

證券經濟論

著
充雄降一雄穂男
敏剛天嘉孝正博
田野村村田田
牟野村村田田
伊熊吳志竹野浜



有斐閣双書

証 券 經 濟 論

伊 牟 田 敏 充
熊 野 剛 雄
吳 天 降
志 村 嘉 一
竹 村 孝 雄
野 田 正 穂
浜 田 博

著



有斐閣双書

＊入門・基礎知識編＊

著 者 紹 介

- | | |
|--|---|
| 伊 牟 田 敏 充
くま の よし みつ
熊 野 剛 雄 | (法政大学経営学部教授)
(日本証券経済研究所研究員,
専修大学経営学部教授) |
| 呉 天 降
し てん こう
志 村 嘉 一
たけむら か いち
竹 村 孝 雄
の たか お
野 田 正 穂
はだ が まさ は
浜 田 博 男 | (立正大学経済学部教授)
(専修大学経営学部教授)
(中央大学商学部教授)
(法政大学経営学部教授)
(大阪市立大学経済研究所
助教授) |



有斐閣双書

証 券 経 済 論

¥ 1,100.

昭和 45 年 10 月 30 日 初版第 1 刷発行
昭和 54 年 3 月 30 日 初版第 8 刷発行

著 者	伊 牟 田 敏 充	竹 村 孝 雄
	熊 野 剛 雄	野 田 正 穂
	呉 天 降	浜 田 博 男
	志 村 嘉 一	

発 行 者	え ぐさ ただ あつ 江 草 忠 允
-------	-----------------------

東京都千代田区神田神保町 2~17

発 行 所 株式会社 有 斐 閣

電 話 東 京 (264) 1 3 1 1 (大代表)
郵便番号 [101] 振替口座東京 6-370 番
本郷支店 [113] 文京区東京大学正門前
京都支店 [606] 左京区田中門前町44

印刷 河北印刷株式会社・製本 稲村製本所
© 1970, 伊牟田敏充・熊野剛雄・呉 天降・志村嘉一
竹村孝雄・野田正穂・浜田博男, Printed in Japan
落丁・乱丁本はお取替えいたします。

1333-096575-8611

は し が き

証券市場に対する学問的関心は最近ますます高まってきている。多数の研究書が相ついで出版されているし、大学でも証券市場論はいまや不可欠の課目の一つに数えられている。このような傾向は、何よりも日本経済における証券市場の役割が最近ますます大きくなりつつあることに原因しているといつてよい。

ところで、証券市場研究は社会科学のなかでは比較的新しい分野である。そのため方法も体系も完全にできあがっているとはいえないのが実情である。したがって、証券市場研究を正しい座標軸の上に設定し、その全体系をわかりやすく解説した手ごろな書物というものもあまり見当たらない。われわれが本書を共同で執筆することになったのは、このような証券市場研究の現状にかんがみて、新しい視座から証券経済論の体系を考え、これをできるだけ平易に解説したいと思ったからである。われわれは何回かにわたって討議を重ね、基本的には統一した視角のもとに全体の構成をきめた。経済学としての証券市場研究はいかに行なわれるべきか、本書の中心のねらいはそこにある。本書を『証券経済論』とした所以である。

本書の構成について簡単にふれておけば、Ⅰ～Ⅱ章で証券市場の基礎理論を展開し、証券市場の機能や構造、擬制資本の本質等を明らかにする。Ⅲ～Ⅴ章では証券市場の歴史的発展過程を追い、典型的な資本主義国の資本蓄積に果たした証券市場の役割を解明するとともに、現代資本主義における証券市場の変貌を明らかにする。Ⅵ～Ⅷ章は日本の証券市場、とくにその現状を分析した部分で本書の中心部分をなす。戦前からの発展過程を

