

## 論 説

### 利子生み資本の商品化とその諸形式

——信用制度の基本的枠組，その2——

古 結 昭 和

はじめに

#### 第1節 利子生み資本商品化の論理

第1項 資本の商品化と利子生み資本の生成

第2項 利子生み資本の商品化とは何か

第3項 利子生み資本の価格形成

第1款 利子生み資本の価格＝割引価格

第2款 利子生み資本の価格＝擬制資本価格

#### 第2節 利子生み資本売買の諸形式

第1項 手形振出と手形割引または手形売買

第2項 債券発行と債券売買

第3項 株式発行と株式売買（利潤生み資本の商品化）

あとがき

はじめに

高金利に端を発するアメリカの金融革命は現在もお進中であり、わが国金融界にも大きな衝撃を与えています。この間アメリカではさまざまな新しい金融商品が開発・販売されてアメリカ金融界に地殻変動を引き起こし、わが国にもその一部の影響が現われています。さらにわが国では、国債の大量発行・金融の国際化に触発されて金利の自由化が進展し、その帰趨を容易に定めがたい金融情勢になっています。こうした金融革命のより詳細な分析は他の機会に譲るほかありませんが、本稿では、こうした金融現象を念頭におきつつ、利子

生み資本の商品化という事態を原理的に解明し、資本制信用制度の基本的枠組の構築に迫ってみたいと思います。

資本の商品化という事態については、従来から利子生み資本論としてさまざまの形で論じられてきました。しかし不思議なことに、利子生み資本の商品化という事態についてはこれまでほとんど採り上げられていません。むしろこれは自明のこととされているようにさえ思われます。しかしこのことはそんなに自明のことなのでしょうか。後に本文で示しますように、利子生み資本の商品化という事態はそれなりに解明すべき論点を含んでいるのみならず、信用論上大きな理論的意義をもっているように思います。わたくしは、利子生み資本の商品化論を利子生み資本論・銀行論に続く論理展開として信用論上正當に位置づけなければならないと考えています。そしてまたこうした試みを通して、「金融の証券化」といわれる最近の動向にひとつの原理的照明を与え、証券業務（証券会社）を信用論のうちにきちんと位置づけることができるのではないかと考えています。

ともあれ、こうした試みがどれくらい成功しているかは読者の批判を待つのみです。わたくしとしてはできるだけのことをするまでです。なお本稿は、先に公表しました論文「利子生み資本の現実的生成と銀行制度」<sup>(1)</sup>の直接の続きをなすものです。

(1) 拙稿「利子生み資本の現実的生成と銀行制度」『高知論叢』第16号、1983年。

## 第1節 利子生み資本商品化の論理

本節では、資本の商品化による利子生み資本の生成とその運動を前提として、利子生み資本の商品化とは何かというその本質規定および利子生み資本が商品として売買される際の価格規定が考察されます。本節での考察が以下の議論の前提となります。

## 第1項 資本の商品化と利子生み資本の生成

わたくしは以前に、資本の商品化と利子生み資本の生成について論じました。いま本稿に必要なかぎり、その諸規定を確認しておきたいと思います。

この問題の出発点は、平均利潤法則が確立しているときにとる貨幣の三つの規定です。すなわちこの場合、貨幣は①貨幣（直接規定）、②資本（内面規定）、③貨幣資本（反省規定）という三つの規定をとるのです。もちろん、貨幣および資本というのは、現に平均利潤を生むという運動を行っていない貨幣にあてはまる規定であり、貨幣資本というのは、現に平均利潤を生むという運動を行っていない貨幣にあてはまる規定です。ここで肝心なことは、現に平均利潤を生むという運動を行っていない貨幣について、貨幣（直接規定）と資本（内面規定）という二つの規定が対立しているということです。そしてこの対立は独自の形態で止揚されていきます。

すなわち、現に平均利潤を生むという運動を行っていない貨幣については、貨幣（直接規定）が貸借されることにより、資本（内面規定）が売買されるという運動が展開されるわけです。ここでの要点は、貨幣の貸借＝資本の売買、ということにあります。この取引はあくまで貨幣の貸借ですから当然期間が規定されています。またこの取引はあくまで資本の売買ですから当然価格＝利子が成立します。そうだとしますと、この取引は全体としてある期間中に貨幣が自らを増殖させる運動だと把握されます。そしてその運動形式は  $G \longrightarrow G'$  ということになります。かくして、こういう運動を行なう貨幣が利子生み資本と規定されるわけです。これは利潤生み貨幣資本と並ぶもうひとつの貨幣の反省規定、すなわち利子生み貨幣資本なのです。

利子生み資本の運動形式は  $G \longrightarrow G'$  ですから、利子生み資本は貨幣形態と貸出形態に二分されます。このうち貨幣形態とは、貨幣の貸借＝資本の売買という運動の準備段階および結果段階としての貨幣のことであり、また貸出形態とは、この運動の期間中において現に利子を生んでいる貨幣のことで、特にこの貸出形態の場合、貨幣の所有と占有・使用が分離しており、貨幣の所有は

貸手=売手の手中にあり、その占有・使用は借手=買手の手中にあるということになります。要するにここでは、貨幣の所有と資本の所有が分離しているわけです。

以下の議論の前提として、ここではこれだけのことを確認しておきます<sup>(2)</sup>。

(2) すでに述べたように、本稿は前注に挙げた論文の直接の続きをなすものです。したがってあらゆる意味で、本稿はその論文を前提しています。ここに述べたこと以上の点についてはその論文を参照していただきたいと思います。

## 第2項 利子生み資本の商品化とは何か

われわれはいまや、ただ単に平均利潤法則が確立しているばかりではなく、資本の商品化が行なわれて利子生み資本が生成し、この利子生み資本が利潤生み資本と交錯しながらさまざまに運動している地点に立っています。しかしその運動の最中から、利子生み資本はもう一段の展開を見せます。これがすなわち利子生み資本の商品化なのですが、これは一体どういうことなのでしょうか。

利子生み資本は貨幣形態と貸出形態という二つの形態をもちますが、このうち貨幣形態は利子生み資本が貨幣であるということであって、その商品化ということはありえないことです。利子生み資本の商品化というとき、問題になるのはその貸出形態だけです。わたくしは、この利子生み資本の貸出形態が商品として売買の対象になると考えているのです。

とはいえ、この商品は甚だ特殊なものです。というのも、利子生み資本の貸出形態というのは、有償で貸し出され現に利子を生んでいるという貨幣の状態をさし、この貨幣の状態が商品化されるということにならざるをえないからです。

事態をもっとよく考察してみましょう。いま **B** が **A** に貨幣の貸出=資本の販売を行なったとしましょう。もちろん、額面金額、利子率、期間はしかるべく決定されているとします。さてこの期間中、**B** が利子生み資本を所有し、**A** が利潤生み資本を所有することはいうまでもありません。当然利子が **A** から **B** に支払われます。そしてこの状態のまま期限が到来すれば、額面金額が **A** から **B**

に返済されるのであって、これでもって利子生み資本の運動  $G \longrightarrow G'$  は終わりになります。

しかるにいま貨幣の貸借期間中に、何らかの理由によって **B** に貨幣の現物（現金）が必要になったとしましょう<sup>(3)</sup>。この場合 **B** はどうすればよいのでしょうか。とりあえず考えられるのは、**B** がこの利子生み資本を担保にして第三者たとえば **C** から貨幣を借り入れることです。実際にもこういうことがありうることは当然です。しかしもう一步踏み込んで考えてみますと、この場合期限到来に際して **B** が返済しなければ、担保の利子生み資本は **C** の所有となり、**B** は返済の義務を免除されることとなります。こうなりますと、このことは事実上利子生み資本が売買されたことと同じです。なぜなら、ここでは事実上利子生み資本と貨幣の交換が行なわれているからです。しかもこういう事態に立ち到ったとしても、商品経済的には何の問題もありません。そうだとしますと、こうした結果としての、事実上の利子生み資本の売買ではなく、事前的・制度的な利子生み資本の売買が生成し発展することになります<sup>(4)</sup>。

さて、**B** はその所有にかかる利子生み資本を **C** に販売するとしましょう。そうしますと、利子生み資本の所有は **B** から **C** に移転し、その売買価格たる貨幣の所有が **C** から **B** に移転することになります。**B** は利子生み資本を販売したのであり、**C** はそれを購買したのです。いまや **C** がその利子生み資本の所有者です。しかしこの事情は基本的には **A** に何の影響も与えません。つまり、額面金額＝返済金額、利子率、期間は依然として不変です。ただ、利子の支払いと期限到来時の返済の相手方が **B** から **C** に変更されるだけです。

