

ヒルファアーディングにおける株価分析

住ノ江 佐一郎

一

市場における株式の価格は、いかにして形成されるか、という課題を解くためには、なによりもまず、一定の時、一定の市場において、形成された株式価格を対象として分析することが必要であるが、この株価分析についての方法を探求するばあい、わが国でつねに引き合いに出されるのは、ヒルファアーディングの所論である。^①

ヒルファアーディングは、その有名な著書、「金融資本論」の第二編「資本の動員、擬制資本」(Die Mobilisierung des Kapitals, Das Fiktive Kapital)において、株価分析に触れている。もともと、ヒルファアーディングは株価形成とか、株価分析とかを課題として、これと正面から取組み、究明しようとするのではなくて、資本主義社会のからくりを分析し、その秘密を露呈せしめようとする理論を構築するための論理過程において、この論題にふれているのであるが、その分析を行うにあたって、まず、株式会社における資本を調達するときの特長を把らえ、個人企業と株式会社における、その資本の出資者の機能の相違からはじめる。株式会社形態は、それまでの企業形態とは、資本家の機能を変化せしめ、いわゆる機能資本家と無機能資本家とに分裂せしめることを突く。

そして、この無機能資本家の出資による資本の性格を特長づけ、貸付資本とおなじような資本所得のための動機にもとづくものとする。ただ、たんなる貸付資本と異なるところは、「株式形態で投じられた貨幣資本の利率は、利率率として、あらかじめ、きめられているわけではなく、それは、ただ、一定企業の収益（利潤）にたいする請求権にすぎない」^③ことにあるという。すなわち、無機能資本家の出資は貸付資本家の貸付資金と同様に、その資本所得を獲得するために出資されるものであるが、その両者の資本所得のあいだには、確定利付と不確定配当との相違のあることを指摘する。そして、貸付資本は条件の充足によって償還されるが、株式出資は償還が条件となっていないのであるから、「株主が貨幣資本家となるためには、かれがその資本をいつでも貨幣資本として回収できることが必要である」。「株主は、ひとたび手ばなされたこの資本を、もはや回収することはできない。かれは、それになりたいして、なんらの請求権をも有しない。かれは、ただ収益の一分数にたいして請求権を有するだけである」^④。そして、この貨幣資本の回収についての要求を充たすものとして、出資によって得た株式に流通性をあたえる場としての株式取引所の存在を考えようとするのである。しかも、株式の価格は、種々の投資可能における競争によって、確定利付資本の価格に接近し、株主にたいしては、企業の利潤からの配分による収益を利子化するものであるとする。そして、「このような利子化は、株式組織および有価証券取引所の発展につれて行進する一つの歴史的過程である。株式会社が一般的な形態とならず、株式の売却可能がまた発達しないあいだは、配当のうちにも利子だけでなく、企業利潤もふくまれるであろう」^④という。

このように論じてきたヒルファディングは、企業利潤の配分されない部分の行方を追求しようとして、擬制資本の解明に入っていく。「株主から払いこまれた最初の資本は、決定的に産業資本に転化されているのであつ

て、現実には、産業資本としてのみ実存する。」「だから、その後の株式取引にさいして支払われる貨幣は、決して、株主によって最初に払いこまれて消費されつつある貨幣ではない、それは、その株式会社の資本の、すなわち、その企業の資本の構成部分ではない。それは、資本還元された収益証券の流通に必要な追加貨幣である。同様に、株式の価格も、また、けっして企業資本の一部分として決定されるのではない、その価格は、むしろ、資本還元された収益の持分たるものである。それは企業に固定された総資本の分数として、したがって、大きさの相対的に確定したものととして、決定されるのではなく、ただ一般利子率で資本還元された収益として決定されるにすぎない。だから、株式の価格は現実に機能しつつある産業資本の価値（または価格）に依存するのではない、というのは、株式は、企業で事実上機能しつつある資本の一部分にたいする権利証券ではなく、収益の一部にたいする権利証券だからである。したがって、それは、第一には、利潤の大きさ（したがって、産業資本そのものの生産諸要素の価格よりは、はるかに変動的な大きさ）に依存するものであり、第二には、一般利子率に依存するものである。」^⑥

