

商工經濟研究

第四卷 第二號

(昭和四年四月二十五日發行)

我國の取引所と限月問題

木村 増 太郎

一

株式取引所の限月復舊案は遂に今期議會を通過し、五月一日から實施せられることとなつた。大正十四年の限月短縮以來、隨分論議された問題であり、去る議會開會當時に復舊案の現はれたときにも、反對論の甚しかつたことは周知の如くである。しかし吾人學究の立場よりこれを見るに、この限月論戰は全く見當違ひの議論のやうに思はれる。凡そ筈に限月制の短縮せられたのは、畢竟、實物取引を助長して投機取引を抑制し、以て公正なる公定相場を示し、取引所の機能を發揮せしめんとしたものであり、また復舊に對する反對論の多くは、その結果、不健全なる投機取引を助長することになるといふにあつたやうである。併しながら、單に限月の短縮に依つて、果して取引所をして投機市場より實物市場化せしむることが出来るであらうか。

一體、我國では、やゝもすれば、投機取引といへば、直に賭博を聯想し、一概にこれを害惡視するの傾あるが本來取引所なるものは投機取引を行ふところの市場に外ならない。蓋し凡そ商業なるものは貨物を物及所に適當に分配してその價の變動を防ぐものであるから、結局、商人は自ら危険を負擔して一般生産者を安全ならしむる一種の保險業者といつてよいが、一般事物の進化は分業の理法に據ることを要し、取引所に於て行はるゝ投機商業も、畢竟商業の發達に伴ふ重要な一分業といふべきである。即ち交通經濟が漸次進歩するに伴つて一般取引の分量及區域は益々擴張するのみならず、社會人事の複雑となるに従つて、各地の現在未來の市況を明にすることは特に困難となると同時に、他方生産の規模漸次大となり、大量生産の益々旺となるに至つて、この種の大量商品を時及所に適當に分配して價格を決定する最も危険なる任務に當ることを主とする投機商業の發生するは、必然の結果であつて、かゝる投機取引を行ふ市場が即ち取引所である。従て投機取引の効用の最も主なるものは貨物資本を現在及未來に適當に分配して物價の激變、金融の動搖を防ぐにあるものといはねばならぬ。而して取引所の取引に於ても、定期取引は投機取引の行はるゝ主なる形式であると共に、投機取引の効用を發揮せしむるに最も適當なる方法である。尙これに依つて一般實業者は繫ぎ取引を行ふて、價格變動の危険を免るゝことが出來、この保險作用を爲すことは定期取引存在の一大理由といつてよい。従つてもし投機取引に定期を制限するに於ては、勢ひ物價の變動を甚しからしめ、その結果、却て不健全なる投機を誘致することになるの惧あるものとすはざるを得ない。

多年行はんと欲して行ふことの出来なかつた定期取引に於ける限月短縮を、大正十一年政府が敢然斷行するに至つた動機は、恐らく大正七八年に於ける熱狂時代に、取引市場が一大賭博場と化したるの事實に由来するものであらうが、併しながら、當時の實際について觀るに、取引所の不穩當なる相場を永く持續せしめたものは、寧ろ取引所外に於ける一般商人の投機的行動であつて、當時重要な大量商品に付いて仲間先物取引なるものが盛に行はれたが、その取引に参加したものは専門の投機商ではなくして、主に第一流の間屋營業者であつたのである。而も彼等の取引態度は不規律不健全を極め、これを同種の商品を取扱ふ取引所の正式の定期取引に比して著しき墮落を示し、これが爲めに、一般經濟界に未曾有の波瀾を惹起さしめたのである。現に當時の米穀取引所の如きは、寧ろ不穩當なる市中正米相場を牽制するの作用を爲した。凡そ定期市場と現物市場とを問はず、一時的偶然的の事情に因つて相場の動搖することあるは免れ難いところであるが、健實なる市場はかくの如き偶然的の事情に影響せられながらも、一面には汎く時間空間に亘つて需給の狀勢を考察し、その相場を正當なる方向に導かんとするものである。これ現物市場の外に更に定期市場の存在するを必要とする所以であるが、この定期市場を健實ならしむるには、先づ以て取引所に於て定期取引を許さぬといふ取引所法の根本方針を飽くまで貫くことが必要である。