この取引を **B** の立場から考察すれば、これは **B** にとって貸出貨幣の返済たる意義をもっています。しかしここで注意すべきことは、「返済たる意義をもつ」ということと「返済である」ということはちがうということです。返済であれば、これは必ず額面金額でなければなりません、ここでは売買価格が額面金額と一致する保証は何もありません<sup>(5)</sup>。

しかしそれにもかかわらず、**B** にとってこの取引が返済たる意義をもつことに変わりありません。というのは、この取引が行なわれた以上、これ以外に **B**

にとって返済はありえないからです。たとえ売買価格が額面金額と相異なっていたとしても、それ以外に総じて返済はありえないのです。ともかくこの取引によって、**B**は貨幣の占有・使用を回復し、利子生み資本は貸出形態から貨幣形態に転化することには変わりはないのです。

またこの取引を**C**の立場から考察してみますと、これは疑いもなく利子生み資本の形成です。もっと正確にいいますと、**C**は売買価格に相当する貨幣を支出して、自らの貨幣を利子生み資本の貸出形態に転化させたことになるわけです。この事情は、後に利子生み資本の価格を規定するときに重要な役割を果たします。

この取引を全体として考察しますと、利子生み資本の売買といっても、実際に移転するのは貨幣の占有・使用だけです。というのは、この取引によって、**C**は貨幣の所有を喪失しませんし、また**B**にはもともと貨幣の所有があったからです。ただ貨幣の占有・使用が、**C**から**B**に移転するだけです。しかしここで注意しておきたいことは、**B**と**C**の間では貨幣の貸借＝資本の売買が行なわれるのではないということです。貨幣の貸借＝資本の売買であれば、貨幣の占有・使用が一定期間だけ**C**から**B**に移転するわけですが、ここではそんなことはないからです。ここでは貨幣の占有・使用の移転は決定的です。**B**は決して貨幣を**C**に返済することはないのです。**C**もまた**B**に返済を求めることはできず、ただ**A**から返済を受けることができるのみです。したがってこの貨幣の占有・使用の移転ということは、**B**においては利子生み資本の返済たる意義をもち、**C**においては利子生み資本の形成になるわけですが、ここでの要点は、利子生み資本それ自体には変化がなく、ただその所有が変化するだけだということです。ですから、ここではたしかに貨幣の占有・使用が移転するだけです、それはすなわち利子生み資本の所有変更にほかならないわけです。こうした事態をわたくしは利子生み資本の商品化と名づけたいと思うのです<sup>(6)</sup>。

こうした事態は、資本の商品化による利子生み資本の生成およびその運動に続く必然的な論理的展開と把握することができます。というのも、利子生み資本の貸出形態というのは貨幣の所有とその占有・使用が分離している状態であ

って、しかもこの状態が貸借期間中固定されているからです。しかし商品経済においては、いかなる意味でも貨幣の現物（現金）が決定的に重要です。そしてこの矛盾を克服する機構こそ、利子生み資本の商品化にはかならないわけです<sup>(7)</sup>。

利子生み資本が商品化されるためには、その売手とともに買手もまた存在しなければなりません。この問題も次のように解決されます。すなわち、貨幣所有者にとって利子生み資本を購入することはその貨幣を貸し出すことと原理的に同じことなのです。どちらも利子生み資本の所有者になることに変わりありません。こういう次第ですから、結局貸出可能貨幣の所有者がいれば利子生み資本の買手が存在するということとなります。しかるに、貸出可能貨幣の所有者の存在問題はすでに利子生み資本論において解決されているのです<sup>(8)</sup>。

かくして、利子生み資本の商品化は資本制信用機構の一環に組み込まれて一般化していくこととなります。しかしここで注意しておきたい点は、そうだとすべしすべての利子生み資本が商品化されるわけではないということです。ということはすなわち、商品化されない・本来の利子生み資本もまた存在するということです。どうしてかといいますと、もともと利子生み資本の商品化はその貸出形態と貨幣の現物（現金）の必要性の矛盾を克服するところにその根拠を有するのであって、このためには利子生み資本の一部が商品化されるだけで十分なのです。ですから正確にいきますと、同じく利子生み資本といっても、これは商品化されないものと商品化されるものに二分されることとなります。もちろんこの区別は相対的なもので、ある場合には相互に転化してしましますが、しかし原理的にはこうした区別が立てられます。そうだとしますとここから、商品化される利子生み資本には、その技術的便宜性のために、その商品性を表現する証券が発行されるのです。そして利子生み資本の売買はそれを表現する証券の売買という形式をとることとなります<sup>(9)</sup>。これに対応してここでは、商品化されない・本来の利子生み資本のことを貸付と規定しておきます。かくして、利子生み資本はまず貨幣形態と貸出形態に二分され、この貸出形態はさらに証券と貸付に二分されることとなります。

かくてわれわれは、ただ単に資本が商品化されて利子生み資本が存在するばかりではなく、その利子生み資本の一部がさらに商品化されるという論理的世界に到達したわけです。

- (3) なぜこういう状態に立ち到るかということは、論理のこの段階ではまだ十分に説明することはできません。この点はもっと具体的な諸条件のなかで考えなければなりません。しかし利子生み資本の商品化を説明するためには、どうしてもこの想定が必要なのです。
- (4) このことはもはや利子生み資本を担保とする貨幣貸借が行なわれないということの意味するものではありません。それは依然として行なわれていると考えなければなりません。ですから常に、利子生み資本を担保とする貨幣借入は利子生み資本の販売と並ぶ貨幣調達手段のひとつです。しかしそれにもかかわらず論理的には、利子生み資本の売買は利子生み資本を担保とする貨幣貸借の発展形態であることに変わりはありません。この関係は、商品の運動からその発展形態として貨幣が生成しても商品がなくなるわけではないのと同じです。
- (5) 利子生み資本の価格規定は次項の課題です。
- (6) この利子生み資本の商品化という論理を確立することが本稿の眼目です。これまではこういう考え方があまりなかったので、本稿の展開も試論としての意義をもつのではないかと考えています。マルクス『資本論』にもこの規定はなく、ただ擬制資本としての国債や株式(ないし土地)の売買が断片的に論じられているだけです。わたくしは、利子生み資本の生成に続いてその商品化の論理を確立することによって、信用理論のかなりの部分が論理的に整理されるのではないかと考えているのです。
- (7) これは、別の面からいいますと、個別的な貨幣の現物(現金)の過不足が利子生み資本の売買を通して調整されるということです。ここから、利子生み資本の売買市場が必然的に要請されます。
- (8) 貸出可能貨幣は具体的には、銀行の滞留貨幣およびその他の経済主体(個別資本や個人など)の蓄積貨幣として存在しています。
- (9) 後にみるように、この証券には手形、債券、株式が含まれます。

### 第3項 利子生み資本の価格形成

前項では、利子生み資本の商品化とは何かといういわばその質的規定を説明しました。しかし利子生み資本の商品化には、その量的規定すなわちその価格規定が不可欠です。そこで本項では利子生み資本の価格形成を解明しますが、



これによって利子生み資本商品化の論理が全面的に明らかになるのです。

さて、利子生み資本の価格形成は二つの様相をもちます。この二つの様相はそれぞれ、貨幣の貸借期間中に利子の授受があるかないかの区別に対応しています<sup>(10)</sup>。すなわち、この期間中に利子の授受がなければ利子生み資本の価格は割引価格として規定され、またこの期間中に利子の授受があれば利子生み資本の価格は擬制資本価格として規定されます。

<sup>(10)</sup> 必ずしも確定的というわけではありませんが、一応貨幣の貸借期間が短期の場合には期間中に利子の授受がなく、それが長期の場合には期間中に利子の授受があると考えることができます。

### 第1款 利子生み資本の価格＝割引価格

利子生み資本の典型的なあり方は、その運動形式  $G \longrightarrow G'$  に示されているように、ある時点において、ある金額の貨幣の貸借＝資本の売買が行なわれ、約定期間経過後、当初の金額の貨幣が約定利子を伴って返済されるというものです。この場合、期間中に利子の授受はありません。話を簡単にするために、当初の金額（額面金額） $G$  を元金とよべば、期間経過後の金額  $G'$  は元利合計ということになります。この元金と元利合計の間には、約定利率を  $i^*$ 、約定期間を  $n$  とすれば、周知の次の公式が成立します<sup>(11)</sup>。

$$G' = G(1 + i^*)^n \dots\dots\dots (1)$$

いま約定期間  $n$  に属する任意の期間を  $t$  ( $0 \leq t \leq n$ ) とすると、この期間  $t$  についてもやはり同様の公式が成り立ちます。

$$G'_t = G(1 + i^*)^t \dots\dots\dots (2)$$

この式は元利合計  $G'_t$  が期間  $t$  に応じて決まることを示しています。いまこの  $t$  を変数とみますと、このことは、時間の経過につれて元金（貨幣）が自己増殖する様子を如実に示しており、資本の物神性を表わしています。ですから、この利子生み資本の所有者は、たとえ貨幣貸借の期間中であっても、概念