ここにおいて、ヒルファーディングは、株式の価値は企業資本の価値と関連をもつものではなく、利潤の配分を基礎とする、一般利子率による資本還元が株式取引における株式価格を形成する、と理解するのである。このことは、株価形成を視角とするかぎりにおいて、株式の本質を利潤証券として把らえ、株価形成を、配当と一般利子率との関連において分析しようとするに他ならない。

「株式は収入権であり、将来の生産にたいする債務要求権 (Schuldrittel) であり、収益指図証券である。この収益は資本還元されて、株式の価格となることによって、この株価において、第二の資本が存在するように見え

る。これは純然たる擬制である。現実には存在するのは、ただ産業資本とその利潤のみである。「株価は、現実には資本ではなくて、一収入の価額（すなわち、資本主義社会の内部では、すべての貨幣額が収入を生み、したがって、逆に、すべての収入が、ある貨幣額の果実としてあらわれることから、たしかに可能な一つの価額）にすぎない」というのである。

かように、ヒルファーディングにおいては、株式価格は擬制的なものであって、この価格によって取引される追加貨幣資本は擬制資本を形成するというのである。「株式取引は資本取引ではなくて、賃料権の売買である。株式価格の変動は、現実に機能しつつある産業資本には、直接なんらの影響もあたえない。」したがって、「株式資本」の総和、すなわち、資本還元された収益権の価格総和は、最初に、産業資本に転化された貨幣資本と一致する必要はない。ところが、ここに生ずる問題は、この差額がどうして起るか、また、この差額の大きさはどうかということである。^⑦そして、計算上の例をあげ、「利潤を生む資本を、利子を生む資本形態に転化することからのみ、うまれる利得源泉であって、」これが、——この差額が——「創業利得」(Gründergewinn)なのであるとする。^⑧このばあい、「配当をたんに利子プラス企業利得と考え、したがって、個人企業の利潤と同じものと考える。それでは株式会社の特異性がみとめられないことは明かである。」^⑨として、創業利得の解明は、この混乱から脱することによってはじめてえられるとする。

株式価格を擬制的なものとして把らえ、株式取引における貨幣資本の移動を擬制資本と理解するヒルファーディングは、「この擬制資本の特異な流通形態を観察すると、つぎのことが見出される。株式が発行される、すなわち、貨幣にたいして売られる。この貨幣は二つの部分にわかれる、一つの部分は創業利得をなし、創業者たとえ

ば、発行銀行に帰する、そして、この循環の流通から離脱する。他の部分は、生産資本に転化されて、われわれのすでに知っている産業資本の循環をえがく。株式は売られている、その株式そのものが、ふたたび流通するには、追加貨幣が流通手段として必要である。この流通は、取引所という固有の市場で行われる。」^⑩

「従来の経済学で、ただ記述的に述べられていた企業機能の分離は、同時に、産業資本家の株主への、特殊な貨幣資本家への転化であって、ここに株主をますます純貨幣資本家にする傾向がある。この傾向は、株式が取引所でいつでも売却できることによって完成される。」^⑪

ヒルファーディングによる前述の理解は、個人企業から生成発展した株式会社企業は、その貨幣資本家の産業資本家化する傾向を逆転させ、産業資本家の貨幣資本家化の傾向を醸生し、いわゆる所有と経営の分離傾向を考え、これを基盤として、擬制資本の形成をとおして、株式と交換に出資された貨幣資本は、現実には、企業資本となるが、株式が資本調達者である企業から償還されないため、この出資資本の回収には、株式の売買流通が基礎条件となり、この条件が株式取引所市場において実現されるとし、この売買取引の行われるばあいの価格は、企業の実体資産には関連なく、企業利潤の中から配分される配当と一般利子率との投資競争において、資本還元されたものにはかならないのであり、企業の有する現実資本と関連をもたないということを基礎として擬制資本と考えるのである。