勿論、元來我國の取引所は決して健實なる投機取引の市場とはいふことは出来ない。その最大缺點は、餘りに純投機者の集合所となり、従てその取引が獨り甚だ冒險的であるのみならず、餘りに差金取引的となつて實物の基礎を缺ぐの點にある。併しながら、これは一面、我國民が健實性を缺ぐといふ國民性の缺陷に原因するものであるが、尙それと同時に、他面、我國民の經濟生活そのものが甚しく不安定であつて、これが爲めに、國民の投機心が過度に刺戟せらるゝことにも基因してゐる。而して我國經濟の不安定なることは、主として一般生産業に對する内外市場の不安安全なることに原因する。即ち先づ國內市場に付いて觀るに、我國の最大産業たる米の生産が、國內市場のみを相手とし、而かも傳統的にこれが自給策を固執せるため、米價は世界の重要商品に比類を見ざるが如き暴騰暴落を繰返し、而かもその暴騰が必ずしも收穫の多少に比例することなくして執拗なる墮勢を示し、その結果、一方には消費者としての民衆の生活が甚しく不安に陥れるのみならず、我國に於ける實際上の農業生産者は平均田畑一町歩内外を耕作するに過ぎない自作農小作農であるから、彼等の生活の自給自足經濟より脱して貨幣經濟に移つた今日に於ては、米價の激變は甚しくその生活を不安定ならしめてゐる。即ちその結果、本來安全を特徴とすべき農業が最も危険なる事業となり、従て經濟上の激變に堪ゆるの力乏しき一般農民は、非常なる生活の不安に襲はれることになるを免れないのである。かくして我國民の購買力は絶えず著大の増減を現はすため、勢い一般市場も不安安全となるを免れない。夫になほ外國貿易に付て觀るに、我輸出品の太宗なる生絲の販路が甚しく米國に偏して居るため、米國に於ける偶然の生絲需要の變動より、我國の絹業全體の運命が左右

せらるゝの危険があつて、市場が頗る不安全となるを免れない。加之本來我國は歐米と文化の基礎を共通にせな
いため、國民生活の態様が甚しく各國と相異し、その結果、我國の主要生産品のうち内外共通の市場のないもの
が少くない。かくの如く我國の一般産業が不安定であるが爲め、日常生産取引に意外の重大なる損害を生ずるの
機會が多く、従てその結果、これを代表する有價證券の相場に激變を生じ、延いてはこれに關する投機取引の甚
だ不健全となるのは一面已むを得ないところである。故に投機取引を健全ならしめんとせば、一方如上の我産業
界の不安定を除くの策を講ずることが必要である。

三

定期取引は上にも叙べた如く、投機取引の行はるゝ主なる形式であつて、其投機取引の効用を發揮せしむるに
最も適當なる方法であるが、さればとて、取引期限の不必要に長きことは、もとより取引を不健實ならしむるの
弊少なくない。現代の如く社會人事の複雑であつて變化の急激なる時代にあつては、いかに市況に關する高度の
智識經驗を有する者でも、到底長き將來に付て正確なる豫想を立てることは出来ない。従て長きに過ぎる定期取
引は單純なる賭博的冒險取引となるの惧なきを得ない。それに又取引を健實ならしめんとせば、市況に關する十
分なる智識經驗を有することの必要であるは勿論、更に十分なる資力信用を有し、且その取引は資力信用の程度
に權衡を失はない範圍に止まらしめねばならぬ。而るに取引期限が長きに失するに於ては、勢ひ萬一を僥倖して

薄資者が投機に手を下し、又は資力不相當の投機を試むる者の現はるゝに至る惧なきを得ない。而して薄資にして信用なき者が取引に關係するに於ては資力の強固なる者は容易に人爲的の相場變動を惹起することが出來、その結果、取引所をして、經濟財政の指針たる價值を失はしめ、却てこれを經濟界の攪亂機關たらしむるに至る弊がある。それに又薄資者の取引に關係するに於ては、取引界の信用を害して、世の資本家營業者のこれを利用することを妨ぐることになるのみならず、彼等が投機に手を下して、一身一家の不幸を招くことの風紀上憂ふべきは勿論、その他薄資者の投機に關係することの弊害は極めて大であるが、近き將來に實物現金の準備を必要とせない過大の長期取引は、自づから薄資者を誘ふて投機に向はしむるに至るは争ふべからざる事實である。いかに投機取引は一國の經濟の成立に必要とはいへ、かくの如く無資力者をして容易にこれを行はしむるの方法は、全く不健全なる投機を奨励するものといはざるを得ない。

かくの如く長期の定期取引には種々の弊害のこれに伴ふ惧はあるが、さればとて、取引の期限を短くするほど有利であるとなし、更に進んで現物賣買に近き直取引を盛んにせんとするは、却て角を矯めんとして牛を斃すに異ならない。一見直取引を行はんとすれば、定期の場合よりも現金現物を多く必要とするから、取引が健實となるかの如く想はれるが、併し定期にも巨額の證據金が必要であるから、無資力者は妄りにこれに手を下すことは出來ない。そののみならず、直取引は現金現物に多く束縛せられ結果として自づから相場の變動が激烈となり、且つ事業から多大の資本を引き上げ投機取引に吸収し來り、尙その利も急激の變動を起して、一般金融界を動搖

