

投機信用について

川合一郎

— 取引を容易にするものはすべて投機おも
容易にする。取引と投機とは多くの場合に
きわめて密接に結びついており、どこまで
が取引でどこからが投機であるかを明言す
るのは困難なほどである。J. W. Gilbart:
*The History, Principles and Practice of
Banking*, 1834. p. 137 —

I

投機はしばしば賭博と對比される。兩者はとも
に、現在の時點においては當事者に明白となって
いない將來の事態を豫測しあって、その適中か否
かを條件として既存の富を再分配しあうという點
では共通している。投機が賭博と異なるのは、その
事態というのが特に價格の騰落であって、賭けら
れる對象がその騰落差であるということ、しかも
それが、騰ると思うものは買い、下ると思うものは
賣って、後に騰落が判明したときに、その時の價
格で賣戻し又は買戻すことによって、その價格差
を實現するという形式をとる點にある。従って投
機は賭博が商品流通的形態をとったものといえる。
このことはまた次のことを意味する。(1) 投機は
價格變動差を掬うことを自らの賣り買いの行爲を
通じて行うのであるから、自分の賣り買いの行爲
自體が價格に反作用を及ぼす點で賭博と異なる。
投機は商品生産の無政府的性格を主體的動機的に
みた側面であると同時にそれを強化するのである。
(2) 賭博の場合は 100 圓を賭けた場合、この 100
圓全部が賭けられた對象であり、再分配される對
象であるが、投機の場合は 100 圓の商品を投機目的
で買った場合、かりに價格變動率を 1 割とする
と、賭けられた對象は 10 圓にすぎない。逆にい
えば同額を賭けるにしても、投機の場合は、價格
變動率の逆數倍の資本前貸を要する。投機はかね

のかかる賭博である。(また投機にあっては賭博
とちがって賭けられた對象たる價格差自體が後日
にならねば判明しない。)

このことからつきのことがでてくる。投機は、
(賣方投機を一應論外とすると), $G-W-G'$ とい
う形をとることになるから、資本の一般的な運動
形式と同じになる。逆にいえば資本はそのもっと
も外部的な形式において投機と同じである。事實、
前期的商人資本は形式内容ともに投機資本であっ
た¹⁾。

資本制商品生産はこの價格差を流通内の變動に
委ねず、自らの循環内において生産することにな
った點において、純粹に流通内ののみを場面とする
投機と異なるようになるけれども、それが形式上か
らは $G-W-G'$ の形式をとるかぎり外部的形態か
らは同一である。しかもこのさい $G-W-G'$ が生
産過程を包摶するにいたったのは價格差を確保す
るためのやむをえない惡なのであるから、流通内
で價格の急激な變動が生じ、そこで利得獲得の可
能性が與えられるときには、產業資本でさえも、
生産過程を介せずして流通過程のみから價格差を
追求しようという衝動に襲われるのを常とする。
もっともこのさい產業資本が生産を全然放棄して
もっぱら商業資本になってしまふ(例えば昭和 20
~23 年の惡性インフレの時期)というような極端
までゆかなくても(これはむしろ例外的事態であ
る)、好況期において價格が價值以上に昂騰して

1) 投機資本はこの價格差を自らの如何ともしえな
い流通界の現象に委ねるほかはない。もしこれが流通
内に止まつたままであることを前提とすれば、一方で
は與えられた價格變動差を有效にとらえる技術を發展
させるか、他方では流通内の操作によって價格に攪亂
を與えるしか途はない(買占め、賣惜み、賣放ち等々)。
しかしこの操作が多少とも思うようにできるようにな
れば投機の性格が變つてくる(獨占資本の行う投機)。

いるときには生産自體が投機化する。

産業資本の派生的形態である近代的商業資本は自らは生産過程をもたない點において投機資本に共通するが、この場合は産業資本の流通期間中の追加運轉資本を負擔し、そのなかで産業資本のために商業労働をひきとり節約してやってその節約益を利潤として受けとる點では投機資本とはいえない。もっともこれとても資本である以上、かかる流通労働負擔は價格差追求のための必要悪である點では産業資本と同じである上に、その活動が流通部面に限られるのであるから、投機資本の一面は産業資本よりも強く、時いたらばそれにはしろうとする衝動は産業資本よりもなお強い。

資本集中の對極として産業資本自らによって析出されて發生する事實上の貨幣資本家たる中小株主も平時は投資家として、流通を介することなく直接に、配當を受けて自己の資本を増殖しているが、株價の變動が激しくなると多かれ少かれ株式流通の價格差をねらう投機者に轉化する。この轉化は産業資本、商業資本よりなお容易である。はじめから何らの機能をしていないからである。

