

會學濟經學大國帝都京

# 叢論經濟

號三第 卷五十五第

月九年七十和昭

## 論叢

北支の金納小作制度……………經濟學博士 八木芳之助

松方正義公の經濟政策論……………經濟學士 堀江保藏

支那證券市場の性格……………經濟學士 德永清行

呂祖謙の貨幣思想……………經濟學士 穗積文雄

## 研究

近世絹織業の市場構造……………經濟學士 堀江英一

支那に於ける開墾問題……………經濟學士 山崎武雄

## 說苑

中小工業と創造信用……………經濟學士 田杉競

## 附錄

彙報

# 支那證券市場の性格

— 民族資本との關聯において —

德 永 清 行

## 一 財政證券と産業證券

凡そ一國經濟の進展には金融基調に圓滑なる推進力を求むるを重要前提とする。資本形成が證券化體すること多大なる現代にあつては金融市場の發達のためには證券市場との關聯が極めて緊密である。<sup>1)</sup> 證券市場は證券賣買を執行し、證券市價を控制する唯一の市場である。證券市場の騰落は金融市場に關係密接にして、銀行の資産はその一部を證券の購置に充て、銀行の貸出はその一部を證券擔保として貸付ける。銀行の餘資は大部分は證券を以て短期投資とする。銀行の發行券は證券を以て發行準備とする。偶々金融恐慌に際會すれば證券市場を以て現金供給の源泉とする。證券市場は平時にあつて金融市場の融資活動の地たるのみならず、恐慌時にあつては金融市場の外府となり金融市場の準備庫ともなる。<sup>2)</sup> かくの如く證券市場についての支那側見解には特異のものはない。證券市場には財政證券と産業證券とが登場する。前者は政府の發行にかゝるものであり後者は會社の發行するところである。<sup>3)</sup> 前者は公債市場とも稱せられ、後者は株式市場とも云はれるが後者には更に社債が伴ふ。されば觀點を變へて證券市場の上場物件は株券と債券に分つことも出来るが、會社は株式と社債を發行し、政府は公債

1) 張輯、中國金融論、p.526。  
2) 楊蔭溥、中國金融論、pp. 376—377。  
3) 民國三年公布、證券交易所法、第一條。

4) J. E. Meeker, The Work of the Stock Exchange, 1922, pp. 3—10.

を發行するからこゝでは適切でない。然も類別を細分すれば更に夫々區劃を行ひ得るであらうが、又更に見方を變へれば證券市場にはその證券取引に現物、先物の別があり、又短期、長期の差も識別する要がある。こゝでは視野を制約して民族それ自體の資本を活用してその地域産業の開發發展のために參畫せしめるといふ役割の下に、支那の證券市場についての特異性を檢出してこれが歸趨を指示したい。そのためには便宜上財政證券と産業證券とを證券市場の證券區別としてその運營業績を一瞥する。支那の場合通觀して民族資本の活用が極めて遲滯してゐたことは言を俟たない。そこには一面財政證券の分野が展開したものは見出されるが、畸形的であり正常的なものを取上げ得ず、他面産業證券の領域は不振を極めてゐた。健全性であれば財政證券と産業證券の建前は本來反撥するものではない筈である。その不健全性の由來を明瞭にし、大東亞共榮圈建設に當つて應能協力の一源泉として現地資力活用の課題解説の一助としたい。

支那證券市場は上海にのみ限定されるものではないが、過ぎ來りし方を顧みる時上海が金融市場に占めし地位は上海證券市場を檢討の對象とするにおいて支那證券市場の全貌を明瞭ならしむるに困難を覺ゆるものではない。上海證券市場は支那側のものとして二大別することが出來、支那側のものとしては「上海華商證券交易所」があり、外國側のものには「上海業業公所」(Shanghai Stock Exchange)がある。而して兩者を區別する時直ちに注意を喚起せしめられることは華商證券交易所は財政證券を上場し恰も公債市場であり、業業公所は産業證券を上場しいはゞ株式市場となつてゐたことである。華商證券交易所は財政證券取引より出で得なかつたといふことが直ちに投機に觸されたといふわけではないが、投資者の健全性を培養したのではなく、投機の不健全性に暗躍したものとつたのである。<sup>5)</sup> 業業公所は産業證券としての建前では證券市場たる性能を持つたとい

5) 上海之金融市場、經濟研究、第三卷第七期、pp. 133—134.

6) 公債市場、經濟研究、第三卷第九期、pp. 386—387.

7) J. E. Meeker, *ibid.* pp. 397—400. 中支那振興株式會社調査課、上海華商證券業概況、pp. 6—7.

