慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	小竹豊治訳 株式市場の変動要因：合衆国上院銀行・ 通貨委員会専門調査官報告書
Sub Title	Factors affecting the stock market, tran. by Toyoji Kotake
Author	飯田, 裕康
Publisher	慶應義塾経済学会
Publication year	1964
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.57, No.2 (1964. 2) ,p.177(75)- 181(79)
JaLC DOI	10.14991/001.19640201-0075
Abstract	
Notes	書評
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19640201-0075

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

るいは逆に悪循環を生じ、むしろ同質的・相剋的関係におちいるのか、それは特殊的要素の長期にわたる変化の考察にも通じる。ここに小島教授が出発点とされた赤松教授の「世界経済の異質化と同質化」の理論の重要性が再認識される。[注1] これをいかに我々の理論にとり入れ、展開するかが基本的な課題であろうし、それによって理論に歴史性・現実性をもることが可能となろう。

他方EECを代表とする現実的統合についていえば、分業原理のめざすところは、結局のところ、EECの現実に進展している国際分業・貿易を解明し、今後の方向づけ・指針を与えることでなければならない。このことが逆に理論の一層の内実化とくに動態化を要請するのである。すでに指摘したように、現実の分業の進展のメカニズムを詳細に分析することによっても、理論に対する洞察がえられよう。

さらに現実の経済統合は、単なる経済共同体ではなく、政治経済共同体であり、したがって、その接近方法も単なる経済的把握のみでなく、「政治経済的」把握が必要とされよう。[注2]

このように今後究明され、積極的に展開されねばならぬ多くの問題がある。理論的には標準的・典型的分析の枠を現状において打破し、一層の展開を行なうことは困難であるように思われ、むしろ現実的進展を整理・分析する実証的研究に中心をおいて、理論的発展への手がかりをえたいと考えている。

（注1）赤松要「欧州経済統合の動因」『拓殖大学論集』一九六三年第三二・三三合併号。

（注2）板垣与一「ヨーロッパ統合の世界史的意義」『世界経済評論』一九六三年六月号、五頁。

（追記）本稿の脱稿後渡辺太郎書評『FECの経済学』『季刊理論経済学』一九六三年九月号、七〇～七二頁をみいだした。なおその要旨はここでのそれとあまり相違していないと考えられる。

書評

小竹豊治訳

『株式市場の変動要因――合衆国上院銀行・通貨委員会専門調査官報告書』

飯田裕康

金融市場の構成要素として証券市場を把える場合に、それは、長期的資金の調達のための市場として理解され、いわゆる貨幣市場とは別箇に取扱われるのが一般的である。しかし、戦後の資本主義の復興、成長過程において、公社債市場をも包含する長期市場が注目されるにいたって、市場問題は、より複雑な形態をとるにいたってきた。わが国の場合には、企業の資本構成と収益性との両者をからみ合わせて考えてみた場合、従来の市場把握は、とくにその限界を明白に打ち出しているといえないであろうか。わが国の証券（株式）市場なり、公債社債のための市場が今後の金融市場問題の中核に迫るものとなろうし、現に、そのような道を歩んでいると考えられる。わが国経済のいわゆる高度成長過程は、金融構造の歪みをともなった過程、しかも、その歪みを強めて進行する過程であると考えると、市場問題は、今後の金融構造の方向をも見定めてゆくうえで、看過しえない観点であると考えないわけにはゆかないであろう。本書『株式市場の変動要因』は、あくまでアメリカを中心とした分析ではあるが、証券市場の一つの歴史的姿態を示すものとして、われわれにも無関係ではありえない。とくに、過去半世紀の間、アメリカ資本主義のたどった歩み、なかんずく、恐慌を経過しつつ進んだ過程をみるならば、今後のわが国における証券市場のもつ問題性の一つをそれが代表しているという点からも重要な分析となるであろう。

わが国の証券市場が、いわゆる株式の民主化（それは株式所有の分散化を通じて、少数株式所有者による実質的支配を可能としたものである。）によって、戦前とはことなった様相を呈したことは誰れしも認めるところであろう。とくに銀行を中心とした社会的貨幣資本の集積に合って、利回りのよい証券投資に資金が集中しつつあることも事実である。好況期の市場の活況は、証券市場が投資市場であるかの感をいだかせるのであるが、不況期の市場の閑散さは、それに対してあまりに対象的である。証券資本主義ということばが応々にしていわれるように、投資の主体としての大衆投資家が今日の証券市場を支えているかのようである。はたして、証券市場は、真に投資のための市場であろうか。本書はこうした側面に対して明瞭に答えてくれるであろう。