このように投機はあらゆる資本の内容の脱化した形骸であり、資本主義の浮渣であると同時に、また一切の内容にしばられない資本の理想的な状態でもあるといえる。あらゆる資本のもつこの投機的側面は信用によって支えられるとき一層顯著なものとなってくる。信用はこの場合究局には實現していないことを隠蔽し、假裝の需要をつくりだして、價格變動を激化し、投機の衝動を助長する。

本稿では、資本制生産の下においても、資本の形式的一側面たる投機的要素だけが純粹に抽きだされた投機資本が獨立化すること、そしてそれはまさに信用そのものに支えられて可能となることを明らかにしたい。

II

まず現實の取引のなかから投機のみが抽出されてゆく過程をみておこう。投機の目的は、危険をおかしても、變動する價格差のみを掬いとるにあるが、價格は空中にではなく商品自體にあるので

あるから、その掬い取りは具體的には(1)社會的物質代謝の一形態である商品をその通過の一點たる流通面において、(2)個人間の取引の形で、(3)一定の價格で賣買することによってのみ行われる。ところが投機に必要なのは(3)の價格差だけなのであって、(1)の物質代謝が、(2)の個々の私的所有者間の取引の形で行われることは、投機にとっては必要悪であり、むしろ投機の純粹な展開には障害となる。投機は自己の存立の地盤でありながら、しかも自己の目的の奔放な追求のためには障害となるこれらの要素から離脱、あるいは少くともその障害を輕減しようとして努力し、その結果多くの投機技術をつくりだした。

まずさいしょの投機對象について。自ら價格差をつくりだすことのできない投機にとっては、利得源泉はただ流通界での價格變動あるのみであるから、その對象は同じ商品の中でも(i)價格變動が激しく、(ii)かつ見透しがたいものほどよい。この條件を充すものは需給の急速な適合が困難なものであるから、そのような要求にふさわしいものとして米、棉花、ゴム、皮革等の、生産が自然的條件に依存することの多い原始生産物、原料品、世界商品がまず擇ばれる。(ちょうど勞働の生産物で價值をもつかぎりいかなる商品でも貨幣たりうるのに、その中からとくに貨幣の形態規定にふさわしい自然的、社會的性格をもつ商品たる金が貨幣商品として取引者によってえらびだされたよう、このような商品は投機商品となる。もちろん要求される性格は貨幣商品の場合とは正反対である。しかしその發生が社會的物質代謝の特殊な形式そのものから強制されるのではないから、投機商品析出の必然性は貨幣の場合とは較べものにならない。) ところがこれらは物質代謝そのものの場であるから、そこからくる制約は投機の奔放な展開を阻害する面をもつ。その使用價值の自然的特質からくる保管、輸送の必要、またその使用價值的特質のために、投機が見込通りに行かなかった場合でも容易に實需に戻れないことがある(例えば棉花投機をしたとき紡績業者に非らざるものは、見込が外れても現物の自家消費に戻れない)。というのは投機は商品流通の上にあ

るのだから、元へ戻れなくなると投機としての彈力性がなくなる。これらは物質代謝であることが投機を制約する要因である。投機がこの制約から自らを解放して自由奔放な活動領域に出るには二つの途がある。一つはまず投機対象それ自體を物質代謝ならざる領域にうつすことである（商品投機→株式投機）。株式はその使用價値がもっておれば配當をもらえるという使用價値であるから、投機の見込みがはずれた場合でもいつでも誰でも實需（配當取り）にもどれるから、投機を極めて彈力性なものとする。價格變動に影響を及ぼす要因が複雑で容易に豫測しがたく、また物質代謝的な價格中心がないということは勿論である。かくて投機は株式をもっとも理想的な場とする。さらに株式の中でも仕手株を一般採算株（安定投資株）から分化させる。他方、投機が物質代謝の煩わしさから脱れる第二の途は信用と結合した反對賣買すなわち清算取引、空賣空買である（これについては後述）。（1）（2）の結合たる株式とくに仕手株の清算取引が投機の理想型である所以である。