へ、企業資本の健全性に貢献したのではない。こゝに業業公所については更に注目して値することがある。それは産業證券投資については在支外人資本の實態は支那人によつたであらうといふことについてである。然もそのことは業業公所を通じて企業資本が支那經濟に寄與したことになる。居れば敢て取上げないけれども、この點章乃器は次の如く説述してゐる。米國商に屬する上海電力會社の優先株所有者は、該會社の一九三三年の年報を根據とすれば、六九%までが支那人であるといひ、こゝに外籍銀行への支那人預金以外において支那の軍閥、豪紳と外國勢力が結合せし大道があつたといふ。更にそれと同時に支那側銀行が外商證券に投資した額も少くないのであつて、こゝに民族工業資本及び財政兩方面への發展なきを表示する外に、更に列國勢力の在支資本支配を増大したものがあるといふ點を力説してゐる。

## 二 華商證券交易所

支那の證券業の歴史は銀行業の進展と傾向を同じくして居り、その第一歩についても同様であつて證券取引はその端を前清光緒末葉に發してゐる。上海は支那金融並に商業の樞紐であり、證券業も上海にあつて育成せられたものといふことが出来る。最初證券市場としての形態を取るに至りしは株式市場としてであり、支那側證券業未組織前にあつて、清末外商側に上海洋商股票摺客公會 (The Shanghai Shareholders Association) 及び上海業業公所 (The Shanghai Stock Exchange) が成立して居り、支那側としては民國三年上海股票商業公會として創始したものがあつた。後來支那側證券市場は恰も公債市場たるかの實態に推移するに至りしも當初の事情は明かに株式市場として出發したものと見ることが出来る。清末上海は轉移出入繁華に向ひ外國證券の流入漸く多く、殊に橡皮股

- 8) 王承志、中國金融資本論、p. 114.  
1) 楊蔭溥、中國金融論、p. 363. 上海之金融市場、經濟研究、第三卷第六期、p. 35. 固有名稱を缺ぐ。  
2) 前掲、中國金融論、p. 364. 民國以降支那側株式仲買人として股票摺客の名稱

票即ちゴム株の如きは支那人側の注意を引起した。併し乍ら華商のこの種株式仲買に従事するもの乏しく、外人の操作するところであり、宣統二年の橡皮風潮の跡を承けて上海證券の賣買は外商株式に限定され外商の獨占取扱となり、華商にして證券賣買を専門職業とするものは未だ現出しなかつた。民國初年に及んで、支那側商人が始めて證券事業を經營するものあるに至りしを傳へてゐる。併し乍ら猶仲買人性質の附業にとゞまつて居り、證券の專業となつたのは上海股票商業公會の設立を以て起點となすものであり、而してこの範圍の擴張されしは上海華商證券交易所の成立してから以降のことである。<sup>3)</sup>

上海股票商業公會は民國三年秋組成されたものであり、取扱證券種類は各種公債並に株式其他雜券に及び取引としては盛んなるものありしも、株式については僅かに中國、交通、中國通商等の銀行株式、招商局、漢冶萍、漢口既濟水電、奧漢鐵路、商務印書館、中華書局等の會社株式であつた。かくて民國九年證券業務の發達に即應して上海華商證券交易所が股票商業公會の提唱によつて開設されることとなつた。同證券交易所は産業證券市場としての發展を恰も反映したる如く擴大改組されたものであつたが、十一年春には信交風潮と稱せられし不況に際會して漸く萌芽期に入りし華商の産業證券市場はここに頓挫した。該交易所の株價は激落して經紀人即ち仲買人の停業せしもの多く、交易所は改組を見るに至つた。爾後國民政府の成立に及びては順調であり、その業務の發展は其他交易所に比較してそれを凌駕するものがあり、殊に民國二十二年五月、政府交易所法の命するところに從ひ統一のを見るに至つた。交易所法第二條によつて同一區域内に同一性質の交易所二箇所を有し得ずといふ建前に從つた。當時上海證券物品交易所既に存立して居り、然も證券取引を取扱つてゐたから、證券部門を華商證券交易所に合併し、資本二百二十萬元、經紀人八十名として、華商證券交易所としては重ねて改組したもので

3) がある。證券之組織及其業務、經濟研究、第二卷第八期、p. 105。  
4) 中前市場、中國金融論、pp. 364-365。股票商業公會設立以後を公會時代の證券市場、證券交易所設立以前を茶會時代の證券市場の