- ① Rudolf Hilferding: Das Finanz Kapital, Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus. 1909.
- ② R. Hilferding: a. a. O. S. 138. 林要訳「金融資本論」一六〇ページ。岡崎次郎訳「金融資本論」一七四ページ
- ③ R. Hilferding: a. a. O. S. 140. 林要訳、前掲書、一六二ページ。岡崎訳、前掲書、一七六ページ
- ④ R. Hilferding: a. a. O. S. 141. 林要訳、前掲書、一六三ページ。岡崎訳、前掲書、一七八ページ

- ⑤ R. Hilferding; a. a. O. S. 142. 林要訳、前掲書、一六四—一六五ページ。岡崎訳、前掲書、一七九ページ
- ⑥ R. Hilferding; a. a. O. S. 143. 林要訳、前掲書、一六五ページ。岡崎訳、前掲書、一八〇ページ
- ⑦ R. Hilferding; a. a. O. S. 143. 林要訳、前掲書、一六六ページ。岡崎訳、前掲書、一八〇—一八一ページ
- ⑧ R. Hilferding; a. a. O. S. S. 144-145. 林要訳、前掲書、一六七ページ。岡崎訳、前掲書、一八二ページ
- ⑨ R. Hilferding; a. a. O. S. 145. 林要訳、前掲書、一六七ページ。岡崎訳、前掲書、一八二ページ
- ⑩ R. Hilferding; a. a. O. S. 147. 林要訳、前掲書、一七〇ページ。岡崎訳、前掲書、一八五ページ
- ⑪ R. Hilferding; a. a. O. S. 148. 林要訳、前掲書、一七一ページ。岡崎訳、前掲書、一八六ページ

II

このように、あたえられた株式価格の形成についての、いわば静態的分析を行ったヒルファーディングは、ついで、株価の変動について考えようとする。

「好景気になるか、または、その他の都合な事情によって、後により高い配当が可能になれば、株式の価格は上昇する。」^①「相場価値の変動は、収益の変動や現実の機能資本の増減とは独立に、一般的利子率の変動によって生ずるであろう。ながくつづく低い利子率は、他の事情がおなじなら、株式資本の時価価値を上げ、高い利子率は、それを下げる。」^②上述したように、株価の形成は、不確定配当と一般利子率による資本還元という分析を基礎とするというのが、ヒルファーディングの考え方であったが、この命題によると、ヒルファーディングの株価形成にかんするそのような基本分析は、そのいずれかが、あるいはその両者が変動することによって、株式価格の形成は変動するという動態的な考え方に発展する。不確定配当証券は、「その収益高のうける変動が、不確定で、

種々の、つねに予測できないものであるから、このような変動が、これらの証券のほげしい価格変動を惹起するのである。したがって、これらの証券は、投機の主要な対象となる。」^⑤したがって、「取引所固有の活動は、むしろ、投機なのである。」^④しかも、「それは、資本主義的企業には——経営にも、その生産物にも——関係がない。所有の交替、不断の流通は、ひとたび創立された企業には影響がない。生産やその収益は、この収益にたいする証券の持主の交替によっては影響をうけない、それと同様に、その収益の価値も、株価の変動によって変化をうけることはない、逆に、他の事情がおなじであれば、この収益の価値こそが、株価の変動をきめるのである。だから、この利子証券の売買は、生産なり、利潤の実現（たとえば商品販売における）なりに、なんの影響もないところの、一つの純経済的な現象であり、私的な財産分配における純然たる移動なのである。だから、投機の損得は、もっぱら利子名義にたいするそのときどきの評価の差からのみうまれる。」^⑥

かくて、ヒルファードディングは、株式価格の形成についての基礎的な分析によって探求した要因を動態的に理解し、しかも、その動態的把握の不確定性のうちに予想性、したがって投機性を洞見して、これを論理的基礎として、株式取引の、ことに取引所取引の少なからざる部分が投機的性格をもっていることを理解しようとするのである。いわば、基礎的な株価分析から現実的な株価を対象とする分析へ移行し、展開しようとするのである。静態的分析から動態的分析への展開である。

