

証券市場現象とその基盤

木村増三

序

- 一、証券市場現象
- 二、銘柄別証券需給の形成
- 三、銘柄別証券市場現象
むすび

序

ここに証券市場現象とは、資本主義経済において証券取引の分野に成立する「市場現象」をいう。

証券市場論の中心的研究対象は、この証券市場現象である、というのがわたくしの考えである。証券市場現象は、既成の市場概念を用いて、「抽象的意味において考えられる証券市場において生起する現象」と表現することもできる。それ故既成の市場概念のほかに、わざわざ市場現象という語を用いる必要はないように見える。しかしながらわたくしの考えるところでは、抽象的意味における市場は市場現象の認識を通じてはじめて把握されるものであつて、

証券市場現象とその基盤

市場現象の考察に先立つて與えられていない。すなわち、證券市場現象の研究の中に抽象的證券市場が見出されてくることになるのであつて、それより先に抽象的證券市場が把握されていて、その後から市場現象が見出されてくるのではない。この意味において、證券市場現象を「抽象的證券市場において生起する現象」と表現するのは適切でない。また證券市場論の中心的研究對象をこのように表現することも適切を欠く。現象を通じて見出さるべきものが逆に前提されている考え方だからである。

證券市場現象を以て證券市場論の中心的研究對象であるとするわたくしの考え方には、右のような論理的理由以外に、さらに市場現象の諸側面を分別しかつ総合的に考察し得るといふ實質的理由が存在する。(この點は本稿の全體が説明するであらう。)

本稿は、以上のような考え方にもとづく證券市場現象研究の一部、それも基礎的な研究の一部である。それはまず市場現象および證券市場現象の意義と諸側面、抽象的意味における市場との關係などを明らかにしようとする。これはいわば研究の出發點をなすものである。つぎには、證券市場現象をその分解し得る最小區分(銘柄別)にまで分解したものを考察の對象にする。それは二段に分けて、はじめに銘柄別市場現象の基盤たる需給形成の過程を分析し、その後銘柄別證券市場現象そのものについて若干の考察を行おうとする。(その際に、抽象的證券市場のある局面が考察されることになる。)最後に、本稿の研究に續くべき研究問題に關して、若干の展望を試みようと思う。

一、證券市場現象

一般に「市場」「證券市場」という語はよく用いられるが、「市場現象」「證券市場現象」ということばはほとんど使われていない。¹⁾そこで、このようなことばを使用する以上、まずその語義を明確にしておかなければならない。

順序として、市場現象一般から先に考えて行こう。

資本主義經濟における各種の財の取引は、ふつう、個々の需要者・供給者の自由意志による相手方の選擇と交渉に委ねられている。それぞれ自己に有利な取引をもとめる個々人の行動は、需要の競合、供給の競合および需要と供給の争合を生じ、そのような需給競争を通じて、社会的に調整された内容を以て取引が成立することになる。この取引成立（需給の競争的結合）の過程および結果において、客觀的に見出される現象の總體を、市場現象というのである。それは、需給の競争的結合活動の客觀的な現われだといつてもよい。

需給の競争的結合活動は、三つの側面にその客觀的な現われをもつ。第一は、需給競争の行われる範圍内では、同じ時における取引價格が自然に統一されるに至るといふ現象である。これを市場價格現象と呼ぶことにする。第二は、需給の競争的結合（取引の成立）過程に何らかの組織が見出されることである。この取引組織を市場組織現象と呼ぶことにする。第三は、需給の競争的結合による取引成立の結果、一定數量の取引客體の社会的流通と、その代金の動きが見られることである。これを市場的流通現象と呼ぶことにする。（取引客體が商品ならば、市場的配給現象といつてよいであろう。）以上の市場價格現象・市場組織現象・市場的流通現象の三つの側面を總合して市場現象といふのである。⁽²⁾

ところで、市場現象の中核は市場價格現象である。市場現象は、市場價格現象を中核とし、これに市場組織現象と市場的流通現象とが結びついたものと考えるべきである。その理由は次のとおりである。需給競争の存在は、市場價格現象を通じてのみ確認され得るものである。市場價格現象は需給競争の唯一の客觀的標識である。ある取引組織が、需給の競争的結合の組織であるかどうかは、取引組織の現象そのものによつては明らかにせられない。その組織を通ずる取引に市場價格現象が見られてはじめて、それは需給の競争的結合の組織であり、したがつて市場組織現象

であることが確認されるに至るのである。また取引による流通が、需給の競争的結合の結果たる流通であるかどうかは、流通の現象そのものによつては明らかにせられない。その取引に市場価格現象が見られてはじめて、それは需給の競争的結合の結果たる流通、したがつて市場的流通現象であることが確認されるのである。組織現象は市場価格現象に相伴なつてはじめて市場組織現象であり、流通現象は市場価格現象に相伴なつてはじめて市場的流通現象なのである。しかし市場価格現象の見られるところには同時に必ず市場組織現象も市場的流通現象も見られるのであつて、この三者は、需給の競争的結合活動の客觀的現われとして相伴なうものなのである。そこでわたくしはこれを市場現象の三つの側面であるとし、三つの側面を総合したものを市場現象であるとしたのであるが、その中核は市場価格現象でなければならぬのである。

市場現象を以上のように把握するとき、抽象的意味における市場はどのように考えらるべきか。わたくしは次のように考える。市場現象が需給の競争的結合活動の客觀的・具體的な現われであるのに對して、抽象的市場は需給競争の行われる抽象的な場面（取引の場または取引範圍）として構想されるものである。すなわち抽象的市場は、市場現象が見られる場合に、そのような市場現象が生起する抽象的な場として構想されるものである。それは市場現象を通じて見出されるものである。

もつとも、論理的順序としては、市場価格現象が見られれば、そこに需給競争の存在が確認され、需給競争の行われる場面ないし範圍も見出されるわけであるから、抽象的市場は、市場現象の他の二側面に關係なくこれを導き出すこともできる。すなわち市場価格現象が見られれば、そこから一方において抽象的市場を見出すことができ、同時に他方において市場組織現象と市場的流通現象を見出し得る關係にある。それ故、抽象的市場は、市場価格現象が見られる場合に、そのような市場価格現象の生起する抽象的な場として構想されるものだということができる。そして、

一般に行われている抽象的市場の定義は、ほとんどこのような表現をとっている。証券市場研究者の中から一、二の例をあげてみると次のとおりである。

(一) 福田敬太郎博士によれば、「抽象的な意味における市場を厳密に理解すると、それは一つの価格関係であることを知る。すなわち市場は、一つの中心において決定せられる一つの財の価格が通用するところの、空間的ならびに時間的に制限せられた取引範囲であると定義することができる。」(『証券取引論』昭和二四年、四七頁)⁽³⁾

(二) 藤田國之助氏によれば、抽象的市場とは「或る財貨又は資金に關する多數の供給者および需要者の間に競争が行われ、自然その財貨又は資金の価格が統一せられる傾向を帯びる範囲」である。(現代商業学實務講座2『証券市場』昭和二七年に所収——藤田氏『証券發行の理論と實際』一五七頁)

このように、抽象的市場を市場價格現象の場として定義しようと、前に述べたようにこれを市場現象の場として規定しようとは、論理的には異なるところはない。ただ、証券市場論のような取引の特殊分野の具體的・細目的研究に當つては、市場價格現象に伴なつて市場組織現象および市場的流通現象が同時に見出されること、この三面が市場價格現象を中核として総合的に考察される必要があること、を見落してはならないと思う。この意味において、証券市場論などのために用いる抽象的市場の概念としては、市場價格現象のみを明示する規定の方法よりも、市場現象の三面をすべて明示する規定の方法の方がより適切ではなからうかと考へる。もちろんそれは、抽象的市場が第一義的には市場價格現象の場であり、第二義的にのみ市場組織現象と市場的流通現象の場であることを、否定しようとするものではない。⁽⁴⁾⁽⁵⁾

具體的意味における市場の概念、それと抽象的市場との關係、は市場現象の概念を用いることによつて明確に規定することができる。具體的市場は需給の競争的結合活動の具體的な一つの現われにほかならない。それは抽象的市場を場とする一の市場現象そのものである。そして、需給の競争的結合のための取引組織たる意味において、主として市

場組織現象の一つとして把握される。⁽⁶⁾

さてこのような市場現象は、資本主義經濟における取引のほとんどあらゆる分野に一般的に見出されるものであるが、それは、それぞれの分野の特殊な條件に應じて多少とも異なつた現われ方をしていると同時に、互いに何らかの關連をもちつつ存立しているものである。これを學問的研究の對象とする場合、一方においては、市場現象をその現われ方の特殊性と相互關連の濃度とからいくつかの部門に分けて、それぞれいちおう別個に學問的研究の對象とすることができ、またそれが必要であると同時に、他方においてはこれを相互關連的總體として研究することが可能であり、またそれが必要である。そして現にそのような兩面から研究が行われている。

