に對する主張を支持し得ざるか、つまり實勢に於ける硬化すべき或は脆弱なる事情が基であり、そこに彼等が働いて其形式即ち相場を實質に應じたるものとなすに外ならない。それは、特に動きの大きい程、從來の價格に慣れ、新しき相場を不利とする立場からは不當視され易いのであるが、寧ろ正當なる相場を出すものと云はるゝのである。

空買、空賣が一部の人々の考へるとは異り、寧ろ相場を妥當の方向に近附かしむること上の如し。併し又夫等が取引所の相場を常に不當に置かずともなし難いのである。まづ既に知らるゝであらうが、空買の手仕舞賣、空賣の手仕舞買は、一般の考ふるとは反對の方向ながら、相場を正當點に置かないことがある。勿論夫は何時もではなく、他によりて緩和せられることもあるが、彼等の優勢なるに於て、相當なる騰落原因の現はれたるとき、相場を不當にすることがあるのである。それは空買に就いて云へば、相場騰貴事情の現はれたるに相應して上げず、反對に下落事情の現はれたる時はそれを激化するが如くである。

19) 米國の最近の空賣問題に就いては以下の如きを参照され度し。
Short Selling for and against, by Richard Whitney-William R. Perkins

20) 實勢となる。今、空買・空賣は最も人氣の點より實勢にも影響なしと云へない。その問題期に夫等多く起ることも無視出來ないものがあるが、然も實勢界に

更に投機の中には、所謂積極的なるものがあるのであるが、夫等は以上と異り、自らの賣買によりて相場を上或は下にもちゆかんとするものにて、常に積極的に、然も甚しくそれを不當にするものである。かの盪廻し其他の戦術がその選ぶ所であると共に、資力の關係上殆ど空賣或は空買の形をとらんとする。取引所が空賣、空買を自由に行はしむる限り、其處には斯種投機の企てられるのを免れ得ないと云はるゝものがあるが、市場の狭き所ほどそれは甚だしからんとする。而して彼等の活動は所謂マバラの空賣或は空買の偏れる時、特に實勢界に動搖を來せるとき夫に乗ぜんとして現はるゝを多しとするのである。實勢界の變動せんとするとき相場の上り或は下るのを必ずしも投機の所爲に歸せしめ得ざること前述の如しとして、又斯種積極的投機の策動の有無をよく區別すべき要もあるわけである。

以上、投機、就中資力なき投機需給の混行機構が相場の正當性に對する働き、即ち取引所の與ふる相場が正當なりやを大要吟味した。要言すれば、普通の場合に於ては多くはそれを肯定し得るが、時には却て偏し、特に積極的に不當に置かれることもあるのが事實である。投機の質、市場の廣大なる物件といふ條件の満たされる程、その不當なる場合は少くなるものと考えられるが、兎も角、その正當さの進められる程度の然らざるものより多き事實を以て、一般的にそれは肯定せられると云はなければならぬ。

(八) 變動の點

取引所の公定する相場に就て

れらに動かざる一定の内容のあることも否まれぬと思ふのである。

相場が變動するものであることは云ふ迄もなく、即ち時々同じでないのを原則とする。今それら各時点の大きさを結ぶならば波線を生じ、その變動は荒さと頻度となり、或はその甚しきもの、或はその少いものと云ふやうになる。而して斯の相場變動に就いては、吾々の社會に、經濟活動の安定のため、その少きを可とするといふ要求があり、夫によりて其考察が行はるべきものとなるのである。