ある。<sup>5)</sup>

この簡単な敘述において看過し難い事柄は華商證券交易所は大體發展過程を辿つてゐた外觀を呈してゐるが、實態において果してその證券取引の内容が公債市場としての擴大なりしか株式市場としての隆盛なりしかについて取調べて置くことの必要である。既述せし如く支那側證券市場は企業資本には縁遠いものとなつてゐるのであるが、證券取引所として最も優位を占めし華商證券交易所の經營内容を見る時交易所そのものは發展したとしても、その實態については畸形的推移を辿りしことが明瞭になつて来る。それは民國十一年の改組の頃を契機として産業證券より遠ざかりしものといふことが出来る。支那證券市場においては株式のみならず、公債取引が注意を惹き始めたのは民國五、六年頃からであつたが、十一年の改組以降公債取引の傾向を増大して居り、爾後の動向においては公債取引の方が優位を占め來つた。

### 三 衆業公所

こゝで上海衆業公所 (The Shanghai Stock Exchange) の由來を知つて置く必要が生ずる。衆業公所は外人經營の唯一なる株式市場である。光緒十七年創立の上海洋商股票摺客公會なる外人株式仲買人公會と光緒三十一年創立せし衆業公所に前者が合併されたものであるといふ。<sup>1)</sup> その機構は會員の自由賣買となつて居り、公所には資本がない。會員定數は一百名 (西人八十七人、華人十三人) であり、<sup>2)</sup> 上海の洋商股份即ち外商株式が大半を占めてゐる。

衆業公所は十種の銀行及銀公司股票、五種の保險公司股票、十六種の地産公司股票、六種の船場(ドック)・倉

證券市場との敘述もあり、明確を缺ぐ。 6) 經濟研究、第二卷第八期、p. 106。  
1) 民國八年的發源、新中國報、三十一年二月十三日。設立事情明確を缺ぐ。  
2) 王承志、中國金融資本論、p. 112。 章乃器、中國貨幣金融問題、p. 339。 衆業

庫及運輸公司股票、八種の公用事業股票、四種の紡績公司股票、三十八種の橡皮(ゴム)及墾殖公司股票、其他十三種の優先股票、三十六種の公司債票、十七種の上海租界市政債票、二種の俱樂部債票があり、百五十五種を計上してゐるが、これ等は在支外人に屬してゐた。<sup>3)</sup><sup>4)</sup>華商證券交易所が主力を公債に置いてゐたこと、對蹠的に刮目に値するところであり、然も衆業公所に上場される産業證券投資の實態は恐らく大半は支那人によつてなされたものならんとの點に留意を要するものが潜むことは既に一寸觸れて置いた如くである。<sup>5)</sup>衆業公所の運営は外商側にあり、然もその上場するところは産業證券であり、更にそれへの投資は支那側よりなされたもの多きを占むるといふ一聯の抽出は、凡そ支那側投資なるものはたとひ取引所上場の企業資本なるものを看取し得るとしても、外商側の支配下に掌握されてゐることを物語る。<sup>6)</sup>上海華商證券交易所の上場證券中には株式を認め得ても、畸形的であり投機的にして純正な企業資本たるものに乏しく、その主力は政府公債であり、支那文獻に假りに財政市場として評される所以である。<sup>7)</sup>章乃器がこの觀點において要約せしところは(一)支那民族資本の落後的地位であり、(二)支那金融資本における外部勢力の支配であり、(三)支那金融市場における内部勢力の支配である。この要約より章乃器は次の結論を誘導して居り、それは(一)會社企業の發達と健全資本市場の建設、(二)現代的金融市場と資本市場の完成、(三)金融權の確立である。<sup>8)</sup>

支那金融資本は非生産的投資を減少し産業投資を増大しなければならぬは當然の要請となつて來るのであるが、それは金融市場の運営を外的束縛と内的牽引より離脱したものであるに於いて遂行しなければならない。産業證券が上場物件として不適切なるが故にその分野狭少たるまゝに放置さるべきではなく、金融市場自らも産業關係改善の豫備工作を押し進めて行かなければならない。<sup>10)</sup>

公所は九十八人の經紀人にして、その中九人が支那人であるとの記載もある。

3) 章乃器、中國貨幣金融問題、pp. 339—340.

4) 經濟研究、第二卷第八期、p. 107. 取扱證券百二十種としてゐるものも見受

ける。<sup>5)</sup> 王承志、中國金融資本論、p. 114.