さらに投機にあってはさきの第（2）の要因たる取引の個人的性格が障害となる。というのは商品生産は内容的には商品生産者社會のために生産し、社會に賣り、社會から買うのであって相手が誰であるかをとわないので、現實には賣買は特定の個人間の取引としてあらわれている。投機はただ受動的に市場の價格變動に對應するだけなので、たえず價格變動が自分の目の前で起ってくれないと困るのであるが、取引が個人的（相對取引）であれば、商品社會の一隅で起った微細な需給變化はその部分での價格變動を惹起するだけで、自分の前まではなかなか波及してこない。この需給適合、一物一價の形成の波及の障害となっている取引の個人的な框を打破するために、相對賣買→セリ賣買→競賣買という個人的な框を打破した、より社會的な規模に需給適合技術が發展させられる。競賣買では誰に賣り誰から買ったかが判らず、お得意先はなくなり、ここではじめて、特定の個人の姿にとらわれないところの、商品生産者社會に賣り社會から買う、という商品生産の社會的性格が賣買という形式は残しながらぎりぎりのところまで貫徹する。ここではじめて需給の微細な變化も直ちに價格に反映し、價格變動をひきおこし、投機機會を與える。その上賣買の相手が特定しないから、特定の相手に拘束されることなく反對賣買が行えるようになり、後述の清算取引の障害を除去することができる。さらにこの競賣買の中でさえも、同じく投機の要求する必要條件たる（i）一定時點における需給の完全な適合、一物一價と（ii）價格形成の連續性（投機の機動性のための條件）という二つの要求に夫々答える板寄せ法、ザラバ法を結合した板寄せザラバ折衷法という投機のための需給適合技術が發展させられる。

かくて投機はその本來の成立地盤である（1）商品生産=流通の上で、（2）特定の個人間で、（3）一定の價格で賣買されるということから、（1）に對しては一方、清算取引によって自らを離脱し、他方、對象を株式に求めることによって物質代謝以外の領域を求め、（2）に對しては、競賣買により取引の個人的性格を商品社會的社會性にまで高めることによって、なしうる極限の段階で價格差のみの取引を抽出するのである。われわれはこの典型的な例をわが國の戰前の清算取引にみることができる。

III

以上のように株式とくに仕手株の、板寄せザラバ折衷法による清算取引は投機のためにつくりだされた最高の技術なのであるが、ここではこれをとくに投機に對する信用の役割という看點からみておこう。まず清算取引とは、それ自體としては、反對賣買によって決済される先物取引である。先物取引とは、賣買の内容である商品の引渡し、貨幣の引渡しの時間的な關係の點からみた賣買の分類、すなわち現金取引、掛取引（附、代金前拂取引）、先物取引として前二者と並ぶ取引である。現金取引は商品と貨幣が賣買契約と同時に行われる（現在における同時交換）。掛取引は賣買契約が行われ、商品が引渡されたのちに一定期間後に貨幣が渡される（異時交換）。先物取引は商品、貨幣の引渡しが共に賣買契約後のうちに同時に行われる（將來における同時交換）。（前拂取引は、商品引

渡と貨幣引渡が乖離する點では掛取引に共通しているが貨幣が先に渡され、商品の引渡しがおくれる點で逆順になる點で異なるが、これはそれを發生せしめた矛盾の性質の點で掛取引とは質的に異なるからここでは除外)。現金取引、掛取引、先物取引と進むほど賣買契約の時點と最終決済の時點が乖離してくる。掛取引にあっては貨幣の方だけ片方が、先物取引にあっては双方がおくれる。このさい時間的ギャップを架橋するのはいずれにあっても信用である。掛取引にあっては代金が貸付けられ、先物取引にあっては賣手は買手に支拂代金たる貨幣を、買手は賣手に賣られた當の商品の支拂を猶豫する。このさい掛取引においては信用授與は賣手から買手に對して一方的であるが、先物取引においては貸付は相互的である。普通には相互的な債權債務は相殺によって消滅させられ信用關係が解除されるが、先物取引にあっては夫々貸付けられている對象の形態が違うからそのままでは相殺されえず、期日における相互の引渡しによって決済されねばならない。

掛賣買は特殊に商品經濟的な矛盾すなわち價値を生産し、所有してはいるが究局的には實現していないために價値としては使えない、すなわち價値を所有はしながら所有しないのと同じという矛盾の一應の解決として生れる。すなわち商品の生産と價値實現のギャップを架橋し、いんぺいするものとして生れるが、先物取引にあっては商品はまだ生産されておらず、買う方もまだ今それを必要とするわけでなく、また買いうる狀態にもない、むしろこれから生産されたのちの販路を豫約し、他方は將來の購入を豫約しようという動機(流通期間の不測の延長から自己を守ろうとする動機)と他方價格變動からの危険を免れようという動機であるから掛取引とはそれを惹起せしめた矛盾の性質したがってその喫緊度もちがう。掛賣買は流通期間中の追加運轉資本の拘束を節約しようとするので、流通期間の存在そのものが強制し、他方先物取引は流通期間の不測の延長、價格の不測の動搖という、共に資本が流通界で遭遇する動搖に對する追加準備金の拘束を免れようとしておこる。掛賣買は當事者双方にとって流通期間の存在その