さて、本書の主要な内容を示すと、つぎのとおりである。

第一章　株価変動

第二章　株価と一般景気変動

第三章　信用と株式市場
第四章　租税政策と株式市場
第五章　個人と法人団体の株式投資
第六章　株式取引所
第七章　政府と株式市場
第八章　店頭市場

以上が、本訳書原書の内容なのであるが、本訳書においては、訳者によって、「個人的意見および少数意見を付せる一九五五年合衆国上院銀行・通貨委員会報告書」(The Market Study, Report Together with Individual Views and Minority Views of the Committee on Banking and Currency, Eighty-Fourth Congress, First Session) が合せ訳出掲載されている。この「報告書」は株価騰貴にかんして開催された公聴会の審議経過の報告書である。この報告書によって、われわれは、一層明白に本書の成立事情、また、実際の審議経過における論議の方向などを知ることができる。

本書が全体として、如何なる意図によって作成されたかは、本訳書原書冒頭にある主任調査官、R. A. Wallace から、上院銀行・通貨委員会委員長、H. J. W. Fulbright にあてた Letter of transmittal によってあきらかになる。それによると、本書が、証券市場 (the exchange market) と店頭市場 (the over-the-counter market) の機能と規制とを包含する stock market の主要な変動要因にかんする基礎資料を準備することにあるとされている。しかも、作成の過程にあっては、公的及び私的機関の協力を得てなったことが強調されている。したがって、本書は、株式市場にかんするあらゆる側面を可能な限り包摂しているとみてさしつかえないし、アメリカの株式市場の全貌を知りうると考えることもできよう。

さきに示したとおり、本書は株式市場の変動要因、とりわけ、その表示者としての株価の変動要因について、その原因となる要素、機構についての事実的な説明をてがかりとしつつ展開しているわけであるが、とくに、第二章から第五章までの諸章で展開されることは、株式市場を、経済過程の基本線と結びつけて理解しようとする本書の特徴を最もよく表現している箇所ではないかと考えられる。第一章は、いわば本書全体の出発点、視角を明らかにするが、その際、一九五三―五五年にかけての株価の変動、とくにその騰貴的傾向が中心に置かれ、そこでの要因として金融的・経済的・心理的な諸点が指摘されている。そこでは、従来低位株の騰貴率は、他の株価に比し急激であったのにくらべ、この期間にはそれがむしろ逆になっていること、即ち、普通株の騰貴が異常に続いたこと、そしてこのことから、この期間の株式市場を投資市場というより投機市場として把えるべきことを強調する。また、近年、株価の騰貴に従って、株式利回りは債券利回りに接近していること、騰貴要因として世界的にも、経済活動の拡大、産業構造の重化学工業を中心とした構造への変化、低金利政策、租税政策、就中、配当課税の低減、などがあげられ、国内的には、法人団体投資家の活動、外国市場の狭隘さ、等々が指摘されている。総じて、物価の相対的安定期中に株価が騰貴したことに注目している。全般的に株価の騰貴が企業の収益

率を上廻っていることに注意を向けさせている。

第二章は、一般的な景気変動が株価の変動と相互に関連しあっているかどうかを問題にしている。本書は、この章において、現在(一九五三―五五年)の時期における景気変動について、それが過去において生じた循環的な変動をまぬかれず、また将来もそうであろうし、こうした動向をチェックするきめ手はいまのところないとしている。ここに掲げられた立場は、経済学的見地からするなら、かなり、伝統的な立場に近いものということができよう。このような立場から、株式市場の変動――株価の動き――が、景気を予測するのに十分なバロメーターとなりうるかどうかを検討する。NBER の資料などからみると、若干は株価が先行指標として役立つことがあきらかではあっても、一九五三―五四年にかけての景気後退においては、株式市場には短期的後退という判断のもとに「信頼」が生じた。このような状況の中で株価は騰貴しているが、逆にこの傾向が過当な投機をさえ醸生しているとし、景気のさけえない後退との関連から警告を与えてさえいるのである。

第一、二章が、アメリカ資本主義経済全体のなかに株式市場を位置づけての展開であったのに反して、第三、四章は、株式市場を中心とした、市場外部の経済組織と市場との関連を問題にしている。第三章は、株価に影響する主要な要因としての信用――とくに株式の買付または持越の融資を助ける信用が与える影響を中心にしている。これは株式市場における信用の利用性にかかわるものであって、顧客に対する銀行信用、ブローカー商社が顧客に対して行う証拠金取引が含まれている。このような信用の過度の利用が株価を下降させる要因ともなるとして、信用の規制を強調している。しかもかかる規制を通じて通貨価値の安定にも寄与させ、過当な投機取引をおさえようとする。第四章は政府の租税政策が株価に及ぼす影響があつかわれる。法人及び個人所得税における、いわゆる capital gain や losses にかんする課税が株式市場を通過する資本の調達の動向に影響を与えるということであり、とくに、現在の連邦所得税構造が借入金利用を助長する傾向のあること。また債券資本調達も、資本の供給市場の構造に影響し、それが逆に株価にはね返ってくることなどが指摘されている。個人所得税の影響は、個人投資家の投資態度への影響という形で現われるとしている。いわゆる配当課税に対しては、株式資本に対する会社経費を増大させ、調達方法を経費の少ない方にかたよらせるという点が強調されている。