「投機は価格変動の利用にある。といっても、商品の価格変動の利用にあるのではない。投機業者にとっては、生産資本家のばあいとちがひ、物価の騰落は問題でない。問題となるのは、商品価格ではない。考慮されるのは、商品価格でなくて、自分の利子名義の価格にほかならない。ところで、利子名義の価格は、利潤の大きさに左右

されるが、この利潤の大きさは、物価が、持続的であっても、下落しても、騰貴しても、それらには関係なく変動する。というのは、利潤にとって決定的なことは、生産品の価格の絶対的な水準ではなくて、その費用価格と販売価格との割合だからである。ところが、投機者にたいしては、さらに、利潤が多くなるか、少くなるかは重要ではない。重要なことは、ただその変動だけであり、また、その変動を予見することだけである。^⑥」

「利潤は、ほかならぬ生産資本の所有者、または利潤名義の所有者に分配されるのである。けれども、投機業者は、けっして利潤の上昇によってのみ利得をえるのではない。利潤の低下によっても利得をえることができる。利潤の増加を問題にしているのではなくて、ただ利潤の増減による利潤名義の価格変動だけを考えているのである。——いいかれば、一定のときに、前に売っておいたよりも安く買うことができるか、または、前に買っておいたよりも高く売ることができるか、ということにより利得するのである。^⑦」

株式価格の形成の基礎を一般利子率と利益配分率との比較における資本還元関係にもとめたヒルファーディングは、この二つの要因のいづれか、あるいは双方における変化によって株価は変動すると理解すること上述のとおりであるが、これらの要因を基礎として株価形成を考えると、市場における投機取引の株価形成におよぼす重要性をとりあげて、前述のように、投機取引の本質を株価の変動を予見することから生ずると理解する。

ここで注意を要することは、一般利子率と、いわゆる配当率という、二つの基礎的な株価形成要因から独立した要因として、投機を、そのうえに、導入してきたことであるが、それとともに、投機の株価形成をめぐる諸問題について研討する領域に入らねばならない論理過程を展開しようとしたことである。

① R. Hürding: a. a. O. S. 150. 林要訳、前掲書、一七五ページ。岡崎次郎訳、前掲書、一九一ページ

- ② R. Hilferding : a. a. O. S. 152. 林要訳、前掲書、一七七ページ。岡崎訳、前掲書、一九三ページ
- ③ R. Hilferding : a. a. O. S. 181. 林要訳、前掲書、二〇八ページ。岡崎訳、前掲書、二二八ページ
- ④ R. Hilferding : a. a. O. S. 185. 林要訳、前掲書、二二二ページ。岡崎訳、前掲書、二三二ページ
- ⑤ R. Hilferding : a. a. O. S. 186. 林要訳、前掲書、二二三ページ。岡崎訳、前掲書、二三三ページ
- ⑥ R. Hilferding : a. a. O. S. 187. 林要訳、前掲書、二二四ページ。岡崎訳、前掲書、二三五ページ
- ⑦ R. Hilferding : a. a. O. S. 187. 林要訳、前掲書、二二五ページ。岡崎訳、前掲書、二三五ページ

III

「投機は、その対象とする証券について、いつでも、吸収準備のある一つの市場を創造し、このようにして、他の資本主義の人々が、かれらの擬制資本を現実資本に転化することを可能にし、したがって、投機は擬制資本の取引のための市場を創造し、それによって擬制資本における投資の不断の交替と、この擬制資本の貨幣資本への不断の再転化との可能性を創造するのである。」^①かくて、資本主義社会においては、投機は必然性を有つと理解されるのである。

そして、「株価は、あらゆる価格とおなじように、価格本来の決定原因のほかに、需給関係の変化となつてあらわれる一時的な原因を区別することができる。しかし、価格の変動だけを問題にし、その変動の原因はこれを問題にしない投機にとっては、もちろん、この変動の原因は、どうでもよい。他方において、投機は、その気分や期待がつねに変化するという本質上——この変化は、投機の不確実さから必然にうまれる——、需給関係そのものをつねに変化させ、この変化は、また価格をも変動させる、ところが、いっさいの価格変動は、また、この

