

株価の価値源泉を求めて

——ベンサムのアダム・スミス批判の含意——

野 下 保 利

要 旨

証券市場、特に、米国株式市場は、現在、大きな変化に晒されている。すなわち、ヘッジファンドや代替投資ファンド、高頻度取引ファンドの登場など投資家の多様化が進む一方、伝統的な市場慣行に囚われない投資家層の台頭は、株価を乱高下させるとともに、株式会社制度にかかわる新たな問題を生み出している。

こうした問題のなかでとりわけ注目されるのが、米国においては、株価指標が市場最高値を記録し時価総額が急増する一方、上場会社数が1996年をピークに減少を続けていることである。このことは、株式市場での資金調達機能が減退しつつあることを示している。株式市場の資金調達機能は否定できないにしても、上場企業の減少や直接上場がみられるような状況では、株式市場のマクロ経済的役割を資金調達だけに求めるのは限界がある。

株価形成の現状は、しばしば、株式市場が製造業の成長や雇用の増大に貢献しないばかりかかえって負の作用を及ぼしているという批判を生み出している。事実、多様な投資家からなる証券市場は、株価を高騰させる一方、フラッシュ危機のように株価を急落させる事態も招いてきた。他方、株式市場の役割を肯定的に評価する現代資産価格論においては、株価形成は投資家の主体均衡の観点から均衡制約の下での各種規定要因の列挙にとどまり、各要因の序次関係やマクロ的含意は深く追求されない。株式市場をめぐる現状は、株価形成を投機的として否定的に捉えるのでも、投資家の主体均衡の観点からだけ捉えるのでもなく、株価形成の社会経済的役割を再考する必要があることを示している。

広範かつ持続的に取引されている商品に対して価格が形成されている限り、その商品は、社会にとってなんらかの経済的意義があることを意味している。しかし、商品価格は商品価値を貨幣量で表現したものである。したがって、商品の価格形成は、価格付けされる商品が何らかの価値量を体化していることを前提とする。したがって、商品の価格形成は、社会成員が商品を取得する貢献度あるいは

経済的意義を評価し価値を付与する仕組みにほかならない。株式もまた、広範な人々によって日々価格付けされている。鉄や小麦といった実物商品の価値が社会の存続と発展に必要な商品の生産・分配に要する貢献度の評価であるとするれば、株式市場で株式に付与される価格はどのような社会的貢献度を表しているのだろうか。

ベンサムは、『高利の擁護』において、物財の生産・分配にかかわる労働だけに価値形成を認める立場から商工業者の利害を優先し高利禁止法を擁護したアダム・スミスを厳しく批判した。なぜなら、スミスの高利禁止擁護論は、将来の価値生産を期待して資金を借り入れようとする起業家の意欲を削ぐだけでなく、事業計画を評価し資金供給する貸付業者や証券投資家といった資金供給主体の役割も否定することにもなるからである。本論文では、第1に、『高利の擁護』におけるベンサムによる生産の経済学者スミス批判を検討する。第2に、その検討を踏まえて、実物商品の価格形成と異なる株式などの金融商品の価格形成の特性について含意を導くことを課題とする。これらの検討をつうじて、株式会社制度が、なによりも、精神労働を商品化し証券投資家が株式市場で価格付けることによって精神労働を社会的に価値評価する仕組みであることを明らかにする。

目 次

- | | |
|-----------------------------|--------------------------|
| I. はじめに | 配分 |
| II. ベンサムの高利擁護論－第1書簡から第12書簡 | IV. 『高利の擁護』の含意－市場経済と精神労働 |
| III. ベンサムの A. スミス批判－精神労働と資金 | V. むすび－株式価値と投資家期待 |

I. はじめに

1. 現代株式市場が提起する諸問題

証券市場、特に、米国株式市場は、現在、大きな変化に晒されている。すなわち、ヘッジファンドや代替投資ファンド、高頻度取引ファンドの登場など投資家の多様化が進む一方、伝統的な市場慣行に囚われない投資家層の台頭は、株価を乱高下させるとともに、株式会社制

度にかかわる新たな諸問題を生み出している。

第1に、ヘッジファンドや代替投資ファンド、高頻度取引ファンドなどの増大は、企業の成長評価ではなく株価の売買価差を求める近視眼的な投資の割合を増加させている。第2に、ユニコーン企業への投資にみられるように新興企業に対する上場前投資が増加している。第3に、市場平均に追随するETFへの投資資金の集中は、成長企業に資金を配分するという株式市場の役割に疑問を投げかけている。

こうした問題のなかでとりわけ注目されるの

が、米国においては、株価指標が市場最高値を記録し時価総額が急増する一方、上場会社数が1996年をピークに減少を続けていることである(後藤, 2020)。他方、スポティファイなどの直接上場にみられたように、株式市場は資金調達としてよりも、株式を市場で価格付けする場としての役割が重要になっている。上場企業の減少や直接上場がみられるような状況は、株式市場の資金調達機能は否定できないにしても、株式市場のマクロ経済的役割を資金調達だけに求めるのは限界がある。

株価形成の現状は、しばしば、株式市場が製造業の成長や雇用増大に貢献しないばかりかかえって負的作用を及ぼしているという批判を生み出している(セドラック他2018, 341-5ページ; Orlián [2001] 157ページ)。事実、多様な投資家からなる証券市場は、株式価格を高騰させる一方、フラッシュ危機のように株価を急落させる事態も招いてきた。他方、株式市場の役割を肯定的に評価する現代資産価格論においては、株価形成は投資家の主体均衡の観点から均衡制約の下での各種規定要因の羅列に終始し、各要因の序次や源泉、そしてマクロ的含意は深く分析されない¹⁾。株式市場をめぐる理論的現状は、株価形成を投機的として否定的に捉えるのでも、投資家の主体均衡の観点からだけ捉えるのでもなく、株価形成の社会経済的役割を再考する必要があることを示している。

広範かつ持続的に取引されている商品に対して価格が形成されている限り、その商品は、社会にとってなんらかの経済的意義をもつ。しかし、商品価格は商品価値を貨幣量で表現したものであるため、商品の価格形成は、市場経済の構成員が商品の経済的意義の程度を評価し付与する仕組みにほかならない。株式もまた、広範な

人々によって日々価格付けされている。鉄や小麦といった実物商品の価値が社会の存続と発展に必要な物財の生産・分配に要する貢献度の社会的評価であるとすれば、そもそも何を株式市場は社会的に評価しているのだろうか。すなわち、株価の価値源泉は何なのだろうか²⁾。

2. 生産労働と精神労働

物財の生産・分配活動が社会の存続・発展の必要条件をなしているとしても、経済主体の行動動機なしには、そもそも経済活動は行われない。こうした動機は、アイデアや発明といった事業の種から実現へ向けた熱意や意欲といった直接に観察や測定できない精神活動からなっている。社会に必要とされる物財の生産・分配の活動を生産労働と定義すれば、生産労働に先立って行われる各種の精神活動を精神労働と定義することができる。

スミスをはじめとして古典派経済学は、物財を生産する生産労働を重視し、生産労働の結果を価値評価の対象として経済学を構築した。そのため、生産活動の前提となる精神労働は、自明ないし慣性的に行われるものと捉え、各種の精神活動の役割を重視しなかった。他方、古典派経済学とは異なって、経済分析において精神労働を重視する認識が存在する。こうした認識は、後に、ジェヴォンズによって精神労働の価値論として効用価値説あるいは主観的価値説が提起されることになる(野下, 2016, 58-9ページ)。

ジェヴォンズの主観的価値説は、価値論を労働生産物以外の商品にも適用可能とする一方、限界原理を実物商品にも適用できるとした点に問題をもつ。任意の単位に分割可能な金融商品の需要や組成は限界的に増減可能であるが、実

