

大正四年六月二十一日第三種郵便物認可(每月一回發行)
經濟論叢 第四十四卷 第五號

神戶博士
還曆祝賀
記念論文集

京都帝國大學經濟學會

昭和十二年五月一日發行

經濟論叢

第四十四卷 第五號

(通卷第二百六十三號。禁轉載)

奉
呈

神戶正雄先生

執筆者一同

目次

| | | | |
|-----------------------------|-------|--------|-----|
| 滿洲移民の特異性と掃匪問題 | 法學博士 | 山本美越乃 | 一 |
| 農家の負債と負擔能力 | 法學博士 | 河田 嗣郎 | 一〇 |
| 現代社會學に於けるパレット社會學の地位 | 文學博士 | 米田庄太郎 | 三三 |
| 幕末の商稅論 | 經濟學博士 | 本庄榮治郎 | 三五 |
| 實際政策と政策原則 | 經濟學博士 | 作田 莊一 | 六九 |
| 『維新の詔』に於ける變革の國是 | 經濟學博士 | 石川 興二 | 七九 |
| シュレーデルの王室金庫論 | 經濟學士 | 小山田 小七 | 七九 |
| アダム・スミスに於ける自由主義社會の理念的構造に就いて | 經濟學士 | 中川 康之助 | 一三三 |
| 工場内勞働者教育事業の目的 | 經濟學士 | 大塚 一期 | 一五九 |
| アフタリヨンの貨幣心理說に就いて | 經濟學士 | 松岡 孝兒 | 一六九 |
| 明治初年の官營産業に就いて | 經濟學士 | 堀江 保藏 | 一八四 |
| 財政學の基本問題 | 經濟學士 | 大谷 政敬 | 一八五 |
| 取引所實物化論と短期清算取引の應用に就いて | 經濟學士 | 今西庄次郎 | 二〇二 |
| 貨幣の中立性に關する一考察 | 經濟學士 | 中 谷 實 | 二二八 |
| リストの國民生産力說 | 經濟學士 | 白杉庄一郎 | 二三四 |
| 財政學と經濟政策論との交流 | 經濟學士 | 島 恭彦 | 二五〇 |

| | | | |
|-----------------------|-------|-------|-----|
| 生産の構造と貿易 | 経済學士 | 松井 清 | 三六九 |
| 租税の農業に及ぼす影響 | 經濟學士 | 山岡 亮一 | 三八六 |
| 再保険と共同保険との接近 | 經濟學士 | 佐波 宣平 | 三〇三 |
| 耕地管理組合に就いて | 經濟學博士 | 八木芳之助 | 三五五 |
| 熊澤蕃山研究序説 | 經濟學博士 | 黒 正 巖 | 三六六 |
| 水産經濟學と其の課題 | 經濟學博士 | 蜷川 虎三 | 三五三 |
| 輸入制限と國內物價との關係 | 經濟學博士 | 谷口 吉彦 | 三六二 |
| 昭和の税制改革 | 經濟學博士 | 汐見 三郎 | 三八五 |
| 自然利子論 | 文學博士 | 高田 保馬 | 四〇七 |
| 財政學者の鐵道經濟に關する研究論著に就いて | 商學士 | 武藤 長藏 | 四四四 |
| 現段階に於ける租税體系 | 經濟學博士 | 土方 成美 | 四五七 |
| 支那南北辨 | 法學博士 | 財部 靜治 | 四九七 |
| 赤字公債の消化 | 經濟學博士 | 小島昌太郎 | 五二二 |

取引所實物化論と短期清算取引の應用に就て

今 西 庄 次 郎

目次

一 取引所實物化の根據論 二 取引所實物化の方法、程度論 三 現行我が短期清算取引の應用批判 四 債券及び商品の短期清算取引論に就て

一 取引所實物化の根據論

我國の取引所を知れる者は何人もその實物化の必要を肯定せざるを得ないと思ふ。併しその實物的でないと思ふ事實を認むる點に於ては變りなしとしても、それがどの程度に實物的でないか、或は換言して何處まで實物化しなければならぬかの點は、取引所が實物的でなければならぬ事由を正しく把握してゐなければ非常に偏解に陥ることになる。處で此點從來如何と云ふに、學者の所説や政府のやり方等にもどうもはつきりされてゐない。然も一般にたゞその實物化、つまり取引所が實物市場に化するほど宜しく、斯かる實物化を唱へてをれば、具眼、正義の士でもあるがやうな格好である。私は何時も之等を評し、まるで明治維新當時の尊皇攘夷論みたいだと思つてゐる。併しそのやうな態度にも矢張り其事由となつてゐる所を見られないものではなく、即ち取引所は取引をやる所であり、取引は物件の移轉を内容とするものなるが故、其處に取引が空に終り受渡をなさないの