ものが、先物取引は流通期間の長さおよび價格の變動が、共に資本に要求する準備金の節約のためにおこる。したがって同じく信用取引ではあってもその緊切度は掛賣買の方が先物取引よりは強い。すでに價値は生産されて實現を迫っているからである。掛賣買が信用制度の自然發生的基礎であり、その債務證書=手形が信用貨幣に發展しうるのにたいして、先物取引のそれはそうはなりえないことはこのためである。

このように先物取引は掛取引にくらべれば商品生産に對してより外部的であるとはいえる、それでもなお商品生産上の要求をその基礎にもっている。ところがこの相互的信用取引たる先物取引の決済を反對賣買によって夫々反對方向の債權債務をつくりだすことによって相殺する清算取引となるとこれはもはや物質代謝の要求からははなれた擬制的な取引技術になる。物質代謝そのことには無意味となるからである。逆にいえば何らの賣買もないところに賣買の擬制を行ったにすぎない(空賣、空買)。これが意味をもちうるようになるのはさいしょの賣買の時の價格と後の反對賣買の時の價格が違っているということだけである。このために一見無意味なこの行為は價格の(i)變動部分を(ii)變動しなかった部分からきりはなす手段となりうるという效果をもってくる。しかし清算取引そのものはそれ自體としてはかかる可能性を與えるのみである。(i)(ii) いずれをとるかは取引者の價格變動に對する態度如何にしたがってきまる。すなわち變動する部分にのみ着目しようという積極的態度たる投機目的と變動しない部分のみをとろうという消極的態度たる保險目的とにである。前者は價格變動部分だけの抽出が問題であるから清算取引が單獨に用いられるが、後者は價格變動を捨棄しようというので本來は實需が主目的であるために實需取引に附隨して行われる(hedging)。ヘッジングは實需取引から價格變動部分をきりはなすために行われ、投機は價格變動部分のみを抽出するために行われる。その技術的手段は共に清算取引である。

投機目的の取引のために清算取引が使われるのは全く投機資本節約のためである。資本運動の目

的は全く利潤追求にあるが、そのためには資本前貸を要する。これは資本形式による富の獲得にとって必要悪である。あらゆる資本は利潤を増大しようと努めると同時に資本を節約しようとする。そして節約の可能性が本來客観的に存在する場合にはこの望みは達成される。商業信用の授受による流通期間中の追加運轉資本の節約がその一例である。しかしこれには客観的に存在する限度がある、商業信用による流通期間中の追加資本の節約は繙起的な工程が分化しそれが獨立の資本によって營まれているとき、中間の資本家たちの運轉資本を節約させることしかできない。また産業資本にあっては不變資本、可變資本の節約がはかられるが、これには物質代謝および肉體代謝上の嚴然たる限度がある。ところが投機の場合にはこの節約をあらゆる資本の理想たる零にまで壓縮しうる客観的地盤が最初から存在している。それは投機において争われる対象となっているものが、一方の得は他方の損という、總社會的には相殺されて零になる、純粹に流通内における價格の騰落差にすぎないからである。投機利潤の本質が、社會全體としては零になってしまふところの總價值と總價格の流通過程での乖離にあるかぎり、空賣空買が可能であり、前貸資本を零にまで節約しうるのである。他の資本形態にあっては空賣空買は絶対にできない。したがって投機においてのみ形式は $G-W-G'$ でありながら實質上は資本前貸を要しない取引が可能になる。内容からいえばたんなる價格の當てあいによって騰落差を賭ける賭博を商品賣買形態で蔽った、取引の擬制だともいえる²⁾。

2) 清算取引において投機は賭博に極めて似たものになってくる。それは賭けられる対象以外に貨幣を要しないからである。清算取引において積まれる證據金は、負けたとき渡すことを保證するために積むものであって、決して投機資本ではない。賭博のときに積むかねが賭博の対象であって、決して賭博の資本でないのと同様である。證據金率は本來は價格の變動率であって、證據金は價格の變動差の豫定額である。(のちにこの同じ數字が、これを操作することによって投機全體を統制しようという動機に轉倒して利用されることになる。銀行の支拂準備が信用統制に逆用されると類似している。) 清算取引による投機が賭博でないのは、賣買形式をとる點と、したがって、賭けられた対象の金額が事後的にしか判明しないことであり、