證券市場現象は、總市場現象のうちの特殊な一部分である。それは、市場現象の一部門として、それと並ぶ他の諸部門からいちおう別個に學問的研究の對象とすることができ、またそれが必要である。現にそのような扱い方をしている學問分野として、證券市場論がある。またそれは、他の部分的市場現象と合せて一部門と考えられ、その部門に含まれた部分的市場現象として、研究されることもでき、またそれが必要である。金融論はこのような扱い方をすべき學問分野であろう。それはまた、總市場現象の一部分として、市場現象の總體的研究の中で取り扱われることも可能であり、また必要である。經濟學においては現にそのように扱われている。

本稿は證券市場論の領域における研究の一部であつて、證券市場現象を、それと並ぶ他の部門的市場現象とは區別された市場現象の一部門として、いちおう獨立に取扱うものである。しかしこのような證券市場現象それ自身も、多種多様な證券の、さまざま取引に現われる市場現象の相關的總體であつて、これをさらにいくつかの部分に分ち、それぞれ別個に研究することも可能かつ必要であるし、またそれを相關的總體として研究することも可能かつ必要である。⁽⁷⁾⁽⁸⁾

市場現象の研究は一般にその基盤たる需給形成過程の分析を含まなければならぬ。市場現象は需給の競争的結合過程において見られる現象であるから、そのような需給が形成される過程を前提とし、それを基盤として生起するものである。また逆に、需給の形成は市場現象を前提とし、その影響のもとに行われるものである。市場現象の研究は、この関係を明らかにし得るものでなければならぬ。したがつてそこには需給形成過程の分析が含まれなければならない。このことは證券市場現象およびその研究についてもそのまま當てはまる。證券市場現象は、證券に關する需要と供給の形成過程を前提とし、それを基盤として生起するものであり、また證券需給は、證券市場現象を前提とし、その影響のもとに形成されるものである。證券市場現象の研究は、證券需給形成の分析をその中に含まなければならぬ。それは、證券市場現象を部分部分に分解して考察する場合にも、またこれを相關的總體として考察する場合にも、つねにそうでなければならぬ。

その基盤にこのような證券需給の形成過程をもつものとしての證券市場現象は、これを部分部分に分解してそれぞれ別個に考察することが可能かつ必要であると同時に、またこれを相關的總體として考察することも可能であり必要である。本稿における以下の考察は、このうちの前者に屬するものである。もつとも、部分市場現象に分解するといつても、それにはいろいろな場合があり得るわけであるが、以下においてはこれをその分解し得る最小區分にまで分解したものを考察の對象とする。市場現象は市場價格現象を中核として把握さるべきものであるから、その分解し得る最小區分とは、市場價格現象の最小區分に照應するものでなければならぬ。わたくしの考えによれば、證券の市場價格現象の最小區分は、銘柄別に區分されたそれである。⁽¹⁰⁾銘柄別市場價格現象を中核として銘柄別證券市場現象が把握され、その場として一の抽象的市場が構想される。この抽象的證券市場は、その構想し得る最小の局面において構想されたものとして、抽象的證券市場における單位市場ということができよう。同様に銘柄別證券市場現象は、證

券市場現象における單位市場現象と呼ぶこともできよう。⁽¹¹⁾ 證券市場現象が銘柄別に分解されるのに應じて、その基盤たる需給形成過程も銘柄別に分離考察されることになる。順序として、銘柄別需給形成の分析を先にし、しかる後銘柄別證券市場現象についての考察を行うことにする。⁽¹²⁾

1 この點に關し、今西庄次郎教授の『證券市場論』(昭和二十八年)は珍らしい例をなす。「證券市場論は證券市場現象を研究對象とせる經濟學の一部門である。」(一二頁)「需給結合によつて現れる市場現象、例えば相場の立つこと……」……「……具体的市場現象……」……「……抽象的市場現象……」(七、八頁)

今西教授の言われる市場現象は、わたくしの考えるそれとは範圍を異にするようである。それは大体において、わたくしの言う「市場組織現象」に該當しているように思われる。なお、教授の抽象的市場の概念には、若干の混亂があるように思われる。抽象的市場の領域内に、具体的市場(現象)および具体的市場外の市場(現象)の双方が含まれている場合に、「具体的市場外の市場(現象)」をさして「抽象的市場(現象)」と呼んでおられるからである。(七、八頁)

2 證券市場現象もまた當然にこの三つの側面をもつ。從來のわが國における證券市場研究は、市場組織現象については多くの業績を生んでいるが、市場價格現象および市場的流通現象(特に後者)の研究は數少ない。向井鹿松博士、藤田國之助氏、松本信次博士、上林正矩博士、今西庄次郎教授、その他大多數の人々の研究は、ほとんど市場組織現象に關するものに限られているようである。福田敬太郎博士の證券市場研究は、市場組織のみならず、市場價格現象をも含んでおり(たとえば『株式相場統制』昭和一六年)、證券の市場的流通現象にも一部分及んでいて(たとえば『證券取引所論』昭和一一年)、最も廣い範圍に亘つている。そのほか證券市價に關する學者の研究としては、石田興平教授『再生産と貨幣經濟』(昭和二七年)、波多野堯氏『株價を決定するもの』(昭和一六年)などが數えられるにすぎない。

3 本文引用箇所の後で福田博士は、「一般に市場は第一次的には財の價格關係であるが、第二次的には財の流通關係である。すなわち財は、單一の市場内で流通するばかりでなく、數個の異なる市場にわたつて流通する。」(『證券取引論』五三頁)といわれている。博士によれば、「……に市場体系の問題が起るのである。」(『市場論』昭和二五年、二六頁)市場体系に關しては、「一つの市場は、空間的にも時間的にも限界を持つているものであるから、諸市場間の空間的關聯と時間的關聯とが問題となる。空間的市場關聯は、市場体系として注目せられるものであつて、例えば商品市場については、生産地市場と集散地市場と消

費地市場の關聯、もしくは卸賣市場と仲買市場と小賣市場の關聯である。」(『市場論』六、七頁)と述べておられる。かくして、本文に引用した博士の市場の定義は、單一財單一價格の現象によつて見出される市場(博士によれば「一つの市場」)に關するものであることは明らかである。そして市場体系とは、一財に關して成立するいくつかの異なる市場間の空間的市場關聯を意味している。

單一財單一價格の現象は、わたくしのいう市場價格現象の一つの局面にはかならず、博士の「一つの市場」は、わたくしの考える抽象的市場の一つの局面にはかならない。市場價格現象も、抽象的市場も、このような單一財單一價格現象にまで分解された局面において把握し得るのみでなく、より包括的な局面(たとえば博士の「市場体系」)においても把握し得るものである。この點については後にふたたびふれるであらう。藤田氏の定義についても、これと同様のことが言える。

4 もともと抽象的市場の概念は經濟學において定立されたものである。ここで市場は一物一價の法則の支配する場面として、市場價格現象に結びつけて規定された。

このような市場概念をそのまま、證券市場論などの領域に用いることは、本文にも述べたとおり論理的には一向差支えない。しかし市場組織現象や市場的流通現象の側面にも注意を向けるといふ意味において、これらの側面をも明示的に含ませた方が、より適切ではなからうか。經濟學における市場概念が、市場的流通現象にふれなかつたのは、國民經濟の流通面の研究において構成された概念であるから、當然に市場的流通現象を前提しており、ことさらに明示する必要を見なかつたからだと解される。またそれが市場組織現象にふれなかつたのは、國民經濟の一般的研究においては、取引客体の種類に應じて、また時と場所とに應じて、多種多様な姿を示す市場組織現象は、これを捨象する必要があつたからだと解される。證券市場論などの領域においても、抽象的市場を市場價格現象のみによつて規定することは論理的には可能でありまた正しいのであるが、そこに暗黙の中に含まれている市場的流通現象を表面に持ち出すとともに、證券市場論などにとつては重要な研究対象である市場組織現象をも明示的にとり上げた方が、より適切なのではなからうか。

5 必ずしも市場價格現象のみに結びつけないで抽象的市場を定義している例として、今西教授のそれがある。「一般に市場とは或る物件の需要と供給とが廣い範圍に亘り自由に結合してゆく活動の状態、或は見方をかえて、そういう活動事態たる需給適合の行われ得る全体的な領域を云う。」(『證券市場論』六、七頁)但し後段では、このような活動の状態は「市場活動」と呼ばれ、市場活動の領域が「抽象的市場」と呼ばれているから、その意味に解することにしよう。市場活動は、需給の競争的結合活