2 はしき

追いつつ、現状における問題点および特質は何か、その背景にはどのような事情があるかを検討し、最後に自由化時代を迎えた日本の証券市場を国際的視点から位置づけてみた。

本書はいわゆる研究入門書であるから、限られた頁数の中にできるだけ多くの問題をもりこむように努力した。そのため、ともすれば十分な検討を行なえなかった問題も少なくない。読者は各章末に掲げた参考文献を手がかりにより一層の研究をすすめられることを希望する。

なお、本書の執筆分担は以下の通りである。

I 証券市場の機能と機構	竹村 孝雄
II 擬制資本の特質	志村 嘉一
III 資本主義成立期の証券市場	伊牟田敏充
IV 金融資本の発展と証券市場	
1. 金融資本と証券市場	野田 正穂
2. イギリス	野田 正穂
3. ドイツ	伊牟田敏充
4. アメリカ	呉 天降
V 資本主義の変貌と証券市場	志村 嘉一
VI 日本資本主義の発展と証券市場	野田 正穂
VII 現代日本の証券市場	浜田 博男
VIII 国際証券投資と日本の証券市場	熊野 剛雄

昭和45年9月

筆者一同

目 次

I	証券市場の機能と機構	1
1.	信用形態の展開と証券市場	1
	証券市場とは何か(1) 利子生み資本と信用制度(2) 商業信用と その限界(3) 銀行信用による商業信用の代位(6) 貸付可能な貨 幣資本の形成・累積と金融市場(8) 割引市場と証券市場(9)	
2.	証券市場の機構	11
	擬制資本価値形成の特性(11) 証券の発行・引受機構(12) 証券 の流通機構(13) 証券市場構造の特殊性(17) イギリスの場合(17) フランスの場合(20) ドイツの場合(21) アメリカの場合(22)	
	〈参考文献〉	23
II	擬制資本の特質	25
1.	擬制資本の成立とその意義	25
	擬制資本とは何か(25) 資本の商品化と資本信用(26) 「二重の 存在」としての株式資本(27) 株式の分散(28)	
2.	擬制資本運動の特徴	29
	株式価格変動の意義(29) 創業者利得(30)	
3.	擬制資本の歴史的 성격	31
	擬制資本成立の歴史的背景(31) 近代的信用制度と擬制資本(32) 証券発行主体の確立(34)	
	〈参考文献〉	35

4 目 次

Ⅲ 資本主義成立期の証券市場	37
1. 企業形態の推転と株式会社	37
資本集中形態としての企業形態(37) 機能資本相互の結合—合名会社(37) 無機能資本家の端初的参加—合資会社(38) 擬制資本としての資本集中—株式会社(38)	
2. 株式会社の形成と発展	40
(1) 株式会社の先駆的諸形態	40
中世の共同事業(40) コンメンダとソキエタス(41) 制規組合とジョイント・ストック・カンパニー(42)	
(2) 重商主義段階の特権的株式会社	43
初期独占と特許会社(43) 東インド会社の近代化(43) 南海の泡沫(45)	
(3) 産業資本形成と会社法の整備—イギリスの事例—	46
「法人格なき会社」の誕生(46) 「泡沫条例」の廃止と法人格の付与(47) 準則主義の成立(48) 有限責任制の確立(49)	
3. 資本主義成立期の証券市場	50
(1) 取引所の発生と投機	50
株式会社制度と取引所(50) 取引所の発生(50) 初期証券取引所における投機取引(52)	
(2) 産業革命と地方取引所の設立	52
鉄道株時代の到来(52) 地方取引所の設立(54) 工業株の上場(55)	
(3) 資本主義成立期の公社債取引	56
資本の原始的蓄積と公債取引(56) 公債制度の近代化(56) 外国証券の取引(57) 社債の登場(58)	
〈参考文献〉	58