また清算取引が投機にとって理想的な取引技術であることは、たんに資本節約のみならず、これによってはじめて賣方投機(弱氣投機)が積極的な形で可能になるからである。投機にとっては價格の下落さえも積極的な利得源泉となしうることが純粹にあらわれる。買方投機(弱氣投氣)は $G-W-G'$ という資本の形で行われるのに對して、賣方投機は $W-G-W$ という資本を轉倒した形で行われる。しかしこれは $G-W-G'$ 以前の單純流通たる $W-G-W$ ではない。單純流通においては前の W と後の W は價格は同じで使用價值を異にするが、買方投機のそれは逆に使用價值は同じで價格を異にするからである。賣方投機 $W-G-W$ は單純な商品流通の順序を轉倒した資本運動 $G-WG'$ をさらに再び轉倒したものといえる。單純流通の場合とちがって價格のちがうことこそが目的である。

清算取引は反對賣買によって物質代謝の基礎からはなれるのであるから、形は $G-W-G$ の資本循環の形をとりながら一錢の前貸資本も要しない資本の理想的境地であり、しかもそれは先物取引という完全な信用取引によってのみ可能となるのである³⁾。

先物取引はこのように本來は現物、現金で決済されるものであるが、反對賣買(清算取引)によっても決済されうるようになり投機的に専ら用いられるようになってくると、むしろ反對賣買によって決済するのが當然とみられ、都合によつては

さらに投機のために行う賣或は買の行為そのものが、需給そのものの構成部分となって自らの行為そのものが賭けられた金額に影響を與えることである。

3) 以上のこととはすべて物質代謝を代表する一般商品についてのべたのであるが、證券取引にもあてはまる。もちろん證券には生産・消費ということがないから、その意味では先物取引を惹起する再生産的な必然性はないが、もともと一般商品にあっても、取引者の先物取引の動機は價格變動に對する關心から行うのが重點であるから、その限りでは相違はない。證券の清算取引もまた價格變動をきりはなし、前貸資本を節約するために行われる。同じ信用取引でも商業信用の場合とちがって、先物取引になれば、商品生産的必然性はそれほどないから、商品でも證券でも大差はない。まして清算取引なら尙更である。清算取引そのものは物質代謝にも資本轉換にも關係はないからである。

現物現金を渡して決済しても構わないというように主客轉倒が行われる。爲替には爲替をもって決済するのが當然で、都合によつては（本來の貨幣）金を現送して決済してもよい、となつたり、決済は銀行券が普通であつて、特別の場合にのみ兌換を請求するというように資本のつくりあげた信用制度の下で諸々の倒錯が行われるのと同様である。

清算取引における轉倒や戯畫化はこれに止まらない。まず商品流通面からいえば、それは有效需要を戯畫化する。經濟的には需要は有效需要である。それはただ同額の價値をもつてゐるというだけではなく、それが貨幣形態になつてゐるものでなければならぬ。商業信用の場合の需要者はまだ貨幣形態をとつてはいゝとはいへ少くとも價値をもつてはいるが、先物取引の場合はそれさえない。まして清算取引を利用して空賣空買する場合は後日に有效需要が登場することもないし、その意志さえない。有效需要をはるかに上まわった賣買が行われる。供給面からみても商業信用の可能的最高限はその時に生産され市場を求めつつある商品價格總額によって畫されるが、先物取引にあっては現在のそれに囚われないし、清算取引では將來ともない。

また他面信用面においても形骸化は極致に達する。相互に何物をも現實には貸付けることなくして、債權債務關係がつくりだされ、しかもまた何物をも返済することなくして債權債務關係が解除される。

IV 投機信用と金融市場

以上において先物取引は賣買當事者が相互に信用を與えあう特殊な信用取引であり、清算取引はさらに反對側の債權債務をつくりだすことによつて前者の信用關係を結了せしめるさらに特殊な信用取引であつて、このことが投機に必要な資本を個人的にも社會的にも完全に節約せしめる投機となることをみてきた。ところが投機としてはここに一つの問題をもつてくる。といふのは資本節約はもちろん投機にとって極めて必要な要求であるが、それを達成せしめた決済時點の集中=共通決済日の設定は投機にとって別の障害をもたらす。

それは投機の機動性要求に對する障害である。取引關係に入ったのちは價格事情がどのように動こうとも最初にきめた共通決済日まで待たねばならず、また逆にその日には必らず決済を強制されるということは（1）商機を逸せしめることになるし、（2）また途中で現金をえたり（流動性要求）、現株をえたいという場合にも不便である。自ら價格差をつくりだすことができず、全く市場の價格變動に依存するほかない投機にとって望むときに價格をとらえる機動性に對する拘束は重大な障害である。機動性と資本節約性は一定程度をこすと衝突するのである。この二つの要求のいずれを重視するかによって清算取引決済技術に二つのタイプができる。すなわち共同決済日を設ける（定期取引）か否かである。わが國戰前の長期清算取引、そして今日證券業者が復活を主張している清算取引は前者である。（共同決済日があるから定期取引ともいう。）他は機動性要求に對する障害を輕減するために共同決済日を設けず、隨時反對賣買、決済をゆるす、戰前の短期清算取引がその一例である。