證券市場現象とその基盤

動と解される。したがつて市場活動の具体的な現われは、価格・組織・流通の三面を含むものと解してよいであろう。そのような市場活動の行われる場として抽象的市場が考えられる。このように解すれば、教授の抽象的市場概念は、わたくしのそれと一致する。但し証券市場現象の中核が市場価格現象であり、抽象的市場が第一義的には市場価格現象の場であるという認識がそこには見出されない。これは教授の考えておられる市場現象が主として市場組織現象であるということと、関係があるように思われる。

6 具体的市場は需給の競争的結合のための組織体であつて、それ自身一つの市場組織現象である。もちろんそこにおいて取引が成立するのであるから、市場価格現象および市場の流通現象と無關係ではなく、むしろ重大な關係をもつている。しかし市場価格現象および市場の流通現象を把握する際には、具体的市場をそのものとして獨立に考へてはならないのであつて、たとえば、抽象的市場を場として、具体的市場における取引価格とその外部における取引価格とを相關的な總体として考へなければならず、同一抽象的市場の領域内に二以上の具体的市場が含まれているときには、それらのおのの取引価格をやはり相關的總体として考へる必要があるのである。

かくして、具体的市場をそのものとして考へるときには、それは市場組織現象として把握するほかはないのである。本文において「主として組織現象」とあると言つたのは、このような意味合からである。

なお一言附加えれば、たとえば、一取引所の内部における相場形成過程は、それ自身としては一の組織現象である。それは、そこに登場する需給を與えられたものとしての、その競争的結合の組織にほかならないからである。これに對して、この相場形成過程を抽象的市場全般に關連づけて考へるときには、それは市場価格現象の把握となる。この場合には、取引所に登場する需給をたんに與えられたものとして考へることはできないのであつて、取引所へ登場するまでの過程が問題とされなければならぬ。

7 わたくしの考へる市場現象は、このようにさまざまな局面を含み、またこれらそれぞれの局面から考へし得るものなのである。それは最小部分にまで分解された局面において考へられることもでき、またすべての部分を總合した最も包括的な局面において考へられることもできる。またその中間的な局面が何段かに考へられ、そのような局面のそれぞれから考へられることもできる。このような市場現象の場としての抽象的市場も、市場現象のさまざまな局面に照應して、さまざまな局面を含み、またそれぞれの局面において構想されることができる。

それ故、市場現象（市場價格現象）および抽象的市場は、つぎのような局面をも含んでおり、またそのような局面から考察され得る。「市場とは一般的に云えば價格体系の妥當する範圍である。資本主義的な流通經濟が價格の体系によつて支えられていることは云うまでもない。その價格体系の妥當する範圍が市場に外ならぬのであるから、資本主義經濟の特質は悉く市場に反映せられると云つても過言ではない。」（社會科學新辭典、昭和一六年、中山伊知郎博士『市場』の項、一六九頁）ここに價格体系とは、諸財の價格体系の意と解してよいであらう。これは市場價格現象および抽象的市場の、最も包括的な局面について語つてゐるものと考えられる。また高田保馬博士のつぎのことばも、最も包括的な局面と、その區分された局面とを示している。「市場は需要者と供給者との規則的交通によつて、買入の行われ共通の價格の成立する組織である。組織に立入る個人を併せ意味せしむるときは、需要と供給とを規則的に出會わせて價格を作り上げる人々の集團に外ならぬ。今日においては國民經濟が一の市場をなすと見うる。尤も國際商品については其の國際的需給の範圍が一の市場を形づくる。大なる市場の中に部分市場が考えられる。一々の商品の市場は國民經濟と云う市場に對して部分市場である。又地域的な市場が部分市場である。」（『經濟原論』昭和八年、六七頁）これにしたがえば、證券市場は部分市場であり、證券の市場價格現象は部分的市場價格現象である。しかしそれはまた、より小なる部分市場の總体でもあり、より小なる部分的市場價格現象の相關的總体でもあるのである。

市場現象（市場價格現象）および抽象的市場は、また、その最小部分にまで分解された局面において把握・考察されることもできる。市場價格現象の分解可能な最小局面は、單一財單一價格の現象である。これを中核として、最小の局面における市場現象が把握され、その場として最小の局面における抽象的市場が構想される。わたくしはこれを單位市場と呼ぼうと思う。先に引用した福田博士の抽象的市場の定義が、單一財單一價格現象により見出されるそれに関するものであることは、先に指摘したとおりであるから、その定義は單位市場に関するものであるといふことができよう。單位市場に對應して、最小の局面における市場現象を單位市場現象と呼ぶことができるであらう。單位市場現象は單一財單一價格現象を中核として把握されるものであり、その場として單位市場が構想されるわけである。

8 證券市場現象は、多種多様な證券の、さまざまな取引に現われる市場現象の相關的總体である。これを證券の種類別あるいは取引の種類別に區分して、それぞれの部分現象の特徴や相違を仔細に究明することは、研究上もとより必要なことである。しかし部分現象間の相互關連を追及して證券市場現象の總体的把握に到達することも、これに劣らず重要なことである。證券市場現象の研究にはこの兩面が伴わなくてはならない。

證券市場現象とその基盤

證券市場現象研究におけるこの二つの面を、それぞれ分解的研究・總合的研究と呼ぶことができよう。從來のわが國の證券市場研究は、分解的研究の面に偏していたように思われる。それは主として、證券市場現象を證券の種類別および取引の種類別の両面から分解し、分解したそれぞれの部分現象を並列して考え、そこに一方において共通現象を抽出して類型を構成すると同時に、他方において特殊現象を説明する、という行き方であつたと思う。これは部分現象間の相互關連を問う考え方ではない。この意味において、今後それは、總合的研究によつて補われる必要がある。

9 從來のわが國の證券市場研究において、福田敬太郎博士の諸研究を除いては、證券需給の分析はほとんど行われていないようである。また福田博士の諸研究においても、證券需給形成の全貌が明らかとされるまでには至っていないと思う。今後開拓されなければならない分野である。

證券需給形成の分析は、證券市場現象を相關的總體として考察しようとするときに特に重要である。それは、部分的市場現象間の相互關連の源は、主として、證券需給形成過程の中に見出されるからである。

10 證券の市場價格現象の最小區分は、銘柄別に區分されたそれをさらに細かく取引種類別に區分したものではないか、という意見もあるであろう。しかしわたくしはこれに同意することはできない。その理由は以下の考察が説明するであろう。

11 單位市場現象（考え得る最小の局面における市場現象）は、取引の分野が異なるに應じて、それぞれ多少とも異なつた姿を示す。證券取引の分野においては、それは、銘柄別市場價格現象を中核とする銘柄別市場現象として把握される。すなわち單一銘柄證券について一つの單位市場現象が把握されるのである。商品取引の場合には、たとえば、單一商品について二以上の流通段階があり、段階別に二以上の單一價格現象が見られるところでは、單一財について二以上の單位市場現象が見られ、かつその場として二以上の單位市場が構想されることになる。

12 本稿における證券市場現象の考察は主としてわが國現在の證券諸制度および取引の實情を念頭に置くものである。

二、銘柄別證券需給の形成

銘柄別證券市場現象は、ある銘柄の證券に關する需要と供給の競争的結合の過程および結果においてみられる現象である。それは、競争的に結合しようとする需給の形成過程を前提とし基盤として生起する現象である。そこでま

す、一銘柄の證券に關する需給がどのように形成されるかを考察しなければならぬ。

ところで、右にいう需給は、仮の用語を以てすれば、「取引需給」と呼べるべきものである。それはその證券を廣い意味で賣ろう、買おうとするものであつて、賣と買が結合して取引が成立することによつて目的を達するという性質の需給である。このような取引需給は、證券の場合においては、一般に、より基本的な需給形成のある派生的な局面として生ずるものである。より基本的な需給とは、取引需給に對して仮に「有高需給」とも言わなければならない。たとえば、ある株式千株を既に所有している人が、事情の變化に應じてその所有株數を千五百株にしたいと望むに至つたとき、彼は新たに五百株を買おうとするわけであるが、その五百株の需要が取引需要であり、千五百株の所有を欲することが有高需要である。五百株の新規買入は、既に千株を所有している事實から獨立した別個の決意なのでなく、千株の所有よりも千五百株の所有を愛好する決意の、一つの現われに過ぎないのである。このような場合には、取引需給の形成は、より基本的な有高需給形成の一面面にほかならない。

一銘柄の證券に關する有高需給および取引需給の形成主體を、その證券の需給者と呼ぶならば、その中には、その銘柄の發行者（またはこれに代位する者）と、それ以外の需給者とが含まれる。需給形成の内容は、前者と後者とでは著しく異なる。以下順次に考へて行こう。

(一) その證券の發行者およびこれに代位する者。——發行者はその證券の有高供給の主體である。有高供給の始點は發行であり、そのある場合が取引供給としての發行供給となる。取引供給を生じない發行はまず對價なき發行の場合に見られる。對價なき發行は取引を構成しないからである。それはまた、對價ある發行ではあつても、發行者の一方的意思によつて相手の取引需要の有無またはその條件如何にかかわらず發行を行い得る場合に見られる。ある種の國債の交付發行はこの例である。これもまた取引を構成しない。このような場合を除けば、大體において、有