株価の価値源泉を求めて

物商品の需要や生産を限界的に増減するのは困難である。また、実物商品の価格は、買い手や投資家の主観的評価だけでは決まらない。こうした問題点があるにもかかわらず、その後、主観価値説は、ベーム＝バベルクの資本利子説に引き継がれ、主観価値説の立場から、資本の収益源泉を説明することになる。資本利子説においては、資本利子（資本収益）は現在価値と将来価値の差額として捉えられ、一定の時間経過（迂回生産）によって創造される。この時間が生み出す資本収益は、実物資産にも金融資産にも等しく適用され、実物商品と金融商品の収益源泉が統一ないし同一視されることになった。

新古典派経済学における実物商品と金融商品の価値の混同は、クラークの限界生産力説やフィッシャーによる実質利子率概念などを介して現代経済学に受け継がれていく。新古典派価値概念は、古典派の2分法を克服するとしてパティンキンの実質貨幣残高概念の登場によって実物商品と金融商品の価値は同一であることが宣言され、統合される（Patinkin, 1965, pp.17-8）。しかし、パティンキンの実質貨幣概念によっては、逆に、生産労働が体化した実物商品の価値と精神労働が体化した金融商品の価値の差異が消失してしまうことになった。新古典派経済学において、実物商品に異なる金融商品の価値源泉が明確にされないため、金融不安定性分析の欠如にみられるように、証券投資家の期待に左右される金融商品に固有な価格（価値）形成の仕組みは不完全な形でしか理論化されなかった。

3. 本稿の課題

ベンサムは、『高利の擁護』において、物財の生産・分配にかかわる労働だけに価値形成を

認める立場から商工業者の利害を優先し高利禁止法を擁護したアダム・スミスを厳しく批判した。なぜなら、スミスの高利禁止擁護論は、新しい産業を起こそうとする起業家（projector）の意欲を削ぐだけでなく、事業計画（project）を評価し資金供給する貸付業者や証券投資家といった資金供給主体の役割も否定することになるからである³⁾。本論文では、第1に、本報告では、第1に、『高利の擁護』における生産の経済学者スミスに対するベンサムの批判を検討する⁴⁾。第2に、実物商品とは異なる株式などの金融商品の価格形成に関するベンサムのスミス批判の含意を導く⁵⁾。これらの検討によって、株価が精神労働を価値源泉とすること、したがって、株式会社制度が精神労働を商品化し証券投資家が株式市場で価格付けることによって精神労働を生産労働に転化する仕組みであることを明らかにする。

II. ベンサムの高利擁護論－第1書簡から第12書簡

貸付金利は、イギリスでは16世紀まで教会法によって禁止されていた。ヘンリー8世が利子を合法化し、利子の上限を10パーセントに定めた。その後、上限金利は、1624年に8%、共和制時代には6%、1713年には5%に引き下げられた（Temin and Voth, 2013, p.73）。高利禁止法は、1833年に、イングランド銀行への適用が廃止され（Feavearyear, 1931, pp.226, 234）、事実上、効力を失うことになった。しかし、ベンサムが青年期であった18世紀末において高利禁止法は法的効力をいまだもっていた⁶⁾。

哲学的急進主義と呼ばれるベンサムは、人間の行動は階級や民族の違いを問わず同一の効用

基準に規定されると主張した。こうした観点から、彼は、市民社会における個人の合理主義に基づき、個人の効用の可測性を仮定し、人類の目的として「最大多数の最大幸福」という最大幸福原理を主張した(永井, 2003, 58ページ)。同時に、ペインの自然権思想を批判し、人間の権利は実定法によって保障されるという立場から、英国普通法の下で判事に恣意的決定を許す高利禁止法を批判することになる。

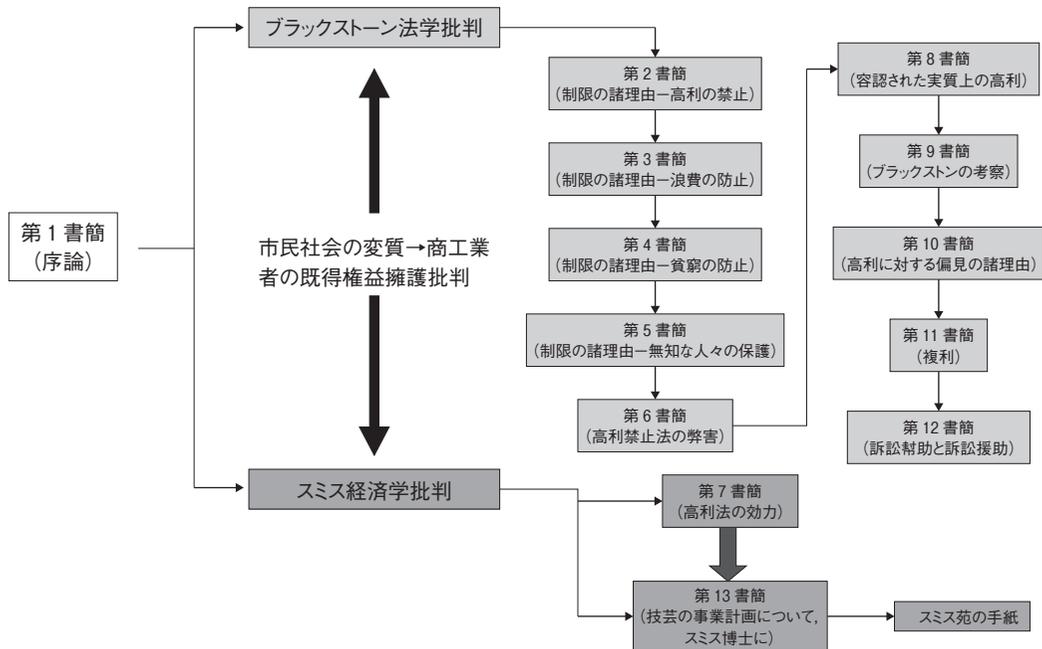
ベンサム『高利の擁護』は、1778年に出版された⁷⁾。『高利の擁護』は、13の書簡からなっている。第1書簡から第12書簡までは、主に、高利禁止法を制定した英国司法制度とブラックストーン法学の批判に当てられている。ベンサムのスミス経済学批判は、第7の手紙及び第13の手紙で行われている。本章では、第1書簡から第12書簡を検討する。各書簡の副題と相互関係は、図表1のとおりである。

第1書簡で、ベンサムは、高利禁止法によって、高利貸し(usurer)または貨幣貸付業(money-lender)、あるいは貨幣取引(money-bargain)を行う業者などの自由が侵害され不公正な扱いを受けているとして高利禁止法を批判する⁸⁾。その上で、ベンサムは、高利禁止法の論拠とされる、高利の禁止、浪費の防止、貧窮者からの収奪の防止、無知な人々の保護、起業家の無鉄砲さの抑制の5つを挙げ(Bentham, 1818, p.3)、第2書簡から第12書簡にわたって反論を展開する。

第2書簡では、そもそも高利(usury)が悪であり高利での貸付業者は罰を受けるべきだとする人々の考えが検討される(Bentham, 1818, p.6)。こうした決めつけに対して、ベンサムはそもそも高利の定義自体が曖昧であると批判する。

ベンサムによれば、高利には3つの定義があ

図表1 『高利の擁護』の構造



(注) 各書簡の副題については、永井(1982)を参考にした。また、また、スミス宛の手紙は、Stark(1953a)所収。

株価の価値源泉を求めて

る。第1の定義は、高利とは法が許すよりも高い利子をとることという政治的及び法的定義である。しかし、法が許す金利よりも高い金利とは高利を決める法定金利の根拠が示されていない以上同義反復の域をでない。そこで、対等交換での通常金利よりも高い金利であるという第2の道徳的定義が必要となる。しかし、道徳は人によって様々に解釈されるので、高利を法律で禁止するためには道徳的定義を超えるより積極的定義が与えられなければならない。こうして最終的に、慣習という第3定義が持ち出され、慣習こそが高利を禁止する唯一の論拠となる (Bentham, 1818, p.10)。しかし、慣習は法的論拠としては脆弱である。慣習によって妥当とされる金利は時代が異なれば違って来るからである (Bentham, 1818, p.12)。ベンサムは、「貨幣を利子付きで手放すこと」は「現在の貨幣と未来を交換すること」(Bentham, 1818, p.13)であり、他の商品取引は規制せず貨幣取引だけ価格(利子率)を規制するはおかしいと批判する。