支那側證券市場の變遷は第一次に茶會の程度から第二次に公會の域に發展し、證券市場としては第三次に既に民國九年からは上海華商證券交易所の成立を告げ、交易所の組織を持つた證券市場となつたわけである。それは市場推移の一般段階を込んだものであり、別途に夫々の茶會時期にしても公會時期にしても又交易所時期にしても支那特有な部分的事情を求め得ることが可能であらうけれどもこゝでは視野を制約したい。もつとも交易所時期に入れる段階にしても嚴密には少しく遑つて置く方が事實に即應したことになるかとも思ふ。それは北京證券交易所の出發についてであり、同交易所は民國七年であつて資本一百萬元、經紀人六十人にして、國府の南京に奠都するまではその營業も若干發達したものと如くである。されば支那證券市場を論ずる一途としては北における北京證券交易所、南における上海華商證券交易所並に上海證券物品交易所を對照せしむることも出来る。上海證券物品交易所は民國九年の成立であり、資本五百萬元を擁し、各交易所中、上位に屬し、營業範圍は廣きに互り有價證券、棉紗、棉花、皮毛、金銀、食糧、布疋の七部門を持ちしもそれ等は組織上の優位にとどまり、營業の發達を傳へ難く、有價證券部門の一項は既述の如く二十二年五月上海華商證券交易所に投合してゐる。上海證券物品交易所は時間的にも既に民國九年の設置であり、規模も大きく、交易所時期に入りての大きな存在であり且證券交易所と物品交易所との類別としても留意さるべきものもある。併し乍ら北の北京證券交易所に對しても、上海の證券交易所としても、支那全體の主流をなす證券交易所としては上海華商證券交易所を取上ぐべきである。證券交易所としての對照を特に衆業公所に求むべき所以のものは華商金融市場と洋商金融市場としての形式の對立においてではなく内容にありしは既に若干記述したところである。

衆業公所は外人經營であるがここに上場されたる證券は果して適正に評價付けされたであらうか否やを見る。

(6) 香上銀行の如き外籍銀行の支那側預金もこの分野のものである。  
 (7) 王承志、中國金融資本論、p. 113。  
 (8) 前掲、中國貨幣金融問題、p. 345。  
 (9) (二)は植民地化、(三)は封建的高利貸の支配ともいはれるところである。前掲、中國貨幣金融問題、p. 345—346。



衆業公所では通常の利廻は往々五、六分に過ぎないといふ。然るに華商證券交易所にあつては年利六分公債は利廻が八分以下に低下することは稀少であり、通常一割二分以上に出るとさへ報じてゐる。この點について吳承禧は支那側證券市場と外國側證券市場における利廻を比較して、「これは我々に次のことを明瞭に示すものである。同じ上海の金融市場にあつて封建性の高利貸が依然民族金融資本の一方面に顯現して居り、外國金融資本方面には別個の様相がある。かかる激しい利廻の差のあるにおいては中國民族工業資本が國際資本と競争し能はざるを誰もが看取し得るところである」といふ。<sup>12)</sup>

支那の證券交易所としては其他滬波證券交易所（民國二十年成立）、漢口證券交易所（民國二十四年成立）の如きが擧げられるが、これ等については特記する程の經歷を求め得ない。<sup>13)</sup>ここでは上海衆業公所の存在が上海證券交易所に大きく對照される所以を形式と内容から一應明かにして置くだけで論旨を進めて行く。

#### 四 證券市場と金融市場

支那の證券市場は前述した程度において一應その特殊性を知り得るものがある。即ち證券市場とはいふものゝ支那側の證券市場は財政證券として公債市場を開拓したものであり、産業證券として株式市場を開拓してゐないこと、何故に公債市場に偏在したかといふことの延長として投資の缺乏と投機の瀰漫を掲げ得るのであり、これは支那證券市場推移過程の二弊害として提出されてゐるところである。<sup>1)</sup>そのことは銀行發達の過程において支那のそれは畸形的であると論ぜざるを得ない觀點と符合するものであり、表現を假りに用ひれば半植民地性と半封建性において、外的束縛と内的拘束において、換言せば支那經濟の國際性と地方性において解明される領域で

10) 前掲、中國金融資本論、p. 50. 11) 原文では帝國主義資本となつてゐる。  
 12) 前掲、中國金融資本論、pp. 114—115.  
 13) 經濟研究、第二卷第八期、pp. 106—107.  
 1) 經濟研究、第二卷第八期、p. 110.