高供給の始點たる發行は、取引供給（發行供給）を生ずる。

發行供給はしばしば證券引受機關によつて代位される。⁽³⁾この場合證券引受機關は、發行者に代つて發行供給の主体となる。

一證券の有高供給には、その證券の本來の性質にしたがつて、期限のあるものと無いものがある。期限付有高供給は、債券・償還株式の場合であつて、償還がその終點をなす。償還は債務の履行または償還條項の實行であつて、償還の時期についてはある程度の任意的要素が含まれるけれども、それは有高供給そのものがもつてゐる條件の當然の歸結であるから、取引需給とは全然別個のものである。しかしその償還された部分について有高供給を消滅せしめる。また發行者は償還に代えて買入消却の方法をとることがある。これも有高供給の終點であるが、この場合は取引需給を生ずる。

その證券が轉換證券である場合は、證券所有者の轉換請求があつたときには、有高供給は終止する。轉換請求權は選擇權であるけれども、本來その證券の内容をなしているものであつて、有高供給そのものもつてゐる條件の可能的歸結である。したがつてこれは、取引需給を生じない有高供給終止の一つの場合である。またその證券が、轉換によつて新たに發行される證券である場合、有高供給の始點は、轉換請求によつて作られ、取引供給（發行供給）を生じない。この有高供給の始點は、轉換證券の有高供給の終點と連結してゐるのであつて、全く新しい有高供給の形成ではない。それは發行者の新たななる決意によるものではない。

(二) 發行者以外のその證券の需給者。——これらの人々のもつ取引需給は、賣供給と買需要とを含むが、その取引の動機から、投資的取引需給と投機的取引需給とに分けることができる。

投資的取引需給は、投資的有高需要のあらわれである。投資的有高需要の形成者を投資者と呼ぶならば、それは

有高供給の主體としての發行者にまさに對應する存在である。證券投資はその基本において證券の有高需要なのであつて、有高需要の變化のある局面が取引上の需要または供給として現われる。すなわち、有高需要の始點が買需要として、その終點が賣供給として現われるのである。しかし、投資的有高需要の始點・終點が、すべて取引需給として現われるものでないことは、發行者について述べたところからも容易に推察されるであらう。償還は有高需要の終點をなすが、それは有高需要そのものに含まれた條件の當然の歸結として、取引なしに行われる。轉換請求は投資者の任意の選擇による有高需要の一の終點、他の始點であるが、これも有高需要に含まれた條件の選擇的歸結であつて、そこには有高需要に關する一の決意はあるが、全く新しい決意ではなく、また取引なしに行われる。そのほか、有高需要の始點が對價なき發行などによつて與えられることもあり、また對價なき發行などによつて有高需要にもとづかない證券の一時的手持を生じ、その處分が賣供給となつて現われることもある。この賣供給は、有高需要の終點ではなくて、有高需要外の一時的手持の處分である。

投機的取引需給は、投資的取引需給とは異なつて、有高需要にもとづくものではなく、一般に有高需給と必然的な關係はない。それは取引そのものに意味があるのであつて、取引需給そのものとして獨自に形成される。もちろん、時を距てた賣と買との両面の取引が組み合わされてはじめて意味があるのであるから、たとえば、將來の賣供給を豫定して買需要が形成され、買の取引の成立を前提としてその後、賣供給が形成されるというような形をとるのであるが、このように結びついた形で取引需給がそのものとして獨自に形成されるのである。

しかしながら、投機的取引需給は、買付（または賣付）によつて投機が開始されてから再賣（または再買）によつて投機が終了するまでの過程において、有高需要（または有高供給）を形成しているのと同じ効果をもつ場合がある。それは仮のものではあるけれども、一種の有高需給と考えることもできる。まず買方投機の場合、買付が行わ

れてから再賣が行われるまでの過程において、それが一時的に投資者の有高需要を肩代りし、あるいは發行者の有高供給に對應する効果をもつ限りにおいては、それが有高需要を形成しているのと同じ効果をもつ。これを仮の有高需要と考へることもできる。また賣方投機の場合、賣付が行われてから再買が行われるまでの過程において、それが一時的に投資者の有高需要に對應する限りにおいては、それが有高供給を形成しているのと同じ効果をもつ。これを仮の有高供給と考へることもできる。かくして投機的取引需給は、ある條件のもとでは、一種の有高需給を生み出すものとも考へることができ。投資の場合とちょうど逆の關係になるわけである。このような仮の有高需給は、買方投機るときは買付によつて始まり再賣によつて終止し、賣方投機るときは賣付によつて始まり再買によつて終止するものとも考へ得る。しかし場合によつては、投資からの轉化によつて始まり、または投資への轉化によつて終することもある。これは同時に、投資的有高需要の始點・終點が、投機からの轉化・投機への轉化であるような場合もあることを意味する。

ある銘柄の證券に關する、各種需給者の需給形成の内容は以上の如くである。そこで、ある時における取引需給の主體は、その時の需給者の中の一部であることが知られる。その時において有高需給を變更しようとする人々があるからであり、また有高需給の變更がすべて取引需給として現われるとは限らないからである。一の銘柄別證券市場現象の基盤としてのその需給者の總體を、その證券の需給者集團と呼ぶならば、需給者集團を構成する個人々は時により出入があるであろうけれども、その出入による變化は通常一部分ずつ徐々に行われるので、集團の連續性は大きいである。これに對しその證券のその時々における取引需給の主體（取引需給者）は、その時の需給者集團の中の一部分（その時において取引需給を形成した部分）に當るわけで、これを一の集團とみるならば、それを構成する人々はその時々において著しく變化することが多い。

- 1 「一般に」といつたのは、證券投機者の場合がその例外をなすからである。(後述を参照のこと。)
- 2 「取引需給」「有高需給」という語は一般に用いられていないが、需給という語の用法に、實質上これと一致する二つの場合が存在していることは、次の例に知られる。(イ) ケインズ『雇傭・利子および貨幣の一般理論』における「貨幣の需要と供給。」——これはわたくしのいう有高需給をさしている。それは貨幣の一定の有高を需要し、供給することを意味しているのである。(ロ) 金融論においてよく云われる「資金の需要と供給。」——これはわたくしのいう取引需給をさす。需要者は資金を借りようとすし、供給者は資金を貸そうとし、互いに取引の相手を求めているのであつて、需給は資金の流れに關している。要するに、取引需給と有高需給との區別は、「流れ」と「有高」の區別に照應するものである。
- 3 いわゆる買取引受の場合、および引受保證の結果賣残り分を買取ることになつた場合をいう。
- 4 拙稿『證券需給の圖式的表現』(商學討究第四卷第四號、昭和二年二月)において用いた「持續需要」という語は、第一には、新有高需要のうち、取引需要(買需要)として現われない局面を示すものである。すなわち、(發引時需給) = (發引時需給) + (發引時需給) + (發引時需給) の場合における、舊有高需要に該當する部分を持続需要と呼んだのである。第二には、舊有高需要のうち、取引供給(賣供給)となつて現われない局面を示すものである。すなわち、(發引時需給) = (發引時需給) + (發引時需給) の場合における、新有高需要に該當する部分を持続需要と呼んだのである。
- 5 買方投機の場合、買付代金全額を自己資力で賄ういわゆる「實有投機」のときはもちろん、借入資力を使用したりあるいは證據金取引の方法を利用したりするときにおいても、それが發行者の有高供給に對應する結果となる限り、一種の有高需要を形成しているものと考え得る。これには、最初から發行者の發行供給に買向う場合と、投資者の賣供給に買向うことによつて、今まで發行者の有高供給に對應していた投資者の有高需要を肩代りし、自ら有高供給に對應することになる場合とがある。また賣方投機の場合、いわゆる空賣であつても、それが投資者に賣向うことによつて投資者の有高需要に對應する結果となる限り、一種の有高供給を形成しているものと考え得る。

三、銘柄別證券市場現象

以上のようにして形成される一證券の取引需給は、相手方取引需給と結びつくことによつて取引に結實する必要が

證券市場現象とその基盤

あるわけであるが、時により、結合すべき双方の取引需給が豫め特定され、かつその結合が豫定されてしまつてゐる場合がある。それは双方が統一的意味のもとにある場合であつて、需給の結合を豫定した上で取引需給が形成されるのである。例えば、大藏省資金運用部の引受で國債・地方債を發行する場合、親会社の意思のもとに親会社と子会社あるいは子会社相互間で證券賣買などを行う場合、等である。これらは形式は取引であつても、嚴密な意味における取引ではない。それぞれ獨立にして自由なる意思にもとづく取引需給が結合する場合のみが、嚴密な意味の、あるいは狹義の、取引である。市場現象が生起するのはこの狹義の取引においてであり、したがつて狹義の取引需給の結合過程においてである。そこで以下狹義の取引需給結合の過程を考へることにしよう。(以下においては、取引・取引需給などの語を、すべて狹義の取引の意味に用いることにする。)