第3書簡では、立法者が浪費を悪として抑制することを正当とする第2の論拠が検討される (Bentham, 1818, p.16)。ベンサムによれば、浪費家であろうがなかろうが、十分な資金や換金性の高い資産をもつ人はそもそも借入をしないから、借り入れてまで浪費するのは個人の性癖にかかわっている (Bentham, 1818, p.19)。そもそも、法が性癖を矯正しようとするのは余計な仕事であると批判する (Bentham, 1818, pp.19-27)。

第4書簡では、生活困窮者を救済する高利金利法の効果が検討されている。ベンサムによれば、たとえ人が判断を間違えたとしても自身の利益をわかったうえで行動した結果なのだから

その人の重大な欠点とはいえない (Bentham, 1818, p.33)。借入についていえば、人は様々な状況に応じて異なった理由や動機に基づいて、自らの意志で借入を行い、その結果、困窮する場合もある。例えば、急場の場合、人は損失回避のためにどんな高利でも借り入れようとするだろう。このように借り手の事情が様々であるので、利子率が様々になるのも当然であえうり、最適な利子率など存在しない (Bentham, 1818, pp.33-4)。逆に、金利を固定すると、借入ができない場合が生じる (Bentham, 1818, p.35)。

第5書簡では、無知な人が高利で借り入れることを予防するために高利規制の理由が検討される。ベンサムによれば、第1に、無知な人であっても自分で判断するのであり立法者のように根拠のない判断をしない、第2に、立法者がどんな優れた判断をもっていたとしても無知から生じる困難を法によって救済することはできない (Bentham, 1818, p.39-40)。なぜなら、商品価格を規制しても購買量を規制しない効果がないと同様に、貨幣交換の価格である金利だけを規制しても効果がないからである (Bentham, 1818)。しかし、効果がないにもかかわらず金利が規制対象にされるのは、様々な価格で取引される商品価格と違い、貨幣取引には通常金利という一つの価格情報しか提供されず、人々の関心を引くことになるからである (Bentham, 1818, p.41-2)。金利の不公正な扱いは、不動産取引と比べるとさらに明らかになる。不動産取引では長期の賃貸契約において詐欺などによって巨額損失が生じても不動産取引は法によって規制されない一方 (Bentham, 1818, pp.42-3)、貨幣取引は、貸出期間に応じた金利を支払うだけでよいし、より低金利の

貸手も見つけることができるにもかかわらず法で規制される (Bentham, 1818, pp.43-4)。

第6書簡では、高利禁止法の4つの弊害が検討される (Bentham, 1818, p.45)。第1に、高利禁止法は、急場の借入が必要な人から貨幣を入手する機会を排除する (Bentham, 1818, p.45)。第2に、高利禁止法は、貨幣を入手する機会を事前に排除するため、借り入れ条件を悪化させたり資産投売りを余儀なくさせたりして借り手に高利よりも大きな損失をもたらす (Bentham, 1818, pp.47-8)。第3に、売却できる資産をもたない借り手は急場にどのような条件でも借りなければならぬ一方、高利禁止法の罰則のため、貸し手は保険をかけるため高利で貸さざるをえなくなったり貸出市場の競争から退出せざるをえなくなったりするので、金利はさらに上昇する (Bentham, 1818, p.53)。第4に、高利禁止法は密告や裏切り、忘恩などを蔓延させ道徳的弊害をもたらす (Bentham, 1818, pp.60-1)。

第8書簡では、(1) 手形割引や手形売買、(2) 質屋、(3) 船舶担保冒険貸借や積荷担保冒険貸借など高金利を課すにもかかわらず高利禁止法の適用を免除される取引を挙げ、高利禁止法が欺瞞にほかならないことが示される。

割引商社の再割引業務では、手数料や為替の価格という名目で、法定金利よりもほぼ三倍近い高利が課されている (Bentham, 1818, p.74)。引受手形の売却においても、大幅な割引率が課されているにもかかわらず、引受業者は、高利貸しに対する刑罰の対象にならない (Bentham, 1818, p.75)。また、貸し手が担保を任意に査定する船舶担保冒険貸借や貸借に保険が組み込まれている積荷担保冒険貸借も隠れた利子をとっている。さらに、質屋は、最貧者に高

金利を課し危険であるが罰則の対象にならない (Bentham, 1818, p.79)。ベンサムは、これらが高利禁止法から免除される理由として海上輸送の重要性を挙げるブラックストーンを批判し、これらの業種の規制免除は既得権益以外の何物でないと指摘する (Bentham, 1818, p.82)。

第9書簡は、ブラックストーン批判に当てられている。ブラックストーンは、慣習や判例の積み重ねによって紛争解決のための法の基準を求める英国普通法学を確立した英国法曹界の大家である。同時に、彼は商工業者の利害を代表するホイッグ党の支持者であり、高利禁止法を擁護した。ベンサムが、スミスとならんで最大の批判対象とした人物でもある (深貝, 2015年, 12ページ)。

ベンサムの批判は、ブラックストーンの高利禁止擁護論における貸付業者を馬商に置きかえるという手法をとって、馬取引と同じく貨幣取引も競争によって価格(金利)が下がるにもかかわらず、貨幣取引だけを規制するのは誤った仮定をしているからだとして批判する (Bentham, 1818, p.86)。すなわち、ブラックストーンが馬取引と異なって貨幣取引には競争が働かないと仮定しているからである。しかし、貨幣取引業者も、馬取引業者と同じく競争心をもった商品取引業者であり競争が働くと主張する (Bentham, 1818, p.92)。

ベンサムは、これまで、高利禁止法の実効性が疑わしいだけでなく、立法根拠も不明確であることを示してきた。第10書簡では、実効性と立法根拠の問題にもかかわらず、高利禁止法の成立理由として、反ユダヤ主義 (Bentham, 1818, p.98)、嫉妬 (Bentham, 1818, p.102)、貸付業者と吝嗇家の同一視 (Bentham, 1818, p.106) などの貸付業者に対する偏見を挙げる。

株価の価値源泉を求めて

第11書簡では、法では禁止を明示されていないが高利貸付の一種とみなされる複利について、複利否定は良いとしても、複利禁止の効果は有害であると主張する (Bentham, 1818, pp.111-2)。ベンサムによれば、複利の貸借契約において、借手と貸手の間に非対称性がある。貸し手は借手が期日までに支払わないとしても破産させる事はできないし、借手が破綻したとしても債権者には何も戻ってこない。他方、借り手からの裁判費用の徴収は、判事が保釈金や懲罰費用の計算に精力を注ぐことになる」と批判する (Bentham, 1818, p.115-6)。

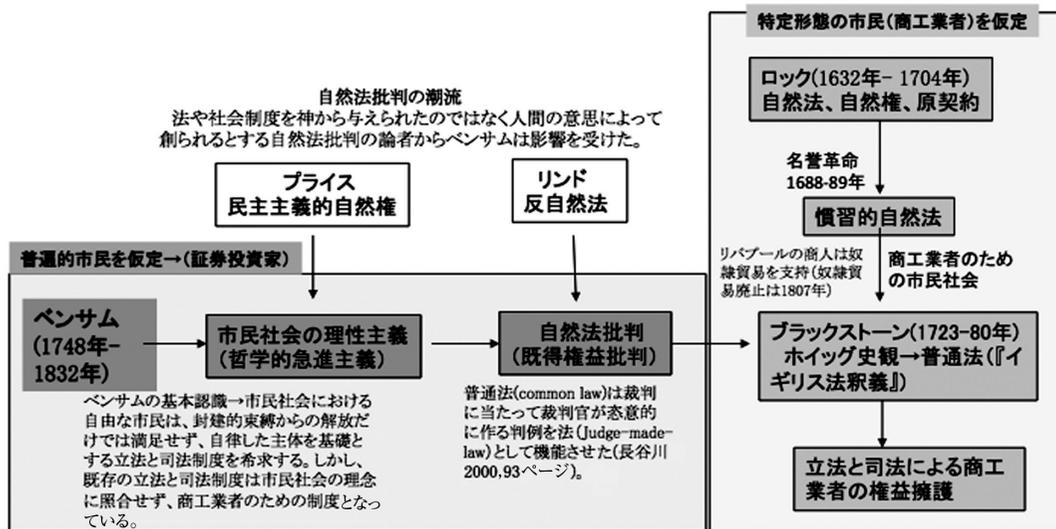
第12書簡では、貨幣取引は訴訟補助と訴訟援助と同じく、現行制度の欠陥を補うために必要とされるものであると主張される (Bentham, 1818, p.117)。ベンサムによれば、委託者が受託者に騙されていたとしても、信託財産を取り戻すためには裁判のために長い時間がかかり多大な出費を余儀なくされるうえ、何も得られないことが度々ある。こうした法の欠陥が訴訟法所と訴訟援助を必要としている (Bentham,