もある。この畸形的推移はたとひ市場を發展せしめたとしても廣義にしても狹義にしても交易所の使命は達成してゐないことを現實に示して置く。公債市場の發達と株式市場の退嬰を銀行の實績と政府の動向に現れたところより抽出して支那證券市場の脆弱なる所以を明かにしよう。

支那銀行業の授信關係において公債と有價證券との占める割合を嚴密に知ることは出来ないが、一應次の如きものを掲げることが出来る。支那銀行の勢力は地域的には上海、天津、北京、南京、廣東、漢口、重慶、杭州、青島の九市並びに江蘇、浙江の二省に集中してゐることと内地の農工業との關聯が薄弱なることは夙にいはれてゐる。これを投資の建前からいへば公債への投資殊に上海にあつては地産への投資も一特徴となつて居り、併せて外國資本への依存と交易の畸形的發展を取上げて、支那金融の脆弱面が論證され得る。王承志のいふ支那金融の活路は公債、地産への投資の減少であり、産業貸付への重視であつて、併せて國際金融資本の在支の支配的勢力の消滅である。この點に即して證券市場についていへば、ここにいふ公債市場の發展、株式市場の退嬰が正に逆轉さるべき要求となつて來る。<sup>3)</sup>

公債投資がかくも證券市場に擴大して財政市場ともいはれて事實公債市場が主潮流となりし由來をここで概略解明して置くことゝしたい。公債賣買は大體民國五六年の間に始まつた理由は、當時北京政府の發行公債が既に稍々一般投資家の注意を引起したものがありしことである。更に公債取引が強度に投資家の注視を受けるに至りしは前掲の信交風潮發生を傳へし民國十一年頃からであると推測される。支那側株式交易は漸く成生しかけた頃この恐慌に遭ひ、代るに政府公債交易が投資對象となつたものである。(一)公債は擔保確實であり、(二)信用堅固であり、(三)利息比較的優秀であり、(四)賣買亦便利なるに因るといふがこれだけでは割切れるものではない。

2) 吳承祿、中國的銀行、p.16. pp.68-72. 3) 王承志、中國金融資本論、pp.18-20. 新中國報、三十一年三月十三日。 4) 前掲、中國的銀行、pp. 78-79. 5) 銀行業の內國公債投資の多寡について紙幣發行保證準備、有價證券の保有比率は銀行業態からと華商證券交易所の業態

一面支那側自體の見解においても察知するを得るのであるが、公債取引が證券市場の需要に副ふといふ適性の故において取扱はれたわけではなく、公債取引は比較的安全にして然も利息の割高といふことを狙つた結果であるから、證券市場は投資の役割ではなく投機の渦中に捲込まれたものであるは多言を俟たない。<sup>5)</sup>

支那銀行の投資關係が如何に公債と緊密に併行してゐるかは銀行業態においても勿論これを識り得るが、極めて概觀的に明證する事項として銀行の設立と政府公債發行との時間的相關がある。民國元年より十年に至る間に十一年より二十年に至る間に銀行設立數が多いことは他面に北京政府並に南京政府の公債發行額の多かつた事實が照合し、又民國二十二年と二十三年における全國銀行總行及び分支行設立が四百以上に出でゐることも、政府公債及び金融公債の増發といふ事實に對照せしめ得るものがある。<sup>6)</sup> 支那金融業の動向と財政狀態とは同一方向を走つて居り、その求めんとした活路は結局公債投資であつた。支那幣制の推移においても殊に廢兩改元の後にあつては明確に現れてゐることであるが、政府と新式銀行との聯繫はここでは財政と金融との聯合工作となつて現れてゐるのであり、固より正常な實相を持つものではなく、それは投機性よりの被害を國民に波及したものであつた。銀行保有の有價證券は、その内容は大部分が公債であり、社債の占める率は低い。然も公債の中にあつても中央政府の財政公債の占める地位が最も多く、政府と銀行との關聯の甚大なる所以のものを知る。かくて公債は政府の生命保持上重大なるものであり乍ら、市場に進出して國民の支持を基底としてゐたものでないことが判る。これが理由としては、公債が投機の對象として利子の銀行による獨占は夙に説述されたものがあるが、支那國民大衆が經濟生活の貧困の故に公債を購入する能力に缺くるに因るとの一見解は固より適切ではない。<sup>10)</sup> 蓋し國民大衆云々の論議よりも先に、公債消化機構が投機的に獨占されてゐたことを重視して置かなければならな

から投機の旺盛を説く。

7) 楊蔭溥、中國金融論、pp. 377—384. 8) 前掲、中國金融資本論、pp. 21—22.  
9) 前掲、中國的銀行、p. 76. 有價證券と各種貸付との比率は前者は後者より遙に低位であるが、然も有價證券の比率は逐年増加した。