取引需給結合過程の考察に當つて、まず、取引需給を次の四種に區分することが必要である。すなわち(一)發行供給、(二)賣出供給(賣供給のうち「賣出」という特別の形式をとるもの)、(三)買需要、(四)賣出を除く賣供給(以下たんに賣供給といへばこれをさす)、の四種である。發行供給は買需要と結合しようとするもので、結合すると發行取引を成立させる。賣出供給も買需要と結合しようとするもので、結合すると賣出取引を成立させる。賣供給も買需要と結合しようとするもので、結合すると賣出取引を成立させる。賣供給も買需要と結合しようとするもので、結合すると賣出取引を成立させる。買需要は、發行供給・賣出供給⁽¹⁾で、結合すると通常の賣買取引(以下たんに賣買取引といへばこれをさす)を成立させる。買需要は、發行供給・賣出供給のいずれかと結合しようとするもので、この三種のうちいずれか一種のみが存在している時には、それと結合するほかに、二種並存している時はそのいずれでも任意に選擇できる。(發行供給と賣出供給が併行することはない。)

取引需給の結合過程は、次の三つの場合でそれぞれ異なつた態様を示す。(一)發行供給も賣出供給も存在しない場合、(二)賣供給が存在せず、發行供給または賣出供給のいずれかが存在する場合、(三)賣供給と、發行供給または賣出供給のいずれかが併存する場合。以下順次に考へて行こう。

(一) 發行供給も賣出供給も存在せず、賣供給のみが買需要と結合する場合。

その證券が一取引所の上場銘柄である場合、取引需給の大部分は直接・間接に取引所会員業者の手に集結された上で、取引所立会場において集中的競争を行い、そのある部分が取引（取引所取引または場内取引）に結實する。取引所相場（同一時統一取引価格）の成立において銘柄別市場価格現象が見られ、同時に市場組織現象（一銘柄の具體的市場）と市場的流通現象とが見られる。もつとも、時には取引需給者が個別的交渉によつて取引所外取引（場外取引）を成立せしめる場合もあるから、市場価格現象と市場的流通現象とは、取引所取引と取引所外取引との双方を通じて見られることになるわけである。場外取引の価格は取引所相場に順應して形成されるのがつねであるから、⁽²⁾取引価格の統一は双方を通じて見られ、その場として一つの抽象的證券市場（單位市場）が構想され得るわけである。それは、取引需給が相手を求める場合に、具體的市場を通じて求める方法と、個別的交渉により求める方法とのいずれでも任意に選擇し得ることにもとづくものであつて、そこに需給競争は場内・場外のすべての取引を通じて行われることになるからである。取引需給は、相手を求める方法の選擇について考慮し始めた時から競争場裡（抽象的市場）に登場するのである。

その證券が二以上の取引所に上場されているときは、取引需給はどの取引所を通じて相手方を求めてもよく、かつ場外に求めてもよい。その場合市場価格現象は、すべての取引所取引および場外取引を通じて見られるわけであるが、各取引所の役割は同一ではない。その中の一取引所が他の取引所に比して格段に大量の取引需給を集中する場合は、その取引所相場が爾余の取引価格を指導することになる。その他の取引所における相場は、指導的取引所相場に順應して形成され、場外取引価格も同様に順應し、ここにすべての取引を通じて市場価格現象が見られることになる。そこには同時に市場組織現象⁽³⁾も市場的流通現象も見られ、その場として一つの抽象的證券市場（單位市

場)が考えられる。

その證券が二以上の取引所に上場されている場合に、指導的相場を形成する取引所が二つ以上ある場合がある。たとえば全國的銘柄である一株式についての、東京證券取引所と大阪證券取引所の如きである。この場合は一方が指導力をもち他方が順應するという關係ではなく、それぞれ指導力をもちつつ獨自に相場形成を行うのであるが、双方の相場が離れようとするときは、取引需給の移動や鞘取の作用によつて平準化される。その平準化された相場が、他の取引所の相場および場外取引價格を指導するという形で、市場價格現象が生起する。市場組織現象も市場的流通現象も見られるが、相當複雑な様相を示す。これらの場として一つの抽象的證券市場(單位市場)が考えられるわけである。

右のように、銘柄別市場價格現象が見られるところでは、その指導的相場を形成するところの取引組織體または取引組織が見出されるのがふつうである。それは、銘柄別市場價格現象を中核とする證券市場現象(單位市場現象)の場として構想される抽象的證券市場(單位市場)において、中心的位置を占める組織體ないし組織であると考えられる。これを、福田敬太郎博士の用語をお借りして、その單位市場の「市場中心」と呼ぶことにしたい。⁽⁴⁾右の例において、一取引所のみを上場されている時はその取引所、二以上の取引所を上場されている時は指導相場を形成する一ないし二以上の取引所が、その單位市場の市場中心である。

つぎにその證券が非上場證券であつて、いわゆる店頭賣買が行われている場合を考えて見よう。取引需給の大部分は、店頭賣買組織を構成する證券業者のいずれかに持ち込まれ、これら證券業者の自己賣買(顧客との仕切賣買および業者間賣買)を通じて結合される。店頭賣買組織は、取引所のように一定の立会場をもつ組織體ではなく、店頭賣買業者の個別的な相互連絡により成立つてゐる。取引所のような統一相場は形成されないが、事情に通じた業者達の行動の総合的結果は、取引所相場ほど明確でないにしても、いちおうの指導的價格をつくり上げること

なる。各業者は賣供給に對しては買向い、買需要に對しては賣向い、自己の手許で食い合う部分は自ら處理し、その他は業者間で賣買を行うことによつて、取引需給を結合する。業者間の賣買はその間の個別的連絡または仲立業者による連絡によつて行われるのであるが、便宜上任意の場所に集合することもある。この場合は取引所に若干類似た姿態を呈する。

取引需給は、店頭賣買組織を通じて相手方を求めても、個別的に相手方を求めてもよいわけであるから、店頭相場はその他の取引價格を指導し、ここに市場價格現象がすべての取引を通じて成立つことになる。同時に市場組織現象も、市場的流通現象も見られ、これらの市場現象の場として單位市場が構想される。店頭賣買組織は、この單位市場の市場中心である。その證券が二以上の店頭賣買組織を通じて賣買されている時には、そのうちの二ないし二以上のものが市場中心である。

(二) 賣供給が存在せず、發行供給または賣出供給のいずれかのみが買需要と結合する場合。

一 銘柄證券の發行供給は、その證券の生成過程において形成されるものである。その證券はこれから新たに發行されようとするものであるから、發行供給の結びつくべき買需要は今までに存在していなかつたわけであつて、まず買需要を新たに起させることが必要である。それには潜在的買需要者に對して何らかの方法で呼びかけなければならぬ。

潜在的買需要者に對する呼びかけの方法には、廣く一般に（不特定多數者に）公開的に呼びかける方法と、特定の範圍に限つて呼びかけまたは交渉を行う方法とがある。前の方法による發行供給は、公募發行であつて、發行危険の負擔および分賣活動の擔當の仕方如何によりさまざまな形態をとる。後の方法による發行供給は、非公募發行に屬し、その特定範圍の如何によつていろいろな場合に分れる。發行者はこの二方法の中のいずれか一つ、または

双方の併用を、任意に選ぶことができる。

まず、發行供給の方法として、公募發行のみが行われる場合を考えてみよう。わが國における公募發行は、發行者において公募價格その他の公募發行條件を決定した上で、これを一般に公表して申込を募るという方法をとる。公募價格が一定しているため、市場價格現象は不完全な形でしか現われない。需給競争はふつう數量の競争と結びついた價格競争として行われるのであるが、この場合は價格が固定されているためそのような形で現われることができないで、數量競争のみとして行われる。そこで市場價格現象は次のような現われ方をする。第一にそれは、發行者（又はその代位者）が公募價格を決定する基準として働くことにより、公募價格そのものに現われる。この場合の基準は、呼びかけによつて振起されるであろう買需要の總體が、その價格において公募供給數量の全部を正に消化するに足るであろうと期待されるその價格である。それは價格競争が行われたとしたならば、市場價格となるであろうと期待される價格。すなわち豫想市場價格である。公募價格はこの豫想市場價格を基準として決定されるものであるから、それ自身市場價格現象の特殊なあらわれと見ることができ、公募價格の決定には専門的な知識・經驗が動員されるのがつねであるから、通常の場合大きな見當違ひはないであろうけれども、また豫想が適中するとも限らない。そして現實の市場價格は、その應募成績の中に、不完全ながら現われる。すなわち、第二に、市場價格現象は、一定價格による公募供給に對する應募の數量と、公募供給數量との關係の中に現われる。これは豫想市場價格ではなくて、發行供給をちようど消化し得る現實の市場價格の現われである。すなわち、應募不足は、公募價格が現實の市場價格より高かつたことを示し、應募超過は、公募價格が現實の市場價格より低かつたことを示す。あるいは別の見方から、その公募價格が、現實に應募申込があつたと同じだけの數量の發行供給をちようど消化し得る市場價格に一致していたことを示す、ということもできる。公募價格が固定されているため、市場