は不自然であるのみならず、そういふことは大體投機需給の欲する所にて、從て空に終るほど投機に墮し不健全と云ふべく、更に市場が實物移轉的でないと實際正當な相場が立たず、實物市場との連携もとれ難いといふことそれである。

然らば斯の如き取引所實物化論は正當であらうか。既に別の機會に述べた所であるが、一體、物の取引流通は價格と物そのものの移轉といふ二要素より成るものにて、此事は各個の取引のみならず、それらが全體として構成する全市域に就ても同様なのである。而して此全體的な價格は、價格といふ點にのみ就て云へば、何も需給者即ち需要、供給によつて與へられずとも、何か鑑定家のやうな者が集つて評價しても定められるであらうが、そういふものは權威を有たないのだ。で結局需給を基として定められる機構とならねばならず、即ちそれは市域内にその爲の市場の存在を求めることとなるのだ。流通の他の要件たる移轉といふことは本來個別性のものとして、それは又市域が廣大となればその便宜の爲に市場を生成せんとし此方が表面的 (Scheinbar) となるが、市場の生成は獨り之のみに止まらないわけである。而して前者の市場生成力としては、價格の爲に起れるもの故、それが發展目標は只管よき相場を立てるやうにといふ所にある。然り、彼は唯よき相場を立てればよいのだ。處で前記の市場に集まる需給であるが、一體需給と云ふ以上、何れも價格に就ての意見即ち評價と物の受渡の責任を有てるものとして、目的から云へば價格上の利益に關するものと物の受渡を欲するものとの二に大別されるのだ。唯初期の頃に於ては前者は未だ少く、從て價格に關する市場と云ふも、後者の需給が謂はゞ其目的の延長として存せしめた移轉的意味の市場、就中その中樞的なものが同時にそれとなつてゐたのである。然るに其後資本主義機

構の進展と共に價格的な需給、特に投機需給が増加し、然も夫等の形式は次第に純價格的ならんとするに至つたのだが、之等は移轉的市場の目的には直ちに副合せないの言を俟たぬとして、價格市場たる見地よりは敢て排斥せらるべきでないのみならず、寧ろ其目的に副ふものであるのだ。蓋し彼等は價格を目的とせるだけ相場に對する吟味が最も峻敏であるからだ。斯くて中樞市場地に於ては、次第にそれらの需給を加へたる市場即ち清算的な市場が成立し、價格的目的を達する市場として發展せんとするに至るのである。こゝまで到れば夫が取引所であることは申す迄もなからうが、更にそれは移轉目的を脱却して價格作用専門となり、即ち市場形態としても益々實物需給の行はるゝこと少く、投機、價格的需給を集むる市場に進むのである。

今斯かる清算市場に就ては、その營む價格的作用といふ立場より純粹に（極端に）考察すれば、移轉といふことゝ全く絶縁してしまひ、たゞ價格作用に邁進すべく、換言すれば差金的な需給を本位とし、どうしても移轉を求めるとが如き需給は受付けられない市場たらしめてよいと云はるゝのだ。之は確に理窟のある主張である。併しそれは理窟のある筋だとしても、それを以て貫かるべきでないことを知らねばならぬ。蓋し技巧的に實物移轉を抽象した、差金決済のみの行はるゝ市場によりては決して正當、權威のある市價は立たず、その市價を立てるといふ目的に却て副はざるに至るからだ。つまり移轉の爲に移轉作用を行ふに非ずとしても、價格作用の爲の手段として移轉作用は必要となるのだ。斯くて何れ取引所にありても、事實に於て、實物受渡をなそうといふ需給あらばその目的も達せられるやうな市場となつてゐるのである。

以上述べたる所を基としてみる時、我國に一般に行はれてゐる取引所實物化の根據論の如き、とるに足らない

ものとなる。取引が空に終るのは不自然であるといふが如き考は、價格作用を行ふ市場たる取引所に於ては殆ど問題とならず、又實物移轉的でない¹⁾と正當でない空な相場が立つといふ點も、實物受渡の需給が其處に行はれ得るといふに於て、投機需給は多くは實物を動かさずに終るかも知れないが、實物受渡の需給と無關係でないこととなり、所謂實物に立脚せざる相場を立てるといふ根據はないのだ。然らば我國でみるが如き取引所實物化論は全く根據なきことであらうかと云へば、又必ずしもそうでない。