しかしそこに注意すべきは、かの相場の大きさが正當なるべしといふことである。之を相場變動の少きを可とするといふ見地よりは、實勢の變化あるも、唯一途にその變動の少きことが求められるであらう。されど相場は實勢を反映するものとして、その變化せないやうにせられない以上、動かざるを得ないのであるが、後者の見地は又然らざるを不自然となす。つまり實勢の變化に相應する變動を求むるのである。素よりその變動の當然に行はるゝを要求することも、變動の少き要求を何處迄も無視し得るといふものではない。而して取引所の相場の變動に就いては大體に於てその當然なることが云へるのである。蓋し各時点の相場を結ぶ所その變動となるのであるが、それらの大きさが既に吟味せる如く正當且つ權威を有つからである。従てその變動に就いては此點は問題とならないのであり、その考察は變動の少きを可とするといふ見地に於て行はるものとして、唯彼の動きの正當なることが取引所なき場合の相場よりも其變動を大にせざるやが問題となるわけである。

然らば取引所相場の變動は其緩和要求を滿たせるであらうか。之に就いては宛も反對に甚しいと見る者も少くない。それは積極的投機が相場を偏らし或は反動的位置に陥れて其變動を荒くせしむること、並びに一般に投機が變動の波を立たすことを見たるものに外ならない。しかし夫と異り、寧ろ變動が緩和せられると見る者も亦多い。此見解は實際の所謂市場人の體驗だとしてよく擧げられる所にして、その所謂緩和せられるとは、變動の度數を頻ならしむるも其荒さを小ならしめると云ふのである。而して彼等は又それによつて取引所の相場が正しいとも考へるのであるが、兎も角、それを齎す事由を多數の投機需給を混行せしむることが市場としての抱擁力を大にし、宛も大なる貯水池ほど同じ風當りにも波浪の小なるが如く、其處には實物市場などに見る、多少の纏つた賣物買物にて値の上下することは消されるといふ所に求めるのである。

吾人の見解によれば、前者の變動が荒くなるといふことも認むべしとして、その積極的投機が活動して相場を不當に又大きく動かすといふことは決して常に現はるゝものではなく、寧ろ取引所に投機需給を自由に行はしむるにより、其種投機の企てられるを自ら困難ならしむるのみならず、特に取引所なき場合に見たる投機策動を制し其動きを妥當ならしむると共に、變動も緩和せらるゝものとなすのである。之を實勢材料に就いて云ふも、大きい材料が現はれた場合、從來の投機需給の所作が相場の動きを激化し、不當ならしむることのあるのも否まれないが、寧ろその大なるべき動搖を緩むるが普通である。それには先づ上の投機思惑者の利食に出でんとするもの

が宛も變動を緩めるといふことも擧げられる。但だ此場合、夫等の需給が多ければ却て相場の正當なる動きをなさしめざるにも至るが、兎も角變動を緩和することは事實である。だが矢張りその著しいのは、多くの投機需給が集まり將來を眺めて敢へて取引するといふ點にして、それは既に述べたがやうに相場の動きを正當ならしむるのみならず、又變動を緩和することゝもなるのである。即ち實的な賣物、買物の現はれて相場に響かんとするを防ぐ云はゞ技術的な方面は勿論、相場に影響する材料を早く豫想し得る時よりよく織込んで現實に現はれた時に於ける斷切的な動きを緩和する云はゞ精神的方面の作用が最も顯著となるのである。

以上、大體に於て、取引所相場の正當なる動きは、又取引所なき場合に於けるものよりも緩かなることが肯定せられる。かの所謂大波を小波たらしむるといふ見解も、認められるものありとして、然も其處に注意すべきは、常に小なる動搖が存在せしめられるといふことである。それは主としては、上の所謂精神的な作用に基き、相場に響きそうな事實は何でもそれを取入れなければ止まなくなるがためにして、かの精巧なる觀測機ほど諸種の僅かの響にも敏感なるに似たるものである。斯くて、取引所は相當大量にして、然も實勢上價格の變動する物件界に存せんとするものであるが、又右の如き常時的動搖を克服する、換言すればそれを超えて變動する性質を持つ物件に非ざれば、清算市場を有つことは却て其相場に大きい波瀾を生ずることあるのみならず、始終に動搖して平地に波瀾を起すことゝなると云はるゝのである。