領域で、あらたな投機や、あらたな取引や、また地位の変化——それは需要供給にたいするあらたな変化をとものう——に刺戟をあたえる。」^②

かくて、ヒルファードィングは、株価の基本的形成要因としての一般利子率と配当率との関係のうえに、需給関係の変化を要因として理解し、しかも、その各要因における変化の予想にもとずいて行動される投機によって、大きく需要関係の変化を生ぜしめるのであるという。しかも、取引所の創設によって、産業資本の擬制化を通じて、証券の資本化を実現せしめ、創業利得の形成を可能にする。かくて、投機の根柢は非常に広い範囲にわたることとなる。

さらに、取引所の取引における特殊性が、これらの要因のうえにつけ加えられることを説いている。

「取引所の取引は売買取引であるが、それが他の取引と根本的にちがう点は、取引される商品にあるのであって、取引の様式にあるのではない。経済的に決定的なのは、その取引の技術ではなくて、その内容であり、この技術的細目の叙述は、むしろ実践的商人の案内書のなすべきことで、理論的研究にぞくすることではない。ただ、しかし、この取引処理の仕方が、その取引の内容からうまれる一定の結果をたやすくするかぎりでは、この仕方が一般的にもまた重要で興味のあるものとなる。」^③「いろいろの貨幣証書は、取引所における価値として、相互に一樣であり、代替性をもつものであって、ただ量的にちがうだけである。取引所証券のいわゆる質的差異も、——確定利付証券と株券とのあいだにおける、そのような、また、諸証券間の確実さにおけるような——また、取引所取引により、つねに量的差異にかえられ、そして、たんに評価上の差別となつてあらわれることができるだけである。ここでは、もっぱら、価格の相違は、かの、おなじ種類の商品の質のちがうばあい、それがまず生産費

の相違によって説明されるのはちがって、まったく需給関係の相違によって生ずるだけである。」

ヒルファーディングは、かように、取引の客体の本質的相違を、代替性の故に、量的相違と切り換える、取引所における機能を重視するのであるが、これは、取引所における取引が、もっぱら、取引物件の価格変動による価格差利得を狙う投機取引を足場として考えられたことで、実物取引、あるいは清算取引における実物受渡に立場をおいて考えると、ヒルファーディングの取引所における取引客体の質的相違の止揚は、基本的にはそうであっても、多少の吟味を必要とするのではないかとおもふ。従来、存在していた取引所が、主として、投機取引を主眼とした売買仕法を行っていたことによる考え方であり、あるいは、すべての証券投資が価格変動を焦点とし、元本の騰落による利得の行為と考える考え方である。もしこの考え方、すなわち、取引所が投機のために存在し、すべての証券取引が投機取引であるという考え方を肯定しえない者にとっては、程度の差こそあれ、このヒルファーディングの説には批判的にならざるをえないであろう。

しかし、ともかく、ヒルファーディングの株価分析の論理構造は、上述のように、一般利子率と配当率との関係を基礎とし、そのうえに、投機を要因として加え、投機によってより多く変動する需給関係を、その要因として視野に入れようとして、そのために、取引所における取引客体の質的相違を止揚して、量的相違のみに切りかえようとするのである。

そして、さらに、このことについて、例をあげて、説明する。

「いま、もし砂糖株と鉄道株が等しい収益をあたえるとすれば、鉄道株の価格の方が高からう」という命題をかかげ、何故であるかを吟味する。「というのは、多くの人は、その収益が確実だと思われる鉄道株の方を買い

たがるからである」という。すなわち、たんに収益の大小ばかりが株価形成の要因であるのではなくて、それに、その収益の安定性という要因についても考えねばならないとするのである。

ついで、ヒルファードィングは投機のための信用供与の制度ないしは方式について述べ、「信用の利用は、定期取引によって、もつともよく利用される」として、定期取引について説明し、「定期取引は、すべての取引の履行を同一の時点にうつす。これらの取引は、とりわけ、投機によってなされるから、売と買とは対立し、大部分は、相互に相殺される。」「定期投機取引では、証券の所有が目的ではなくて、差益の獲得が目的であるばかりでなく、証券はいつでも売却できるから、取引額は、証券の価格によって制限されはしないで、ただ、投機からうまれることのできる差額の高によって制限されるだけである。同時に、証券が現実存在して、市場にあることを要するのは、ただ、投機取引がたがいに相殺されない範囲を限度とする。なされた取引額は、だから、現実存在する証券の価格総和の大きさとは無関係で、これを数倍も超過することができる。」