的には、この式に規定される元利合計  $G'_t$  に相当する貨幣を支配していると考えてよいのです。そうだとしますと、この利子生み資本が期間の途中で売却されるとき、その期間に対応する元利合計に相当する貨幣が対価として得られれば、売手としては何ら文句をいう筋合いはないはずで、これはいわば利子生み資本の供給価格なのです。ただし、後にみるように、これは利子生み資本の基準価格の決定には影響しません。

しかしさきの元利合計を示す公式はまた別様にもみることができます。すなわちさきほどは、元金  $G$  ・ 約定利率  $i^*$  ・ 約定期間  $n$  が決まれば元利合計  $G'$  が決まると考えたわけですが、この元金と元利合計の決定関係を逆にして、元利合計  $G'$  を先決とすれば、それに対応して元金が決まることとなります。もちろんこの場合には、公式を次のように変形しておいた方がよいでしょう。

$$G = \frac{G'}{(1 + i^*)^n} \dots\dots\dots (3)$$

この式は利子生み資本の需要価格を決定する基礎になる式ですが、しかしこれはまだ貨幣の貸借期間中の関係を表わしてはいません。期間中の元金は、さきほどの変数  $t$  を用いて、次のように表現されます。ただしこの場合、期間は当然残存期間  $(n - t)$  になります。

$$G_t = \frac{G'}{(1 + i^*)^{n-t}} \dots\dots\dots (4)$$

これまでの議論では、第2式にも第4式にも同一の利率  $i^*$  を用いていますから、当然に  $G'_t = G_t$  になります<sup>(12)</sup>。すなわち利率が一定の場合には、利子生み資本の供給価格と需要価格は一致するわけです。

しかしこれはあくまで特殊なケースです。一般的には、第4式に適用する利率は第2式の利率とはちがうと考えなければなりません。というのは、第2式の利率は利子生み資本が形式された時の貸付利率であって、これは期間中変化しませんが、第4式の利率は利子生み資本が売買される時の貸付利率でなければならないからです。この点を考慮に入れて第4式を書き直すと次のとおりです<sup>(13)</sup>。ただし、利子生み資本が売買される時点の利率を  $i$  で表

わします。

$$G_t = \frac{G'}{(1+i)^{n-t}} \dots\dots\dots (5)$$

この式が正確な意味で利子生み資本の需要価格を示しています。その理由は次のとおりです。利子生み資本の買手はいつも、利子生み資本を購入する場合の利率と新規に貸し付ける場合の利率を比較します。そして当然のことながら、購入利率が貸付利率よりも高かぎり、利子生み資本を購入します。しかるに第5式をみればわかるとおり、購入利率が貸付利率よりも高くなるのは、利子生み資本の市場価格が需要価格よりも低いときです。すなわち、市場価格が需要価格を下回るかぎり、利子生み資本に対する需要が発生するわけです。

こうなりますと、第2式で規定される利子生み資本の供給価格と第5式で規定されるその需要価格が相異なるということになりますが、この供給価格と需要価格の関係はどうなるのでしょうか。結論から先にいいますと、ここでは無条件に需要価格が優先されるのです。というのは、利子生み資本の供給(売却)はその供給価格に規定されるよりもむしろ、貨幣の必要性に規定されているからです。ですから、市場価格が供給価格を上回っても必ずしも供給が増加するとはいえ、また市場価格が供給価格を下回っても必ずしも供給(売却)が減少するともいえないわけです。要するに、この供給価格は市場価格を調整する能力をもっていないのです。

かくして、第5式で規定される需要価格が利子生み資本の売買における基準価格となります。つまり利子生み資本の市場価格は、この基準価格をめぐって変動するわけです。もちろん貸付利率は時間とともに変化しますから、それに応じてこの基準価格も変化していきます。ですから結局、利子生み資本の売買においては、各時点の貸付利率に応じて基準価格が決まり、市場価格がこの基準価格をめぐって変動するという形になります<sup>(14)</sup>。

第5式の計算を割引といい、ここに算出される価格を割引価格といいます。すなわち、貸借期間中に利子の授受がない場合、利子生み資本売買の基準価格

はその割引価格であると規定されます。

- (11) これは複利の元利合計を示す公式ですが、ここではまだ期間に単位があります。資本の物性にはむしろ、この期間を無限に細分化した連続複利の考え方がふさわしいと思われます。連続複利では、利子は瞬間ごとに元金に繰り入れられます。その公式の導出は次のとおりです。ただし  $a$  はパラメーターとします。

$$\begin{aligned} G' &= G (1 + i^*)^n \\ G' &= G \left(1 + \frac{i^*}{a}\right)^{an} \\ &= G \left\{ \left(1 + \frac{i^*}{a}\right)^{\frac{a}{i^*}} \right\}^{i^*n} \end{aligned}$$

ここで、 $a \rightarrow \infty$ ならば

$$\begin{aligned} \left(1 + \frac{i^*}{a}\right)^{\frac{a}{i^*}n} &\rightarrow e \\ \therefore G' &= Ge^{i^*n} \end{aligned}$$

しかし本稿では議論を必要以上にめんどろにしないために、普通の複利公式に従っておきます。

- (12) この証明は次のとおりです。

$$\begin{aligned} G_t &= \frac{G'}{(1 + i^*)^{n-t}} \\ &= \frac{G(1 + i^*)^n}{(1 + i^*)^{n-t}} \\ &= G(1 + i^*)^t \\ &= G'_t \end{aligned}$$

- (13) 一旦形成された利子生み資本の元利合計  $G'$  は、期間中を通して変化しません。これがここでのポイントです。なおこの計算は、将来の金額の現在値を算出するもので、割引といわれています。これもまた当然、資本の物性性を前提しています。
- (14) 利子生み資本の市場価格というのは、利子生み資本の売買において、その需要・供給によって決まる価格です。これにはさまざまな要因が働いていますから、つねに必ず基準価格に一致しているとは限りません。しかしそれは同時に、全く基準価格から離れてしまうこともできないのです。

## 第2款 利子生み資本の価格＝擬制資本価格

利子生み資本の価格のもうひとつの様相は擬制資本価格という規定です。こ

の規定は、利子生み資本において、その期間中に利子の授受が行なわれる場合に成立します。まず擬制資本とは何かという点から始めましょう。

擬制資本のドイツ語原語は *fiktives Kapital* であって、「仮空資本」ないし「架空資本」と訳されることもあります。ここで「仮空」ないし「架空」といわれても、それは全く空想の産物というのではなく、本来資本でないものがある事情によって資本とみなされる、あるいは資本として取り扱われるということであって、この意味ではやはり「擬制資本」というのが適訳であろうかと思えます<sup>(15)</sup>。ちなみに「擬制」という言葉は、「本来そうでないものをそうだとみなすこと」を意味しています。

一般に、利子生み資本——利子の関係が成立しているとき、規則的収入があれば、それは何かある資本の利子だとみなされるという関係が成立します。そしてここでいう「何かある資本」がすなわち擬制資本にはかならないのですが、こういう関係がどうして成立するのかその機構を考えておかなければなりません。そして、期間中に利子の授受を伴う利子生み資本こそこの典型的なケースなのです<sup>(16)</sup>。

いまここに、貨幣の貸借＝資本の売買が行なわれて現に利子を生んでいる利子生み資本があるとします。額面金額、約定利率、約定期間はしかるべく決定されているとした上で、さらに利子が期間中定期的に支払われるものとします。そうしますと、この定期的に支払われる利子がさきの規定にいう「規則的収入」に相当することはすぐにわかります。しかしここではまだ擬制資本は成立していません。なぜなら、この規則的収入はさきの利子生み資本(額面金額)の利子であるにすぎないからです。これはいわば実在的な関係です。

しかし、貸借期間中にこの利子生み資本が売買される場合には、事態はかわります。この場合、利子生み資本の売手はその対価として額面金額を要求するにちががありません。というのは、利子生み資本を形成するときにかねはこの金額を支出しているからです。この額面金額は一応利子生み資本の供給価格といえますが、しかしこれが利子生み資本売買の基準価格の決定に影響を与えるものではないことは後にみるとおりです。