い。<sup>11)</sup> 尙公債の發行は生産に即應するものではなく、剽匪のための軍事費支出が異常に増大したことにおいて生産に關係のない領域における發行増大であるといふのみならず、このことは更に生産を破壊したものともなつてゐることを告白して居り、並に公債は割引によつて金融業による投機の對象となつてゐるといふ前掲の經緯が公債發行の不健全を物語るわけである。

然も銀行の資金運用が公債に大部分仕向けられてゐるとすれば銀行業が産業開發に果すべき使命は缺けてゐるわけであり、たとひ銀行業の業績が數字的に増大しても銀行業の本來の役割は未遂行のままであるといはなければならぬ。銀行の投資貸付に占める産業證券の比率を一應求めて見よう。各種貸付と有價證券との總比例は急速に増大して、支那銀行の資金運用が即ち全國銀行の保有有價證券が全國銀行の拂込資本額をさへ凌がんとするといふ域に業務の擴大は示されてゐるが、その有價證券の内容は公債が三分の二を占めて居り、それが非生産事業を對象として發行されたものたるによつて、銀行の發展を畸形的ならしめ政府と銀行の紐帶關係をここに示す。銀行の畸形的發展は內的拘束たる地方性と更に外的束縛たる國際性に制約されて生産増強とは縁遠い存在たらざるを得なかつた。<sup>12)</sup>

そこには政府としては財政の健全と金融の健全を調整せんとする意圖が全然なかつたわけではない。政府が銀行に對して統制力を強化したこと、營業一般の不振は銀行の公債投機について衰落を反映したことを知り得る。<sup>13)</sup> 然も民國二十四年春財政部發行の一億元金融公債の措置の如きはただ銀行乃至錢莊についての補強にとどまり商業救済への働きを持ち得るものではなかつた。<sup>14)</sup>

銀行の業務は産業方面においては活躍してゐないから銀行業の發展が拂込資本金乃至積立金において示される

10) 前掲、中國金融資本論、pp. 24—25.

11) 前掲、中國銀行、pp. 78—79.

12) 前掲、中國金融資本論、pp. 31—32.

13) 前掲、中國金融資本論、p. 33.

前掲、中國銀行、p. 76. pp. 80—81.

14) 前掲、中國金融資本論、p. 37.

ものがあるといふ現實の事實を以てしても、商工業との關係が薄いものであることを知つて置かなければならぬ。更に兌換券の増加も同様な視野において吟味さるべきものである。支那銀行業務における預金の増加にしてもその内容的検討は商工業の不振を反映するものとなつて居り、それは遊資の充斥といふことを指示するものである。<sup>15)</sup> 商工業投資の進展は目覺しきものが求められず、彌縫的措施以上には出でなかつた。銀行は商工業に對して低率貸付を行ふよりも公債への投機的利鞘を狙つてゐた。高利の預金は高利の貸付たらざるを得ないわけであり、商工業貸出は銀行の好んで進出しようとするところはなり難いものであつた。<sup>16)</sup>

政府財政については瞥見にとどめたが、その推移からしても、銀行収益の利搜しからしても商工業發達の條件整備は求め難い。そこには必然商工業經營體の株式乃至社債の類が銀行貸付の對象たり得べき協力的歩寄りが必要となつて來る。證券市場と金融市場而して公開市場政策と一聯の金融措置が要視される所以は實にここにある。<sup>17)</sup>

## 五 證券市場と資本市場

支那の證券市場においては財政證券として公債取引が發達し、産業證券として株式乃至社債取引が萎微したことは既に觸れたところであるが、その原因として凡そ二つが掲げられてゐる。(一)その商工業の根底が不健全なるにより、商工證券への投資、賣買の極めて少きこと、(二)政府債券の利廻が極めて優厚であるために、遊資はすべてここに集中する。<sup>1)</sup>

支那側證券市場における産業證券取引不振の原因は、(一)支那側會社、工場の資本甚だ少く、又その株式の市面流通に乏しきこと、(二)會社株式が少數大株主に所有され市面流通を減ずること、(三)會社會計が公開されざ

15) 前掲、中國金融資本論、pp. 36—37. p. 43.

16) 前掲、中國的銀行、pp. 78—79.

17) 張輯頌、中國金融論、p. 526.

1) 經濟研究、第二卷第八期、p. 110. 吳承禧、中國的銀行、pp. 78—79.