そして、「投機は、信用のおかげで、その取引を拡大することができ、いつでも市況を利用することができる結果、価格の動揺を減少させる、というのは、投機的操作には、いつも反対操作がともなわれるからである。」と論じて、投機の価格安定におよぼす影響の一面にもふれている。いずれにしても、需給関係の株価形成にあたる要因の一つとして、証券の投機取引をとりあげ、その投機取引の売買制度ないしは売買仕法としての定期取引について論ずる。

ついで、ドイツ証券市場における特長である銀行の証券取引について論じ、「銀行制度の発展するにつれて、価値証券取引の構造に一つの変化がおこる。銀行家は、はじめ、ただの仲買人であって、お得意のために取引の

世話をした。ところが、株式相場にたいする銀行の資本力と関心がませばまずだけ、銀行は、ますます自己取引にうつってゆく。取引の大部分は、いまでは、取引所ではおこなわれず、むしろ、銀行は、その取引先からうける注文を互に相殺し、ただ相殺されない額だけを、取引所で世話してやるなり、銀行自身の手持証券のうちからまにあわせるなり、するのである。「そこで、銀行は、有価証券取引のたんなる仲介者たることをやめて、自己取引を営むことになる。」「それとともに、大銀行は、取引所からその機能の一部をうばって、みずから証券市場となる、取引所にのこされるのは、銀行で相殺されない残余額のみである。」「以前は大きな取引所のみがそうであったとおなじように、大銀行は、みずから、ある量の需要と供給とである。」^⑦

しかも、「銀行組織の集中のすすむにつれて、取引所にたいする大銀行の勢力が異常にます、わけても、それは、多くの一般人が取引所投機に手を出すことの減じた時期に、いちじるしい。」^⑧のであるから、株価形成について銀行役割は、非常に重要性をもつのである。そのうえ、「相場の展開のうえに振もうかような強大な勢力にかててくわえて、銀行は、そのますます加わる産業との結合をとおして、個々の企業状態を精密に知り、その生産物を予想し、ばあいによっては、また、その欲するままに、その収益を左右することができるのであって、およそ、これらの諸契機により、銀行は、投機で、すこぶる安全に操作できるのである。」^⑨と考へ、銀行の株価操縦にかんする領域にまで分析を展開する。

①② R. Hilferding; a. a. O. S. 191. 林要訳、前掲書、二一八ページ。岡崎次郎訳、前掲書、二二九ページ

③ R. Hilferding; a. a. O. S. S. 200-201. 林要訳、前掲書、二二九ページ。岡崎訳、前掲書、二五〇ページ

④ R. Hilferding; a. a. O. S. 201. 林要訳、前掲書、二二九-二三〇ページ。岡崎訳、前掲書、二五一ページ

- ⑤ R. Hilferding; a. a. O. S. 203. 林要訳、前掲書、二二一—二二二ページ。岡崎訳、前掲書、二五三—二五四ページ
- ⑥ R. Hilferding; a. a. O. S. 202. 林要訳、前掲書、二二一—二二二ページ。岡崎訳、前掲書、二五二—二五三ページ
- ⑦ R. Hilferding; a. a. O. S. 208-209. Berliner Jahrbuch für Handel und Industrie, 1905. 林要訳、前掲書、二二七—二二八—二二九ページ。岡崎訳、前掲書、二六〇—二六一ページ
- ⑧ R. Hilferding; a. a. O. S. 209. 林要訳、前掲書、二二八—二二九ページ。岡崎訳、前掲書、二六一—二六二ページ
- ⑨ R. Hilferding; a. a. O. S. 210. 林要訳、前掲書、二二九—二三〇ページ。岡崎訳、前掲書、二六二—二六三ページ