他方、利子生み資本の買手にとっては、この利子生み資本を購入するという事は、新たに利子生み資本を形成することを意味しています<sup>(17)</sup>。しかもかれにとっては、この利子生み資本を購入しなければならないという必然性はありません。かれは何なら貸付によって新規に利子生み資本を形成してもよいのです。すなわち、利子生み資本の買手は、同じく利子生み資本を形成するとしても、すでに形成された利子生み資本を購入するかあるいは貸付によって新規に利子生み資本を形成するかを選択しうる立場にいるわけです。総じてこの点が、利子生み資本の売買において決定的に重要な点をなすのです。

そうだとしますと、利子生み資本の買手は、この利子生み資本を購入する場合の利回りと新規に貸付を行なう場合の利子率を比較することになります。なおこの利回りは基本的には期間を考慮に入れないものとこれを考慮に入れるものに区分されますが、まず期間を考慮に入れない利回りについて考察します<sup>(18)</sup>。この場合の利回り  $j$  は次の式で与えられます。ただし、確定利子（額面金額×約定利子率）を  $A$ 、購入価格を  $F$  とします。

$$j = \frac{A}{F} \dots\dots\dots (1)$$

買手はこの購入利回りが貸付利子率  $i$  を上回るかぎりで、利子生み資本を購入するにちがひありません。しかるに、利子生み資本の購入促進は購入価格を引き上げ購入利回りを低下させますから、結局、購入利回りは貸付利子率に均等化していかざるをえないこととなります。すなわち、需給均衡においては  $j = i$  が成立するわけです。そこで次式が与えられます。

$$i = \frac{A}{F} \dots\dots\dots (2)$$

これを購入価格の面からみますと、利子生み資本の購入価格は貸付利子率に規定されていることとなります。すなわち次のとおりです。

$$F = \frac{A}{i} \dots\dots\dots (3)$$

これが利子生み資本の需要価格の規定です。もちろん貸付利子率は約定利子

率とはちがいますから、この需要価格は額面金額とはちがいます。しかし一定の時点には一定の貸付利率があり、これに規定されて一定の需要価格が成立することはまちがいのないところです。

ところで、利子生み資本の供給価格と需要価格の関係は、すでに前款で述べたところと同じです<sup>(19)</sup>。ここでもやはり需要価格が決定的であって、この意味では、需要価格が利子生み資本売買の基準価格なのです。すなわち、利子生み資本の市場価格はこの基準価格をめぐる変動するわけです。

こうした基準価格は第3式で与えられています。この計算を確定利子の資本還元といい、ここに算出される金額が擬制資本と規定されるのです。すなわちここには、確定利子がある擬制された資本の利子とみなされるという関係が成立しているわけです。そしてこの擬制資本が利子生み資本売買の基準価格になっているのです。こういう次第ですから、期間中に利子の授受がある場合、利子生み資本売買の基準価格は擬制資本価格であるといつてよいのです。

さてここで確認しておきたいことは、ひとつの利子生み資本がその期間中二重の量的規定をもつということです。ひとつはいうまでもなくその利子生み資本の額面金額です。そしてもうひとつはここで規定しました擬制資本価格です。そもそもこうした二重性が生ずる所以は、約定利率の固定性と貸付利率の変動性の矛盾にあります。そして擬制資本価格の成立は、この貸付利率の変動性の反映なのです。このゆえに、ひとつの利子生み資本は、固定的な額面金額と変動的な擬制資本価格という二つの量的規定をもつわけです<sup>(20)</sup>。

利子生み資本売買の基準価格が擬制資本価格であるとしてみると、利子生み資本を売却したとき、売手には額面金額と擬制資本価格の差額が生じます。擬制資本価格が額面金額を上回る場合は売却益、逆の場合は売却損と規定されますが、この売却益・売却損というのは、利子生み資本（額面金額）の擬制資本化によって生ずる新しい経済学的概念です。これは利子生み資本の商品化の論理それ自体が生みだす損益であって、売手が売却益を得るとき買手が損失を蒙るとか、売手が売却損を出すとき買手が利益を得るとかという性質のものではないのです。これは独自の経済学的カテゴリーとして認めなければなりません<sup>(21)</sup>。

同様の事情が利子生み資本の買手にも生じます。ただしこちらの場合には、擬制資本価格（購入価格）と期限到来時の返済金額＝額面金額の差額問題です。額面金額（返済金額）が擬制資本価格をこえている場合には、買手は期限到来時にこの差額を取得することができます。また逆の場合は逆です。いずれにしても、買手は期限到来時に額面金額の返済を受けるわけです。この差額部分も利子生み資本の擬制資本化によって必然的に発生するものですが、この部分は利子生み資本の売買時点で正確に把握できますから、独自の経済学的カテゴリーを設定するまでもなく、利回り計算に折り込むことができるのです。これが期間を考慮に入れた利回りです<sup>(22)</sup>。そして金融実務において、貸付利率と比較されるのは実はこの利回りなのです。この利回り計算の要点は、額面金額と擬制資本価格（購入価格）の差額を残存期間で除して単位期間（1年）あたりの差額を算出し、これを確定利子（額面金額×約定利率）に加減するところにあります。これはこの差額部分を一種の利子（マイナスもありうる）とみなす考え方で、理論的にも了解できます。この利回り  $j$  は次の式で与えられます。ただし、擬制資本価格は  $F$ 、確定利子は  $A$ 、額面金額は  $G$ 、約定期間は  $n$ 、経過期間は  $t$  とします。

$$j = \frac{A + \frac{G - F}{n - t}}{F} \dots\dots\dots (4)$$

そして擬制資本価格は、この利回り  $j$  がその時の貸付利率  $i$  と等しくなる水準で与えられます。すなわち、第4式において  $j = i$  とすれば次の式になります。

$$i = \frac{A + \frac{G - F}{n - t}}{F} \dots\dots\dots (5)$$

この式を形式的に擬制資本価格  $F$  について解けば次のとおりです。

$$F = \frac{A + \frac{G}{n - t}}{i + \frac{1}{n - t}} \dots\dots\dots (6)$$



このように、貸付利率と比較されるべき利回りおよびそれに規定される擬制資本価格について、それぞれ期間（額面金額と擬制資本価格の差額）を考慮に入れない場合とそれを考慮に入れる場合と、二通りの定式化がなされます。これらの関係については、前者はより抽象的な規定、後者はより具体的な規定と評価すべきものです。というのは、前者の規定は株式価格や土地価格などにも適用されますが、後者の規定は利子生み資本の売買に特有なものです。ですから、利子生み資本の売買において、貸借期間中に利子の授受がある場合、その基準価格は、期間（額面金額と擬制資本価格の差額）を考慮に入れた擬制資本価格であるといわなければなりません。

なおひとつ補足しておきますと、この場合利子は定期的に支払われますから、期間の途中であっても利払期でない時に売買が行なわれますと、売買価格のほかに、経過利子の精算が行なわれることとなります。

- (15) あるいは「想定資本」といってもよいかもしれませんが、いずれにしてもこの規定は、利子生み資本——利子という関係の反射として生ずるものですから正確には、「擬制利子生み資本」あるいは「想定利子生み資本」を意味しています。
- (16) 擬制資本にはいろいろな意味があるとされていますが、その本源的規定はここで与えられます。
- (17) 利子生み資本の形成については、個人的と社会的という二つの意味を区別しなければなりません。すでに形成されている利子生み資本を購入する場合は、個人的にはすなわち買手にとっては利子生み資本の形成ですが、社会的にはそうではありません。これに対して、新規に貸付を行なう場合は、個人的にも社会的にも利子生み資本の形成です。
- (18) 後に本文で示しますが、期間を考慮するということは、 $\text{額面金額} = \text{返済金額} + \text{購入価格} - \text{擬制資本価格}$ の差額（これを償還差額といいます）を考慮するということです。金融実務では、この期間（償還差額）を考慮に入れない利回りを直接利回りといいます。これは、満期まで所有せず適宜売却する意図をもって利子生み資本を購入する場合の指標となります。
- (19) 利子生み資本の売手は貨幣の必要性に規定されてこれを売却するので、その供給価格はやはり市場価格を調整する能力をもたないのです。
- (20) 擬制資本価格は利子生み資本売買の基準価格ですから、売手からみればそれは常に利子生み資本の売却可能価格です。そこから擬制資本価格は利子生み資本（額面金