1818, p.119)。同様に、高利も経済の必要悪であるのに、高利禁止法の導入は現行の法に新たな硬直性をもたらすだけである (Bentham, 1818, pp.124-5)。

以上みたように、ベンサムは、『高利の擁護』において、英国普通法を「判事をつくった勝手な法 (Judge-made-law)」(長谷川, 2000, 93ページ)として攻撃した。ベンサムにとって法とは、立法者 (国王・議会) が目的を実現するため人々の自由な意思決定を阻害する強制をとまう命令であった (長谷川, 2000, 59ページ)。法や社会制度は人間の精神が創り上げるものだとするベンサムからすれば、法や社会制度が神から与えられたものだとする自然法の理念も受け入れることができなかった (図表2参照)。

市民社会において、封建制の拘束から解放された各種主体が生まれた。彼らは、従来の拘束された生活様式を変え、自らの意思によって行動する市民となった。しかし、経済的には、市

図表2 ベンサムの市民社会認識と普通法批判



(注) 上図は、永井 (2003) を参考に作成した。

民社会の主体すべてが、慣性運動から離れ方向を変えたり運動速度を増したりする加速運動を行うことができるわけではなかった。特に、商工業者は、封建制を打破した主体であったにもかかわらず、投資した実物資本に拘束されざるをえないため、既存秩序の維持に固執し(Smith [2013] 53, 65ページ)、他の主体の自由行動を束縛する既得権益の擁護者に転換する。自律的個人としての市民を擁護するベンサムにとって、商工業者だけの自由を擁護しながら貨幣取引業者などの自由を束縛する英国司法制度は我慢のならないものであった。

Ⅲ. ベンサムの A. スミス批判 – 精神労働と資金配分

1. ベンサムのスミス批判

ベンサムのスミス批判は、第7書簡と第13書簡で行われている。第7書簡では、金利引き下げを狙ったフランス王の試みを法で利子率を決めることはできないと批判しながら、英国では高利禁止法を擁護するスミスの矛盾した態度が批判される(Bentham, 1818, p.65)。ベンサムによれば、一般金利は人々の意思を反映して決まり、人々の協力や連帯なしには低くすることはできない(Bentham, 1818, pp.65-6)。

第13書簡では、高利禁止法を擁護するスミスの経済認識にまでおよぶ全面的批判を展開されている。特に、起業家などの投機的事業者への資金供給が健全な商工業者の資金配分を歪めるとするスミスの主張に批判の焦点が当てられる(Bentham, 1818, p.132)。ベンサムにとって、起業家の事業計画の良否は結果でしかなく、起業家の増加と彼らへの資金配分こそが経済発展

にとって必要だからである(Bentham, 1818, p.132)。

スミスに代表される古典派経済学は、物財の生産・分配を経済学の対象としたため生産における人々の行動動機における共感や協調を重視した(Smith [2013] 143-5ページ)。その結果、生産動機など人間精神にかかわる要因の経済的役割を自明としたり看過したりすることになった。まさに、無視された精神活動の重要性に、ベンサムのスミス批判の核心がある。ベンサムの経済動機や意思決定などの人間精神の重視は、精神活動を商品化したり価値評価したりする貸付業者や証券投資家の役割を分析する際に重要な示唆を与える。

2. 商工業者と起業家—スミスの高利禁止法の擁護の理由とベンサムの反論

スミスが高利禁止法を擁護するのは、高利禁止法の是非はともかく、金利を野放しにする起業家へ資金が流れ、経済を担う堅実な商工業者に資金が配分されなくなると懸念していたからである(Smith [1969b] 558-9ページ)。スミスにとって、高利禁止法は、道徳的問題を超えて経済発展のための資金配分と関連していた。何故、起業家への資金が配分されることが問題なのだろうか。

スミスは、未開拓な分野に技術を広め卓越したやり方で生活資料を分配するとして有能な革新者の役割を評価する。しかし、こうした革新者たちは民間資金ではなく特許権や株式会社設立などの法による特権付与によって産業を立ち上げるべきだと主張する(Smith [1969b] 1092ページ)。自己資金や民間資金で創業する起業家は堅実でなく悪評ある投機者であり(Smith [1969a] 234ページ)、資金供給者も悪

株価の価値源泉を求めて

評のある無価値な人物として非難された (Smith [1969b] 971-2 ページ)。

ベンサムは、スミスとは逆に、創意に富んだ産業を生み出すには起業家と資金供給者の自由な行動こそ必要だと主張する (Bentham, 1818, p.187)。

第1に、企画段階にある事業計画とその計画を実現しようとする起業家こそが経済を発展させるために不可欠である (Bentham, 1818, p.167)。経済を繁栄させるのは、既存の確立された産業だけでなく、新しい産業を創造する事業計画とそれを実行する起業家であり、資金は、起業家にこそ配分されるべきだ (Bentham, 1818, p.173)。

第2に、高利禁止法は起業家への資金供給に制限を設けることによって、事業計画を事前に選別し、起業家の計画実現に向けた努力を抑制するという副作用をもつ。そもそも良い計画と悪い計画を事前に振り分けたり、良い起業家と悪い起業家を事前に振り分けたりすることなどできない (Bentham, 1818, p.172)。将来性がないとして棄却された計画であっても、異なった環境では求められる計画であるかもしれない。また、ある資金供給者が見込みなしと評価した計画でも、別の資金供給者が将来性あると評価する場合もある (Bentham, 1818, p.172)。

第3に、新規の事業計画は、どのような計画であれ経済を悪化させることなどありえず、むしろ改善させる (Bentham, 1818, p.169)。新たな事業計画が増えてこそ、成功しない事業に対する堅実に計画され成功する事業の割合を増加させることができるからである。高利禁止法こそ起業家の数を制限することによって堅実な計画から粗悪な計画を取り除く機会を失わせる (Bentham, 1818, p.172)。

第4に、新事業にはリスクがつきものであるため、起業家のリスクを評価し、高利であっても資金を供給する資金供給者を優遇する必要がある (Bentham, 1818, p.188-9)。逆に、金利を規制することは、既存企業に有利であっても、リスクをとってでも起業しようとする起業家にとっては不利である。