前者は資本節約の點では完璧であるが共同決済日に拘束されるために取引の機動性が阻害される。この面を輕減するために先物取引の決済日を複數にして、次々に乘換⁴⁾えることによつて取引（したがつて相互的信用關係）の期間を繰延べ、万年化することが行われる。乗換による繰延べ、万年化は機動性要求に應えるものであるが、流動化要求が決済日に拘束されることを緩めるためには早受渡手形制度がつくりだされた。これは賣方が決済日以前に貨幣を必要とするとき、現物を取引所

4) もし最初の賣買關係が特定の個人間に行われてゐると、相手が承諾しないかぎり、反對賣買も乗換も何もできず投機が充分に行われないから、このためには相對賣買でなく競賣買になつておらねばならぬ。

5) 早受渡手形を發生せしめた矛盾は、賣方買方相互の信用供與可能期間のずれにあり、商業信用の場合の手形割引を發生せしめた矛盾に類似している。早受渡手形を取引所が發行するのは賣方が買方に與えた信用を代位してやるものであるから廣義において取引所が相手方の期日における履行を保證することを基礎とする。しかしこのためには取引所自體がたんなる商品取扱事務（需給適合の施設の提供、需給適合の介助、記帳、計算、履行事務等の特殊な商品取扱事務）の擔

に渡して、取引所から早受渡手形⁵⁾を受取り、これを取引所外部の金融市场で割引くのである。

このように長期清算取引のもつ反対賣買の時期選擇の機動性、流動化の機動性は乗換、早受渡手形の採用によって緩和されるが、その何れもが信用の利用によることは注意すべきである。投機の障害を除き、投機をその概念にふさわしい姿で現出させる一切の手段がすべて信用に支えられていることが判る。しかし他面これらの拘束緩和の手段は、賣手買手の間にのみ封鎖されていた信用關係の框を破って外部の第三者との信用關係をひらくことによってのみ可能となることもわかる。

このことははじめから共通決済日を設けない短期清算取引において一層明白となる。この場合、現金を支拂って株券を受取ろうとするものと、株券を渡して現金を受取ろうとするものの數が日々一致することは偶然であるから、絶えずそのギャップが生ずる。この差額はどうしても、取引所外部の貨幣市場或は貸株市場に依存せねばならない。そのためにかつては代行會社というものがつくれられ、差額部分に對して買向い、賣向って、その差額をうずめる役割を果した。このように機動性を重視すればこの差額分だけは外部に依存せねばならぬようになり。その分だけ資本節約は阻害されることになる。これはあたかも商業信用のうち借手の支拂可能日と貸手の貨幣入手希望日のギャップを埋めようとすれば銀行の信用代位を受けざるをえないのと類似している。相違は第一には先物取引の相互信用的性格から、決済希望日のギャップは商業信用のように一方的でなく賣方買方の双方によっておこされうることのために、その代位

當者たる地位以上に信用機關としての地位をえておらねばならない。いわば銀行が貨幣取扱と信用媒介を統一しているのに類似した關係にある。取引所の完全賠償制は取引所が單なる商品取扱機關以上の地位に高められていることを示す。しかし銀行との決定的相違は、銀行の保證手形は銀行券として支拂手段となり、さらに一般的流通に入りうるのに對して、早受渡手形はあくまで銀行の再代位をうけなければ、貨幣の代理たりえない點に見出される。また代位せねばならぬ信用が相互的である點でも複雑となる。この相違は根本的には代位される信用の性質の相違にねぎしている（商業信用と先物取引信用）。

には貨幣の貸付と株式の貸付の双方が必要となるということと、第二にはこの代位が全く商品取引形態をとってあらわれることである。代引、代渡における賣買と貸借の未分化な混淆は賣買形式をとりながら同時に日歩、逆日歩という極めて特殊な利子が存在することにもあらわれている。要するに機動性要求を充たそうとするほど取引所外部への代位、依存が増大するがこれはあくまで己むをえないものとして決済の差額一マージン取引ではこの代位必要額が全額一に限られるのが清算取引である⁶⁾。

