

証券取引資本について

伊 藤 光 雄

目 次

- I はじめに
- II 債券取引資本
 - 1. 発行市場における債券取引資本
 - 2. 流通市場における債券取引資本
- III 株式取引資本
 - 1. 発行市場における株式取引資本
 - 2. 流通市場における株式取引資本
- IV むすびにかえて

I はじめに

本稿の課題は、証券取引資本、いわゆる証券業資本が成立する論理、この資本が展開する運動の基本的性格を明らかにすることにある。

今日「金融のグローバリゼーション（世界的統合化）」の波と連動して、世界各国で金融制度の改変＝金融自由化・デレギュレーション（金利ならびに金融業務に対する規制緩和ないし撤廃）の動きが進行しているが、その中でもアメリカや日本での事態がマスコミ等によって「金融革命」の名で呼ばれていることは周知のことであろう（このネーミングは、誇張的かつ不的確であるとは思いますが、いまはそれを問わない）。そして、この「革命」と呼ばれる理由のひとつとして、両国の金融制度の基本的枠組みである銀行業と証券業の分業体制がうち続く金融改変の中で形骸化しつつあることが指摘されている。すなわち、西欧大陸の諸国では銀行業が証券業をも兼業するユニバーサル・バンキング・システムをとっているのに対して、アメリカや日本ではそれぞれグラス・ステイガー法（1933年銀行法）、証券取引法（1948年成立。証取法第65条は「日本版グラス・ステイガー法」とも呼ばれている）によって銀行業と証券業の

兼業が禁じられ、以来近年に至るまで銀行業と証券業の分業、両業種間に「垣根」を設けるということが両国の金融制度の基本的枠組みとなっていたということ、そして、この枠組みが今日「金融のグローバル化」および「金融の証券化（セキュライゼーション）」が加速的に進行する中で事実上取り払われつつあるということが、金利の自由化と相まって両国の金融市場で「革命」が起きていると多数の論者に言わしめる一因となっているのである。

このような状況の中で、伝統的な金融論のテキストに見られるような、

短期金融市場（貨幣市場）——間接金融——銀行

長期金融市場（資本市場）——直接金融——証券

といった関係図式も現実には成り立たなくなっており¹⁾、あらためて間接金融と直接金融の果たす役割、銀行業と証券業の関係といったことが制度論的に問い直されているようである。だがこの問題は、単に制度論的枠内での議論で解決がつく性格のものではなく、経済学の理論領域においても銀行資本、証券業資本、両者の関連といった問題の再検討を要請しているように思われる。

しかし、金融関係の理論書を見ると、銀行資本については詳細に論じられ、論争もある程度は活発になされているのではあるが、証券業資本に関しては大部分が機能論的解釈ないし概説にとどまっており、経済学の理論体系における位置、資本として自立する根拠、資本運動の性格といったものが欠落しているのが現状と思われるのである。

さて、筆者は以前、論文「擬制資本の形成と運動——債券と株式——」(東北大学研究年報『経済学』第44巻第3号所収)²⁾において擬制資本の形成と運動の基本論理、それと信用制度との関係を独自の視角から論じた。だが、そこでは証券業資本については「注15」において展望するにとどめたままであった。今回、上に記した問題意識のもと、証券業資本について正面から論じてみたい。³⁾

本稿の表題に掲げているように、筆者が証券業資本を証券取引資本としたのは、この資本に商品取引資本および貨幣取引資本との形態的類似性を認めているからである。しかし、その論理水準はまったく異にしている。証券取引資本が成立するのは前稿でみた擬制資本が成立する論理水準と同様である。すなわ

ち、債券取引資本は諸資本の競争を前提として成立する信用の具体的諸形態＝信用用具としての債券を取り扱う資本として、また株式取引資本は信用を前提としながら信用とは区別される資本結合の用具としての株式を取り扱う資本として論じられる。

言うまでもなく、この二種類の証券取引資本は歴史的にみれば通例は一体のものとして運動して今日にいたっているが、論理的性格を異にすると考えられるので本稿では別個に論じるのである。また、債券取引業務と株式取引業務おのおのにおいて、発行業務と流通業務の性格にも重要な相違が認められるので、それぞれ独立の節で考察している。このようにすることで、これらの証券取引業務が銀行業務との理論的位置関係をそれぞれに異ならせていることも明らかになるう。

なお、前稿と同様、本稿の理論水準では国家および資本独占は前提されてはいない。そのため、証券業務にかかわるいくつかの重要問題を本稿の理論水準を超えるものとして排他的に扱わざるをえなかった。だが、そのことは、それらの問題が資本独占や現代資本主義を前提にしてはじめて理論的に扱うものであることの間接的な論証でもある。

II 債券取引資本

債券は、企業と不特定多数の貨幣所有者との間の貨幣貸借関係を時系列的に媒介する信用用具である。

すなわち、(1) 銀行信用はその性格からして企業の長期借入需要に必ずしも十分には対応しえないということ、(2) また企業と貨幣所有者との間の単純な直接貸借では貨幣所有者の貸付可能な時間という制約（＝個別遊休貨幣資本の時間的制約性）が存在するという、(3) そこで(2)の制約を打破するために、直接貸借による貸付債権を売買＝流通させる必要が生じ、そこにおいて新たな信用用具として債券が経済学の一カテゴリーとして登場するのである。また、債券というカテゴリーは「資本一般」のものではなく個別諸資本の競争を前提として登場する。というのは、債券発行による借入はあらゆる企業にとっ

て可能なものではなく、不特定多数の貨幣所有者と貸借関係を結びうるだけの高い受信力＝元利返済能力を保持している限られた優良企業にのみ許される借入方式だからである。

このように、少数の収益力に富む企業の存在を前提として貸付債権の売買・移転＝債券流通は可能になるが、するとそこでの取引の当事者達にとっては、債券の売却は貸金の回収、債券の買付けは新規貸付と差異のないものとして現れる。つまり、債券流通によって所有者を異にする複数の貨幣資本が、同一の貸付債権に対して一方では利子生み資本としての運用を求めて投下され、また他方では利子生み資本としての運用を終えて回収される、ということが可能となる。それゆえ、債券擬制資本を媒介とする貨幣資本の運動 $G \text{---} O \cdots O' \text{---} G'$ (O, O' は債券擬制資本) は、価値増殖率の事前的確定性を欠いた特殊な利子生み資本の運動と規定しうるのである。