Ⅳ 金融資本の発展と証券市場	61
1. 金融資本と証券市場	61
(1) 金融資本の概念	61
古典的概念規定の検討(61) 独自の資本範疇としての金融資本(62)	
(2) 金融資本と証券市場	63
2. イギリス	65
(1) イギリス産業資本の性格	65
世界の工場としてのイギリス(65) 株式会社と銀行の発達(66)	
(2) イギリス金融資本の成立	67
産業技術の相対的停滞(67) 増大する海外投資(68) 独占の形成 と株式会社の普及(68) イギリス金融資本の性格(70)	
(3) 金融資本成立期の証券市場	71
ロンドン証券市場の発展(71) ロンドン証券市場の構造(72) 地 方証券市場の発展(73) 地方証券市場の構造(74)	
(4) 金融資本の発展と証券市場	75
第1次大戦後の金融資本の確立(75) 証券市場の変化と発展(76)	
3. ドイツ	77
(1) ドイツ資本主義の後進性	77
ドイツ資本主義の形成(77) ドイツにおける産業革命(78) 株式 会社の早期的普及(79)	
(2) 重工業における独占の形成	80
重工業と石炭鉄業の発達(80) ルール地方における集中運動(81) 重工業独占体の成立(83)	
(3) 銀行集中と金融資本の成立	84
ドイツ株式銀行の形成(84) ドイツ銀行資本の特質(84) 銀行集 中とベルリン6大銀行の支配(86) 金融資本の成立(87)	
(4) 金融資本成立期の証券市場	89

6 目 次

創設期における証券市場(89) 証券取引のベルリン集中(90) 金融資本と証券市場(91)	
4. ア メ リ カ	92
(1) 金融資本成立期のアメリカ証券市場(1861～1914年)	92
金融資本への移行(92) 証券市場の発展(93) 重工業の育成(95)	
金融機関と企業の結合—独占(95) 証券市場と資本輸出(99)	
(2) 1929年恐慌までのアメリカ証券市場	99
第1次大戦とアメリカ経済(99) 証券市場規模の拡大(100) 新興産業の資金調達(101) 独占体制の再編成(102) 金融機関と企業の結合の多様化(103) 資本輸出の増加(106) 1929年恐慌と証券市場の崩壊(107)	
〈参考文献〉	107
V 資本主義の変貌と証券市場	109
1. 1929年世界恐慌と証券市場	109
株式市場の崩壊(109) 世界恐慌の歴史的意義(110)	
2. 財政・金融政策の展開	112
慢性的不況と世界経済の解体(112) フィスカルポリシーの登場(113) ニューディール期の財政・金融政策(114) 金融・証券制度の改革(115)	
3. 企業金融形態の変化と証券市場	117
自己金融の展開(117) 自己金融化の条件(118) 自己金融の証券市場への影響(119)	
4. 証券市場の変貌	121
証券発行の変化(121) 機関投資家の出現(122) 社債私募の増加(124) 国債管理政策(125)	
5. 証券所有構造の変化	126
証券所有の集中(126) 機関投資家の種類と規模(128) 商業銀行	

の公債保有(130) 保険会社の社債投資(131) 投資信託の株式投資(133) 企業年金基金と株式投資(134)

〈参考文献〉135

VI 日本資本主義の発展と証券市場137

1. 原始的蓄積期の証券市場137
原始的蓄積と公債(137) 公債取引所の成立(138)
2. 産業資本段階の証券市場140
鉄道株中心の株式市場(140) 鉄道株の発行市場(141) 鉄道株の流通市場(142) 鉄道国有化と株式市場(143)
3. 金融資本成立期の証券市場145
わが国金融資本の特質(145) 株式市場の投機化(146) 公社債市場の発展(147)
4. 金融資本確立期の証券市場149
重化学工業の発展と財閥(149) 個人・機関投資家の進出(151)
戦時経済統制と株式市場(152)
5. 戦後再編期の証券市場154
重化学工業の再建と証券市場(154) 財閥解体と「証券民主化」(155) 証券取引法と取引3原則(156) 投資信託と信用取引の導入(157) 長期金融機関の確立(159)