以上のように投機はそれ自體としては産業資本から價格變動部分のみを抽出し、産業資本のヘッジングの相手方となることにより、産業資本に價格變動準備金を節約せしめるのであるが、投機資本の資本節約要求は、その基盤が社會的には相殺される價値と價格の乖離であることから、自らを零にまで節約せしめることに成功する。清算取引という擬制的な賣買=信用技術はそのことを可能にした。この結果産業資本は全體としては價格變動準備金の負擔を免れ、無用の資本拘束から解放され、全體としての利潤率の死重から輕減されるのである。ところが獨占段階になって資本の過剰がおこってくると利潤増殖部面を探し求める遊休貨幣資本は資本なしにすむはずのこの投機部門に利潤を求めて再び歸ってこようとする。米國で行われ、またそれに倣ってわが國にも戰後導入された株式の信用取引（margin transaction）がそれである。これは本來なら清算取引によって資本を零にして行いうるはずの投機部門を今度は人爲的に現物、現金取引にひきもどし、そのためには以上の遊休資本を借りざるをえないようにさせることによって行うのである。だが一旦投機部面から引きだされた貨幣資本が増殖部面を求めて再び投

6) このかぎり代行會社は取引所外部から取引所に參加する信用機關であるが、代行會社自體が代引、代渡のさいにバイカイを行い一方のみ現物、現金決済を行って他方を操縦していくかぎり、取引者相互信用の媒介者たるに止まる面もある。清算取引の具體的な細部における貸借と賣買の奇妙な混淆は、かかる取引形式自體が商業信用などとちがって人爲的技術的性格をもつからである。

機面にこのような形で入ってくるときには前と同じ資格においてではない。それは危険を冒すことを本質とする投機の危険を回避して借手に轉嫁しながらしかも投機利潤にだけは確實に参加しようとする。借手が投機で損失を受けたときでさえも元本と利子は確保しうるようにしてある。それは價格變動部分は證據金として擔保をとり自己負擔させ、價格變動を受けない部分だけしか貸さないからである。しかも貸株においてはこの株式の所有權はあくまで貸手にあるから、配當は受取りながらこれを二重に使ってその上に利子（貸株料）を稼ぐことができる。しかも彼が現に支配株主であるときは會社の支配權は保有したままでこの利子稼ぎができる。一石三鳥である。借手たる投機者にとっては本來貨幣は不要であるのに無理に入爲的に要ることにされて借りさせられて利潤の分け前を拂わされる。そして遊休貨幣資本の所有者は投機の正反對物であるとされる確定利付債權の形で投機利潤に參加する部面をつくりだしたことになる。米國のマージン取引がそれである。

もともと豊富な上に支拂準備制度（これ自體がこの段階では資金過剰の結果たる貸出増大を抑制する手段また金利低下を阻止する手段となっているのであるが）によって遊休化を強制されている豊富な短期資金（コール）を有する米國において、その捌け口として大恐慌後に採用されたこの特殊な株式投機制度は、土壤を異にするわが國の取引所に上から導入されたとき、その母國におけるとは異った役割を果させられることになった。

わが國の株式取引は特に投機的であることを特徴としてきた。それは株式市場の深化の未發達にもとづく。代表的企業の大部分が財閥によって設立され、しかもその株式は大部分公開されず浮動株は少かった。このことは株式會社の特質たる資本轉換という眞の意味の株式流通が少なかったことである。財閥の持株度の高さその封鎖性はまた廣汎な投資家層の缺如の現れでもある。いわゆる底の淺さからくる價格變動の激しさ、利潤率變動の激しさと浮動株の少なさは相俟って株價の動搖を激しくし、積極的にも消極的にも株式本來の資本轉換的投資的流通よりも投機的なそれの地盤を

提供した。他方封建末期より異常に發達した商業資本による投機技術の發展は、そのまま持越され、新らしい投機對象として株式をとらえた。そして貨幣資本の蓄積不足と株式保有の集中、封鎖性による實株出廻りの不足は相俟って、極度に發達した空賣空買技術を生みだした⁷⁾。いわば産業資本の株式流通自體によってその上に生みだされた株式投機ではなく、したがって産業資本が資本節約のためにつくりだした清算取引ではなく從前からの投機資本が株式の本來の流通の資本轉換的基柢をではなくその外被たる價格變動面だけを上から利用したということができる。