1. 発行市場における債券取引資本

さて、企業が債券を発行して貨幣所有者と貸借関係を結ぼうとする場合、二つの大きな問題に直面せざるをえない。それは、(1) 債券発行にともなって生じる技術的諸操作の負担をだれが担うのかという問題であり、そして(2) 予定の発行額を募入することができなかつた時に発生する貸借不成立の危険⁴⁾にどう対処するのかという問題である。

この二つの問題に対する論理上最も単純な処理の仕方は、企業自らが(1)の操作の担い手となり、かつ(2)の危険をも負担するというものであろう⁵⁾。しかしこの方法では、すでに発行企業が(1)の操作の任に耐えうる多数の財務担当者を擁しているのでもない限り、通例は個々の発行企業の起債総費用(労務費も含めて)をかなり高額のものとすることは歴然としている。また(2)の問題に関しても、発行企業がたとえ正真正銘の優良企業であっても、貨幣所有者の側でそのことを客観的に認知する手だてを欠いているならば——この場合、発行企業の自己宣伝は客観材料にはならない——、あるいは市場が発行債券を消化しうるだけの十分な貨幣資本を欠いているならば、貸借不成立に陥るといっ

たかなり不安定なものにならざるをえない。したがって、この方法によっても確実な債券発行が可能となるためには、資本独占と金融資本、さらには機関投資家の存在をも前提せざるをえないと考えられる。⁶⁾

債券取引資本は、債券発行を企てる企業が直面するこの二つの問題を処理するために登場する。それは、(1) 債券発行に関する技術的諸操作をおこなうに要する諸経費の節減、(2) 起債という第一次的かつ本源的なO—Gすなわち債券の成立(=債券擬制資本の運動の開始)を確実なものにするという、この二つの契機において債券発行を企てる全企業によって独自の機能を営む特殊資本として自立を求められたものである。したがって、債券取引資本は起債費用の節減と起債に対する確実性の付与というこの二点に自立化の根拠をもつことになる。以下この点をたちいって検討しよう。

まず、自立化の第一の根拠、起債費用の節減について。債券発行に関する技術的諸操作とは、(1) 債券の成立を可能とするような発行条件——表定利率(クーポンレート)、発行価額、償還方法等——を決めるのに必要な市場の調査、および発行企業の信用力の客観的な評価、(2) 募集公告や必要書類作成等の発行事務、(3) 債券発行にともなう貨幣に関する技術的諸操作、などのことである。⁷⁾ これらの純技術的な諸操作が、特殊な部類の資本によって全債券発行企業のために、専門的かつ集中的におこなわれることによって、発行企業の発行費用を節減しうることは明かであろう。⁸⁾

この諸操作を担当する債券取引資本(起債操作業務)の利潤は発行企業が支払う委託手数料の形で現れるが、これは節減された発行費用の一部なのである。貨幣取引資本は産業資本および商品取引資本の流通過程のための貨幣に関する純粋に技術的な諸操作を担うことで、それに必要な流通費を全資本的規模で節減したが、ここにみる債券取引資本は債券発行に関する純粋に技術的な諸操作を担うことで、それに必要な費用を全発行企業規模で節減するのである。いずれの資本も技術的操作のみをおこなう資本であることから、利子生み資本とは異なった意味でのG—G'の運動をおこなう。

次に、自立化の第二の根拠、起債に対する確実性の付与ということについて。

これは、第一の根拠とはかなり性質を異にしており、債券取引資本は債券発行企業の最大の願望である起債の成立、これを実現する起債保証資本（債券引受業務）として登場する。すなわち、この資本は「引受手数料」と見返りに、自らが全債券（もしくは発行時の売れ残り債券）の第一次取得者となることで起債そのものを成立させ、その後取得債券を市場の状況に応じて売却し、たとえ最終的に売れ残りが生じたとしてもその危険を自らが負うという、引受業務＝アンダーライティングをおこなうのである。⁹⁾

債券発行を企てる企業にとって、このような債券引受資本の存在が要請されることは言うまでもないことであろう。問題は、この資本が何故に発行企業が支払いうる「引受手数料」の範囲以内で売れ残りというリスクを担いうるのか、という点にある。

すでに述べたように、起債に関する技術的諸操作とは次元を異にするところでなおも起債を不確実にする要因としてあるのは、(1) 貨幣所有者の側が特定の債券の良否を客観的に判定する手だてを欠いていることと、(2) それと相まって、またはそれとは独立して、市場が債券消化に十分なだけの貨幣資本を欠いているかもしれないという可能性である。その上、この可能性がある限り、起債に応じようとしている貨幣所有者までも、起債不成立により自己の貨幣資本を利子生み資本として運動を開始させることができなくなることの心配から消極的になり、さらに起債成立の困難さを増幅するといった問題も生じてこよう。

そこで、債券発行を企てる全企業の資本の一部が分離・統合・独立して債券引受資本となり、専門的業務を集中的に営むならば、貨幣所有者は、特定の債券を客観的に評価する材料を引受業者から入手可能になるとともに、何よりも起債の成立が保障されていることから積極的に債券発行市場に向うことになる。他方、引受業者は不良債券の発行に関与すればおのずから自己の経営基盤を揺るがす結果になりかねないので、通例は優良企業を厳選して引受にあたることになる。そのような理由から、貨幣所有者は発行企業とともに、もしくはそれ以上に引受業者を「信用」して債券を購入するようになり、引受業者が

あたかも発行企業の「信用保証」をしているかのような外観をも呈するようになるのである。

したがって、債券引受資本は、現存する貨幣資本を発行債券の消化へと誘引する役割を全発行企業を代表して担うことで、特定の債券を当該企業が直接発行する場合よりも強い貨幣資本誘引力を発現し、売れ残りを最小限のものにするのである。この面では、債券引受資本は債券発行を企てる全企業の「売れ残りリスク」を集中的に担うことで個別企業のリスクを軽減するといった役割を果たすことになるのである。