〈参考文献〉160

VII 現代日本の証券市場161

1. はじめに161
 - (1) 戦前のわが国証券市場の特徴161
 - (2) 第2次大戦後のわが国証券市場162
第1期—「証券民主化」運動展開の時期(163) 第2期—証券市場制度の整備期(164) 第3期—いわゆる高度成長期(166) 第4期

8 目 次

一証券恐慌と救済融資の時期(168) 第5期一公債発行と資本自由化の時期(169)	
2. 証券発行市場の構造と特質	169
戦後証券市場の「拡大」と「縮小」(170) オーバー・ローンと証券市場(172) 株主割当額面発行と証券業者の機能(174) 発行市場と流通市場(175) 株式発行市場の変化とその方向(177)	
3. 証券流通市場の構造と特質	180
(1) 流通市場機構の整備	180
取引所再開と「証券取引法」(180) 株価対策の実施(182) 資産再評価と無償交付(183) 投資信託の再開(184) 信用取引制度の採用(184) 4大証券体制の確立(185)	
(2) 「高度成長」期の流通市場	186
流通市場の拡大(186) 株価の成長・利回り革命(187) 大量推奨販売方式(189) 投資信託の役割(190)	
(3) 「証券恐慌」とその後の流通市場	193
「証券恐慌」と救済融資(193) 公社債投信の破綻(194) 「過大資本化」=株式過剰の発現(194) 株式棚上機関=日本共同証券の設立(195) 日銀法第25条の発動(196) 証取法改正と流通市場(197)	
4. 証券所有構造の特質	199
証券民主化とその限界(199) 個人株主層の「拡大」と「縮小」(200) 金融機関・事業会社持株の増大(202) 企業支配と株式所有構造(203)	
5. 公社債市場構造の特質	205
起債市場の統制(205) 金融機関消化への偏重(208) 個人消化拡大策の矛盾(208) 名目化した流通市場(211)	
6. 証券金融の構造と特質	212
証券担保金融の縮小とその変質(213) 信用取引と証券担保金融	

(215) 証券金融会社の役割(217) 証券会社の金融メカニズム (219)	
--	--

〈参考文献〉	223
--------	-----

VIII 国際証券投資と日本の証券市場 225

1. 資本輸出と証券市場 225

はじめに(225) 資本主義の不均衡な発展(226) 資本輸出の必然性(227) 初期の資本輸出(229) イギリスの発展(230) 帝国主義段階の資本輸出とイギリスの停滞(231) 資本輸出中心国のアメリカへの移行(233) アメリカの資本輸出(235) 直接投資の比重の大きさ(237) IMF 体制下の資本輸出と国際証券投資(239)

2. 日本の外資輸入と証券市場 241

日本資本主義の成立と外資(241) 外債発行の本格化(242) 第1次大戦後の外資輸入(244) 直接投資の比重の低さ(245) 第2次大戦後の外資輸入(247) 外資輸入の規制とその緩和(249) 1968年からの証券投資急増(250) 外債発行の復活と株式預託証券(252) 証券取引と証券業の国際化(253)

〈参考文献〉	255
--------	-----

索引	257
----	-----

I 証券市場の機能と機構

1. 信用形態の展開と証券市場

証券市場 (stock market, securities market) とは、
証券市場とは何か 「利子生み証券——といっても手形とは本質的に異なる利子生み証券」 (K. マルクス『資本論』長谷部文雄訳、角川文庫、第7分冊、195～6頁)、すなわち具体的には、国債、地方債、あるいは株式、社債といった有価証券の取引＝売買が、その上で進行すると考えられる抽象的な一つの「場」である。そして、証券市場において行なわれる有価証券の取引＝売買の本質は、利子生み資本の派生的・発展的な形態である擬制資本の形成であり、その独自の運動の展開にはかならない。狭義の金融市場、すなわち貨幣市場においては、特殊の商品であるところの「資本としての商品」が売買され、そのために利子生み資本としての貨幣の移転が行なわれる (図式化すれば $G—G'$ の運動) のに対し、証券市場においては「手形とは本質的に異なる利子生み証券」あるいは「擬制資本証券」を媒介にして、利子生み資本としての貨幣の移転が行なわれるのである (「擬制資本証券」を A で示せば、 $G—A—G'$ の運動)。