額)の評価額と把握されます。金融実務では、擬制資本価格が額面金額を上回るとき評価益が、そして逆のときには評価損が計上されます。もちろん実際に売却されたときには、売却益・売却損になりますが。

- ㉒) これに似た例として創業者利得を挙げることができます。これは利潤生み資本が擬制資本化されるところに発生するものです。これに対して、ここに規定する売却益・売却損は利子生み資本が擬制資本化されるところに発生します。その論理には共通するものがあります。
- ㉓) この利回りは第4式で与えられていますが、金融実務ではこれを間接利回りあるいは償還利回りといっています。これは必然的に発生する額面金額=返済金額と擬制資本価格=購入金額の差額を取り込むきわめて合理的な形式といえます。これはまた当然、購入した利子生み資本を満期まで所有することを前提しています。ちなみに、一旦購入した利子生み資本を満期前に売却すれば、ここに再び売却益・売却損が現われてきます。これはもちろん売却価格と購入価格の差額です。ただ、ひとつ注意しておきますが、第4式で計算される利回りは単利法によっています。しかし本来正確に言えば、この利回りも複利法で計算されなければなりません。この場合、本文第6式に相当する擬制資本価格は額面金額の割引価格と確定利子の年金現価の合計になります。しかしこれから一般的に複利の利回りを求めることは困難ですので、複利法による利回りはあまり用いられていません。

## 第2節 利子生み資本売買の諸形式

前節では、利子生み資本商品化の論理を検討しました。そこでは、利子生み資本が商品になるとはどういうことか、そしてまた、その価格はどのようなふう決定されるのかということが主要な課題でした。そこで本節では、これを一歩具体化して、利子生み資本が商品となるのはいかなる形式によるのかについて考察します。この形式は、手形、債券、株式と三段に渡って展開します。

### 第1項 手形振出と手形割引または手形売買

商品売買の発展につれて必然的に、商品の現金売買と並んでその信用売買が展開していきます。この商品の信用売買というのは、商品の引き渡しと貨幣の授受が時間的に分離しているという売買形式ですが、ここに商業信用の基本規

定があります<sup>(23)</sup>。すなわちこの場合、商品の売手は買手に対して商業信用を与えるという形になります。なお厳密にいきますと、この商業信用（信用売買）には単純な売掛金・買掛金形式と手形振出を伴う受取手形・支払手形形式があります<sup>(24)</sup>。ここではこの後者が主要な考察対象になります。また一口に手形といっても、これには約束手形と為替手形があります。しかしここではその区別に深入りせず、基本的には約束手形を例にとって考察することにします。

さて最も簡単な場合を考えてみますと、商品の売手はその商品を買手に引き渡しますが、その対価をすぐには受け取らず、その代わりに手形を受け取ります。この手形には法的に必要な事項が記載されておりますが、経済学的に重要なのはその額面金額と支払期日です。すなわち、この手形の授受が意味していることは、商品の売手は支払期日に額面金額を受け取る権利をもっており、また買手は支払期日に額面金額を支払う義務を負っているということです。簡単にいきますと、商品の売手は手形上の債権者＝受取人となり、買手は手形上の債務者＝支払人になるということです。

こうした手形による商品売買が行なわれるためには、売手の側に二つの条件が必要です。そのひとつは、買手の将来の支払能力に対する売手の信用です。まあこれがなければ話になりません。もうひとつは、売手の資金的余裕です。つまり、この販売が現金販売でなくとも売手の資金繰りに破綻をきたさないことが必要です<sup>(25)</sup>。この二つの条件があれば手形による商品売買が行なわれますが、これは売手にも買手にも利点をもたらします。すなわち、売手はこれによって買手を見つけるという商品販売上の最初にしてかつ最大の難関を突破することになります。また、買手はこれによって即時の現金なしに商品を仕入れることができるわけです。

このように、手形による商品売買においては、売手は手形上の債権者＝受取人となり、買手は手形上の債務者＝支払人となりますが、商品生産社会においては多くの場合、商品の売手＝買手ですから、以前の売手は今度は買手として手形による商品売買を利用することができます。この場合新しい買手は新たに手形を振り出してもよいのですが、額面金額、支払期日などが合致し新しい売

手が了承するかぎり、新しい買手はすでに振り出され自分が所有している手形を新しい売手に譲渡してもよいのです。もちろんこの場合には、手形上の債権者＝受取人の変更が必要です。これを手形の裏書きといいます。同様に新しい売手はこれをさらに裏書譲渡してもよいのです。こうして一旦振り出された手形は次々に裏書きされて流通していきます。これが手形の流通であって、この流通する手形は本来の商業貨幣と規定されています。そして支払期日が到来すれば、手形上の債務者＝支払人がその手形の最後の所有者たる手形上の債権者＝受取人に額面金額を支払うことになります。この間貨幣流通は相殺によって節約されます<sup>(26)</sup>。

しかしさきにも指摘しましたように、こうした手形流通が行なわれるのは、額面金額や支払期日などが合致し新しい売手が了承するかぎりでのことです。またこの他にも、どんな理由で現金が必要になるかもしれません。そこでこうした場合に、手形上の債権が現金に転化する機構があれば、これこそ経済合理性にかなうものといわなければなりません。そしてこの機構こそ銀行による手形割引にほかならないのです<sup>(27)</sup>。

手形割引というのは、手形上の債権と現金の交換です。簡単にいいますと、それは手形の売買です。しかし手形割引には手形流通とはちがう特質があります。それはすなわち、手形割引には利子（割引料）が付随するという点です。というのは、銀行はあくまで貸出の一形態としてこの取引を行なうからです。すなわち、銀行はある現金を支出して手形上の債権を手に入れ、その手形の支払期日に現金を回収しますが、この取引において銀行は利子を要求するのです。しかるに手形においては、額面金額・支払期日が確定していますから、銀行が利子を取得しうするためには、手形割引のときに額面金額より少ない金額を支出するほかありません。そしてこの差額が利子に相当するわけです。これが手形割引といわれる事実です。ちなみに手形の割引を求める側では、現金の必要性に迫られているかぎり、銀行のこの要求に屈するほかなく、手形割引において額面金額よりも少ない現金しか手に入れることができないのです。

そうだとしますと、この事情は信用売買の価格すなわち信用価格に影響しま

す。その理由は次のとおりです。ある商品の売買において、もし信用価格が現金売買の価格すなわち現金価格に等しいならば、この信用売買は必ず売手の損失・買手の利益になります。なぜなら、売手は、信用販売によって得た手形を直ちに銀行で割り引きますと、現金価格よりも少ない現金しか手に入れることができないということになるからです。またこうもいえます。買手は、たとえ現金をもっている、信用で購入する方が得です。なぜならこの場合、買手はこの信用期間中の利子を稼げるからです。

ですからこういわなければなりません。すなわち、利子生み資本——利子の関係が成立しているかぎり、信用価格は現金価格より利子相当分だけ高い、と。そしてこれこそ、資本制生産における信用価格の規定なのです<sup>(28)</sup>。以下信用価格というときは、この利子を含んだ価格のことをいいます。すなわち、信用価格＝現金価格＋利子、と定式化されます。もちろん、利子は信用期間に応じて決まります。ですから当然、手形の額面金額＝信用価格ということになります<sup>(29)</sup>。

さてこうなりますと、信用売買すなわち商品と手形の交換は利子生み資本の形成と規定されることになります。すなわち、売手は信用販売によって、商品を手形＝利子生み資本に転化させるわけです。ここでは、手形が利子生み資本の貸出形態なのです。ただここでひとつ注意しておきたいことは、この場合利子生み資本の形成といっても、現実には貨幣の貸借＝資本の売買が生じていないということです。しかしそうだとすると、現実には貨幣の貸借＝資本の売買が存在する場合と完全に同一の結果が生じていることは疑いのないところです。このことは次の点をみれば明らかです。すなわち、信用売買の結果は、現金売買が行なわれた後ただちにその対価たる貨幣の貸借＝資本の売買が行なわれた場合の結果と完全に同一です。この点に注目すれば、信用売買＝利子生み資本の形成、手形＝利子生み資本の貸出形態と規定して何の不思議もないことがわかります<sup>(30)</sup>。

しかるに、さきにもたように、手形割引とは手形と現金の交換にほかなりませんから、手形割引は手形＝利子生み資本の貸出形態の売買と規定されます。

手形割引は、その売手にとっては利子生み資本の貸出形態から貨幣形態への転化であり、またその買手にとっては利子生み資本の貨幣形態から貸出形態への転化です。もちろんこの取引は、手形上の債権者（受取人）の変更以外、手形上の債務者（支払人）には何の影響も及ぼしません。