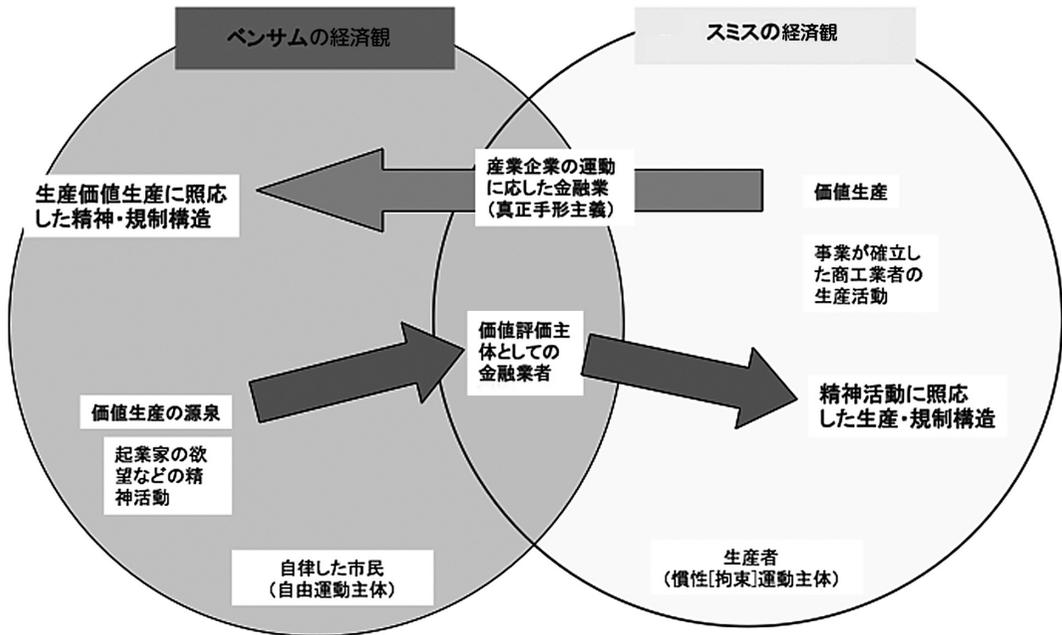
ベンサムの『高利の擁護』におけるスミス批判は、経済発展を推進する経済主体の役割についての両者の認識の違いに根源をもつものであった。スミスは、既存の商工業者に発展の源泉を求めるため、起業家だけでなく外部の資金供給者の経済的意義までも否定することになった。これに対し、ベンサムは、起業家に発展の駆動力を求めるため、起業家の計画を評価し資金供給する主体の自由行動こそ経済発展に不可欠と主張することになったのである (図表3参照)。

3. 生産労働と精神労働

なぜ、スミスは起業家へ流れる資金が経済成長につながらないとみたのであろうか。逆に、ベンサムは起業家への資金供給こそ一国の成長につながるとみたのであろうか。

スミスが経済分析の対象としたのは、生産され市場で社会的に必要とされた労働、すなわち、生産労働であった。別言すれば、スミスにあっては、将来の価値生産への期待や野心、そうした心理を生む新しいアイデアや技術、思いつきといった触ることも見ることもできず頭の中で構成しつくりあげるしかない精神活動 (長谷川, 2018, 11ページ) は分析対象とはならない。しかし、新たな事業計画を策定する根拠となるアイデアや新技術の発明、また、計画を実行する意欲や成果への期待などの精神活

図表3 ベンサムとスミスの経済観



動は、社会が必要とする物財の生産・配分の前提条件をなしている。こうした精神活動を精神労働と呼ぶならば⁹⁾、各種の精神労働は、生産労働に対して先行性をもつ。

市場での価格形成によって生まれる価値とは、労働の成果を社会が評価し貨幣量で計量した値である。価値が、人間活動の貢献度の社会的評価を計量したものであるとすれば、その貢献度は、人間活動の結果だけに限定する必要はない¹⁰⁾。ベンサムがスミスに欠けているとみたものは、起業家に具現化された精神労働の役割であった。

図表4にみられるように、スミスとベンサムの対立点は、精神労働と生産労働の位置づけにとどまらない。投資に際して外部資金の役割を看過するスミスに対し、ベンサムは、外部から事業計画を評価し資金供給する主体の役割の重要性を強調した。そもそも、『高利の擁護』執筆の目的が資金供給者に対する法の干渉を批判

することであったことを考慮すれば、ベンサムのスミス批判の含意をさらに追求する必要がある。

IV. 『高利の擁護』の含意－市場経済と精神労働

1. 高利資金供給者とは誰か

高利禁止法に対するスミスとベンサムの対立の背後には、物財生産にかかわる労働だけに価値生産を認めるスミスとに対して、生産にいたる以前の事業計画や起業家の期待といった精神活動の意義を強調するベンサムとの価値論の対立があった。しかし、両者の対立は、たんに起業家に対する認識の違いにとどまらない。起業家と並んでスミスが有害と述べ、ベンサムが逆に社会に貢献する役割をもつと述べた資金供給者について検討する必要がある。

図表4 スミスとベンサムの対立点

	1. 経済の駆動主体	2. 起業家への民間資金の配分	3. 事業の価値評価主体	4. 民間資金供給主体の役割	5. 価値源泉	6. 高利禁止法
スミス	経済成長における既存商工業者の役割を重視	既存商工業者への資金配分を歪めるとして否定	商工業者	既存商工業者に寄与する短期の資金供給を肯定(真正手形主義)	既存商工業者)の下での生産労働	賛成
ベンサム	経済発展における起業家の役割を重視	起業家の事業計画を実現するために不可欠	資金供給者	(1) 起業家の計画の価値評価 (2) 起業家の計画への資金供給	生産労働に先行する精神活動	否定

ベンサムが『高利の擁護』で取り上げた資金供給主体が貨幣貸付業者であることは言うまでもない。一見すれば、ベンサムが『高利の擁護』において、貸付業者を資金供給主体としていることは自明であるように思える。しかし、ベンサムは、『高利の擁護』で高利での資金供給主体として高利貸し(usurer)や貸付業者(money-lender)だけを挙げているわけではない。それらに加え、貨幣取引(money-trade)(Bentham, 1953, p.154)を行う業者も資金供給主体としている。他方、スミスにおいても、高利禁止問題は、中世の徴利禁止思想とは異なり、一国全体の資金配分メカニズムの問題としては捉えていた。『高利の擁護』における資金供給主体を貸付業者と捉えるだけでは十分ではない。資金供給する主体を、ベンサムの論理に沿って特定化する必要がある。

この点で注目すべきは、スミスの起業家への嫌悪は、規制会社や株式会社の経営者の放漫性、特に、株式発行者の詐欺や株式投資家の投機性と関連していることである(Smith [1969b] 1095-6 ページ, 1074-5 ページ)。高利が資金配分を歪めるとするスミスには、1820年代の南海泡沫事件が念頭にある(鈴木,

1983, 36ページ)。株式会社の乱立による株式発行によって巨額な資金が吸収されることを懸念したのである。他方、ベンサムについても、たんに貸付業者を擁護しているわけではないことは、彼の利子概念をみると明らかになる。

ベンサムにとって利子は、現在の貨幣と未来の貨幣との交換の価格と捉えられる(Bentham, 1818)。この利子概念は、本源的収入である利潤・賃金・地代、とりわけ利潤のなかから分け与えられるとする古典派の貸付利子概念ではない(千賀, 1988, 239-40ページ)。むしろ、ベンサムは、利子を投資家が貨幣を何らかの資産に投資して挙がる収益を投下貨幣資本で割った証券利回り、すなわち、後に、バームーバベルクが定式化する資本利子(野下, 2014)としても認識しているのである。

ベンサムが、利子を証券利回りとして捉えている例はこれだけにとどまらない。銀行貸出など貨幣貸付は貸し手と借り手の相対取引であり貸出条件は個々の貸出ごとに変化する。事実、ベンサムも、借り手や貸し手の事情に応じて金利は様々であると述べている(Bentham, 1818, p.92)。しかし、ベンサムは、他方で、

利子率は貨幣という均一商品の価格のため全国的に統一し同一になるとも述べる (Bentham, 1818, p.41-2)。この国内的に統一した金利は、貸付金利というよりも全国的な統一市場がすでに形成されていた国債など証券の利回りと捉えることができる (Temin and Voth, 2013, p.30)。こうした利子概念の混乱は、貸借関係から生まれる貸付利子と、証券取引から生まれる資本利子を明確に区別しないまま、ベンサムが高利を捉えたことから生じている。