四

上述において、ヒルファードイングの金融資本論に論述されている株価形成ないしは株価分析にかんする所論の大綱をできるだけ忠実に理解するために、多くの引用によって、しめした。それによると、つぎのようにまとめることができる。

貨幣資本家の産業資本家化する傾向を、個人企業形態から株式会社企業形態に生成発展することによって、産業資本家の貨幣資本家化する傾向へ逆行せしめる必然性が見られるが、このことは、一般にいわれている企業における所有と経営の分離の傾向があらわれることを意味するのである。この傾向の故に、個人企業と株式会社における資本提供者、すなわち出資者の機能の相違が生ずる。そして、株式会社における出資者を機能資本家と無機能資本家とに分裂せしめる。ここにいうところの無機能資本家の資本提供は企業の経営に直接たざざわることとを目的としてなされるのではなくて、その出資にたいする利益の配分を得るためであるとする。しかも、この提供資本による所得は、一般貸付資本と資本所得を得ることに於いて、よく似ているけれども、その本質において、

異っている。というのは、企業のあげた利潤の配分による資本所得であるから、企業の利潤の大小、すなわち利潤の変動によって変化するものであり、貸付資本の利子と異って、あらかじめ、契約によって定められている資本所得ではないという点において相違している。したがって、貸付資本における資本所得のように確定性がなく、不確定な利潤配分が提供資本による資本所得である。しかも、貸付資本は償還されることを条件とするが、株式出資には償還条件がともなっていないということにも両者の相違がみられる。ただ、両者のあいだに、資本所得の獲得を目的とするということが一致しているにすぎない。

そこで、無機能資本家の提供資本が回収されないという条件を貸付資本の償還と同様にするために、提供資本の出資の受領証書にして、資本所得の基礎となる株式に売買取引による譲渡性をあたえることが工夫せられる。ところで、この株式の売買取引流通可能性を実現するばあい、売買取引における価格、すなわち株式価格は提供資本が企業の経営の内部において機能している資本と関連性を有つならば、機能している企業資本——企業資産の評価によって、きわめて簡単に評価されるが、企業資産との関連は存在しないと考えるのである。ここで、ヒルファードディングの所論にたいする疑問があたえられる。というのは、株式価格の評価において、機能している企業資産と株式価格の評価とのあいだに関連性がないということについての探究をなす必要がみられる。いわば、株式の本質を利潤証券として把握し、物的代表証券として把握してはならないという積極的な理論が欠けているようにおもわれる。^①

それはともかく、これらの両者に関連性がないことを認めると、株式価格の形成はどのような基礎において行われるかという疑問が生ずる。この課題にたいして、ヒルファードディングは無機能資本家の提供して得る資本所

得を基礎として、もしその方法によらずに、他の方法によって資本所得を得ようとするならば、どのような資本所得を得るかということを経営内部に機能して考える。すなわち、一般的に得られると考える資本所得を想定する。この想定した資本所得と株式にたいして出資したことによって得る資本所得とを比較する。ここに一般利子率と株式出資による配当との比較がなされる。いわゆる理論的に評価された基礎的な株式価格が評価されるのである。この逆が、いわゆる利回りであり、この利回りと一般利子率と対照するところに株式価格の妥当性をもとめる方法が生まれるのである。

ところで、このような評価方法によって計出される株式価格は、無機能資本によって、当初、払込まれ、現実には企業の経営内部に機能している資本との差額が生ずる。これを創業利得とする。株式が発行せられるばあいは、額面で発行されるのが慣習であるが、諸外国では、株式の発行は株式の時価を標準としてなされる慣習であり、株式の発行によって得られた額面以上の出資金は創業、または発行をなしたものの利得となるからである。

そして、このような評価による株式価格を基礎にしてなされる株式取引は、企業の外部の貨幣資本による売買流通であるとする。企業の経営内部に機能している資本とは関連性が存在しないのであるから、企業資本とは独立した追加貨幣資本による取引と考えるのである。かくて、これを擬制された資本と論じ、現実資本と峻別するのである。