それでは、この手形割引の価格はどうなるのでしょうか。この場合、手形の額面金額と支払期日が確定しており、かつ期間中に利子の授受がありませんから、以前に規定しました割引価格が適用されます。すなわち、手形割引(売買)の基準価格はその割引価格なのです<sup>(31)</sup>。

さて銀行は手形割引によって、利子生み資本を貨幣形態から貸出形態に転化させますが、これは短期貸付と並んで銀行の短期貸出を形成します。それぞれに対応して、手形割引市場と短期貸付市場が存在します。この両者を合わせて短期貸出市場といいます。そして手形割引市場と短期貸付市場は、金利裁定（利子率均等化）関係によって直接的に連結されています。ただこの両市場のちがいは、短期貸付市場が利子生み資本の形成市場であるのに対して、手形割引市場は利子生み資本の売買市場であるという点にあります。

しかるに銀行は、一度割り引いた手形を再び割引に付することができます。これを手形の再割引といいます。これには二つのケースがあります。そのひとつは、中央銀行がこれを再割引する場合です。この場合には公定歩合が適用され、中央銀行による現金供給の基本的なルートになっています。もうひとつは、他の銀行がこれを再割引する場合です。これは銀行相互の間で現金過不足を調整する役割を担っており、短期金融市場としての手形売買市場へと展開していきます。

短期金融市場としては以前にコール市場を挙げましたが、手形売買市場はそれに並ぶものとして、全体として短期金融市場をなすものです。この両市場のちがいはやはり、コール市場が利子生み資本の形成市場であるのに対して、手形売買市場が利子生み資本の売買市場であるという点にあります。そしてコール市場と手形売買市場もやはり金利裁定関係によって直接的に連結されています。なお中央銀行は、手形売買市場に出勤して、短期金融市場の利子率をある

程度コントロールすることができます<sup>(32)</sup>。

さきにも述べましたように、短期貸出市場が利子生み資本の本来的な活動分野に属しているのに対して、短期金融市場は銀行相互間の現金過不足を調整する任務をもっています。それだけに、この両市場の金利裁定関係はかなり間接的になります。しかしそれでも、短期貸出市場利率が短期金融市場利率より高いかぎり、短期貸出が増加してその利率を低下させると同時に、現金＝準備金の必要性が増大して短期金融市場利率を上昇させます。また反対に、短期金融市場利率が短期貸出市場利率より高くなりますと、短期貸出が減少してその利率を上昇させると同時に、現金＝準備金の必要性が減少して短期金融市場利率を低下させる傾向が生じます。要するにこういう形で、短期貸出市場と短期金融市場が連結されているわけです。そしてそれぞれの市場において、手形＝利子生み資本の売買がしかるべき位置を占めているということになるのです。

(23) 商業信用はこの抽象性において規定されなければなりません。すなわち商業信用とは、商品売買に関して発生する結果的な貨幣貸借なのです。ここに「結果的」というのは、現実には貨幣貸借は行なわれないが、それが行なわれたのと完全に同一の結果が生じているという意味です。またこの貨幣貸借が利子を含むかどうかは、商業信用のより具体的な規定なのです。ですから、商業信用の本質は利子を含むかどうかによつては左右されません。

(24) 売掛金・買掛金というのは、商品売買における慣習的な未収金・未払金であって、ここではまだ支払期日が確定していません。それゆえに、この形式はいまいな性格をもっています。これに対して、受取手形・支払手形は額面金額とともに支払期日も確定しています。商業信用をこの手形形式をもって考察しなければならない所以です。

(25) この点から、売手の余裕現金が買手に貸し付けられるのだという擬制が行なわれます。これは手形が流通して中間が相殺される場合でも同じです。

(26) このことは、すべての商品売買が現金売買である場合に比較して、商品流通を飛躍的に増大させます。これが与えられた貨幣分量の下でできる限り商品流通を増大させようとする商業信用の威力です。しかしその反面、貨幣恐慌の危険性を増大させます。というのも、商業信用の発展は決して貨幣（現金）の必要性をなくすものではないからです。

- ㉓ 銀行こそ社会的な貨幣（現金）の集積場です。銀行はこの上に銀行券発行や預金設定など独自の形態で銀行信用を展開していきます。そして手形割引は商業信用と銀行信用の接点なのです。商業信用は銀行信用と結合することによって、完全に自らを展開することになります。
- ㉔ この規定が売掛金・買掛金の場合にも適用されるかどうかはここでは保留しておきます。理論的には当然適用されるべきですが、しかしこの場合支払期日が確定していませんので、これをどう考えるかむずかしいところです。
- ㉕ こうなってはじめて、信用販売を行なった後、直ちにその手形を割引いたとき、現金価格に等しい現金が取得できます。つまり信用売買が現金売買と同等になるわけです。もちろん買手にも利子を稼ぐ余地はありません。
- ㉖ この規定が本項の眼目です。この規定は商業信用の本性に属しているのではなく、あくまでその展開規定です。商業信用の本質は商品売買に関して発生する結果的な貨幣貸借にあって、これは単純商品流通にも共通する規定です。ただこの商業信用が資本制生産の下で行なわれる場合には、利子生み資本——利子の照明を受けて、信用売買＝利子生み資本の形成、手形＝利子生み資本の貸出形態と規定されるわけです。この規定が与えられますと、手形割引＝利子生み資本の売買と規定するのは簡単なことです。
- ㉗ ただし銀行実務では、割引価格の計算を次のとおり単利法によって行なっています。また利子の算式も変わっています。いま額面金額（期日返済額）を  $G'$ 、利子率を  $i$ 、手形期間を  $n$ 、経過期間を  $t$ 、割引価格を  $G_t$ 、また利子額を  $I$  とします。

$$\begin{aligned} G_t &= G' - I \\ &= G' - G' \cdot i \cdot (n-t) \\ &= G' \{1 - i \cdot (n-t)\} \end{aligned}$$

理論的には、利子額  $I = G_t \cdot i \cdot (n-t)$  とならなければならないところですが。

- ㉘ これもまた中央銀行による現金供給のルートになります。しかしこれはそれだけに止まらず、現金吸収のルートにもなります。中央銀行による手形購入は現金供給となり、またその手形売却は現金吸収になります。中央銀行はこうした手形売買操作によって、手形価格に影響を与え、手形売買レート（手形売買市場の利子率）の変動を通して、コール・レートをも動かすことができるのです。

## 第2項 債券発行と債券売買

貨幣の貸借＝資本の売買すなわち利子生み資本の形成において、債券が発行されることがあります<sup>(33)</sup>。この債券は借手によって発行され、貸手に交付され



るものです。もちろんこの債券には、額面金額や約定期間その他必要事項が記載されています。しかるに利子生み資本の形成において債券発行を伴わない場合もありうるわけで、ここに同じく利子生み資本の形成といっても、それは債券発行を伴うケースとそれを伴わないケースすなわち以前に規定しました貸付に二分されることとなります。また後にみますように、債券発行を伴う利子生み資本の形成は元来長期のものですから、それに対応する貸付も長期のものでなければなりません。すなわち、長期貸出の区分として、債券発行を伴う債券所有とそれを伴わない長期貸付があるということになります。

債券発行の意義はいうまでもなく、こうして形成された利子生み資本が期間中商品として売買されうるということを示す点にあります。そして、利子生み資本の売買は債券の売買をもって表現されます。この意味では、債券＝利子生み資本の貸出形態と考えてよいのです。

そうだとしますと、こうした債券発行をもってはじめて、一般に長期の貨幣貸借が可能になるということが出来ます。というのは、元来貸手にとって自らの貨幣を長期間貸出形態に固定しておくことは危険を伴うことですが、しかし貸手は貨幣（現金）の必要性が生じたときこの債券＝利子生み資本を売却して現金を取得することができるからです。こうした債券＝利子生み資本の売買は、個々の貸手には必要に応じた貨幣（現金）回収を保障しながら、借手には長期借入を可能ならしめているわけです<sup>(34)</sup>。

それでは、どうして借手の側に長期借入の必要性が生じてくるのでしょうか。それは、貨幣借入がもはや原材料購入資金や賃金支払資金あるいは信用販売資金など要するに短期運転資金の枠をこえて、固定資本・設備資金の領域に踏み込んだところに生じてくるのです。資本制生産の発展は、資本の有機的構成の不断の高度化を通して、固定資本・設備をますます増大させていきます。そしてこうした固定資本・設備増大の信用面への反映がすなわち長期借入の要請なのです。