このような擬制資本運動の資本制的生産における機能＝役割を明らかにするためには、利子生み資本の「範疇」の確立を前提とし、信用の諸形態が、いかにして利子生み資本の運動を実現していくか、という観点から論じられなくてはならないであろう。

2 I 証券市場の機能と機構

利子生み資本と信用制度

資本制的生産の基礎では、貨幣は、たんなる価値の一般的形態において存在するばかりではなく、その所有者にとっては剰余価値＝利潤を生産する手段となる。すなわち貨幣は資本に転化されうる。貨幣は、潜勢的・可能的に資本である。したがって貨幣の非所有者は、このような利潤をもたらす能力をそなえている貨幣を譲り受け、それを資本として現実に機能させ、使用することを望むであろう。もしも貨幣の所有者が、貨幣を資本として使用することを他の人に委ねるならば、前者は後者に対し、後者がなにも必要としないで利潤を取得する力を与えることになる。しかし、後者が前者に対し、取得した利潤の一部を支払うとすれば、それは、貨幣が資本として利潤を生産する、という機能（貨幣の追加的使用価値）に対して支払ったことになる。このように、貨幣の所有者に対して支払われる利潤のうちの一部が利子にはかならないが、利子生み資本とは、貨幣がその所有者に利子をもたらすという増殖様式からみて、この資本を規定したものである。

利子生み資本は、そもそも最初から資本として他人に譲渡されるという性格をもつところから、独自の流通形式、すなわち貸付―返済というかたちをとる。そして返済にさいし貨幣所有者が貸し付けた貨幣額のほかに利子をうけとることができるのは、機能資本家のもとにおいて貨幣が現実の資本として支出され、価値増殖がとげられているからにはかならない。しかし、貨幣の所有者＝貨幣資本家にとっては、このような現実の資本の再生産過程は視野のなかに入らず、貸し付けた貨幣が借手のところでいかなる運動を経るかについては関心がない。要するに元本が保証され、利子のみを取得することができればよい。こうして利子生み資本の運動は、 $G-G'$ として表象され、資本は、利子生み資本においてはじめて貨幣を生む貨幣としてみずからを表示する。いいかえれば、資本は、利子生み資本にお

いて純粹に物神的な形態をまとうのである。利子生み資本が、「独自の種類の商品」として利子という擬制的な「価格」を帯びるのも、利子生み資本の物神性に由来するのである。

ところで利子生み資本は、商品生産の未発展の段階においても、前期的資本形態として存立しえた。高利貸資本として知られているものがそれである。そして高利貸資本は、産業資本の発展を阻止する役割を演じていた。これに対し近代的な利子生み資本も、産業資本の諸形態とは区別される独立の資本形態である。しかしそれは産業資本に従属し、依存するものであって、本質的な対立をなすものではない。そして「産業資本が利子生み資本を自分に従属させるほんとうのやり方は、産業資本に特有な形態——信用制度——の創造」(K. マルクス『剰余価値学説史』、マルクス・エンゲルス全集、大月書店、第26巻、第3分冊、606頁)であった。ここで信用制度とは近代的銀行制度にはかならないが、それは、「一方では、いっさいの死蔵された貨幣準備を集積して貨幣市場に投ずることによって高利資本からその独占を奪い、他方では、信用貨幣の創造によって貴金属そのものの独占を制限する」(『資本論』、第7分冊、403頁)のである。

商業信用とその限界

ところで信用制度の「自然発生的な基礎」は、単純商品社会においてみられるところの商品生産者や商品取扱業者たちのあいだでの債権・債務の関係である。それは、「商業が発展し、流通を気にしてのみ生産する資本制の生産様式が発展するにつれ、……拡大され、一般化され、仕上げられ」(同上、98頁)、近代的信用形態たる商業信用の成立をみる。