17世紀以降、英国において、戦時国債の大量発行を契機に、海外取引に関連した保険証券の発行など、いわゆる17世紀の金融革命が進行した。さらに、18世紀前半になると南海泡沫事件の発生にみられるように、株式流通市場がある程度整備されるようになっていた (Dickson, 1967, p.497)。さらに、運河掘削にともなう株式会社設立や銀行・投資関連の株式会社設立によって株式流通や保有が拡大した。こうした証券類の大量発行にともなって、それら証券に投資して生活を行う投資家層が18世紀末までには形成されていた (坂本, 2015)。

以上みたように、ベンサムは、『高利の擁護』において、貸付金利と国債など証券利回りを混同している。高利(徴利)禁止をめぐるのは、貸し手と投資家の異同が13世紀からつづく重要な論点をなし、しだいに消費貸借と投資貸借が区別されるようになってきた (大黒, 2006, 44-4 ページ)。それにもかかわらず、証券投資家が台頭しつつあったとはいえ証券市場での取引が未成熟であった18世紀から19世紀初頭にあつて、ベンサムが貨幣利子と資本利子を混同していたとしても不思議ではない¹¹⁾。事実、スタークは、利子理論の欠如が『高利の擁護』の最大の欠陥であるとしている (Stark, 1953b,

p.35)。しかし、『高利の擁護』における利子概念がわかりにくいのは、利子理論の欠如ではなく、貸付利子と資本利子という二つの異なった利子概念が混在していることに原因がある。ベンサムにおいて、何故、こうした混在が生まれたのか。

2. 『高利の擁護』の再構成

以上みたように、ベンサムは、『高利の擁護』において貨幣利子と資本利子という異なった利子概念を混在されていた。では、ベンサム自身は、主に、いずれの利子概念を主に依拠して高利を擁護しようとしていたのだろうか。

ケインズは、高利禁止法についてのスミスとケインズの対応の違いについて、スミスのスコットランド人らしい用心さを挙げる一方、高利禁止法が起業家のリスクへの報酬を一切なくしてしまう懸念があると指摘した (Keynes, 1936, pp.352-3; 永田, 2003, 146ページ)。ケインズはさらに、両者の対立を、投資誘因の欠乏など考えられなかった産業革命の中心地18世紀バーギンガムに生きたスミスと、起業家による企業設立が活発な19世紀イングランド人としてのベンサムとの認識の違いに求めた (Keynes, 1936, p.353; 永井, 2003, 112ページ)。このケインズの指摘は、投資家の観点から両者の対立をみている点で興味深い一方、何故、ベンサムがスミスと違って動機や期待などの精神活動の重要性に注目したのかについて答えていない。

市場経済の主導主体としての投資主体は、周期的に繰り返す慣性運動から容易に脱却できない労働者や職人、零細企業などの慣性的運動主体ではなく、投資量や投資先を変化させることができる加速度運動主体にほかならない。しか

株価の価値源泉を求めて

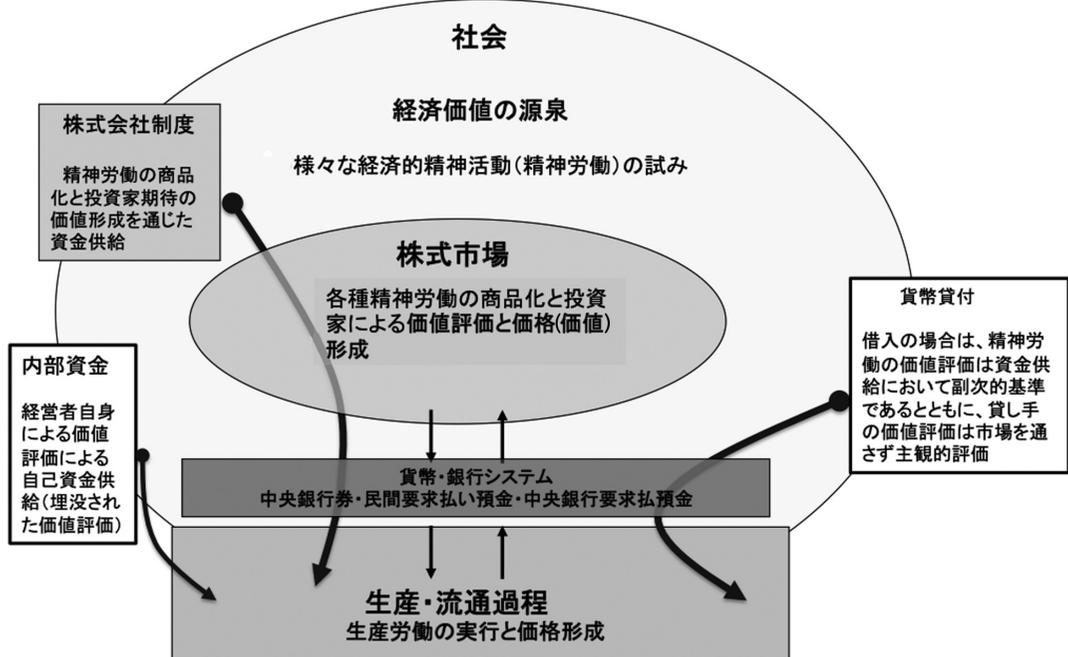
し、加速度運動主体であっても、運動の自由度は異なる。商工業者は、投下資本や労使関係などに拘束され、過去からの延長上に運動を行わざるをえない。同様に、貸付業者も貸付先の商工業者の運動に制約され、いわば貸付先と一蓮托生の関係にある（Overstone, 1837, pp.29-30）。他方、起業家は、過去から切断され自由運動可能な起業家にしても、行動の自由度は精神労働を実現するための資金調達及び資本構成は外部資金供給者によって拘束される¹²⁾。これらの主体と異なって、証券投資家は、投下した資本に拘束されることなしに自由に投資分野を選択し、投資額を増減させることができる。市場経済において自由度が高い加速度行動主体は、証券投資家に以外には存在しない（倉沢, 2013, 41-2, 50-3 ページ）。

スミスは、事業基盤が確立されている一方既存の企業経営に拘束されざるをえない商工業者

を、市場経済を主導する代表的主体と捉えた。そうした商工業者にとって、事業計画の価値評価や外部資金供給の意義は埋没されたままになる。他方、ベンサムは、起業家の計画を評価し資金供給する証券投資家こそ自由運動を行う市民社会の主導的主体と捉えたのである。そのため、ベンサムにとって主体の行動動機や意欲、さらに、事業計画の価値評価や成果への期待といった精神労働が経済分析の重要テーマとなったのである¹³⁾。

『高利の擁護』におけるベンサムの考えの含意を再構成すれば、起業家と高利での貸付業者の関係は、株式会社の創設者と証券投資家の関係として捉えられることになる（図表5参照）。ベンサムが擁護しようとしていた「高利貸し」は、世界市民として世界各地の様々な産業に自由に投資する現代の証券投資家を予示していた。

図表5 精神労働の価値評価チャンネルー内部資金, 貨幣貸付, 株式投資



3. ベンサムを超えて—精神労働の商品化と価値形成

ベンサムは『高利の擁護』において、精神労働を価値評価し資金供給する主体には、貸付業者とだけでなく、貨幣を商品と同様に「売買」する業者も含んでいた。また利子概念についても混乱した記述をしていた。ベンサムの混乱を整理し、彼のける問題提起の含意を導けば、次のようになろう。

貸借は、古い歴史をもっている。旧来の貸借は多くは、共同体を支配した権力によって現物貸借として共同体構成員に向けて行われた。こうした貸借には、天災などの災害によって再生産を維持することが一時的に困難になった時になされる消費貸借と、新田開発などのために物資を貸与する資本貸借があった。

市場経済の発展につれて、貸借は金銭貸借の形態をとるようになるだけでなく、共同体の支配者から離れ私的主体によって担われるようになる。私的主体による貨幣貸付においては、貸出資金の返済可能性を評価して貸出が決定される。返済可能性は、借り手の資産や貸出金利などの回収可能性と借入資金の用途の収益可能性によって規定される。しかし、返済可能性の評価に際し収益可能性の不確実性は高く貸付においては回収可能性が優先的に評価される。そのため、返済が滞る場合、生活基盤を維持する生産手段の強制回収がしばしば生じた (Graeber [2016] 15-9 ページ)。