こういう次第ですから結局、その売買を前提とする債券発行は、固定資本・設備の増大という生産面の変化に対する信用面の対応と位置づけることができ

ます<sup>(35)</sup>。

債券の発行形式には割引方式と利付方式があります。そして、割引方式で発行される債券を割引債券、利付方式で発行される債券を利付債券といいます。このうち割引債券については、額面金額、債券期間を先決条件として、あと発行価格によって債券利回りを調整します<sup>(36)</sup>。また利付債券については、額面金額、債券期間、表面利率を先決条件として、同じく発行価格によって債券利回りを調整します<sup>(37)</sup>。こうした債券発行時の債券利回りは、金融実務では応募者利回りといわれています。そしてこの応募者利回りは、常にその時の長期貸付利率に均等化していく必然性をもっています<sup>(38)</sup>。

債券の発行は現象的には債券の売買のように見えますが、これは決して債券＝利子生み資本の売買ではありません。なにしろ債券の発行者は、利子生み資本を所有していたわけではありませんから。これはあくまで利子生み資本の形成と把握されるべきものです。そして、債券の発行者と応募者が出会って利子生み資本を形成する市場がすなわち債券発行市場なのです。これに対して、すでに発行された債券＝利子生み資本が売買される市場は、債券売買市場と特徴づけられます。

債券売買市場をめぐる主要な問題のひとつは債券価格の決定ですが、これについてはすでに述べました。すなわち、割引債券の基準価格は割引価格であり、また利付債券の基準価格は擬制資本価格なのです。このことはまた、債券売買時の債券利回り（金融実務ではこれを流通市場利回りといっています）はその時の貸付利率に均等化していることを示しています<sup>(39)</sup>。しかるに、応募者利回りもまたその時の長期貸付利率に均等化していますから、結局各時点ごとに、長期貸付利率＝応募者利回り＝流通市場利回り、という関係が成立します<sup>(40)</sup>。こういう形で、長期貸付市場・債券発行市場・債券売買市場が連結されているということになります。

(39) 債券発行＝利子生み資本の形成、債券売買＝利子生み資本の売買、ということが利子生み資本商品化の典型的なケースです。この意味では、前節の展開が基本的にはすべて本項にあてはまります。本項の叙述が簡単にならざるをえないのもその故です。

- (34) こうした債券売買の可能性は貸手にも長期貸付を可能にします。貸手にとって長期貸出がいかに危険だといってもそのすべてが売却可能である必要はなく、経験的に決まるある部分が売却可能であればそれで十分なのです。したがってこの残余部分については、その売却を前提としない長期貸付が可能なのです。
- (35) すなわち、固定資本・設備の増大による長期借入の要請に対して、利子生み資本の商品化をもって答えるわけです。これによって、利子生み資本論はいきつくべきところにいきついたといえることができます。利子生み資本論としては、もうこれ以上の展開はないわけです。しかるに、固定資本・設備の増大に対してはもうひとつの対処の仕方があります。それはすなわち自己資本の拡大です。この自己資本の拡大が利子生み資本の商品化とどうからんでくるか、それは次項の課題です。
- (36) 金融実務ではこれを単利法で計算することがあります。この場合、債券利回り  $j$  は次のようにして求められます。ここで、額面金額（期日返済額）を  $G'$ 、債券期間を  $n$ 、発行価格を  $G$ 、利子額を  $I$  とします。

$$\begin{aligned} G &= G' - I \\ &= G' - G \cdot j \cdot n \\ G \cdot j \cdot n &= G' - G \\ j &= \frac{G' - G}{G \cdot n} \end{aligned}$$

なおここでこの利回りがその時の長期貸付利率  $i$  に等しいとしますと、これから発行価格  $G$  を求めることができます。

$$\begin{aligned} i &= \frac{G' - G}{G \cdot n} \\ G \cdot i \cdot n &= G' - G \\ G(1 + i \cdot n) &= G' \\ G &= \frac{G'}{(1 + i \cdot n)} \end{aligned}$$

- (37) この利回り  $j$  は次のようにして求められます（単利法）。なお記号法は前注を継承し、さらに表面利率を  $i^*$  とします。

$$j = \frac{G' \cdot i^* + \frac{G' - G}{n}}{G}$$

またここで  $j = i$  としますと、これから発行価格  $G$  を求めることができます。

$$\begin{aligned} i &= \frac{G' \cdot i^* + \frac{G' - G}{n}}{G} \\ G \cdot i \cdot n &= G' \cdot i^* \cdot n + G' - G \end{aligned}$$

$$G(1+i \cdot n) = G' \cdot i^* \cdot n + G'$$

$$G = \frac{G' \cdot i^* \cdot n + G'}{1 + i \cdot n}$$

- ㉔ 債券応募者は常に債券所有と長期貸付を選択しうる立場にありますから、当然こうなります。
- ㉕ 債券の流通市場利回りは、その応募者利回りの計算式における債券期間を残存期間に直して計算されます。経過期間を  $t$  としますと、残存期間は  $(n-t)$  となります。念のため単利法によって、債券売買時点  $t$  における債券の流通市場利回りを示せば次のとおりです。ただし、債券価格を  $F$  とします。

$$\text{割引債券} \quad j = \frac{G' - F}{F(n-t)}$$

$$\text{利付債券} \quad j = \frac{G' \cdot i^* + \frac{G' - F}{n-t}}{F}$$

そして、この利回りと比較され均等化していくべき貸付利率（これはもはや必ずしも長期の利率とは限りません）を  $i$  としますと、これから債券価格を求めることができます。

$$\text{割引債券} \quad F = \frac{G'}{1 + i(n-t)}$$

$$\text{利付債券} \quad F = \frac{G' \cdot i^* \cdot (n-t) + G'}{1 + i(n-t)}$$

- ㉖ ただ一言注意しておきますが、こう規定されるからといって、これらの利率や利回りが常に必ず一致しているというわけではありません。長期貸付市場、債券発行市場、債券売買市場にはそれぞれ特殊な需要・供給要因が働いており、それらに応じた利率や利回りが成立せざるをえないのです。これが利率や利回りの乖離の原因をなすわけですが、これにはもっと具体的な分析が必要です。しかしそれにもかかわらず、これらの利率や利回りが均等化への不断の傾向をもっていることは疑う余地がありません。なお、債券売買市場で売買される債券の残存期間如何によっては、もはや長期貸付利率と比較されるのではなく、短期貸付利率と比較され、それに均等化していく事態も出て来ます。

### 第3項 株式発行と株式売買（利潤生み資本の商品化）

資本制生産の発展は不断に資本の有機的構成を高め、特に固定資本・設備を増大させます。この要請はさしあたり利潤の蓄積による自己資本(投下資本)の

増大によって満たされますが、しかしこれには増加テンポに限界があります。次に借入という方法があります。しかも固定資本・設備の巨大化は借入期間を次第に長期化させていきますが、この問題は利子生み資本の商品化によって解決されます。しかしこの借入にはなんとしても、担保の必要性と返済という制限があります。そこでとられるのが資本の集中という方法です。つまり、個々の自己資本を合同させることによって、より大きな自己資本を形成することです。そして、その基本的な形態が会社形成なのです<sup>(41)</sup>。この会社形成は基本的には、合名会社・合資会社と進みますが、その完成形態がすなわち株式会社です<sup>(42)</sup>。この会社形成による自己資本の拡大は、一方では返済の必要がなく、他方では担保力を強めてより大きな借入にも耐えることを可能ならしめます。

株式会社の設立は株式の発行をもってなされます<sup>(43)</sup>。この株式会社設立への参加者は、一株あたりいくらか定められた貨幣を払い込んで株主となります。こうして株式会社の資本が形成されます。そしてここで何よりも注目しておきたい点は、この資本は、自己資本＝投下資本として、利潤を生むという運動を行なうということです。つまり、株式会社の資本は利潤生み資本なのです<sup>(44)</sup>。そしてこの資本が株主によって分割されて所有されているという形になります。ですから株主は当然、この利潤生み資本の部分的な所有者なのです。ですから株主はまた当然、この株式会社の経営への参画権と利潤分配への請求権をもつこととなります<sup>(45)</sup>。

しかるに、株式会社について特筆すべきことは、この株式たるや最初から売買可能性が与えられているということです。株主は誰にとやかくいわれることもなく、自分の所有している株式を自由に売却することができるのです。そうなりますと当然、その価格や如何ということが問題になります。もちろん実際の株式価格にはさまざまな要因が作用していますが、ここではその基準価格＝理論価格だけを問題にします<sup>(46)</sup>。