とはいえ、債券引受資本は、単に「売れ残りリスク」を縮小するだけではなく、その「縮小されたリスク」を実際に担いうるものでなければならない。すなわち、市場に貨幣資本の相対的不足が生じた場合には、実際に売れ残り債券を買い取る資本として出動しうるものでなくてはならない。とすれば、この債券買取資本部分も全発行企業が拋出し合わねばならないのであろうか。「競争を前提とした信用の具体的諸形態の展開」という本稿の論理水準ではその必要はない。前稿の「Ⅰ—3. 債券流通と信用制度」で論じたように、すでにこの論理水準では銀行信用は前提されているのであるから、債券買取資本の大部分は銀行の債券担保貸付によってまかないうるものなのである。¹⁰⁾この場合、債券引受資本は将来形成される貨幣資本に売れ残り債券をはめ込むまで、銀行信用を利用して一時的に売れ残り債券を保有することで、発行企業に対する信用供与＝「つなぎ融資」をおこなっているのである。

このように、債券引受資本の本質的な役割を、現存する貨幣資本の誘引（「信用保証」）および銀行信用を利用した将来の貨幣資本の媒介（信用供与）ととらえるならば、「引受手数料」の本質も「信用保証」料、利子（ただし銀行の債券担保貸付金利よりは高利）、ならびに引受にともなう事務的諸経費で構成されていると考えられる。債券引受資本はG—O—G'と、形式的には商品取引資本と同じ運動をおこなうが、その価値増殖部分は必要諸経費を控除した「引受手数料」なのである。

以上の理由から、総投下資本利潤率ではなく、自己資本利潤率を基準として

競争がおこなわれるここでの論理水準では、債券引受資本の自立化は、発行企業の負担しうる「引受手数料」の枠内で——債券発行企業と引受業者との特定の利害関係を前提しなくても——十分に可能であると考えてよいであろう。

このように、発行市場での債券取引資本は起債操作と起債保証という性質の異なる業務を担うことになるが、企業の起債を二側面から支え合っているという点では両業務ともに相互依存度の高いものであり、とりわけ起債操作業務に分類されている発行条件の決定などは引受業務と密接不可分な関係にある。したがって、それぞれの業務が同一の資本によって遂行される方が企業の起債にともなう総費用を軽減する上でも合理的であることは論をまたないであろう。起債操作が引受業者の業務に統括されるゆえんである。

2. 流通市場における債券取引資本

起債の成立、すなわち第一次的かつ本源的な $O \rightarrow G$ は、債券の第一次取得者からすれば、債券擬制資本を媒介とした利子生み資本の価値増殖運動 $G \rightarrow O \cdots O' \rightarrow G'$ の最初の $G \rightarrow O$ であり、これは後の $O' \rightarrow G'$ で終結されるべく予定されたものである。それは、別の貨幣所有者の $G \rightarrow O$ によって当該債券が継承取得されることによって、つまり債券の流通によって実現される。¹¹⁾

債券というカテゴリーそれ自体は、相対取引によってであろうと、市場取引によってであろうとそれが売買され、流通する根拠が与えられるならば成立しうるものである。しかし、前稿でみたように、債券擬制資本を媒介とした利子生み資本の運動はその性格からして不可避免的にキャピタル・ロス（ゲイン）実現の可能性を内蔵しているものである。それゆえ、債券流通が実際にどのような形でおこなわれるかによって、債券に買い向かいうる貨幣資本の量が規定され、ひいてはそれが起債の条件をも制約することになる。ここにおいても、(1) 現存する債券投資可能な貨幣資本をいかにして最大限流通市場に誘引しうるかという問題と、(2) 貨幣資本の一時的・相対的の不足によるキャピタル・ロスの実現をいかにして回避もしくは最小限のものにしうるかという問題が存在して

おり、この二つの問題を処理すべく債券取引資本の登場が要請されてくる。

まず第一の問題、債券流通市場に現存する貨幣資本を最大限に誘引するためには、債券の売り注文と買い注文が集中されて「公正な市場価格」＝市場利回りが形成され、そして債券売買にともなり技術的な諸操作ができる限り取引の当事者達の負担とならないような環境が求められる。このことから、債券の売買を取り次ぐ専門の業者＝ブローカーが登場し、債券の売買を取引の当事者たる顧客の計算において引き受け、執行するようになる。ブローカーは顧客から委託手数料を得てこれを自己の利潤源とするのであるが、その委託手数料もつきつめれば企業が債券投資家に支払っている利子の一部に他ならない。したがって、ブローカー業務を債券市場全体から位置づけるならば、やはり企業の起債を円滑に成立させるための下支えとなっていること、この点を看過すべきではないであろう。

ところで、このようなブローカーを仲立ちとする取引が一般化し、かつその取引が特定の場所で集中的におこなわれるようになれば、そこで直接取引に携わるブローカー達は自らを組織化して、組合をつくり、債券を売買する上での一定の規則を設けるようになる。さらに、取引の場所（施設）が特定されて具体的市場となり、時間的にも常設の市場となれば、この高度に組織化された市場は債券取引所となるのである。¹²⁾

このように、債券流通がブローカーを媒介しておこなわれることで、現存する債券投資可能な貨幣資本の債券市場流入の道は大きく切り開かれることになるのであるが、第二の問題、現存する貨幣資本それ自体の不足にいかに対処するかということ、ブローカーが営む技術的諸操作では解決はされない。債券発行市場と同様、流通市場においてもこの問題に対処すべく債券買取資本の登場が要請され、またそれに応じて債券ディーラーが資本として成立するであろうことは現実から容易に想起しうるところであるが、果してそうであろうか。

問題は、このディーラー業務をおこなう資本の利潤源にある。明らかにそれは、債券の売買差益＝キャピタル・ゲイン以外の何物でもない。ところが、債

券ディーラーが資本として要請されているのは、債券流通にともなうキャピタル・ロスの回避もしくはその最小化であった。債券流通市場は債券元本プラス利子分の価額を再分配するゼロサム・ゲームの世界であるから、一定の取引高のもとではディーラーの利潤増は即顧客の損失の拡大となり、この資本が自立する契機と基盤（利潤）は矛盾せざるをえないことになる。

このようにみると、「ディーラー業務のみを営む債券買取り資本」というものは市場の要請に従って自立しうるものではないことがわかる。¹³⁾すなわち、ディーラー業務それ自体は、ブローカー業務を円滑に遂行する上で補助的に必要とされる付随業務的地位にあると解すべきであろう。つまり、ブローカーはディーラー業務をあわせ営むことによって顧客の注文に迅速に対応し、取引高の拡大＝委託手数料の増大をはかるのであって、売買差益拡大を主たる行動原理とはしないのである。そのようなブローカー・ディーラーの存在こそが顧客の望むものであり、発行企業の要請にかなうものなのである。