價格が數量關係に現われるのである。

かくしてここに不完全な形ながら市場價格現象が見られ、また市場組織現象（發行者および證券引受・分賣機關などによる公募市場組織）および市場的流通現象が見られる。したがつてそこに新たな一證券の生成に應ずる新たな單位市場の生成を認識することができ⁽⁶⁾る。公募取引が一段落すると、やがて情況の變化に應じて賣供給が出てくるようになるから、單位市場は次の段階においては賣買取引の場として展開して行くことになる⁽⁷⁾。

次に發行供給の方法として、公募發行と非公募發行とが併用される場合を考えてみよう。この場合問題は、發行價格が公募と非公募とで差別されるかどうかにある。差別がなければ、その双方を通じて市場價格現象（不完全ではあるけれども）が見られ、共通の場としての單位市場を認識し得ることになる。これに對して、發行價格が差別される場合には、公募の部面には市場價格現象が見られ、その場として抽象的單位市場が考えられるけれども、非公募の部面においては一般市場價格に對する差別的低價格の取引がみられ、これは競争場面（抽象的單位市場）の外側における取引と見なければならぬことになる⁽⁸⁾。また、發行供給が非公募發行のみによつて行われる場合、實際の判定は難しいこともあるが、原理的には右と同様に考えてよいであろう。すなわち、發行價格が一般市場價格と考えられるものに近い場合は、不完全ながら市場價格現象が見られ、そこに單位市場の生成を認識し得るが、そうでない場合は市場價格現象を見ることはできないから、そこに單位市場の生成を認め得ない、と考えるよいであろう。

以上のことは、賣供給が存在しない場合の賣出供給についても、大體あてはまる。賣出供給は既發行證券について形成されるものであるが、賣供給がなく、したがつて今まで賣買取引が行われていなかった場合であるから、取引界に對しては新登場の證券である。賣出供給が一般に新たな買需要を振起しつつこれと結びついて行く過程は、

證券市場現象とその基盤

新らしい單位市場の生成過程であつて、單位市場の次の展開（賣買取引の場としての）を準備するものである。

(三) 賣供給と發行供給（または賣出供給）とが併存して、ともに買需要と結合しようとする場合（但し發行供給・賣出供給は、豫想市場價格を基準として發行價格・賣出價格を決定するものに限定する）。

まず、その證券が既發行證券であつて、すでに賣買取引の場としての單位市場が存在しているときに、そこへ賣出供給が出現する場合を考えてみよう。今まで賣供給と買需要の結合のみを内容としていた單位市場に、賣出供給が新たに追加登場する。買需要は賣供給に結びつくのも、賣出供給に結びつくのも、任意に選擇し得る立場に立つ。そこで競争はそのすべての取引需給に行き亘るから、賣出供給をも含めて、依然として一つの單位市場が認識される。但し賣出價格が一定しているため、市場價格現象は次のような形であらわれる。賣出のための廣告・宣傳・個別勧誘などは、それが行われなかつたならば形成されなかつたであろう追加的買需要を新たに振起するであろう。このような新需要をも含めた買需要の總體が賣供給と賣出供給とに買い向うわけであるが、賣供給もまた賣出供給の出現と買需要の新たな動向によつて何らかの變化を蒙るであろう。買需要が二つの方向に分れることによつて一方には賣出への應募が行われてゆき、他方には賣買取引が行われて賣買取引價格が形成されてゆく。賣買取引價格が賣出價格より高ければ、買需要は賣出の方へ流れるであろうから、賣買取引價格は賣出價格に引寄せられるであろうが、應募が満額または超過となればその作用は終止するであろう。満額または超過となつた時の賣買取引價格は、ちやうど満額で終るようなときには賣出價格とほぼひとしいであろうし、應募超過のときにはその超過の程度に應じて賣出價格より高いであろう。前の場合は賣出價格が、賣出供給をちやうど消化し得る市場價格に一致していたことを示し、後の場合は賣出價格が、賣出供給をちやうど消化し得る市場價格より低かつたこと、その賣出價格はより多量の賣出供給を消化し得る市場價格に一致していたこと、および、その賣買取引價格は當該賣出供給を

正に消化し得る市場価格そのものであること、などを示している。次に、賣買取引価格が賣出価格より低いときは、勧誘によつて生じた新需要も賣供給に買い向うから、賣買取引価格は賣出価格の方へ引寄せられるであろう。しかし賣出期間中最後まで賣買取引価格が賣出価格を下回つたままで過ぎれば、賣出への應募は全く生じないであろう。このことは、賣出価格が賣出供給をちようど消化し得る市場価格よりはるかに高かつたこと、かりに賣出価格がその賣買取引価格に一致していたとしても消化はほとんど全く行われなかつたであろうこと、その賣買取引価格は賣出の完全な不成功という情況のもとにおける市場価格そのものであること、などを示している。次に、賣買取引価格の賣出価格への鞘寄せが行われて、両者が大體一致している間に、賣出數量の一部分が消化された場合は、その賣出価格が賣出供給總量をちようど消化し得る市場価格より高かつたこと、賣出価格はその實際に應募のあつたと同一數量の發行供給をちようど消化し得る市場価格に一致していること、賣買取引価格もそれに一致していること、などを示している。

以上の考察はもとより原理的なものであつて、現實の事態は右において考慮に入れられなかつたさまざま原因（たとえば知識の不完全）によりもつと複雑な様相を呈するのであるが、原理的な核心は右の如くに把握することができるであろう。

次に發行供給と賣供給とが併存する場合、賣供給が買需要と結びつく取引は先物賣買取引（取引所における發行日決済取引、または場外におけるいわゆる権利株賣買）である。競争は發行取引と賣買取引との双方を通じて行き互るから、そこに單位市場の生成を認識し得る。この單位市場における市場価格現象の現われ方は、上述した所とほぼ同様である。發行の完了と共にこの單位市場は、賣買取引の場としての次の展開に移る。既發行證券が賣出によつて取引界に新規登場するとき、賣出と併行して賣買取引が行われる場合も、これと同様である。¹⁰⁾

以上、ある銘柄の證券について、その需給者集團によつて形成せられる取引需給が、どのようにして結合され、どのようにして發行取引・賣出取引・賣買取引等の取引を成立させるに至るかを考察した。またこれらの取引に關連して、どのような場合にどのような銘柄別市場價格現象が見られ、それと相伴なつてどのような市場組織現象が見られるかを考察した。但し市場組織現象についてはごく概略の説明に止め、また市場的流通現象についてはその生起を指摘するのみで、説明は全く行わなかつた。すなわち銘柄別證券市場現象（單位市場現象）については、その市場價格現象の面を主として考察した。また、これに照應して構想される抽象的證券市場（單位市場）について、その生成と展開の諸相を考察した。——かくして以上の考察は、銘柄別證券市場現象の全面に及ぶものではないが、その基本的な諸點にいちおうふれることはできたと思う。

- 1 わが國の場合、「競賣」はほとんど考慮する必要がないので、ここには除いた。證券競賣取引においても、相場形成が行われ、組織現象（證券競賣場）および流通現象が見られる。
- 2 場外取引價格が取引所相場に順應しないで、差別價格となることもある。もちろんそれは取引所相場を前提としての差別價格である。差別價格については、後段における説明の通り、競争界（抽象的市場）の外部における取引價格と見る。それは市場價格現象の範圍外にある。
- 3 この場合の市場組織現象は、二以上の取引所を含んでいる点に注意する必要がある。個々の取引所をそれ自身として觀察する時にも市場組織現象は見られるけれども、それは市場組織現象の一つの局面にすぎないのであつて、この場合のように市場價格現象との關連において觀察する時は、別の局面を把握することができるのである。
- 4 先に引用した福田博士の「市場とは、一つの中心において決定せられた一財の價格が通用するところの、空間的ならびに時間的に制限せられた取引範圍である」という抽象的市場の定義が、わたくしのいう「單位市場」の定義に該當するものであることは既に述べたとおりである。博士はさらに次のように言われる。「市場には、一つの市場中心と、それが支配するところの一定の市場範圍と、市場中心が活動するところの一定の市場時間とがある。」（前掲『市場論』二六頁）市場中心は「一財の價格を決定する機關の所在地」であり、市場範圍は「市場中心における價格決定機關によつて決定せられた價格が通用する空間的擴が