せしめる缺點がある。殊に定期取引の履行に付ては、當事者は豫め準備を爲すの餘裕を有するけれども、直取引に於ては資金の需要切迫し、その日々の需要高も不規則に起るから、金融界を動搖せしむるの不利は特に大ならざるを得ない。凡そ定期取引は現物を有しない者をして賣方に立たしむると同じく、現金を有しない者をして買方に立たしむるものであるから、定期取引制限の結果は、賣方を制限すると同様に買方をも制限するや論を俟たない。而してこれを抑制するときは、賣方も買方も齊しく繰越取引、即ち物件資金の定期的貸借の方法によつて定期取引の目的を達することが必ずしも困難でないから、定期取引の抑制は賣方を苦しむることが一層大であるやうであるが、一方資金を借らんとする者はその受信の擔保として有價證券又は商品を提供するを要することが多いから、従つて買方自身も少なからざる現物の需要者とならざるを得ない。故に特に賣方、即ち弱氣の勢力を殺ぐことが出来るやうに見ゆるが、事實は必ずしも然りといふを得ない。また假りに、これを殺ぐの力ありとしても、法律が取引者の一方の地位を人爲的に抑壓して、相場の公正なる決定を妨ぐるの非なるは言を俟たない。そののみならず、有價證券の定期取引を制限すれば、投機取引の適當なる目的物として一般資本家のこれを需要することが減少するから、勢ひその價格は低落せざるを得ないと共に、尙その證券は利殖のために着實なる資本家の手に保持せられて、投機者の手に轉々流通して絶えず相場の變動を生ずるの弊を除くことが出来るやうであるが、その實、上にも叙へた如く、繰越取引が旺盛となつて、有價證券の貸借が増加するから、この貸借の目的のために、證券は依然投機市場に留保せらるゝもの多きを免れない。

四

これを要するに、長期に過ぐる定期取引は、弊害のこれに伴ふものがあるとはいへ、これを禁止しても到底十分に勵行することは困難なるを免れない。即ち凡ての取引は期限に至つて、直接又は間接の繰越方法によつて、その實體を定期取引に變ずることが困難でないから、却てその結果、實際に於ては一層不健全なる長期取引及空賣買が跋扈することにならざるを得ない。曾て獨逸に於て定期取引を抑制した結果、一面從來投機商業に使用せられた巨額の資金は去つて外國の取引所に移り、益々取引の不振を來たしたのみならず、金融は逼迫して而かも公債を初め一般有價證券は著しく低落するに至つたと共に、他方、直取引大に盛んとなり、各人が繰越取引を行ふために銀行から資金を借出すこと益々増加し、かくして取引所は健全なる實業家のこれを利用することが困難となつて、純然たる投機取引に限らるゝこととなり、全く立法の目的に背馳するの結果を生じた爲め、遂に一九一〇年の法律を以てその禁を緩むるの餘儀なきに至つた。我國に於ても曾て政府が簡易の條件を以て直仲買人なるものを設け、徒らに直取引を奨励した結果、一時、長期限の定期よりも遙かに不健全なる所謂チキを跋せしむることとなり、その結果、取引所は全く公認の賭博場と化し、政府は自らこの賭博を保護するの奇觀を呈するに至つた爲め、遂に直仲買人なるものを廢止するの已むなきに至つた。

凡そ投機取引の目的とするところは、第一に貨物又は資本を適當に時間的空間的に分配し、以てその價の變動

と各國各地間の不平均とを防ぐにあつて、特に取引所の最も重きを爲すは、その時間的分配を適當に行ふことにあるのである。これ定期取引が投機取引の効用を發揮せしむるに最も適當なる方法となす所以である。勿論、取引所に於て直取引の盛んであることは、一般に資金を證券化しまた證券を資金化して、金融を圓滑ならしむるの効果はあるが、取引所に於ける取引の大なる部分が投機的であつて、資金證券の實需要に出づるものでないことは争はれない事實である。それに直取引のみ盛であつては、大なる資力を有する者は買占のみならず、賣崩をも行ふことが容易であるから、相場の人爲的變動を起すことが大であるが、定期取引を認むるときは、かくの如き弊害が多く起ることが出来ない。英國に類する會員組織を採る米國の取引所に於て、英國と異なつて、相場の変動が實に甚しく、不健全なる投機の跋扈しつゝある重大原因は、その取引が直取引に偏する爲であることは疑なきところである。これを總するに、定期取引の制限は投機取引の最も重要な作用を傷けて、而かもその目的とするところの無資者の投機を抑制するといふ効果を擧ぐることは至難なるものといはざるを得ない。