以上、本章では、債券取引資本が成立する論理を発行市場と流通市場に区分してきてきたわけであるが、総じて債券においては起債市場＝発行市場が企業にとっては決定的な重みを持っており、流通市場はその起債を円滑に成立させるという補完的役割を担っていることから、債券取引資本も流通市場よりも発行市場においてより大きな役割を担わざるをえないことになる。債券取引資本の運動も発行市場を主たる活動部面として展開し、業者間の分業も発行市場を中心として編成されることになろう。次に検討する株式取引資本ではこの点がまったく異なってくる。

III 株式取引資本

株式は信用用具である債券とは異なり、資本結合を媒介する資本集中の用具である。

株式会社は、単純な結合資本企業に内在する自己否定要因＝出資者に対する持分払い戻しにともなう資本縮小の可能性を、持分権に譲渡性を与えることで

排除した特殊な結合資本企業として成立する。したがって、株式の流通＝持分の売買移転の本来的意義は、会社の外部において株式投資家に持分の払い戻し・出資と同等の経済的効果を与え、そのことによって結合資本の維持・拡大を容易にしているという点にある。¹⁴⁾

このことは、実際には株式流通市場で株式が会社資本に対する持分価額を下回ることのない価格で取引されることによって達成されるが、そのような価格形成がなされるためには、株式会社自身が自社の現実資本の再生産を順調に保ち、利潤率の維持・向上、蓄積の推進に努めなければならない。他方個別株主は、株式流通市場が正常に機能を果たしている限り、会社に蓄積された利潤部分もしくはそれ以上の額を株式の市場売却によって実現されるキャピタル・ゲインとして取得することが可能となる。そのことから、株主が株式に投じる貨幣資本の運動は、配当よりもキャピタル・ゲインの獲得に中心的な動因を置くことになるのである。¹⁵⁾

株式擬制資本を媒介とする貨幣資本の運動 $G \text{---} A \cdots A' \text{---} G'$ は、個別株式会社の現実資本の運動に直接のとりながらも、相対的には遊離した運動もおこなり、現実資本、利子生み資本とは区別される新たな資本運動と規定しえよう。

本章では以下、前章で明らかになった債券取引資本が成立する論理、その資本としての性格との対比において株式取引資本の考察をおこなうことにする。

1. 発行市場における株式取引資本

すでにみたように、債券発行市場で債券取引資本の登場が要請される論理は、債券発行企業の起債費用の節減と第三者による起債保証という点にあった。それは、一企業が不特定多数の貨幣所有者と広範な信用関係を結ぶ際には不可欠なものとも言えたのである。とすれば、株式の発行においても、債券と同様の論理で株式取引資本の登場が要請されるか否かがまず最初に検討されるべき課題となろう。

ところで、周知のように株式の発行は株式会社の新規設立時と増資時におこ

なわれる。後者は既存の会社が発行主体となっているので債券発行と形態的類似性も認められるが、前者はそうではない。債券発行では起債成立時に企業が設立をみるということは明らかにありえないことである。したがって、株式の発行はこの二つの場合を一応分けて考える必要があるだろう。

まず第一の場合、会社の新規設立において株式の発行はいかなる方式でなされるのであろうか。

最も一般的と思われるのは、設立に参加する複数の人物ないし企業が会社設立に必要とされる資本金を全額抛出し、各々がその額に応じて株式を取得するという発起設立方式であろう。明らかにこの場合には、株式取得者が特定のものに限定されているので特殊資本による発行費用の軽減や発行保証といった問題は生じえないのである。債券では措置しがたかった直接発行方式がここでは可能なのである。¹⁶⁾

だが、新規設立時の株式発行方式はこの発起設立につきるものではない。特定された発起人が株式総数の一部を引き受けるとともに、残りの株式についてはさらに株主を募集するという募集設立もありうるからである。それでも、発起人以外の株主たるべき者を身近な縁故者のみに求める場合は、株主が特定のものに限定されているので、先の発起設立と同様、株式取引資本の登場が要請されることはないであろう。しかし、その募集が不特定多数の者になされ、かつその公募株式の発行価額が相当の額におよぶならば事情は異なる。この場合には、債券と同様、(1) 募集事務をだれが担当するのかという問題と、(2) 発行危険をだれが負担するのかという問題が生じてくるのである。

まず、発起人がみずから発行危険を負担し、同時に募集事務を担当するという方法を想定してみよう。この方法が可能なのは、発起人の社会的信用が著しく高く、設立される会社の事業の将来性が多くの者に認められ、かつ発起人みずから広い範囲にわたる募集事務を担当できる場合に限られるであろう。そうであるならば、この方法は債券と同様、本稿の論理水準では実現されがたいものとしなければならないであろう。

では、発行危険は発起人が負い、募集事務のみを専門の業者にゆだねるとい

うのはどうであろうか。これは、発起人が株式を全額引き受ける能力をもちながらも、危険分散を目的として広く株主を求めるといった場合に想定しうるが、やはり発起人の社会的信用と会社の将来性に依存することから、本稿の論理水準を超えるものとしなければならない。

このようにみていくと、会社設立時の(1) 公募費用の節減と、(2) 第三者による公募設立の保証という要請が株式取引資本が自立する契機となりうるか否かという問題は、もっぱら(2)の点にかかわることが明らかであろう。(1)は(2)が肯定されるならば自動的に肯定される関係にあると言える。したがって、証券業者がおこなうとされる「公募株式の引受」の内実¹⁷⁾に焦点を当てる必要がある。

まず注意しなければならないのは、公募、非公募にかかわらず会社設立時に「株式の引受」をおこなう資本は創業資本であり、そこでのA—Gはその後の株式保有がたとえ短期間のものであっても本源的な資本結合に他ならない、ということである。そしてそこで引き受けられた株式は、ただちに広く投資家に転売できるものではなく、会社の営業が軌道にのり社会的にも会社の知名度が高まった時点で市場性を獲得するものなのである。そうである以上、「公募株式の引受」が「証券業者」によってなされたとしても、その資本は株式取引資本として自立したものとは言えないことが分¹⁷⁾かろう。