右の如く取引所はその價格作用の爲に、實物移轉需給が行はんとせば行はるゝやうな市場でなければならぬ。だが是にありては、時に多くの受渡需給の行はるゝこともあれ、夫等需給が僅少或は皆無に近いこともあり得るわけである。然もそのやうな状態を通常としても毫も差支はないのだ。蓋し價格市場たるの地位はそれにも充分に保たれるからである。申す迄もなからうが、若し取引所にして斯ういふ性質のものであるならば、その實物化といふやうなことの起るべき餘地はない筈である。換言すれば取引所實物化といふことは、上の謂はゞ取引所移轉機構の最下限 (Minimum) に満足せず、それ以上に行はれねばならぬとされる所に生ずるものだ。然も實際に斯ういふことも起るのである。其根據はたゞ當該物件界の取引所に對する信頼感の不充分なる所にある¹⁾。今、取引所に多大の取引が行はるゝに於て、實際に受渡せんとする需給が少くても、その價格作用の實力には變りなしとして、右のやうな所では、受渡需給の僅少ななるに於ては、相場は空の需給で出來た値段にて實質的價值が少いなどと擯斥され、謂はゞ表面的には其偉力を憚るも内實的には心服せられないものとなるのだ。前に取引所の移轉作用は價格作用の手段として必要なものだ¹⁾と云つたが、此の事は其處には擴張さるべく、即ち實物需給が

1) 我國に於ては此種の取引所信頼感が概して薄いのだ。之は我國の取引所が實際の發展に應じて次第に價格的になつて往つたといふより、投機的勢力のため、早く、進んだ價格的となり、兩者の間にびつたりと一致しない所あるからであらう。

少くともそれは其時の都合といふに止まらず、常に相當量の行はることが必要となり、一方に實際の狀況がそれに達せざるに於て、其實物化の意義は發揚されることとなるのである。

二 取引所實物化の方法、程度論

以上により取引所實物化といふ事の眞正な意味、根據は理解せられたであらう。然らば進んで具體的にそれはどれ位に、更に一般的に云つてどのやうに實物的ならしむるにあるか。之は上述したる所より當然に平常的にどれ位實物需給が行はれてゐれば實物的根據ありとの信用を博するかといふことになるわけである。其數量は當該物件の市域内に於て、そこが何處より最も多いと云はるゝ程である。若し市域内の他處に集まる所（市場）がなければ比較的簡單である。しかし多くの場合には市域内に市場があるものにて、既述の如く移轉的な市場の存するが普通である。斯の如き場合に於てはそれらの市場の中の何れよりも受渡需給が多く集まらねばならないのである。つまり取引所は實物移轉需給が行はるゝ市場としても最大のものでなければならず、又最大、即ち實物移轉市場の中の最大なるものを抜くだけの市場であれば事が足りるのだ。惟ふに複数の勢力的存在がある場合その中に最もより大なるものが假令他を合した數には及ばずとしても全部の中の支配的なものとなるといふ社會的原理に基くものであらう。勿論、上記の如くなるに於て、取引所がどれ位實物移轉需給をも行はず市場たるべきかは、夫々物件の市域の模様によりて同じからざるを得ない。がそれは兎も角、彼が當該市域内の實物移轉市場としての最大なるものをも越すだけの實物需給を行はざるに於て、それを行はすことを目標としての努力が必要

となるのだ。

世俗の實物化論の根據のとるべからざることは既に論證せる所であり、それに基ける實物化策の的を逸せるものとなるは當然とも云へやうが、以下その主な主張を検してみやう。右の如く取引所を實物化するとは實物移轉市場の最大なるものを凌駕するだけ行はれるやうにある。勿論其處にはそれ以上に實物需給が集まりて行はるゝこともないではない。一部には斯の如きを却て取引所機能に反せるが如くに説く者もあるが、それは一般的に擴張せらるべきでなく、時としてみる策動的投機の受渡強行の場合の如きに妥當するのみである。が、所謂實物化論者は右のやうな多きを益と取引所の實物化として禮讚し、極力そういふ状態に導かんとするのである。蓋し彼等としては當然であらう。けれども前記必要以上の部分は實は取引所が次第に移轉市場をも兼ねるに至りつゝありといふに過ぎないのだ。素より斯の取引所が移轉市場をも兼ねるといふことは悪い事ではないのみならず、寧ろ良い事に屬するが、價格市場として完備さす爲に必要な本來の意義の實物化と云ふを得ないのである。