戰後の財閥解體による財閥持株放出、企業の持株制限、證券民主化運動（從業員持株制その他）は外部的に、他方、インフレによる舊金利生活者階級の没落、インフレ成金の登場、株價の急激な變動は經濟的に、かつて封鎖的に保有されていた株式の所有者變更、流通を強制した。戰後の日本資本主義の異常な回復・蓄積テンポを株式面であらわしている資產再評價、資本繰入、有償無償増資による創業者利得の一部の分與による誘引は、投資信託に支えられて、廣汎な投資家層を育成開拓して株式の眞の流通を一應つくりだした。かかる背景の上で證券取引法が株式引受業務を銀行から取上げて證券業者に與えたことは、既存證券業者の優遇というその外見にも拘らず實は貨幣資本の株式市場への進出であった。投資信託業務の證券業者への附與、信用取引の許可もすべてこの線に沿うものであった。1951年以後の四大證券の支配の確立は既存の證券業者内部の分化であると同時に、より大局的には株式の資本轉換的流通の開始空賣買的投機的流通の場であった取引所への現實の貨幣資本の進入の指標であり、別言すれば株式流通（資本轉換）の基から離れて礎前期的投機資本に連なってのみ發達してきた證券投機が、後になってその産業資本的裏付けをえつつある過程であり、また取引所と貨幣資本がはじめて結合する

7) 商業信用が發達しなかったこと、投機が、特に空賣空買が發達したこと、そのために優良な商業手形が出廻らず、早受渡手形が銀行の好個の投資對象となつたことは何れも同じ原因の結果である。

過程、逆にいえば取引所が金融資本の支配下に組入れられてゆく過程である。この點資本轉換といふ本來の株式流通の上に投機が發達し、そこから空賣空買が發達し、そのうちに一度證券投機から脱出した遊休貨幣資本が再び流入する過程である米國のマージン取引の成立過程とは異っている。

わが國におけるマージン取引導入の役割の第二の相違點は最初からそれが中央銀行による投機統制の権力としての役割を強く持たされたことである。從來金融市場との接觸、流入のなかった（銀行による株式金融の低調）ところえ、上からその流入孔をまず作るのであるから、そのプール機關として特に證券金融會社なる機關が中央銀行の主導下に作られたことはさいしょから投機統制手段としての性格を強くもつた⁸⁾。

以上のような事態の眞の意義は導入當初は日銀、大藏當局でさえ十分に意識せず、むしろ占領下の押付として迷惑にさえ感じていたのに、1953年秋以降の金融逼迫、株式市場の不況對策として、特に前期的商人的性格の強い中小證券業者から清算取引復活要求に逢着するにいたって、はじめて大證券業者、日銀、大藏當局に感知されるに至った。たえず資金の效率的使用を説く日本銀行が本來貨幣資本を必要としない取引に對してわざわざ資金

8) もちろん米國でもマージン取引は一旦でき上ったのちには、證據金率の操作を通じて、連邦準備當局の投機統制の手段とはされている。しかし日本ではマージン取引の導入自體がそれ自體として人爲的であったことと、證券金融會社を介するために、最初から特にこの性格が強くなった。もっともこれまで資金自體が不足だったのであるから、證金を通ずる投機統制は證金に對する資金量の框たる直接制限であって、より彈力性のある形態たる證據金率の方の操作ではなかった點が米國と異なる。

を使わせようということ、また漸く大證券業者までも引入れて證券業者が一致して、定期取引の法規化を日程に上せた時期が、金融緩慢・日銀統制力の弛緩から脱却するために日銀が公開市場政策の復活、支拂準備制度の導入等の統制力復活に焦慮しはじめた時期に合致したことは歴史の皮肉であった。

支配的資本は決して投機に反対なのではない。ただ資金が不要なために、自らの統制力の範囲外に投機が存立しうることに反対なのである。したがって清算取引復活要求に對しては現在の證券金融會社の統合、大藏省の監督下への編入によって答えると同時に、それをとにかく許可する條件として、證券業者の最低資本金額の引上げ、證券業者の職能分化等を推進しているのである。要するに證券業者の統廃、四社への系列化が完了すれば、むしろ清算取引は許可してもよいのである。自らの統制下にある清算取引はむしろ有利である。この問題を繞る大證券會社の動搖的態度はこの二重性に由來している。中小證券の要求に對する緩和策としては證金の融資框の引上げ、大證券のPO規制等が行われているが、今回の株式委託賣買手數料の引下げ等すべての措置は結果的には中小證券の系列化を促進するものである。清算取引は投機を激化するか否かという論議、「投資家保護」の大義名分もそれ自體の論議に限られるかぎり、かかる事態の進行を蔽うヴェールの役割を果せられるにすぎない⁹⁾。(1956・4・3)

9) この點は1929年の株式投機について、取引所は産業から生産資金を奪うか、という形で行われた論争が資本の集中をかくしたのと共通している。