まとめるならば、株式会社の新規設立を契機として株式取引資本が自立することは本稿の論理水準ではありえない、ということである。

では増資に際してはどうであろうか。ここでの増資方式は株主割当て、第三者割当て、そして公募増資の三方式に区別してよいであろう。そのうち株主割当てと第三者割当ては資本の拋出者が特定されるので、株式取引資本の登場を要請するものではないことは明らかである。問題は公募増資である。

会社設立時の公募発行と公募増資は不特定多数の者から資本拋出を求めるという同一の側面を持っているが、後者はすでに株式会社が存在しているという点で前者とは決定的な相違がある。また公募増資の場合には発行新株と同質の株式がすでに流通市場で取引されているので、一般投資家による新株の消化は

さして困難ではないとも考えられる。したがって、公募増資を促進するために募集事務と引受を専門に担う株式取引資本が登場する根拠がありそうにも思われるが、実はそうではない。というのは、公募増資は株主の新株引受権の否定と時価発行（プレミアム）を前提としているからである。前稿でもみたことであるが、株式会社は人的な企業に比べ資本の蓄積衝動がより純粹に貫徹するという性質を有しており、その意味では、株式会社はその本来の性格からして公募増資という動因をもっていることは否定できない。しかし、それが現実の事象となるためには、独占を前提にした資本蓄積の進展と株式会社制度自体の高度化、その一環としての会社資本に対する弱小株主の権利のさらなる剝奪が進行しなければならないであろう。それ以前の段階では、増資は新株引受権にもとづく既存株主への新株の額面割当て（旧株の市場価格以下での割当て）→株主に増資払込の手持ち資金が不足している場合は旧株の一部を市場売却→キャピタル・ゲインを含む旧株売却資金での新株購入、という手順で株主の権利を尊重しつつなされるのが一般的としなければならない。このように考えるならば、公募増資も本稿の論理水準では論じえない性格のものとなせざるをえないのである。

以上から、株式発行市場には株式取引資本というものが自立する契機は存在しないことが明かとなった。理論的にこのようにとらえるならば、資本独占が生じる以前に株式発行市場に登場する「証券業者」なるものの性格もまた明かとなる。すなわちそれは、株式発行市場以外で証券業務をおこない、それとならんで、またその業務と相互連関を持たせながら個別株式会社の創業資本にも資本投下をしている複合的資本の姿にほかならないのである。

2. 流通市場における株式取引資本

株式流通市場はどうか。すでに述べたように、流通市場の最大の任務は、株式会社の現実資本（純資産）に対する持分価額を下回ることのない株価を形成することで、株式会社によるさらなる資本結合＝増資，集中・合併を円滑に進めることにあった。

債券は、満期がくれば順次償還され流通市場から姿を消し、同一企業の発行した債券でも発行時期や発行条件が異なれば別個の債券として取引される性格のものである。だが、株式はそうではない。株式は会社が存在する限り消滅することなく流通市場と関わりをもち、また市場では増資新株も旧株と同一のものとして取引される。さらに、債券では流通市場で形成される価格とその変動は当該債券を発行した企業というよりもっぱら債券投資家の関心事となるが、株式の場合には株価が持分価額を下回ればその会社は吸収・合併の対象となるか倒産するかして、株式会社たる存在を否定されることにつながりかねない。その意味では、会社は絶えず自社の株価を意識して行動せざるをえないのである。

したがって、流通市場に株式取引資本が要請される論理も「株式会社にとって望ましい株価形成」の促進にあり、そのような役割を担うものとして実際見られるような株式ブローカー、株式ディーラーが登場してくると考えられるが、以下詳しく検討してみよう。

まず、株式ブローカー＝株式売買にともなう技術諸操作を専門に担う業者をみてみよう。これは一見すると債券ブローカーと同様、現存する株式投資可能な貨幣資本を最大限に誘引することを使命として登場するように思われるが、じつはそれだけではない。もうひとつ、株式取引に必要な貨幣の節約という機能も、株式ブローカーによって担われていることを見落としてはならない。

株式に買い向かう貨幣資本はキャピタル・ゲインの獲得を主目的としたものであるから、その資本がまったく別の資本に転化しない限りたえず $G \rightarrow A \dots \rightarrow A' \rightarrow G'$ という運動を継続せざるをえない運命にある。すなわち、ひとつの株を売り、キャピタル・ゲインを実現したら、その増殖した貨幣でもって別の株式に買い向かうといった株式投資家が市場には少なからず存在すると考えられるのである。

最も単純な例をあげるならば、次のようになる。ここに市場価格 100 円の A 株を持った投資家と同じく市場価格 100 円の B 株をもった別の投資家がいるとしよう。この二人の投資家がお互いに相手の持つ株式に対してともに 120 円の

買値をつけたならば、取引は株式の交換で済み現金は一切不用であろう。にもかかわらず、二人が所有していた株式擬制資本は20%の増殖を果したたのである。さらに、取引の参加者を多人数にして各々の持株の価格を多様にし、かつ各々が乗り換える株式の買値も多様なものにしても、総取引高相当の現金は不用で、せいぜい差額決済に必要な貨幣額で済むことも理解できよう。本注15)でみたように、株式取引は債券取引と異なりゼロサム・ゲームではなく、資本主義的蓄積が存続する限り総キャピタル・ゲインが総キャピタル・ロスを傾向的に上回る、というものであった。したがって、ここであげた事例は机上の空論ではなく、実際に株式市場でなされている取引の抽象である。株式ブローカーはこのような株式取引における差額決済システムを全市場規模で構築するうえでこの要の位置にあり、たえざる $G - A \cdots A' - G'$ の運動を技術的に支えているのである。¹⁸⁾

このように株式市場でブローカーがおこなう技術的諸操作には、単に株式に買い向かいうる貨幣資本を市場に誘引するのみならず、取引に必要とされる貨幣を全市場規模で節約することによって株式擬制資本の増殖を円滑ならしめるという機能があるのである。

次に、この資本が自立する基盤である利潤源泉に目を向けてみよう。

株式ブローカーの利潤源は言うまでもなく顧客からの委託手数料である。この点では債券ブローカーとなんら変わることがないようにみえるが、じつはそうではない。というのは、すでにみたように、債券ブローカーの委託手数料は究極的には発行企業が支払う利子に求めることができたのであるが、株式ブローカーの利潤=委託手数料が株式会社の利潤の分与形態ではないことは明白だからである。¹⁹⁾ 株式ブローカーの利潤と株式会社の利潤はいったいいかなる関係にあるのか。この点がただちに問題となろう。