かくの如く定期取引の制限は、從來我國政府の所期するが如き不健全なる投機取引を抑制する効果がないのみならず、一面、長期の取引にも全然利益なしといふを得ない。長期取引の存在するに於ては、世の資本家は長期の後に入手すべき證券又は資金を豫め定期市場に於て處分し、以て後日相場の変動より起る危険を免るゝことが出来る利益がある。又長期限の相場は概して正確なることが難いとはいへ、同時に長期の相場は必ず常に不正確であるとはいふを得ない。従て取引の期限はこれを短期となすほど有利であるとの議論は大なる誤解であつて、

現行法大正十一年改正案として議會に提出せられたる際、貴族院の特別委員會に於て、投機取引を抑壓せんがため限月を短縮せんとするものならば、むしろ之を一箇月制となすに如かずとの修正案出で、可否同數の結果漸く委員長の決に由つて原案の通過を見たるが如き、これ全く投機取引の本質なるものを理解せざるより出でたるものに外ならない。實取引を主とすることを以て特徴としてゐる米國の取引所に於て、相當の期限を有する定期取引を發達せしむべしとの説近來起りつゝあるは、いかに直取引に偏することの弊多きかを示せるものといはざるを得ない。されば取引期限に對する政策としては、たゞ徒らに強制的に長期取引を禁ずるは却つて不得策たるを免れない。元來我國の投機取引は純然たる空賣買より起つたものであつて、その弊害は到底一朝夕に矯正することは容易でない。殊に一足飛びに現物賣買に近き直取引を盛んにせんとするは、むしろ無謀の舉といつてよい。それに本來我取引所取引の不健全なるは、これは制度の罪ではなくして、制度運用上の缺點に由るものであつて、その運用に付ては政府が監督權の行使によつてこれを改善することが出来る。勿論、この種の機關にあつては、當事者の自助自衛に一任する放任主義を採るを理想とするので、現に英國では、嚴重なる取引規約を當事者が自發的に制定し、各自が嚴正にこれを實行してゐるが、我國の如く國民の取引所を利用するの必要を感ずることが歐米の如く大でなく、現に取引所を利用する客の大部分が、資力薄弱で且つ智識經驗に乏しき劣等の投機者流を以て占められてゐる國に在つては、ある程度までの政府の監督は已むを得ないところである。併し一面に於てはいふまでもなく取引の主人公は則ち仲買人であつて、取引所は單にこれを補助するの機關に過ぎないから、仲買

人にして進歩せざるに於ては、到底取引界の改善を望むことは出来ない。而してこれが爲めには、取締を厳にして仲買營業を公明正大の業務たらしむると共に、仲買人團體に自治的權限を與へて、その自覺向上を促すことが必要である。仲買人の資力が加り、その品性が高まるに於ては、自づから着實なる一般世間の資産家も仲買によつて取引所を利用することが盛となるに相違ない。取引界の状態がかくの如く進歩して、初めて直取引も盛となることが出来るのであつて、今日の状態にあつては、いかに長取引を禁じても、眞の直取引及短期取引を發達せしむることは、爾かく容易なるを得ない。従て我政府がたゞ取引所をして投機市場より實物市場化せしむるの趣旨の下に、取引所の如き鋭敏なる機關は多年の慣習に基いてよく圓滑なる運用を爲すものであるに拘らず、この慣行を強制的に打破し、限月短縮をなしたことは、決して適正なる政策とはいふを得ない。

併しながら、取引の期限はこれを三ヶ月内とすべきや、或は更に進んで一ヶ月とすべきやといふが如き實際の期限限定問題に至つては、これを理論的に解決し得べきものでない。即ち二ヶ月制ならば差支ないが、三ヶ月制は絶對に不可であるとか、若くは飽くまで三箇月制でなくてはならぬといふが如きことに對して、理論的根據は頗る薄弱である。従て抑も政府の行つた限月短縮の根本趣旨が、理論上必ずしも實際に適應せないのであり、而ももとゞ投機取引の抑制といふが如き見當違ひの改正であつたものであるから、改正限月制の實施後の實蹟に徴して、若し取引上に支障あることが明らかとなつたならば、舊三箇月制に復歸せしむるも敢て妨げないであらう。吾人は現行法が實施後取引上に如何に影響を與へつゝあるやに付いて、復舊論の當否を判斷するに足る十

分なる材料を有たないが、上にも叙べた如く、本來限月の短縮に依つて不健全なる投機取引を抑制し得べきものでなく、且我取引所取引の不健全なるは、制度の罪ではなくして、むしろ制度運用上の缺陷に因るものであつて法律の改廢の如き畢竟末節の枝に過ぎないものといつてよい。