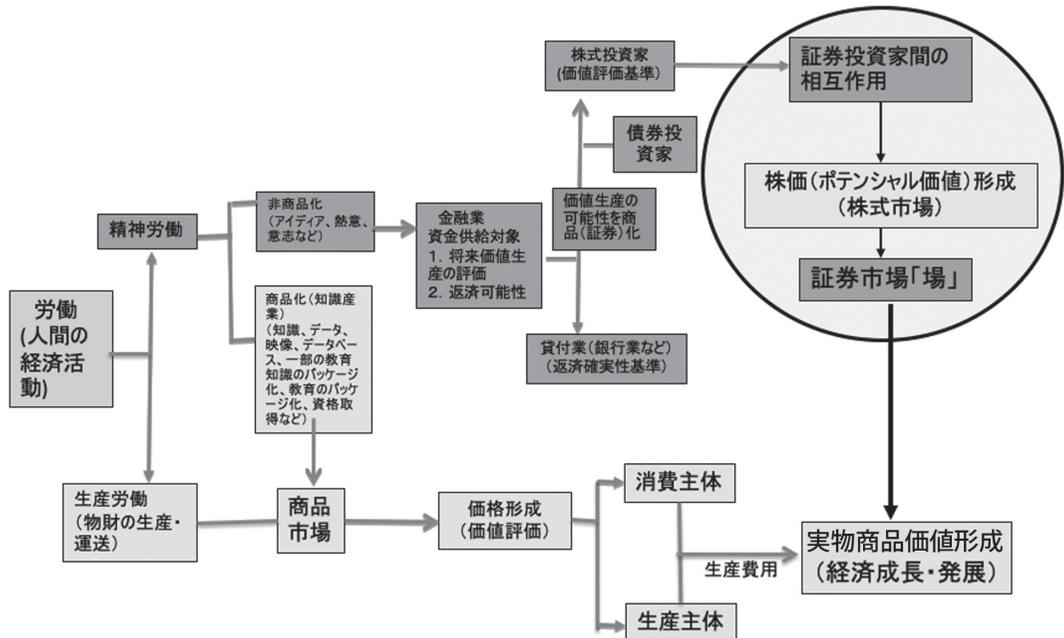
貸付業務は、現金ではなく自己宛債務で貸し出す銀行に取って代わられることになる。銀行貸出は主に自己宛債務でなされるため自己資本に対して貸出を増大できる一方、貸出債権の不良化は負債に対する資産毀損を急増させ経営を

悪化させる (守山, 1994, 65-6 ページ)。そのため、銀行経営にとって、貸出先の収益性評価が不可欠となる。しかし、貸出原資である預金や銀行貨幣の現金との等価交換を維持する必要から、貸出債権は価格リスクを避けるため原則として商品化されない。そのため、貸出の決定に際しても、事業計画の収益性よりも、担保の有無や保有する流動性などの貸出債権の回収基準が優先する。

債券の場合、債権は商品化され、証券投資家による価値評価の対象となる。そのため、債権の価値評価は、貸出先との相互依存関係に依拠する貸し手の主観的評価から証券投資家たちによる市場を介する客観的評価に変化する (Mills, 1866, p.27; 1867, p.21)。しかし、債券の場合も貸借関係の本質はかわらず、株式との裁定取引が不活発な段階では、債券投資にあたって、事業の収益性だけでなく、資本構成、流動性調達可能性、担保可能資産などのリスク要因が重要な評価対象となる (Fabozzi, 1983, p.950)。債券投資においても、貨幣貸付と同様に、事業計画の価値評価は副次的役割にとどまる。

株式会社制度は、起業家や経営者などの支配株主が外部投資家から株式売却により資本を集める企業形態であり (飯田, 1997, 60ページ)、株式市場を不可欠とする (上村, 2002, 1 ページ)¹⁴⁾。図表5にみられるように、株式市場は、内部金融や銀行貸出と違って精神労働を株式として商品化し、それを投資家が価値評価し価格付けし資金を供給する仕組みである。公開を前提として発行される株式は、たんに資金調達を容易とする企業形態の一種と捉えるだけでは十分ではなく、それ自体商品とならない精神労働を商品化する市場経済に固有な仕組みであ

図表 6 価値形成の系統図



(注) 実物商品価値とポテンシャル価値については、野下（2016）を参照願いたい。

る。株式市場で株価が形成されるとき、社会を代理する証券投資家が価値を付与することになる。社会性を担保する公正と認知された「市場」において、様々な精神活動が価値評価され価格付けされることによって、精神労働は物質生産につながるようになる（図表6参照）。

新機軸の精神労働の価値形成は経営者の恣意だけによってきまらず（シュンペーター、1977、182-3ページ）、三段階を介してなされる。(1) 精神労働の商品化の可能性が検討される。(2) 精神労働の商品化と株式市場によって社会を代表する投資家による価格形成が行われる。資産を持たない企業の場合、上場にあたって証券投資家は企業の将来の価値生産性を評価して価格づけを行う。(3) 証券投資家は、商品化された精神労働の将来の価値生産性を予想することによって価値評価し、投資家間の相互関係を介して価格付けされる（野下、

2018、56-7ページ）。

株式は投資家によって価値評価され価格が形成されるとき価値が付与されることになる。しかし、株価は、精神労働の価値生産の可能性への期待及び商品化された精神労働という二重の期待によって価格が形成される。そのため、株価の規定要因として様々な期待要因が入り込むため、株価変動が数学的な確率過程だけによって決まり、変動状態を規定する固有价值がないかのような観念が生まれる（Malkiel [2016] 180-3ページ）。

今日の株価が精神労働の成果への期待だけによって決まらないことはいうまでもない。商品化された精神労働を価値評価し価格付けする場合、精神労働の価値実現に要する投資額が不確実なため、確定投資価値をもつ実物資本や元本をもつ債権との比較が投資家にとって必要となる。その結果、株価は、比較対象の価値や収益

率の変化にともなう裁定行動の影響を受けることになる。加えて、資本運用業の発展によるリスク低減のための分散投資によって、各種の変動要因が株価に作用することになる。それにもかかわらず、経済活動に向けた各種の精神労働とそれらに対する投資家期待（価値評価）は株価変動の固有値をなし、現実の株価変動の歪みを判定する基準となる¹⁵⁾。