この問題を解く鍵は、明らかに顧客が支払う委託手数料の源泉にある。顧客が何をもって委託手数料に当てているかといえ、それは株式擬制資本を媒介にしておこなわれる貨幣資本の運動によって獲得した価値増殖分=この資本の利潤であり、はじめて株式市場に参加する投資家は将来取得が見込まれる利潤

である。そしてこの利潤の主要源泉はキャピタル・ゲインであり、さらにこのキャピタル・ゲインの発生を究極的に根拠づけているのが株式会社の現実資本の蓄積運動（会社利潤の資本への転化）なのである。つまり、株式会社の利潤の増大にもとづく資本蓄積の進展が株式にキャピタル・ゲインを発生（ $A \cdots A'$ ）させる土台を作り、そのキャピタル・ゲインの実現（ $A' \text{---} G'$ ）を株式ブローカーが技術的操作で确实なものにすることにより実現されたキャピタル・ゲインの一部を投資家より委託手数料として分与され、株式会社は流通市場で形成された株価をテコに増資、集中・合併をおこなうことでさらなる蓄積を押し進めていく、といった関係がつくられるのである。

それゆえ、株式ブローカーは将来キャピタル・ゲインの発生が望めそうな株式を選定してそれを顧客に推奨販売し、後に発生したキャピタル・ゲインを确实に実現していく²⁰⁾ということで自らの利潤増大をはかる、ということが行動の基本となろう。

さて、次に株式ディーラー業務をみてみよう。

まず考えなければならないのは、株式流通市場ではいかなる契機において株式ディーラーの登場が要請されるのか、という問題である。これは基本的には債券ディーラーと同様、現存する株式に買い向かいうる貨幣資本の一時的・相対的な不足を補うことによってより円滑な株式流通を支持することにあると言ってよいであろう。また、つけ加えるなら、株式ブローカーが果たす貨幣節約機能も、ディーラーの資金を媒介にすれば一層促進されると思われる。しかし、このことから株式ディーラーが常に株式需給の不均衡を最小限のものにするように行動するとみるならば、誤りになろう。というのは、景気局面の変化にもなって株式市場全体の動向に変化が生じた場合、ディーラーは持株高を大きく増大ないし縮小させ、かえって株価の乱高下を増幅する方向に行動することが大いにありうるからである。ディーラー業務から得られる利潤がリスク・キャピタルたる株式のキャピタル・ゲインを源泉とする以上、これは避けられないであろう。

株式ディーラーが資本として自立する基盤という点ではどうであろうか。こ

れも、利潤源を株式のキャピタル・ゲインに求めざるをえないということからして、大いに問題がある。一面では、株式取引はゼロサム・ゲームでないことから、債券取引のようにディーラーの利益と顧客の利益が相反するとは限らないという利点も認められる。しかし、ディーラーによるキャピタル・ゲインの安定的確保という側面からみるならば、債券ディーラーに比べはるかに容易ではないのである。というのは、債券では企業の元利返済能力に問題がない限り、銘柄が異なっても価格変動の方向は一定であり、銘柄ごとの価格変動幅にも階層性があって市場に精通すればほぼ予測しうるところである。したがって、債券ディーラーは貨幣資本の需給動向を注視して自ら一時的な仮需給を創出すればよいことになる。これに対し、株式にあっては銘柄ごとの株価は個別会社資本の運動に基礎を置き、さらに投機資本、利子率その他諸々の要因によって複雑な変動をする。株価の変動方向、変動幅はともに銘柄ごとに大きく異なりディーラーといえどもそれを予測することは至難と言えよう。たとえディーラー業務の基本が超短期保有による小幅のキャピタル・ゲインの取得にあるとしても、その基本線が貫かれる保証は市場には存在しないのである。ディーラーが株式市場にいかにか精通していても安定した利潤を上げることはかなり困難なことと言わねばならない。²¹⁾

したがって、債券と同様、株式市場においてもディーラー業務は独立の資本として自立することはなく、株式ブローカー業務を補完し、委託手数料増大に寄与するというのが本来の役割となろう。

IV むすびにかえて

以上、前二章において証券取引資本を債券取引資本と株式取引資本に区別して理論的考察をおこなってきたが、最後に、きわめて限定された論理水準のもとではあるが、この二つの資本と銀行資本との基本的位置関係を確定してむすびにかえたい。

まず、債券取引業務と銀行業務との関係は次のようなものと考えられる。

もともと債券は銀行信用では十分に対応しきれない企業の長期資金需要を充

足するものとして登場した。しかし、債券流通が確立すると銀行は債券担保貸付を通じて債券市場に接近をはじめ、ついには債券投資も資金ポジションの調整の枠内では可能となる。ここにおいて債券利回りと銀行貸出利率の間にゆるやかな連動関係が生じ、「金利体系」が形成されることになる。

この段階の銀行は事情が許しかつその能力があるならば債券ブローカー業務を「周辺業務」とすることは矛盾なく可能と言²²⁾える。問題はディーラー業務と引受業務である。まずディーラー業務がブローカー業務を補助する付随業務であるとしても、そこでの債券の自己売買がポジション調整の枠内でなしうるかどうか疑問である。引受業務は銀行が銀行信用とは別個の信用を企業に与えるものであり、重い引受リスクを負うので銀行の「周辺業務」たりえない。もしそれが「銀行」の名においてなされたとしても、銀行資本と合体した債券引受資本の側の論理が働いているとみるべきである。なお、起債操作業務が引受業務と分離しうるならば、銀行の「周辺業務」として営まれても問題は生じないであろう。

株式取引業務はどうか。まず、株式の発行業務を担う資本が自立する契機が存在しないのであるから、銀行業務との位置関係自体問題にしえないことは明かである。仮に、「銀行業による株式発行業務の兼営」なる現象が生じたとしたなら、それはその銀行の資本の一部が産業株式会社の創業資本に転化しているのであり、「銀行資本」それ自体の変質である。本稿の論理水準では「銀行の株式投資」にこれ以上の規定は与えられない。