取引所は市域内最大の實物需給を行はす市場でなければならぬ。それは取引所機能を果す素材として必須のものであると云ふ意味に於て、其根幹²⁾をなす需給と云はうと思ふ。但しこの根幹といふ事は必ずしも最多といふことではなく、既知の如く、取引所は價格市場として投機的需給其他價格的な需給が盛に行はるゝのである。彼の投機需給を行はすやうなれる仕組は、その無き場合に市域内に存するでもあらう以上に投機を創め行はす。處が取引所實物化論者は多く其事實を指摘するのである。つまり先述したるが如き實物需給を可及的に大ならしめなくてはならぬといふ方向の、謂はゞ絶對的な實物化論は比較的少なく、それと共に或は唯投機差金需給を可及的に

2) 拙稿「株式定期取引の限月復舊に就いて」本誌二七卷六號一二二頁

少からしむべしといふ相對的實物化論が多いのだ。出來高に對する受渡高の比率を問題とするは此立場である。正確に云へば差金的な需給の中にも納得せらるゝ、非投機的なものもあり、受渡をなす需給が凡て移轉的な實需給とは云へないが、右により差金投機需給と移轉實需給との割合は大體察せられるのだ。勿論その比率の大なるを可とし、その少きに寒心して分母たる投機差金需給の抑制を叫ぶのである。併し此態度も無條件には支持せられない。繰返すことにもなるが、投機需給は吾々の經濟界には必然的な產物であるとして、夫は價格上有意義なるものにして、其作用を積極的に利用せんとして取引所はなれるのだ。決してその儘に放任しては道德上のみならず、機能上も害あるが故、夫を組織的に行はずやうにせなければならぬといふ消極的な產物に止まらない。而して此積極的な立場に於ては、取引所に投機需給が多く行はるゝことは、その素直なる限り、何等目的に反しないのだ。既述の實物需給を根幹とし其上に多く行はるゝ程、寧ろ益と辨するといふ態である。然らば吾々の此見地に於ては、何處迄も限度がないかと云へば、そうでない。蓋し投機需給は取引所機能上有益だとしても、そこには自らこれ位で充分だといふ限度があるからだ。然も一面に於ける、取引所の消極的方面が投機需給の量と共に弊害を大にするといふことも否むものでない。斯くて機能上充分だといふ限度を越えて投機需給の行はるゝことは抑制すべしと云はざるを得ず、此點より受渡高の出來高に對する比を問題とする意義がないのでもない。尤も其割合が幾許まではよく、夫を越ゆれば不可といふその限度ははつきり云ふのは六ヶしい。然も假令其限度を越ゆるも、上記の如く機能上必ずしも悪いといふのではなく、主としては不要だといふのであり、從てかの其比率のより大なるを、即ち投機需給が少ければ少き程よいといふ態度や、投機需給のなきを最上となす見解の如き

は、妥當として支持するの所以を見出し得ないのだ。

上來により取引所の實物化とは如何にすることであるかは知られたであらうと思ふ。それは投機差金需給を全然行はさず或は極少しか行はさないやうな實物市場に化することであつてはならない。又縱令そのやうな實物市場に化せやうとしても、投機的效果は兎も角——取引所が創造的に行はしめてゐた投機量は減るであらう。併し取引所に集められてゐた投機需給はその外に還りて行はるゝことゝなり、從來取引所に行はれし投機需給の全部が減らない——機能上の必要は間もなく舊の投機需給を加ふる清算市場たらしめざるを得ないと斷ぜられる。

右は當該業界が價格的に靜穩でないことを前提としてゐる。處で最近に至り所謂資本主義の盛りを過ぎたるに より自然的に、或は當業者の團結、若しくは國家の統制が發展し、需給關係の自由主義が亡びんとし、價格の波動の全くならんとせる業界或はその波動の靜小な業界が少くないに至つた。價格動搖の全くなきかそれに等しい業界に取引所存在の餘地の無いことは茲に申す迄もない。即ち吾々として問題の残るは、價格的波動の靜小な業界にして、そのやうな所には、靜小の程にもよれ、投機需給の行はるゝ餘地が壓縮さるゝと共に、又次第に投機需給を混へる清算市場存在の必要も失はれるのである。其處には價格的必要的爲にも、かの現に取引所實物市場化論者の理想とせる、投機需給を僅に加へ行はずに止まる實物市場にても足りるに至るのだ。此好例は最近の我が米界に見る。我が米界は取引所を最高價格機關として存在せしむる世界のテイピカルのものなりしが、近年に於ける國家の統制、就中米穀統制法、夫を側面より補充せる自治管理法は遂にさしもの米界をも從來の系統を大變化せざるを得ざるに至らしめ、そこには從來の人的、物的の機關を利用、或は救濟しつゝ新なる系統を作