るに因り社會的信認に明確を缺き株式の市面流通が困難なること、(四)會社當事者が株式相場の額面以下なるを厭ひ市面流通を希望せざること、(五)株式の名義書換の煩瑣なるを以て市面流通が一般に受入れ難きこと、(六)實業の無保障、投資者の警戒によること、(七)株式投資の採算は有利ならざること等であり、要するに市面流通性に缺ぐわけである。<sup>2)</sup>

以上によれば株券投資が伸展せざりしこと、從て株式市場は産業發達に貢獻せざりしことを物語るわけであるが、公債取引が證券市場に擴大してゐた反面の理由は前述したところに俟つ。公債取引は國債の消化において操作されたことを全面的には否定しないが、たとひ公債消化が圓滑であつたとしても支那の公債は建設面に缺けて居り、公債の數字的増大は却つて内亂に對する軍事費支出の増大を反映したものであり、公債そのものが健全性に缺けてゐた。投資者側の意向に存在したものは政府公債政策と歩調を併せたものでなく交易所によつて投機の鞘取をしたことを看取しておかなければならぬことは前述の如くである。上海證券交易所それ自體は發展した經歷が認め得られるけれども、交易所本來の使命を發揮して産業發達における培養上の基地を與へたものとはなつてゐない。

支那の證券市場の畸形的狀態を修正し證券市場が公債消化のためにも産業投資のためにも圓滑なる運営を期するには凡そ三途を掲げてゐる。(一)政府は公債に對する信用を鞏固にし、政府債券より投機性を放逐する。<sup>3)</sup>(二)政府と國民との統力合作により商工業の繁榮を圖る、(三)銀行と交易所とにあつては共同して産業證券市場における株式と社債の發展に注意する。この三點は證券市場の邁進を期するにおいて金融操作に資するのみならず、全國商工業を益するものなるは勿論である。<sup>5)</sup>

2) 經濟研究、第二卷第八期、pp. 111—112.

3) 楊蔭溥、中國金融論、pp. 399—405. 公債賣買を主體とせし支那證券市場における騰落事情を公債それ自身の事情と市場との關聯事情と其他連帶事情の三途より檢出す。

商工業の不健全なるによりこれへの投資が低度なりとするは真相の前後關係に明瞭を缺ぐ。支那の企業組織は元來大部分個人獨資經營であつて、歐米新規の事業輸入されて以降會社組織のもの漸く多きに至つたものであるが、その國民性情が會社組織に適合せずといはれし程この角度の伸展には脆弱なものがあつた。併し乍らその企業組織は個人獨資を適合せしものとは斷定し難く、又組合制度をその限界とするものとも規定し難い。要は社會律が未だ企業組織を會社形態へまで引上げ得ざりし段階に滞つたためであり、そのことの故に支那には會社制度を適合せずとは取極め得ない。支那の企業資本が却つて外商株式市場に流入せし先行例は衆業公所について明確に出てゐるが、今次支那事變以降においても注視せしめるものがある。支那側産業證券市場の強化主張は當然湧起してゐるのであるが、それは次の如き諸點に根據を持つ。(一)株式市場の増強は株式の流動性を増大し、従て國內商工業の繁榮を期し得べし、(二)商工業をして資金活用を得さしめ市場操作を増加す、(三)資金の集中は大規模經營を容易とす、(四)投資を便利とす、(五)國家を裨益す。以上何れも逐次聯關する事情であり、かく列項するまでもないが證券市場の側面より企業資本の動向に働きかける次第である。

## 六 證券市場の再建

支那における會社株式は第一次歐洲戰爭に際して會社組織の興隆にありし事態に伴ひ、國內商工業發達或は改善も見られ、株式の發行の増大、株式の賣買の進展もこの時期に胚胎するものありといはれる。當時流通の株式としては航業株の招商、甯紹、紡織業の大生、鋼鐵株の漢冶萍、出版業の商務、中華、銀行業の中國、交通、四明、浙江、興業、中國通商等であり、公用株の既濟水電以下蘇北各地の鹽墾公司等である。その中優秀なる株式市價は多くは額面以上であり、中華國民製糖公司の發行株式は人氣を博せしといふ。併しこれは歐洲戰爭による

4) 張鶴齡、中國金融論、pp. 529—532. 公價市價の大小を經濟上の原因と非經濟上の原因より抽出す。  
5) 經濟研究、第二卷第八期、p. 110. 6) 經濟研究、第二卷第八期、p. 111.  
7) Chen Chia Tsün: Das chinesische Bankwesen, 1938, SS: 92—98.