株式流通市場におけるブローカー業務はディーラー業務を切り離すことができるならば銀行の「周辺業務」として営みうる。しかしこの場合、株式投資家がディーラー業務をも営むブローカーと銀行のどちらを選ぶかという問題が残る。また、本稿の論理水準では、銀行が株式ブローカー業務を営む契機としては、預金者の一部が株式投資家ともなりえ、その者の株式投資勘定をも総合的に管理しうるということが考えられるが、さして強い契機とも思われない。

以上のことは、最も抽象的な次元でとらえた証券業と銀行業の関係であって、いま現実にも目の当たりにしている証券業と銀行業の関係ではない。現在の

証券と銀行を論じるには、当然いくつかの理論的媒介項を入れざるをえないであろう。ただ、これまでの研究では常に論理水準の定かでない「証券業者」が論じられ、(1) 債券と株式の本質的な区別由来してそれを取り扱う資本にもそれぞれ独自の性格規定を与える必要があるのではないか、(2) 資本独占を前提することなくいかに両資本に理論的にせまりうるか、といったことがあまりにも意識されずにきたのではあるまいか。これを理解することなくしては「理論的媒介項」も正しく設定しがたいものと思われるのである。

資本独占のもとでの擬制資本の運動の特質、それにとともなる銀行資本ならびに証券取引資本の性格の変化、これらを解明することが今後の課題である。

注

- 1) 筆者は「金融革命」といった事態とは無関係に、原理的にこの関係図式に同意するものではない。その理由は、この図式では本来信用と区別して扱われるべき株式が信用用具である債券と同列に「証券」として扱われていることにある。つまり、私見では、まず株式と長短の信用の間に第一の区分線をひき、その後長期信用を媒介する債券と短期信用を扱う銀行の間に第二の区分線をひくべきだと考えるのである。「金融の証券化」は第二の区分線があいまいとなった現代的金融事象のことではあるまいか。
- 2) 以後、この論文を「前稿」と記す。なお、本稿は一面では前稿の続編をなすものであるが、独立論文として読みやすいように本論の各所に前稿の論旨を織り込んで記述している。
- 3) 本稿とは接近方法を異にするが、現代的金融事象とのかかわりで証券業と銀行業との関係に理論的検討を加えた論文に、熊野剛雄「銀行業務と証券業務」(『金融経済』217号, 1986年)、同「証券業務の原理」(『金融経済』220号, 1987年)があり、大いに参考になった。ただ、熊野氏の両論文においても、(1) 「証券業の経済学における理論上の位置」という問題意識は見られず、したがって、叙述がどの論理水準でなされているかが不明な箇所がいくつかあること、(2) 債券と株式をともに扱うものとしての「証券業務」を無条件に前提しているため、本来債券か株式の一方についてのみ当てはまると思われる事例も「証券」で一括され、銀行業務との関係もその延長線上で語られる、というこれまでの「証券(市場)論」の基本的枠組を踏襲するものとなっている。
- 4) 企業は通例、長期固定資本投資を目的として債券発行を企てるのであるから、募入額が発行額を下回った時に募入額分だけ借り入れる事は意味をなさない。したが

って、わが国の商法においても、「債券へ社債全額ノ払込アリタル後ニ非ザレバ之ヲ発行スルコトヲ得ズ」（第306条1項）と定められることになる。なお、金融債にみられる、一定期間内に個別・漸次的に借り入れる「売出發行」は、本稿の論理水準では取り扱われない。

- 5) これが直接発行・直接募集と呼ばれる発行方法で、アメリカにおける私募発行（private placement または direct placement）に相応する。
- 6) このことの積極的な理論展開は本稿の論理水準を超えているので、ここでは、本稿の論理水準では「債券」発行の形式をとった事実上の単純な直接貸借を除けば、直接募集は措定しがたいことを述べるにとどめる。
- 7) 債券が担保付のものであるならば、企業が債券所有者の担保権を侵害しないように監視する信託業資本の出現も要請される。この資本は一見、債券投資家が協同で拠出した貨幣資本が自立化したもののようにも見えるが、そうではない。この資本も企業が債券流通を確実なものにする——ひるがえって、債券発行を確実なものにする——ために債券発行企業の側からの要請で自立した特殊資本ととらえるべきである。企業は募集に先だって信託会社と信託契約を結び、信託手数料を支払うが、これが信託業資本の利潤となる。

なお、信託会社はこの業務以外にも企業・個人向けに様々な信託業務を営んでいるが、それらの業務や他の非銀行金融機関の理論的性格は、「金融媒介機関論」として別個に論じられるべき問題と考えている。

- 8) ただし、わが国では社債募集業務の受託資格は、「証券会社」ではなく、「銀行・信託会社」に限られており（昭13商法中改正法律施行法第56条、証券取引法第45条1項）、社債の分売＝「募集の取扱」は「証券会社」が独占的に担っている。また発行条件の決定には、募集受託会社と次に論じる引受業者の双方が関与している。
- 9) 債券引受業者が全債券を買い取る方式を「一括買取り（outright purchase）」（おもにアメリカ）もしくは「総額引受売出」（戦前の日本）といい、売れ残り分を買い取る方式を「残額引受」（戦後の日本）というが、その本質にさしたる違いはない。
- 10) 無論、事情が許すならば、銀行から無担保で、また銀行以外の貨幣所有者から借り入れても差し支えはない。ここでの要点は、債券買取資金の調達に信用を利用しうること、この論理水準で最も適切な信用利用の形態は、銀行による債券担保貸付の利用である、ということである（住宅ローンに土地抵当貸付が適切ななのと同様である）。
- 11) 債券流通＝債券擬制資本の運動は貸付債権の所有移転を内実とするものであるから、債券発行を示すO——Gは厳密には[O]——Gであって、仮に当該債券が満期まで保有され償還されたならば、そこには利子生み資本の運動はあっても、それは債券擬制資本によって媒介された運動ではなく、単純な利子生み資本としてのそれ

である。

なお、債券の場合、全体のある一部分が債券流通なくして満期を迎えるということは実際にはまれではない。本稿ではそのような「債券」は捨象されており、またここでの論理水準では理論的に捨象して差し支えないと考えている。