り」であり、市場時間とは「一つの市場中心が価格決定力を發揮する時間の長さ」である。(同書二六、三二、三八頁)ただわたくしは、市場中心を、そこで指導的価格が形成される取引組織ないし組織体の意味に用いた。すなわち博士の言われる「市場中心における価格決定機關」にはば該當するわけである。

なお博士が、「證券市場は、これを抽象的意味で解釋するときには、一つの中心において決定せられる有價證券の価格が通用するところの空間的ならびに時間的に制限せられた證券取引範圍である。」(『證券取引論』昭和二四年、五一頁)と言われる時、市場を銘柄別に考えておられるのかどうかは明らかでない。しかし「證券市場期間は、これを嚴格に解釋するならば、一つの有價證券に對して同一の価格が行われる時間的長さを意味するものとせねばならぬ。(中略)我々はこれを廣義に解して、一つの證券市場中心が、価格決定力を發揮する時間的長さを意味するものと解する方がよいと信ずる。もとより各種の銘柄を一々呼出して取引するところの立會時間割當制度による場合に較べると、各種の銘柄のそれぞれに對して取引すべき場所を指定するところの立會場所割當制度による場合ならびに各種の銘柄毎に取引する専門業者を置くところの立會専門受持制度による場合は、遙かに大なる持續性を持つてゐるけれども、「下略」(『證券取引論』五二、五三頁)といふことばからすれば、個々の銘柄別に市場を考慮しておられるようである。

5 個々の業者の店頭が市場中心ではなく、店頭賣買組織の全体が市場中心である。仕切賣買と業者間賣買との總體を通じての、總取引需給の競争的結合が指導價格を形成するのであるから。

6 この單位市場において市場價格は明示的には現われぬ。明示されているものは公募價格のみである。福田博士は次の如く言われる。「證券市場中心は、有價證券の價格を決定する機關の所在地であつて、最も顯著なものは證券取引所、證券競賣場などである。しかし新しく發行せられる有價證券については、屢々銀行、發行業者などが價格形成機關として作用し、非公開的な市場中心を形成することがある。」(『證券取引論』五一頁)しかし、發行者・證券引受機關等が決定する公募價格は、一定範圍に通用する價格であろうか。通用するかどうかは、公募の成績を俟つて始めて判定される。しかも一定範圍に通用する市場價格が明示的に現われるのは、公募段階が完了して、賣買取引が行われるようになってから後のことである。それまでは市場價格は潜在的にのみ決定せられ、しかもその決定者は取引需給の全体であつて、發行供給の側のみが一方的に決定できるわけではない。一方的に決定できるものは公募價格であつて、市場價格ではない。それ故、發行者または證券引受機關を以て、公募段階における單位市場の市場中心とすることは妥當でないであろう。市場價格は明示的には形成されないものであるから、市場中心は存在し

ないと考へるべきであらう。

7 一般にわが國における債券の單位市場は、金融債の場合を除いては、公募取引が完了した後には不活潑な存在もしくはほとんど消失の状態になり、賣買取引の場として十分に展開して行かないのが現在の實情である。これらが證券の單位市場として變則的であることはいうまでもない。

8 たとえば、新株の發行において、割當募集（株主または特定の第三者に新株引受權を割當てて行く募集、非公募發行の一種）と一般募集（公募發行）との双方が併行的に行われる場合、割當募集價格を額面とし、一般募集（公募）價格をプレミアム付とすることはしばしば行われる。その場合公募價格は豫想市場價格をねらつたものであり、割當募集價格（額面）はこれに對する差別的低價格である。

豫想市場價格より相當低い發行價格を以て割當を受けた者は、たとえ有高需要にもとづく買需要を有しない場合でも、必ずその申込を行うであらう。そこには市場價格現象は明示的にも潜在的にも見られないであらう。なぜなら割當募集においては、應募不足（失權）は起り得るが應募超過はなく、しかもこのような場合失權は考えられないから、潜在的市場價格現象も生じないからである。市場價格現象はこの場合、舊株の賣買取引の方へ現われるのである。割當募集の公表があると、舊株は新株引受權を含んだものとして取引されることとなり、新株申込を前提とした上でのその賣供給・買需要が競争することになる。新株の市場價格現象はその中に含まれて現われ、實際に割當を受けて申込をする際には、その申込は豫定された通りに行われるわけであつて、このような場合必ず申込むことに豫定されているはずであるから、その際には市場價格現象はもはや潜在的にも現われないのである。かくしてこのような割當募集取引においては、市場價格現象は全く見られず、それは競争場面の外部における取引と見るほかはない。このことは、新株發行が割當募集のみによつて行われる場合にも當てはまる。

差別的低價格による割當募集であつても、その發行價格が豫想市場價格に近い場合には、發行者の意圖においては差別的低價格のつもりであつても、實際の結果としては市場價格がこれに接近交錯して、割當募集の部面で潜在的市場價格現象が見られることがある。すなわち現實に失權が生ずるのである。この場合公募が併行して（より高い發行價格で）行われているならば、潜在的市場價格現象は公募の部面はもちろんのこと、割當募集の部面にも現われるに至るのである。もつともこの場合の潜在的市場價格現象は公募の部面と非公募の部面とに分裂して現われるので、事態は複雑である。しかし、潜在的市場價格現象が見られる限りは、その場として單位市場を考へ得る。

なお、今西教授の次の一文は参照に値する。「発行市場の認識に就て最も大切な点は、新證券の発行者から究極的な保有者への移轉が自由であることである。それが自由である場合に限つて発行市場は成立するのである。移轉が自由であるとは、究極的な所有者の所有が強制せられて確定していかないこと、保有を拒否する権利は奪われていないが必然的に保有せざるを得ないようにならないことを云う。例えば政府の交付公債、就中軍人に對する戦争賜金公債の如きは政府が一方的に定めた規準で割當てるので、その移轉は自由に行われていないわけである。又株式にありても増資新株が全部舊株主に割當てられ、プレミアムがつくような時は、株主として割當を拋棄することなく應募拂込むことになるがゆえ、これも自由でないわけである。但し増資新株式の株主割當て方法は凡て自由でない移轉となるのではなく、プレミアムをつかないような株式の時は、株主は引受の義務なきがゆえ、その移轉は自ら自由となるわけである。何れにしても大切なのは自由な移轉であり、この状態のある場合に限り発行市場は成立し、これのない場合は單なる新證券の發行であつて発行市場に入らないのである。蓋し後者の場合そこには発行市場としての獨特の現象問題が現われないからである。」(今西庄次郎『證券市場論』二五四、二五五頁)

なお、差別的低價格による割當募集の場合、失權が生じなかつたとしても、その應募申込(買需要)は投資的有高需要にもとづくものだけとは限らない。投資的有高需要にもとづかない應募申込は、發行完了後賣供給となつて現われ、賣買取引の段階における單位市場に登場して、その市場價格に影響を與えることになる。すなわちそれは、公募段階における單位市場には買需要として登場しないが、賣買取引の段階における單位市場へは賣供給として登場するのである。

9 この場合市場價格現象は賣買取引組織と賣出取引組織との双方を通じて生起することになるから、賣買取引の組織体たる取引所や店頭賣買組織を以て市場中心とすることはできない。もつとも賣買取引が量的に賣出取引よりはるかに大であるならば、そういうつてもよいであらう。賣買取引價格が指導的價格であるからである。然らざる場合は、明示的な市場價格形成が行われないのであるから、したがつて市場中心はないといふべきであらう。

10 銘柄別に區分された單位市場についての考え方をここでまとめてみよう。單位市場は生成し、展開する。その生成段階は、(一)發行取引のみの場合、(二)賣出取引のみの場合、(三)發行取引と賣買取引の併行の場合、(四)賣出取引と賣買取引の併行の場合、などさまざまな場合があり、それに應じていろいろな様相を示す。發行・賣出が完了すると、單位市場は次の段階にはいる。そして賣買取引の場として展開して行く。もつとも發行供給・賣出供給に未消化殘高を生じた場合は、その分については發行・賣出は完了していかないわけであつて、それらは次の段階にはいつてから、時期を選んで賣供給または賣出供給の形をとつて單位市場に

登場してくる。また別個の新たな賣出供給が登場してくることもある。このような賣出供給の登場がある場合は、單位市場に一時的に賣出取引と賣買取引とが併行する事態が現われる。これは單位市場の生成段階における賣出と賣買の併行とは、意味合を異にしている。その證券の需給者集團は、その證券の生成（發行）とともに出現するものであるから、その出現は單位市場の生成と同時的であることもあり、またそれに先立っていることもある。單位市場の生成および展開とともに、需給者集團は連続しつつも變化して行く。その時々々の需給者集團の取引需給形成が單位市場における取引をひき起し、また取引の結果が需給者集團を變化せしめると同時に新たな需給形成に影響を與えて行く。このような展開を辿つた後に、證券の種類によつては償還等による證券の消滅が行われ、全數量の消滅が完了するときには需給者集團も單位市場も消滅する。もつとも單位市場はそれより早く消滅してしまうこともある。また單位市場が、その展開の途中において中断または消失してしまうこともある。