らんと切角工夫せられつゝある所だ。他は兎も角、新なる中樞的な價格機關としては、東京、大阪の大集散地に延取引市場程度のもを設けることが噂せられてゐるが、吾人としても當然と評するの外はない。

が、私が右に關聯し茲に述べ度いと思ふのは、其種の、投機需給を殆ど行はしめざる市場、或は全く行はしめず實物移轉市場が同時に最大市場として價格定與市場たるが如きものの取引所性(Börsenmäßigkeit)、即ち取引所と云ひ得るや否やである。若し夫等が取引所に非ずとせば、かの取引所實物市場化論の齎さんとする所は取引所の破壊であり、又最近の取引所實物市場化の傾向は取引所の消滅でなければならぬ。而して此問題は結局は各人の取引所本質觀に歸すとも云ふべく、例へば卑しくも價格作用を達する市場イコール取引所といふ見解をとるに於ては、右の事實も取引所實體の變更、時勢による變化と映するに止まるであらう。されど吾人はさういふ種の市場は取引所性を喪へるものとなすを正しいと信ぜざるを得ないのだ。抑々近代經濟社會に於ける取引所の意義は各業界運營の政策方針とも云ふべき相場を公定、つまり大衆的に定與するといふ所にある。取引所は恰も政界の議會に相當するものだ。政界に於ける議會が一般民衆の意思を表現せしむるを生命とし、假令彼等の立場を考慮するも直接に民意を基礎とせざるに於て、其特質を喪へるや云ふ迄もない。取引所亦然りと云はざるを得ず、國家其他が強力によりて價格を定與するが如きは——勿論そのまゝでは實際の運營と食ひ違ふが故、實際界の規律即ち統制を前提とせざるを得ない——獨裁政治に當るものにて、取引所を云々する餘地なきは勿論とし、そのかの實物市場化せるものの如き、恐らく取引參加者は當業専門家を中心とする限られたものとならうから、謂はゞ我國の貴族院の一院を以て議會を構成するが如きものである。斯の如き政策決定機關が大衆を基とせる組織に

比べ、樹つる政策が劣れりとは限らず、又大衆の政治意欲の減退し或は壓へられたる所、そのやうな組織にても事足りるであらうが、今斯かる點は兎も角、夫を議會と云ひ得ない存在たることは疑ないのである。私が實物市場の取引所を眞の取引所に非すとすは、全く右と同じき意味に於てある。

三 現行我が短期清算取引の應用批判

以下の短期清算取引應用論は上の實物化論に引續いて完全な一内容をなすといふほどのものではない。併し問題が同じき趣旨より論ぜられる所もあるを以て一論文に併せたのである。

他の機會に觸れし如く、取引所の取引は謂はゞ彼の生命たる機能を果たす活動形式に外ならず、夫は機能によりて規定せらるべきものである。まづ其取引は差金投機需給を参加せしむるものとして何より我國に所謂清算取引とならざるを得ない。而して斯の清算取引は根本的には、私の所謂定期式、繰延式なる二の型に分たれるのである。然も我國には此二者の何れもが行はれてゐる所である。勿論、清算取引の定期式、繰延式と云つても又種々なる形式があるものにて、我國の長期清算取引、短期清算取引は各々そのやり方の一たるに過ぎない、而して夫等の型に就ては大體は、一般にも知られてゐる所であり、その根本的な組成論は嘗て觸れた事もあるが故、茲に再び詳述しないが、要するに定期式とは受渡を將來の日に期し、それも取引者が各個的に定めることをなさす少數の共同的に定めた日を目指して凡て取引し、受渡をなさざるものは順次反對賣買によりて離れ、残れるものが其日に受渡するといふやり方であり、繰延式とは契約と間もなく受渡をなすことゝなし、自ら受渡をなし得ざ