- 12) 株式取引所が形成される論理も基本的にはこれと同一であるので、次章で重ねて論じることはしない。
- 13) ディーラー自体を投機資本＝単なる市場参加者とみることでもできなくはないが、利子生み資本の運動部面である債券市場ではそのような資本が単独で拡大していくことは不可能である（前稿「注13」参照）。
- 14) 前稿ではふれることができなかったが、株式会社は資本集中——新規設立、増資、集中・合併——に適合的な企業形態である反面、それ自身が資本集中の対象になりやすいという本質的な矛盾を内蔵している。株式会社の行動を分析する際には、この相矛盾する二つの性格を視座にすることが重要であると思われる。
- 15) 後の論点にも深く関わることであるので、このことに関連して、いまなお一部の研究者に根強く残っている「株式投資＝ゼロサム・ゲーム」論の誤りを指摘しておきたい。

この考えの基本は、株式流通において生じるキャピタル・ゲインというものは、債券と同様に他方でのキャピタル・ロスと相殺される関係にあり、したがってここでの取引は単なる富の再分配にすぎない、ということにある。だが、株式投資においてゼロサム・ゲームが成立するのは、株価が終局的に原始出資者の拠出額（例えば一株50円）に一致する場合に限られるものなのである。もし会社が倒産して株式が紙屑となれば、総キャピタル・ロスは総キャピタル・ゲインを上回るようになる。逆に株価が長期にわたって傾向的に上昇を続ければ、総キャピタル・ゲインは総キャピタル・ロスをはるかに上回ることになる。

株式において生じるキャピタル・ゲインは株式会社の現実資本の蓄積に究極的な基礎を置くという自説からすれば、このことは資本主義発展の当然の帰結とも言える事態である。また、仮に株式会社が社会的所有される場合を想定しても、株主に対する補償が皆無であればトータルはマイナスであり、補償があるとすればその補償額を決定する基準となるのは、その時点での会社の純資産（および存在するならば株価）であって、トータル・プラスとなるのが普通であろう。トータル・ゼロという事態はまず起こりえないと考えられる。

多少視点を変えて、会社に蓄積された利潤を株主の追加資本拠出とみなし、その時々持分価額を基準にゼロサム・ゲームがおこなわれているとみるのであればどうであろうか。このように主張する論者は見あたらないが、こちらの方が、単純な「ゼロサム・ゲーム」論よりはかなり説得力があるように思われる。しかし、前稿でも論じたように、株式会社が順調な再生産を続ける限り、株式流通市場には期待

収益率が会社の利潤率を下回る投資家が存在しているので、通例は持分価額を上回る株価が形成されることになる。つまり、持分価額は株価変動の中心にあるのではなく、株価変動の下値を支えるものなのである。したがって、「持分価額にもとづくゼロサム・ゲーム」論も株式市場を理論的に解明する上ではさしたる有効性をもたないものなのである。

無論このように言うことは、株式市場の富の再分配機能を見做さないし否定するものではなく、株式取引は、弱小株主の間ではゼロサムもしくはマイナスであっても、大株主の間では圧倒的にプラスであり、そして株主全体からすればトータルはプラスであるということなのである。要は、そこで再分配される富が不変のものではなく、資本主義のもとでは資本蓄積とともに増大していく富である、ということなのである。

- 16) ただし、この会社の株式は設立直後に市場で流通するものではなく、一定期間を経て会社の営業が順調に推移し軌道に乗った時点で、不特定多数の投資家に対する既発行株式の公開売出し（＝市場性の獲得）が可能となり、同時に会社の増資も可能となろう。その意味では、この「会社」は設立時点では法的にはともかく経済学的には株式会社として未完成な過渡的形態と言える。しかし、現存する多数の株式会社はそのような「過渡期」を経てきたことも疑いないことなのである。

なお、わが国ではこのような発起設立は商法 173 条の規定により裁判所の選任する検査役による調査を必要とするため、発起設立が可能な場合でも、次にみる募集設立の形式をとることが多い。

- 17) またこの資本が創業資本であるからこそ、「証券業者」が創業利得をも得ることが可能なのである。

なお、「創業利得」ならびに時価発行プレミアムの理論的把握は本稿の論理水準を超えるものと考えられるので、別稿の課題としたい。

- 18) ここでの叙述はあくまでも現物・現金決済を想定している。このほか、市場に短期間でキャピタル・ゲインの発生が見込まれるような株式銘柄が存在しているならば、その株式を担保に株式購入資金を借り入れることが可能であり、その資金を転換するのも株式ブローカーの役割なのである。無論この場合、ブローカーは自己資金を貸し出すわけではなく、必要な資金は銀行から借り入れることになるが、信用買いが信用売り（空売り）と対応している部分はブローカーの帳簿操作で足りることになる。

- 19) 株式擬制資本を媒介とする貨幣資本の運動が配当取得に主たる動因をおいているものであるなら、株式ブローカーの利潤が株式会社の利潤の分与形態であることは明かであろう。しかし、本稿ではそのような理論把握はすでに否定されている。

- 20) 現実の株式市場では、ブローカーによる目先の手数料稼ごのみを目的とした投資家を食い物にするような強引な販売行為も存在しているが、このような行為はもっ

ばら小投資家に対してだけであって、大口投資家にそのようなことをしたら自らの営業基盤を掘崩すことになるだけである。

なお、本稿では株式市場でかなりの蓋然性をもって生じると思われる証券業者や大口投資家そして株式会社による様々な「不正取引」を取り扱っていないが、その理由は二つある。それは第一に、ここにあげた事例のようにそれを取り扱うことで理論の基本線が不明確になることを避けるためであり、第二に「不正取引」の中には、たとえば大規模な株価操作のように、金融資本の運動様式と密接にかかわって本稿の射程外のものがあるからである。

- 21) たとえば、四大証券会社の独占が確立している現在のわが国にあっても、証券四社の過去三年の株式売買益をみると、以下のようにならかなり変動が激しいことがわかる。

	1986/3	1987/3	1988/3
野村証券	6	2,971	10,598
日興証券	3,319	7,564	1,011
大和証券	607	1,254	-834
山一証券	9,762	1,255	-6,173

(単位は100万円。『日経金融年報1988年夏季号』による。)

- 22) 行論から明らかなように、金融市場全体からみれば銀行信用と債券発行による直接貸借とは、後者が前者を補完するという関係が基本とされる。したがって、債券取引業が銀行業を「周辺業務」とすることは理論的には論じえない。仮にそのような事態が生じたとしたら、そこでの「銀行業」は、銀行資本としての自立性を喪失したものと云わなければならないであろう。