株式には利潤分配分すなわち配当が帰属します。そしていま株式が売買されるとして、その任意の株式価格を  $K'$ 、配当を  $d$  としますと、株式利回り  $j$  は次の式で与えられます。

$$j = \frac{d}{K'} \dots\dots\dots (1)$$

しかるに、社会のうちには利子生み資本が運動しています。利子生み資本は交々貨幣形態と貸出形態をとりながら、たえずより有利な運用を求めています。そこでもし、第1式で算定される株式利回りがその時の貸付利率を上回っているならば、この株式は必ず購入されるにちがいないのです。そうなれば、株式価格は上昇しその利回りは低下します。逆の場合はもちろん需要は発生しません。つまりその株式は売れません。ですからこの場合には株式価格が低下してその利回りが上昇するしかありません。均衡は株式利回り  $j$  と貸付利率  $i$  が等しいところで与えられます。すなわち、 $j = i$  です。そしてこの時、株式の理論価格  $K$  が決定されます。すなわち、次式のとおりです。

$$K = \frac{d}{i} \dots\dots\dots (2)$$

この株式の理論価格  $K$  は配当  $d$  をその時の貸付利率  $i$  で資本還元した擬制資本価格に相当しています。利子生み資本の運動がこの株式の理論価格を成立させるわけです<sup>(47)</sup>。

さて本来配当（簡単化のため全利潤が分配されると仮定します）は株式と交換に払い込まれた出資資本が生み出したものです。一株あたりの出資資本を  $T$ 、利潤率を  $m$  としますと、次の関係が成立しています。

$$m = \frac{d}{T} \dots\dots\dots (3)$$

これから直ちに次式が出て来ます。

$$T = \frac{d}{m} \dots\dots\dots (4)$$

そして普通、 $m > i$ 、ですから、 $K > T$ 、であることは明らかです。このことは、出資資本  $T$  が資本制社会において擬制資本価格  $K$  という評価を受けていることを示しています<sup>(48)</sup>。事実株主は、 $T$  を支出して取得した株式を売却すれば  $K$  の貨幣を取得できるのです。この差額が一株あたりの創業者利得と規定さ

れています。そしてこの擬制資本価格の評価を受けている出資資本こそ株式資本と規定されるのです。すなわち、株式資本とは擬制資本化された出資資本にはかならないのです<sup>(49)</sup>。こうしたことはもちろん一株あたりについてばかりではなく、全体についても同じようにいえます。

このように株式の理論価格は利子生み資本商品化の論理たる擬制資本価格によって規定されていますが、しかしここで売買されるのは決して利子生み資本ではありません。株式とは何よりもまず、出資資本＝利潤生み資本に対する分割所有名儀なのです。ですからその価格がどうであれ、株式売買において移転するのはこの出資資本＝利潤生み資本の分割部分なのです。すなわち、資本関係の発展はついに現に利潤を生んでいる資本を商品化するに到ったのです<sup>(50)</sup>。

以前に資本の商品化について論じたとき、その資本というのはあくまで貨幣の内面にある資本のことでした。そして貨幣の内面にある資本ですから、その売買といっても、これは貨幣の貸借にならざるをえず、これが利子生み資本生成の論理でした。そして次に、利子生み資本すなわち現に利子を生んでいる資本の商品化の論理が展開されました。これには手形・債券がありました。利子生み資本論固有の論理としては、これをもって完成すると考えられます。しかるにいま株式売買として、利潤生み資本すなわち現に利潤を生んでいる資本の商品化が達成されたのです。ここに株式資本が成立しますが、この株式資本こそ、利潤生み資本でありながら利子生み資本の売買形式をもつという、利潤生み資本と利子生み資本を統一する新しい資本範疇なのです<sup>(51)</sup>。

株式資本をもって経済学の原理論はその頂点に達します。なぜならこれによって、信用の最高の発展形態と結びついて、原理的にはいくらかでも生産規模の拡大が可能になるからです。ですから株式資本のすぐ後には独占形成がひかえています。というのは、生産規模の無制限的な拡大が可能になる一方、需要はそう拡大することはないからです。したがって、生産規模の拡大によって費用が著しく低下するような生産部門では、たちまち株式会社制度が普及し、実際にも生産規模の拡大が図られ、需要の制限にぶつかって独占形成へと進まざるをえないのです。

株式資本がいかに独占形成を促進し、またこの独占形成が資本制生産にいか  
に反作用を及ぼしていくかについての研究は自らまた別の課題です。本稿では  
株式の発行とその売買について、利子生み資本商品化の論理と関連して取り扱  
うに止めておきます。

- (41) これはすでに設立されている会社の合併を含みます。
- (42) 合名会社は無限責任社員のみ、合資会社は無限責任社員と有限責任社員、株式会社は有限責任株主のみによって構成されています。このほかに有限責任社員のみによる有限会社がありますが、これは社員数などが制限されています。
- (43) すでに設立されている株式会社が増資をするために株式を発行する場合にも同じことがいえます。
- (44) これでわかるとおり、株式発行は利潤生み資本の形成なのです。ですから株式にはおよそ返済という概念がありません。債券発行が利子生み資本の形成であったのとはっきり区別しておく必要があります。
- (45) 実はもうひとつ、株式会社が解散するときの残余財産分配請求権がありますが、これはほとんど問題ではありません。
- (46) 後に定式化しますように、株式の理論価格は配当と利率に規定されていますが、この配当にも利率にも将来への予想が働かうえに、さらにこれらを含めた将来の株式価格に対する予想が複雑に介入してくるため、株式の市場価格はほとんど把握しがたいものとなっています。それだけにまた、株式は激しい投機の対象にもなるわけです。
- (47) このことは、株式の売買においても利子生み資本商品化の論理が働いていることを示しています。実際、株式の理論価格を決定する式は、変動利子を生む利子生み資本の価格決定と同じ形をしています。ここで重要なことは、株式所有は配当をもたらしますから、たとえ株式が利子生み資本でなくとも、これを利子生み資本とみなして買い向う需要が存在するということです。この需要は株式の利子生み資本としての性質以外の全性質を捨象してしまうのです。この需要が存在するかぎり、株式の売買においても利子生み資本商品化の論理が働いているといわざるをえないのです。しかしまた同時に、この論理だけでは株式売買の本質を把握しきれないことは以下にみる通りです。
- (48) 利子生み資本商品化の論理によれば、この出資資本は変動利子を生む利子生み資本と認定されます。しかし実際にはこの認定は誤っています。この出資資本は利子生み資本ではなく、利潤生み資本なのです。（ちなみに利潤生み資本の特徴はそれが資本の機能を含むところにあります）。ですから擬制資本価格という評価についても、それは利子生み資本の評価ではなく、利潤生み資本の評価なのです。要するにここで



は、利潤生み資本が利子生み資本商品化の論理に従って評価されているということになるわけです。

- (49) 要するに、株式資本とは利潤生み資本と利子生み資本の統一なのです。ですから株式資本の所有者すなわち株主にはすべて資本の機能が帰属しています。ここから株式会社の経営問題が生じますが、本稿ではこの点には触れません。
- (50) 株式の売買とは利潤生み資本の売買であること、しかしその売買形式は利子生み資本の売買形式であること、これがここでの核心です。
- (51) 利子生み資本の形成に始まり、その商品化へと進展してきた利子生み資本の論理的展開は、基本的にはここに利潤生み資本の商品化をもって終わることになります。もちろんここに示してきましたのは大筋だけですから、以後細目をつめていく課題が残っています。

## あとがき

利子生み資本形成論のあとを受けて、本稿では利子生み資本商品化論を展開してみました。「利子生み資本の商品化」という概念は普通あまり使用されていないし、最初この概念を立てることにやや抵抗もありましたが、やがて利子生み資本の論理的展開を跡づける上でこれは不可欠の概念であると考えに到りました。特にこの概念を基軸にして、手形売買・債券売買・株式売買を割ときれいに取り扱えるのがおもしろいと思います。また株式売買からは「利潤生み資本の商品化」という概念が出てきます。これで「資本の商品化」がすべて出揃ったわけです。

本稿にはわたくしの考えが述べてあるだけで他の文献への言及がありません。これはなんとしても本稿の大きな限界です。論文形式としては邪道かもしれませんが、わたくしなりに考え方の道筋を示そうとした意図に免じてお赦しを願いたいと思います。

なお当初の予定では、このあとに「信用制度の展開」が続くはずでしたが、これは別稿に譲ることにしました。