る需給は、爲に設けられた物件或は資金供給機關より借受けて履行をなし、將來反對賣買をなす日まで順次賣或は買を繰延ばしてゆくやり方である。

處で今斯かる二形式ある場合、その何れを探るべきかといふ考が、政策的な人間社會として當然に起らざるを得ない。此の何れかに就て先づ考へねばならぬのは、繰延式が行はるゝには、單にそのまゝには仕組まれず、一般に取引所外とせらるゝ或る力、詳しく云へば當該物件に對する金融機關、特に銀行の擔保金融の加働が入ることだ。此金融的進出あるに於て、資力なき投機需要が受渡供給をよく相手となし得るのである。尙ほ金融業者が擔保として物件を保有せるに於て、自ら供給をなし得ざる資力なき投機供給に夫を貸與する源を生ずるわけでもあつて、兎に角、當該物件に對する金融といふことは繰延取引を行はす最も要件をなすわけだ。然も此金融といふことは、何れの物件に就ても、何れの國にありても常に必ずしも充分であるとは限らないのである。即ちそういふ國に於てさういふ金融の甚だ不十分なる物件に就ては、繰延取引は絶望であり、結局定期式とならざるを得ない。けれども逆に其種金融の進める所には當然に繰延取引が行はれ、又従前その具はらざりし所にその具はるにつれ、繰延取引、それも益々その純なる形式のものが行はるゝに至るものとなすは正しくない。成る程、そのやうな金融の進むといふのは、金融機關が寧ろ自己の資金の利用途を開かんとせるものでもあり、従て取引所に繰延式を強制せんとする力の如きが働かんとするは事實であるが、然も取引所側の無智ならざる限り、それは當該取引所取引として長期清算取引に劣らざることを證明せるものでなければならぬ。要言すれば、繰延式を行ふ體立が具つても尙ほ長期か短期かの選擇が殘されるのだ。

3) 以下、我國に於ける定期式清算取引即ち長期清算取引の事を略して單に長期取引或は長期と稱せる場合が多い。短期取引、短期に就ても同じ。

上述したるが如く正しき取引所の立場に於ては長期、短期清算取引の採用を決するには、それらの性質、價值の批判をなさねばならない。處で此批判は當然に取引所機能の立場よりせらるべく、然もそれは前段に述べたるが如く、何より彼の價格的機能に就て見らるべきである。然るに茲にもかの取引所實物化の立場は現はれ、實物移轉的立場より取引の批判をも行はんとするのだ。即ち繰延、短期取引は、長期、長期取引が實物移轉需給を集むること少きに對し、それに甚だ便宜を與へ、實物移轉的であるのみならず、延いてより實味を帯びた妥當な相場を立て得るとなし、勿論それを勝れりとするのである。短期取引が凡ゆる實物需給を集め、從てその行はるゝ所、價格市場たると共に移轉市場となる位であるに對せば、長期取引は移轉的でないのは事實であるが、然もその形式は、正當な取引所實物化を滿たすほどに實物移轉需給の行はるゝを妨げるといふものではない。短期取引が移轉的で實味を帯びた相場を立てるといふことに就て考へねばならぬのは、日々受渡をなすことゝなす以上、實需給の外、資力ある投機需給の策戦上受渡せんとすることもありて、物件の出廻工合により、極端に云へば利那の過不足に縛られ、却て實に墮した相場となる程度の大なることだ。此點、定期式の、やり方にもよれ——我國の數本建を以て市場を分つとなすが如きは知らざるも甚しきものである。否、反對にそれは一のもの數本足の如く、支へて相場を安定に近附けること妙なるものだ——實物需給を根に置きながら然も實物に縛られず、寧ろ妥當な相場を立てるに如かないと云はるゝのだ。

要するに、繰延短期、定期長期は清算市場取引としての資格に於ては變りないが、夫々特色を有てるのである。一言にして云へば短期は移轉的で、長期は價格的である。之が接續賣買であるか否かによつて助長せられてゐる

のが我國の現状であるが、物件界の状況に應じ、適當に夫等を當て嵌めるがよいといふのが結論となるのだ。

處で前に我國では長期、短期兩清算取引並び行はれてゐると云つたが、それは株式取引所に於てのみである。

其處に於ても從來長期のみなりしものに短期が加へられたのであつた。之を賣せる力として取引所實物化論の働けることは想像に難くないであらう。證券が循環物であるといふ事は、其實買に必ずしも長期間を要せざらしむるは事實として、恰も又商品の如く絶対に短期間でなければ不可ぬといふ積極的な根據をも無くするものであるに拘らず、從來一般に前半面のみ勝手に採用し、株式取引現物化の基礎とせられたものである。而して其取引は凡ての株式に就て行はれず、所謂花形株たる少數銘柄に限られた。何が故に花形、主力株にのみ夫が並行されたかに就ては、繰延取引は物件の流通、所謂浮動株の豊富な銘柄でないと危険であること、我國の株式金融がどの銘柄にも繰延取引を行はず程圓滑でないこと等が事由として擧げられた。實際、我國銀行業者の株式界への進出は退嬰的にして、右の繰延取引の採用にも、株式金融と貸株をなすために所謂代行機關が銀行業者との中間に設けられた次第である。勿論、將來株式金融の改善と共に全銘柄を短期化することが期せられ、それは又花形株に就て二種の清算取引を行ふ所謂二重上場が投機的であるといふ非難に對しては、辯解ともなつて來たものだ。