商業信用とは、再生産過程の循環の内部で、再生産にたずさわっている機能資本家たちが、商品をもって相互に与えあう信用、と規定することができる。そして商業信用を形成する取引においては「商品は、貨幣とひき

かえにではなく、一定の期限に支払うという契約書とひきかえに販売される」(同上)のであって、簡単化のため、この支払契約書を「手形」という一般的範疇のもとに総括すれば、「手形」は商業信用の「代表者」(Repräsentant)となる。

ところで商業信用は、その規定のなかに示されているように、孤立的な事象ではなく、「各人は一方の手で信用を与え、他方の手で信用をうける」(同上、218頁)ことができるのであって、このようにしてとり結ばれる商業信用の連鎖の一面が、手形の流通＝裏書譲渡である。そして手形は、流通するかぎりにおいて「本来の商業貨幣」となり、債権・債務の相殺によって決済されるかぎりにおいては「絶対的に貨幣として機能する」(同上、98頁)。こうして商業信用＝手形の流通は、貨幣金そのものを節約することによって、「資本制生産様式の——総じていえば商品生産にもとづく生産様式の——空費の重大項目」(同上書、第5分冊、132頁)を節減するのである。

他方、商業信用は、商品流通を契機とするという点においては単純商品社会で形成される信用関係(典型的には掛売買)と共通するが、決定的な違いは、商業信用が、資本の運動そのものを契機とし、そのために機能する、ということである。すなわち資本としての価値は、商品としての労働力を媒介とする階級関係の基礎の上に価値増殖を行なうのであるが、それは「一つの運動」であって、個別資本としては、その資本の一部分が商品資本として市場に登場しつつあるときに、他の資本部分はすでに商品資本から貨幣資本への転形をおわり、いまや貨幣資本から商品として市場に存在する生産諸要素へ転形されつつある、という循環を遂行する。いいかえれば、「生産を中断なく進行させるためには、常に産業資本の一部分しか事実上生産過程で働きえない」(同上、19頁)のであり、したがって資本の前貸量は、剰余価値および固定資本部分を捨象していえば、つねに生産過程

に充用される資本以上でなければならない。この追加資本の大きさは、流通期間中に進行するところの生産過程に要する資本量によって決定される。したがって生産期間を一定とすれば、それは流通期間の長短によって増減することとなり、流通期間が延長されれば追加資本が増大し、それが短縮されれば遊離資本が増大する、という関係にある。

いま、商業信用の連鎖が形成され、手形が流通している事態を想定してみよう。もしこの連鎖が円環状に形成されれば、すべての当事者にとって貨幣資本の登場する必要はなくなるが、こうした偶然的な事態を捨象しても、信用連鎖の中間当事者たちにとっては、販売および購買過程、あるいは流通期間のあいだ、生産を中断しないための追加的な貨幣資本の必要は全くなくなってしまう。しかもこのような貨幣資本の節約は、他面において商品資本の段階からつぎの段階への移行の加速であることは明らかである。商業信用の原初的授与者にとっては、流通期間が手形期間として存在するが、中間当事者にとっては、手形が流通するかぎりにおいて手形期間すらも相殺され、流通期間の節約がえられる。

こうして商業信用は、貨幣資本を節約することによって「より少い貨幣資本で同額の生産資本を、または同額の貨幣資本でより多くの生産資本を、運動させることができる」（同上、146頁）のであり、その半面において商品資本の流通を加速することにより、再生産過程に対し、再生産規模の拡大および拡大の促進として反作用することになる。

しかしながら「再生産過程が依然として円滑であり、したがって還流が保証されているかぎりは……持続し、かつ膨脹する」（同上書、第7分冊、223頁）商業信用も、使用価値としてあらわれる商品をもってする信用であることにもとづく固有の限界を有する。すなわち、(1)商業信用は機能資本家間の商品流通＝商業流通の経路にそってのみ形成され、一般的流通ない