證券市場を發行市場（發行・賣出の双方を含めての）と賣買市場とに區分することは、しばしば行われる所であるが、市場組織の區分としては承認し得るけれども、單位市場の區分としては受け取り難い。取引需給結合のための組織は、發行・賣出取引の場合と賣買取引の場合とは著しく異なり、これを發行・賣出の市場組織（發行・賣出危険の負擔と、分賣活動の擔當に関する組織）および賣買市場組織（取引所・店頭賣買組織）に二分することは妥當である。これに反して、單位市場を發行・賣出市場と賣買市場とに分けることは適當でない。單位市場が純粹に發行取引のみから成り、または賣出取引のみから成り、あるいは賣買取引のみから成る場合もあるが、二種の取引が併行する場合もあり、しかもこれらは一つの單位市場がその生成・展開の過程において示す段階的な局面なのであつて、單位市場はそれらを通じて連続して構想さるべきなのである。發行が終ると發行市場が消滅して、別の賣買市場が生成する、という風に考えるべきではない。

ひすび

本稿は證券市場現象に関する基礎的な研究の中の一部であつて、基礎的な研究の範圍だけに限つてみても、本稿で取扱われていない問題は多い。最後に、それらの問題の若干について、ある程度の展望を試みてみよう。

(一) 證券市場價格現象について。

銘柄別市場價格現象の分離的考察は本稿において行つたが、そのほかに、異なる銘柄の市場價格現象相互間の關連をいかに把握するか、という問題がある。この問題の考察は、最も關連性の濃い二以上の銘柄（たとえば同一会社普通株の親株と新株）相互間から始めて、順次にその範圍をひろげ、最後に總證券に至るというように、さまざまな局面において段階的に行われなければならないであろう。

この問題の考察は、同時に證券需給形成過程に關する、本稿の場合よりはさらに立ち入つた考察を伴わなければならぬ。一見して明らかのように、異なる銘柄の市場價格現象相互間の關連は、取引需給結合の結果として現われるのであるけれども、その關連の源は、取引需給結合過程または成立した取引そのものの中には見出し得ない。各銘柄は取引上は互いに獨立の取引物件であつて、各銘柄の取引需給結合または取引の成立は、互いに全く獨立に行われるからである。相互關連の源は、同一人がある銘柄の需給者であると同時にまた他の銘柄の需給者でもあるという事實、および彼が證券の需給者であると同時にまた證券以外の資産の需給者でもあるという事實の中にある。そこで證券需給形成過程の分析は、同一人がいくつかの銘柄の證券に關する需給を（證券以外の資産の需給をも含めて）相關的に形成する局面にまで及ばなければならない。そしてこの場合證券需給者の種類は、本稿の場合よりも細分して考へる必要がある。（少くとも）(イ)發行者、(ロ)利殖的投資者、(ハ)支配的投資者・政策的投資者等、(ニ)投機者、の四種類に分ける必要があると思う。）異なる銘柄の市場價格現象相互間の關連を逐次より廣い範圍にわたつて追及して行く過程は、同時に異なる銘柄の需給者集團相互間の關連を同様に追及してゆく過程を伴わなければならない。

銘柄別市場價格現象および銘柄別需給者集團の相互關連の考察は、それに應ずる抽象的證券市場の構想を伴なう。そこには大小さまざまな局面における抽象的市場が考へられるであろうけれど、それらはいずれも、本稿で考察した單位市場の相互關連的複合體たる意味をもつてであらう。

(二) 證券市場組織現象について。

本稿で十分考察されなかつたこの問題は、證券市場價格現象および抽象的證券市場がさまざまな局面において把握されるのに照應して、これもまたさまざまな局面において考察され得るであろうけれども、基本的な問題としては次の三つに分れるであろう。第一は、個々の銘柄の取引について、銘柄別市場價格現象および單位市場とともに把握される市場組織現象を、いくつかの型に整理し、考察すること。第二は、一國證券取引の總體について、全銘柄を含んだ市場價格現象および總證券市場（すべての單位市場の相關的總體）とともに把握される市場組織現象を、いくつかの型に整理し、考察すること。第三は、第二の問題の中に含まれる特殊問題をとくに獨立させて考えるもので、個々の具體的證券市場を、そこで行われる取引の總體について把握される市場組織現象として、いくつかの型に整理し、考察すること。

(三) 證券の市場的流通現象について。

これは、證券の取引需給の競争的結合により成立した取引の決済として生起する現象で、證券自體の市場的流通と、代金の市場的流通との兩面を含む。それが取引の決済である以上、市場組織現象（とくにそこに含まれる取引決済の制度）と密接な関係をもつていふことはいうまでもない。決済方法を異にしたがつて、證券流通の態様（現實的流通と帳簿上の流通）および代金流通の態様（代金・證據金の現實的流通と帳簿上の流通）が當然に異なってくるからである。そしてこの場合、流通現象は、たとえば取引所取引について言えば、取引所・会員業者・顧客（證券需給者）の全體を通じて考察されなければならない。

證券の市場的流通現象はまた、流通事前および事後の諸過程と密接な關係がある。流通事前および事後の諸過程とは、證券について言えば、誰がどういふ目的で取引したか（發行者・投資者・投機者の別。投資者はさらに支配的投

資者・政策的投資者・金融機關・一般投資者等に分けて考察する必要がある)、それに應じて附隨的に證券貸借・その返済等が事前または事後に行われたかどうか、それらの結果流通事前にどのような状態にあつた證券が、事後においてどのような状態におかれることになつたか、ということである。事後の結果は、證券有高およびその保有分布の變化という面から考察することもできる。代金・證據金についても同様に言い得る。證券取引の決済に附隨する資金貸借・その返済等を考察する場合には、證券業者と顧客との間の貸借はいうまでもなく、これらと金融機關との間の貸借も含めて考察しなければならない。また證券取引の決済、資金の貸借・返済等によつて、現金・預金の有高およびその保有分布ならびにその性質の變化、資金貸借關係の状態の變化⁽³⁾、などが起るが、ここでも金融機關の役割に注目しなければならないであろう。

證券の市場的流通現象もまた大小さまざまな局面において考察され得るであろうけれども、基本的な問題は次の三つであろう。第一は個々の銘柄の取引について見られる市場的流通現象、第二は一國證券取引の總體について見られる、全銘柄を含んだ市場的流通現象⁽⁴⁾、第三は第二のうちの特殊部分に當るもので、個々の具體的證券市場で行われる取引の總體について見られる市場的流通現象、の考察である。これは市場組織現象に關する三つの基本的問題に照應するもので、それらと結びつけて研究されなければならない。

なお、本稿は、いまだ試論の域を出ないので、考への未熟な所や基礎づけの十分でない所が多く、また適當な既成概念を知らないためわたくしが仮に用いた用語に適切でないものがあるということは、わたくし自身も認めざるを得ない。それらの點は今後の研究によつて逐次補正して行きたいと思う。

1 投資者の場合、このような各種資産に關する需給の相關的形成過程は、その投資資力の各種投資對象（收益資産）への一定の配分を選択する過程——各種收益資産の有高需要の一定の組合せを選択する過程——として把握される。これは米國でいわゆる portfolio の選擇である。（portfolio に對して適當な譯語はないが、それは各種投資對象への投資資力の或る配分、ないし投資資力がとり得る或る資産構成を意味する。）ここに收益資産需給形成の基底としての投資資力が注目されなければならないことになる。投機者の場合はより複雑であるが、この場合もやはり、投機的取引需給を投機者の自己資力の投機的使用として把握することができる。發行者の證券有高供給はこれらとは異なり、資本額およびその資本構成の選擇ないしは負債額および負債構成の選擇の過程の中で解明されることとなる。〔發行者の發行供給は、一種の資金需要として把握されることとなる。〕

2 向井鹿松博士『證券市場組織』二卷（昭和二年）は、この問題に關するすぐれた研究である。

3 證券の市場的流通によつて生ずるところの、證券有高およびその保有分布の變化、現金・預金の有高およびその保有分布ならびにその性質の變化、資金貸借關係の状態の變化、などは、證券需給者の資力の状態ないしその利用状態の變化であるから、つまりは證券需給形成の基底の變化であるわけである。新たな基底の上にまた新たな需給形成が行われ、取引需給の結合により市場價格現象を生じ、取引の決済として市場的流通現象が生起する。それがまた證券需給形成の基底を變化させる。かくして、證券の市場價格現象の研究と市場的流通現象の研究とは、互いに結びつかなければならない。

4 この問題に關するすぐれた研究としてあげなければならないのは、Fritz Machlup, "The Stock Market, Credit and Capital Formation," 1940 である。