而して最近に至る迄上の状態に對しては殆ど疑問が懷かれなかつた。唯、最近、短期取引が案外投機的に成長せるがため、此上の助成を控へると共に、長期の振興を計るべしとの議を時に聞くのみである。斯の議も表面的常識的な説明で中味が與へられないのみならず、取引所關係者の、短期は現状のまま、長期を振興さうとする市場繁榮策の聲たるものが多い。併し吾人は現在の如き状態は、取引所取引の本質より見て、當を得てゐないと

斷ぜざるを得ない者だ。先づ所謂二重上場の點を、市場の分割を來すといふ事由によりて不可となす。而して斯く二重上場を不可だと云へば、從來の考へ方では當然に短期取引を残すことにならうが、私が敢て當を得ないといふ事は正に其處に極點があるのだ。既に知らるゝ如く、短期取引は移轉的であり、長期取引は價格的であるが、然も之を對象たる株式に就て見れば、花形株にはどうしても現物を移轉せなければならぬといふ需給は少く、又其價格は變動的であると共に夫が經濟上意義あるものにして甚だ所謂價格的であり、所謂雜株には需給は現物的なものも多く、價格は變動少くして所謂移轉的である。即ち此理に従へば花形株こそ長期取引によるべく、雜株こそ短期取引によるを適當とするのだ。換言すれば現在の我國のやり方は正に事を反對に行ふてゐると云はざるを得ないのだ。近時益々確立したかに見える、雜株長期、花形株短期の主義は勿論それを甚しくするものだ。尤も斯ういふ論も起るであらう、雜株の如き流通圓滑ならざるものに繰延取引を行ふは危険でもあると。併し決してそうではない。今日短期取引が危険な状態にも流れんとするは花形株たるが故にして、雜株の如き本來價格的に靜穩なるものに就ては、策動的な投機のはびこることは少いのである。現に價格的動搖の少く商内の淋れたるがため、短期上場株の差控えの行はるゝことあるは是を證明して餘りがある。

吾人は假令長期、短期が共に困難なく行はれるとしても、花形株長期、雜株短期のやり方を支持し度い。處が先に述べし如く、我國では繰延短期取引の爲に代行機關を設けてをり、つまり夫を行ふ爲に特別な努力をしてゐるのだ。今アメリカの如く繰延取引を行ふべき力が外部から働くといふほどに至つて、全銘柄を繰延式となすならばまだよい。が、我國の如く特に工夫努力しながら、それを必要の少き方面に向け、行ふて然るべき方面を捨

てゝゐるに於て、吾人の反對觀は一層強まらざるを得ない所だ。今日我國では雜株の賣買、將又その金融の圓滑化が懸案とせられてゐるが、吾人は其一案として花形株を長期に移し、代行機關の如きは雜株の繰延取引に向ひ、それが銘柄の擴張に努むべきことを奨め度い。然も斯の改變は、市場關係者の内部的な利害は兎も角、全體の商内は減少せざるべく、寧ろ妥當な推移を辿るものと信ずるのだ。

四 債券及び商品の短期清算取引論に就て

我國の債券取引所——各國の例の如く株式取引所に並置されてゐる——及び商品取引所に於ては從來長期清算取引が行はれて來たが、近年短期取引開始の事が問題とせられてゐる。殊に公債短期清算取引論の如き時折取上げられた所で、最近公債の大量時代に入つて却て再興しない態だ。それは兎も角、之等の問題も吾人には前段に述べた所より多く論ずる迄もなく容易に解決されると思ふのである。先づ債券に就てはその肯定的たることを言を俟たず、現行の長期清算取引を廢めて——實物取引も自らなくなる——夫に代らしむべきである。繰返す迄もなからうが、債券就中公債の需給としては移轉を欲するものが多く、移轉に適する短期清算取引が寧ろ要ぜられるのみならず、其市價變動少くして、長期取引ほどに相場を安定さすに盡さざる短期取引にても毫も差支ないからだ。つまり雜株に就て述べた短期取引適應性が公債には一層強まるのだ。勿論一方には公債の短期取引には反對説も無きに非ざるが、その最も有力なる、相場變動を甚しからしめるといふ事も、その懸念少きこと雜株に於けると變りがない。が肯定説にも一般のものには同様なことの云はれるのがあり、凡ゆる物件に、或は證券に短期