したがって、資本所得を基礎として評価される擬制資本を本質とする株式価格は、それが擬制資本であるという点において、価格形成に不確定な要因が多いことになるのである。しかも、貸付資本のように一定の確定し

た資本所得が約束されているのではないし、また、企業の利潤が計算されて後に配分される資本所得を基礎にするのであるから、不確定要因が多いのである。

かくて、投機の介入する間隙が生ずる。もともと、資本所得は不確定なのであるから、予測された資本所得であり、しかも、一般利子率そのものが変動する可能性をもつのであるから、株式にたいする需要と供給を絶え間なく変化せしめる。この変化による株式価格の変動は、その変動による株式価格の価格差を得ようとする投機を招来する。したがって、株式の流通市場の中核をなす株式取引所は投機の場合と化することは否めない。ヒルファードディングは、これを重視する。わが国でも嘗ては、株式取引所が投機の場合にはかならないと論断されたことがあつたが、まったく、この見解と軌を一にするものである。もつとも、個人所得の相違がはなはだしく、貧富の差が大きかつた当時においては、株式に資金を提供しえられる個人の数はきわめて少く、株式による資金の調達には、全産業資金の調達における比重は一般周知のように当時よりも漸減しているけれども、株主の分布や株式の分散の状態は、今日に比して非常に狭少であつた。この株式投資の大衆化をなすための手段として、株式取引所は清算取引または、純然たる差金取引の売買仕法を採用していたという、もつばら投機の場合となる基盤をつくりあげていたことも、これらの見解に導く要因であつたといふことができる。

いずれにしても、不確定な資本所得は、資本所得のための資本提供には予測を前提としており、この資本所得の不安定性と投資の予測性が株式にたいする需要供給を投機的にするのである。もつとも、このような論理をヒルファードディングが明確に論述しているのではないが、その論述の底流をさぐると、そのような論理を察知することができるようである。なお、さらに、この論理を延長せしめることもできる。というのは、投機の胚胎は、

きわめて自然的に形成される株式価格のほかに、この投機作用を基盤として、株価を恣意的に形成するために、株価操縦が行われ、それが発展して、買占や株集めが強引にあらわれ、それらに対抗して安定操作が試みられ、さらに、委任状闘争にまで拡大されてくるのである。その過程において、株価の激変はもとより、経営支配にも大きな影響をもたらすこととなるのであるが、この領域にまでは、株価の形成ということを課題とするかぎり、ヒルファードディングにおいてはふれられていないのである。

ヒルファードディングは、冒頭に述べたように、株式価格の形成そのものを課題として展開しているのではなく、他の結論への理論的展開における一つの論理過程として株価形成をとりあげたにすぎないものであった。しかし、それにしても、株価形成——株価分析について、基本的に、その軌道を逸していかないことは、たとえば、その叙述がデルサンのであるとしても、この課題の解決に多くの貢献をなしていることは賛えなければならぬとおもう。ヒルファードディングと対照的に想起されるのは、ケーンズである。ケーンズの「一般理論」は、一般にいわれるように、その理論的基盤において、証券市場における基本現象を念頭におかれていたのであり、なお、株価の形成にもふれている。

この二人は、その経済理論における劃期的著書において、証券市場、ないしは株式価格の形成にふれ、それを理論展開の一過程としてしているのである。マルキシズムが石女と批判されていたとき、新しい分野にたいする理論的展開をなし遂げたヒルファードディングが、たとえば、その所論において、批判せられる多くの個所を見出しうるとしても、資本主義経済社会の分析にたいして、証券市場を焦点としていることは、大いに注目されねばならぬことであり、近代経済学領域において、大いなる発展に寄与したケーンズが、ヒルファードディングと軌をとも

にして、証券市場における課題をとりあげていることも、また、多くの関心を惹くものである。

わが国の経済理論の展開、ことに金融理論の研究において、証券市場現象をとりあげられていないことにたいして、少なからざる示唆をあたえるものとおもわれる。(三六・八)

① この点については、拙著「株価分析の基礎理論」一九二―一九九ページ、および、二〇六―二四ページ参照のこと。