第五章は、最近のアメリカにおける証券投資の投資主体の動向をあきらかにする。ここでは法人団体投資家 (institutional investor) の役割が強調されている。全体として「アメリカ国民のうちで株式を直接に所有しているものは比較的に少数にすぎない。だが多くの人は、保険会社、貯蓄銀行、投資信託および年金基金と個人信託基金を通じて株式市場に間接に関係している」(一五九頁) といわれるように保険会社、貯蓄銀行等との法人団体による投資の比重が高まっていることがあきらかにされる。また個人所有者といっても、本書は無差別な個人を問題としているのではなく、所得階層にかかわらせて問題としている点も注目しなければならない。というのも、い

わゆる大衆の個人的取引は、本書では目先・短期の取引＝投機的取引とか証拠金取引において投機的傾向を助長するものととられているからであり、しかもそのような取引にたずさわる人が年間所得一〇〇、〇〇〇ドルから二五、〇〇〇ドルの階層に集中しているということが示されているからである。ちなみにここで普通株取引状況を示す数字をかかげて参考に供したい。（本書一七二頁）この表からもあきらかなとおり、普通株取引においてさえ、法人団体と個人との取引額のうえでの差はひらく傾向にあり、そのうえ、法人団体が広義の金融機関に集中している。いわゆる投機取引の主体は一体どこにいるのだろうか。また、群小な大衆の資金を利用しているものが一体誰れなのかをこの章はあきらかにしている。

普通株の投資家種類別純購入
（単位：1億ドル）

投資家の種類	1951	1952	1953	1954
生命保険会社…	0.8	0.4	0.2	1.3
その他の保険会社…	0.6	2.1	1.3	1.4
貯蓄銀行…	0.6	0.8	1.0	1.4
開放型投資会社…	2.2	4.7	3.4	3.8
会社年金基金…	3.0	3.5	3.8	4.5
個人信託基金…	1.5	2.0	2.0	2.0
非営利法人団体…	0.3	0.5	0.5	0.8
法人団体合計	9.0	14.0	12.2	15.2
外国人…	1.1	…	0.5	1.2
内国個人…	13.6	11.2	7.2	4.6
総計：既発行普通株にたいする純増	23.7	25.2	19.9	21.0

以上で、本書の主たる章の内容の大要を紹介したのであるが、第六、七章では、アメリカにおける株式市場の機構と、その法的規制について詳細にのべられており、今後の市場の組織化を強化するという一つの方向が打ちだされている。また第八章においては、尨大でしかも記録にのぼらない店頭取引が問題にされている。本書はこの店頭取引にも、重要な意義を認め、その市場組織性の保持・規制にかんする慣行を詳細にあきらかにしている。

本書は、一九五五年までのアメリカにおける株式市場の変動要因を以上のような重要な視点からとりあげているが、そこからさらに抽象的な意見をのべるというところまではいっていない。しかし、上記においてもある程度あきらかなように、本書は、証券市場をアメリカ経済、いな世界経済的視野に立ち、経済構造の諸要因を証券市場の活動、なりたちに不可欠なものとしている点で、きわめて明白な理論的見地を提供している。まさしく訳者が「序」でのべるごとく、「国民経済的視点と世界経済的視野とにおいて、また歴史的見地での証券市場の考察が、金融経済学の一層の発展のためにも必要なのである」ということに耐えうる十分の内容をそなえている。このような視角からのみ、従来の私経済的見地からする証券市場分析からの脱却が可能となるといって過言ではあるまい。

最後に本訳書について一般的に触れるならば、まず報告書というかた苦しいカラをやぶっていわゆる一般性のあるものとするために訳者が払った努力に敬意を表したい。詳細な訳注は、それだけで株式市場にかんする用語を十分理解しうるものとなっており、訳者が原文の疑点を本報告作成当事者に問い合せて改め、完璧を期した点にもその努力がうかがわれるであろう。本書のオリジナル・タイトルは "Factors Affecting the Stock Market / Staff Report to the Committee on Banking and Currency United States Senate, April 30, 1955" である。（日本評論新社・一九六三年一〇月刊・A5・四〇四頁・一二〇〇円）

――一九六三・一二・一七――

〔付記〕本稿作成につき、本書訳者小竹豊治氏から有益な御助言をいただいた。また、原文との対照について御配慮をいただいた。記して深く感謝いたします。