景氣にとどまり、大戦の終了と共に國內企業景氣も俱に去り、戦後經濟恐慌は支那へも波動し、商工業不振の徴、商工業關係株式への人氣は冷却し支那株式市場の建設の依るべきものを喪つたものである。

新貨幣政策實施に次ぐ公債政策はここにも意義を持つた。<sup>1)</sup> 民國二十五年二月統一新公債による借換が公債市場の上に重要な役割を演ぜしと共に幣制改革は株式市場への影響も伴つてゐる。商工業の繁榮株式投資の増大等のことあり、株式投資の機運の興起は實需に應ぜんため關係方面においては上海中國股票市場の積極的計畫に乗出すものあるに至りしを傳ふ。この機運醸成の時期に支那事變の勃發せし衝動は如何なる影響を持つものであつたか。蘆溝橋事變はやがて上海戦の爆發となり、上海戦は證券取引を停頓せしめ、株式市場が停滯したことは當然の成行であつた。商工業の蒙りし創痛は深く且大であり、支那證券市場のことも一時聲をひそめた。然るにこの時には舊法幣の外匯變動のことがあり、資金集中、株券投資乃至投機はすべて外商株式を以て標的物とした。時に痛ましくも舊法幣の價值維持は舊政權の表言を以てすれば國民の信認と通貨の操作にその基底を誇示した時においてである。外商株式への投機は前代未聞であつたといひ、然も支那株式の方は舊態依然不振のままであつた。この時第二次歐洲戦の氣構えは米國株式の暴落を呈し、南方諸地域情勢の緊迫は株價を益々低調とし、外國株式思惑による激變過程を露呈した。ここにおいて支那國民は外商株式投資も絶對安全に非ざるを又絶對有利に非ざるを知り、支那證券市場の提唱が再び擡頭するものあるに至つたことを傳ふ。<sup>2)</sup>

今や上海には一面數十億の遊資が投機の途に充斥して居り、他面國運に關係大なる正規産業は資金の缺乏に依り發展を阻止されて居り、この二者間には鴻溝愈深きを憂へてゐるわけである。されば支那側の再建機運が推擴してその證券市場を建設することが出来れば、一面遊資を導入し、他面商工業を合理的に發展せしめ得るわけである。兩者は相互に裨益して、支那經濟の福祉を健全に伸展せしむるであらうと待望される所以のものがある。<sup>3)</sup>

1) W. Y. Lin: The New Monetary System of China, 1937, pp. 103—104.  
2) 經濟研究、第二卷第八期、pp. 112—113.  
3) 經濟研究、第二卷第八期、p. 130.



支那株式市場への要求は如實に現れてゐるが、現段階を以てすれば恐らく次の如き程度のものであらう。即ち目前華商株式交易漸次發達しつつありと雖も暗市場の域のものである。上海遊資は市面に充斥し、外商株式投資より遷流したものであり、銀行預金は減息によつて利息の微薄を訴へて居り、華商株式投資の比較的安定なるを報じてゐる。他面舊法幣價値の低落したことは各企業經營に畸形的發達を齎して居り、かくて株價は額面を超過するといふ事態において華商株式は目前相當の發展機運にあることを報じてゐる。

證券市場としては會社株式の市場として果したものでなく、要約して企業資本の分野は未開拓であり、將來に開拓すべき領域は多分に残つてゐる。公債債票の市場としても貢獻し得ざりしもの、公債市場として財政證券の消化についてもそれは投機的なものであり、建設目的に副ひしものでなかつた。<sup>5)</sup>更に投機對象として看取しても地方公債は未開拓のものであつた。<sup>6)</sup>

金融市場における資産としての證券貸付としての證券、投資としての證券は極めて重要度を持つものとなつて居り、然もそれが從來自國独自の運營を不可能とした支那にあつて、その本格的再建期に即して民族資本の動向として産業證券市場を持つ意義をここに重要視したい。金融市場における有價證券の作用は緊密であり、ただに有價證券を投機の對象において取引するにとどまらず、資本は證券化されてゐる今日の經濟段階にあつては證券市場は金融市場との關聯より更に資本市場のそれに擴大する。金融市場としての健全性のためにも從來の證券市場は改善されなければならぬものであつたが、更に金融市場が商工業資本の圓滑を期するためにも資本市場としての面目を發揚しなければならぬものである。然も證券市場の職能は在來の經濟機構の背景において確立を要するものではあり得ない。支那證券市場の再建は經濟新秩序の建前において遂行されんとする所以のものをその基底に吟味して置かなければならない。

4) 新中國報、三十一年三月十三日。

5) 王永志、中國金融資本論、p. 50。  
張輯頌、中國金融論、p. 526。

6) 楊啓博、中國金融論、pp. 368—369。