4) 例へば秋山道雄氏「國債短期清算取引の提唱」ダイヤモンド昭和九年八月一日號。氏の株式に短期取引を認めて置きながら國債に之を認めない理由はあるまいと思ふと云ふは、結論は吾人と同意見に歸する。但し吾人は本文の如く、短期取引は移轉的であり、國債には夫が適するが故に肯定するので、氏の短期取引は長期取引より一概に勝つてゐるとなす事由には賛成し難いものがある。

取引が一概に勝れりとなし、支持するものの如き、其事由の當らざること既述の如くにして、公債に對する結論は同じとしても、勿論吾人の與し得ざる所だ。たゞ金融界と債券界の連絡を進めるといふ點に就ては少し要言し度いと思ふ。

一般に證券の資金化のやり方としては、夫を賣却するか擔保として金融をうけるかの何れかであり、所謂金融機關との聯關は直接には後者にあること申す迄もない。而して此證券擔保金融の要件として擔保價格及び其流通の保證が求められ、取引所は又それを満たす機關として存生せるものなることも既に知らるゝ所であらう。處で此要件を満たすといふ立場より長期、短期清算取引を見るに、それは何れとしても選ぶ所はない。然らば證券金融に對する地位兩者同じきかと云へば、必ずしもそうでなく、夫が賣買の姿を藉るに於て、移轉的な繰延取引の方が勝れるものとなるのだ。⁵⁾ 詳言すれば金融を欲する者が清算取引に賣ると同時に買ひ、その賣つた部分を直ちに受渡すると共に買を續けるのだ。併し此作用に就き知らねばならぬのは、金融機關の融通態度の關係である。

我國に於ては株式に對する此態度は比較的に澁られ勝ちであるが、斯かるものに就ては恰も上の效用は甚だ顯れることになる。前に雜株——花形株には銀行金融はましである——の短期清算取引は金融にも好都合と簡單に云つたのは詳しくは之である。處が債券にありては金融機關の融通態度寧ろ積極的にして——從て其短期取引をやるにも手続的な仕事の爲には兎も角、積極的な調達の爲に現行株式に見る如き代行機關は要せないであらう——右を俟たずとも、取引所外部に於て充分に融通され、夫の效用はさ程でもないのだ。但し上の方向にはそうとして、短期清算取引が金融目的に利用せられないものでは決してなく、夫によつて取引所外に於けるよりも擔

5) 定期、長期清算取引も利用出来ないと云ふのではなく、殊に我國の早受渡制度のあるに於て、短期と選ぶ所なくなるが、短期はそれが本來の姿であり、その程度も矢張り勝つてゐる。

保の掛目、金利等に於てより利便を得られるものである。要之、短期取引が債券界と金融界の連絡をよくすると云ふは、此點と債券相場が一層金利に即するに至ることであらう。⁶⁾

次に商品の短期清算取引に就ては、債券と反對に、吾人としては否定的見解である。其事由としては、既に知らるゝでもあらう如く、商品の實需給は、價格的なものにては將來移轉的なものにては、本來、相當の先物たるを差支なしとなす、否なそれを要するものがありて、長期清算取引にても毫も支障なく、短期取引となすは寧ろ技巧を弄するものとなるのみならず、更に取引所を有つほどの商品の相場は變動大なるものであり、妥當な價格を持つことが當該業界にとりて最も大切なのだが、之には長期取引が何よりとなるからだ。尤も其種取引の計畫者、例へば織維方面の取引所關係者としては、長期清算取引を廢めるのではなく、夫と並行して、つまり實物の流通をよくする爲に行ふのだとも云ふであらう。だが整然たる長期取引市場のある以上、實物需給としては上の相場を標準として相互に取引し、投合し難い部分を前者に持ちゆけば事足りるのである。所謂實物投機を合理的なものとして考へる者もあるが、其過當は流通が相場によつて亂されると共に、相場も物件の都合によつて徒らに動かされることとなり、前者は兎も角、後者は短期清算取引に於ても既述の如く短所となりて現はれるのだ。尙ほ長期、短期兩取引の並行は市場を二分し、彼等の意圖する市場振興策としても疑問なることを附言して置かう。

6) 短期取引によつては債券相場は日々の現物需給の關係で餘計に動かされることになり、他面金利によつても敏感に動くに至るであらう。此の金利によつては、債券に於ては妥當に動くといふことは必ずしもよいとは云へぬが、債券に於ては、本質として規定されるべき價格は金利によつて規定されるから。