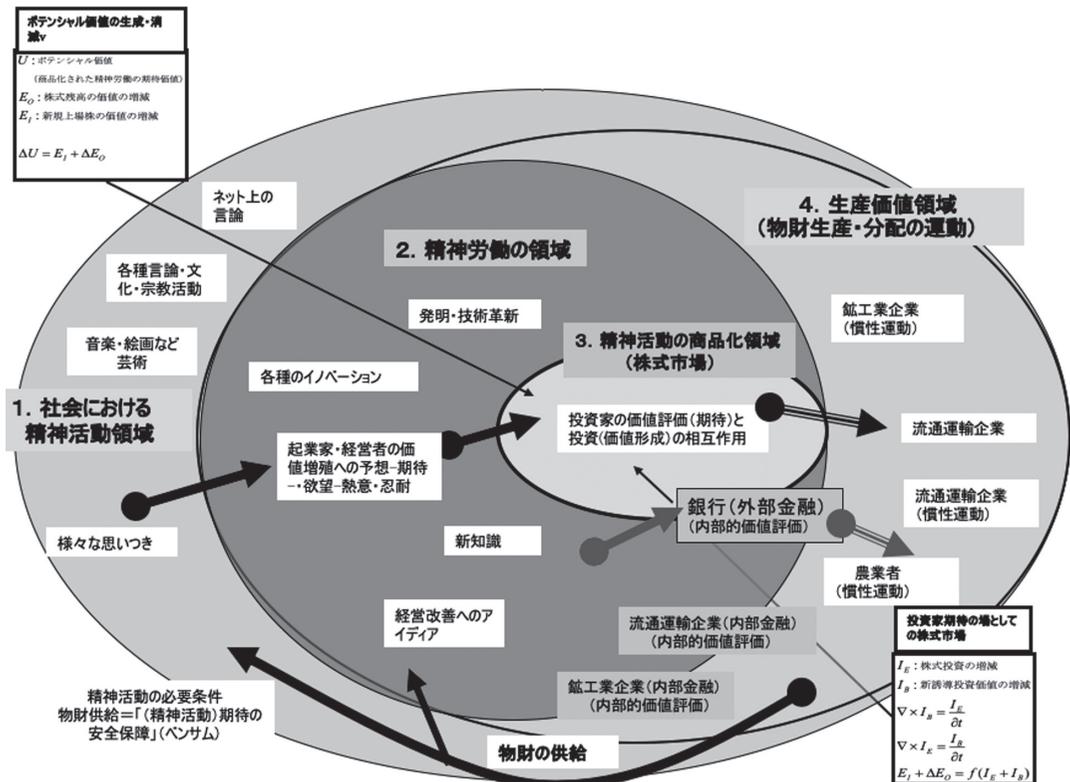
V. むすび－株式価値と投資家期待

A. スミスが精神労働の役割を看過したのに対し、ベンサムは、生産労働に先行する精神労働の経済的役割だけでなく、なによりも、精神労働を価値評価し資金供給を行う資金供給者の

役割を評価した。ベンサムが感知していたのは、各種資産へ投資する自由な資本主体である証券投資家こそが市民社会の真の主体となりうるということであった。

社会を構成する人々によってたえず生成され消滅する各種精神活動は、その一部が将来の価値生産を期待され株式として商品化され経済取引の対象となる。商品化された精神労働は、投資家によって価値評価されて価格形成されるとき価値が付与される。商品化された精神労働に対する投資家の期待こそ、株式の価値源泉にほかならない。そして、市場経済において人間精神の生成・消滅を物財生産の相互作用を結びつけるのが株式市場の役割である（図表7参照）。注意すべきは、株価は、精神労働への期待と投

図表7 人間精神の生成・消滅と再生産



(注) 数式の表記及び意味については野下 (2018) を参照願いたい。

資家期待という2重の期待によって生成されるため、実物商品と同様な公正価格も均衡価格もないことである。公正価格が社会の「協同で決定された価格」(大黒, 2006, 72ページ)であるとすれば、株価値の公正性は価格形成にどれだけ社会の価値観が反映されているかによって決定される。

株式会社制度が証券市場を不可欠とし、証券市場の主役である証券投資家群が市民各層の利益代表(上村, 2002, 7ページ)である限り、証券市場が市民社会と経済を結びつける媒介としての役割を果たすためには、投資家群が市民社会の多様な価値観を反映する必要がある。多様な投資家が価格形成に参加することによって、株価値は変動性を高め長期的な安定を脅かされるかもしれない。しかし、株価値が効率的に決定されるかどうかは重要ではない。むしろ、多様な価値観を反映して商品化された精神労働の価値が判定され事後的に価値生産をもたらす可能性を広げることこそ、株式市場での価格形成を社会的に正当化する。

証券投資家は、今日において、グローバルな規模で経済を主導している。しかし、証券投資家は社会構成主体の一つでしかなく、その他多くの慣性運動主体が存在する。投資家が多様化したとしても、彼らの価値観が社会全体の価値観を反映するわけではない¹⁶⁾。証券投資家に駆動される経済は、分配の公正を含めて社会的格差を拡大し、ポピュリズムの台頭など社会的不安定性を拡大する。多様な精神労働の実現と社会的公正を両立させるには、投資家の多様化を促進するだけでなく、グローバル・レバルでの監督・規制を不可欠とする(野下, 2000; 2018)。

注

- 1) 現代資産価格論において、株価値などの金融商品価格は実物商品価格と同一視される。第1に、株価値は実物商品価格と同じ均衡価格が存在すると想定され、均衡制約の下で投資家の裁定行動が行き着く先の価格が分析される。第2に、株価値は予想リターンや期待割引率から導かれる投資家の期待値であるにもかかわらず、あたかも確定値であるかのようにモデル化される。第3に、株価値形成における投資家期待の役割が看過され、株価値形成に特有な仕組みを分析されないため、「長期的にみれば、事業の市場価値(価格)と本質価値(価格)は同一になる」(マッキンゼー・アンド・カンパニー他, 2016b, 252ページ)と結論される。
- 2) 商品価値の問題は、中世以来は公正価格の問題と一体化して提起された(大黒, 2006, 64-5ページ)。株価値の価値源泉を問うことは、実物商品価格と異なる株価値の公正価格は問うことにほかならない。
- 3) ここで問われている対立は、市場経済における社会統合について、市場メカニズムに基礎をおく主体の調和的行動に求めるスミスと、自由な意思決定を制御する合理的法制度に求めるベンサムとの対立でもある。この思想上の対立の背後に、市場経済の主導の主体についての認識の違い、すなわち、商工業者か、あるいは勃興しつつあった証券投資家かの違いがある。なお、Smith [1969] [1970] では、projectorは「投機的事業者」と約されているが、ここではベンサムの意図を汲み取って「起業家」と訳出した。
- 4) 哲学・思想面からの功利主義研究の多くは、功利主義の再評価を強調する一方、功利主義を人間一般の行動原理と捉え現代の推進主体を特定化していない(de Lazari-Radek and Peter Singer, 2017)。
- 5) 千賀は、両者の見解の対立をベンサムとスミスの思想の違いに求めている(千賀, 1988)。本論文では、両者の思想の違いを生み出した主導的経済主体の仮定の違いにまで遡って検討する。
- 6) 高利禁止法の実際の効果については見解が対立している。高利禁止法の効果について否定的見解がある一方(Dickson, 1967)、高利禁止法が銀行にリスクに見合う金利の賦課を禁じたため貸出に抑制的に作用したという見解がある(Temin and Voth, 2013)。
- 7) ここでは、主に、『高利の擁護』第4版(Bentham, 1818)を主に用いた。必要に応じBentham (1953)及びBentham, (2016)を参考にした。
- 8) ベンサムは、『高利の擁護』において、公定金利を上回る金利で資金供給する主体としていくつかの用語を用いている。高利の擁護が主に貨幣貸付業者であることは間違いない。しかし、後述するように、ベンサムが擁護する資金供給主体は貨幣貸付業者だけに限定されていなかった。
- 9) 精神労働概念は、中岡が生産活動を肉体労働と精神労働とに分けたことによって提起された(中岡, 1969, 152ページ)。中岡の肉体労働と精神労働の区別は、正村によって非知識職業と知識職業の分化として捉えられることになる(正村, 1971, 155ページ)。
- 10) 設計、組織、データ、知識などの精神活動は、書物、

- ビデオ、データベースやソフトウェアなど知識商品として実物商品化される (Machlup, 1962; 正村, 1971)。しかし、アイデアや発明、意欲などの精神労働は直接に知識商品化できず、株式として商品化されることになる。
- 11) usury は、13世紀には、禁止されていた貸借取引や投資取引を包括する金融取引の収益であった (ル・ゴッフ, 1989, 21ページ)。投資や貸借一般が認められるにともない usury は暴利を意味するようになり、「借金返済の遅延に対する罰金」を意味していた *interesse* から借用された *interest* が利子に当てられるようになった (Graeber [2016] 477, 489ページ)。
 - 12) 証券市場が産業企業の資金調達にあまり関心を向けなかった (飯田, 1997, 3, 41ページ)。そのため、英国では株式会社の導入が遅れることになった (中川, 1986, 237ページ)。
 - 13) 通貨改革論における年金付き紙幣の提言にみられるように (Stark, 1952a, pp.269-71)、ベンサム主張の多くは、証券投資家の観点から経済問題の分析や政策提言を行っていることを示している。
 - 14) 株式会社の先行するコメントにおいてさえ、経営者が外部投資家から資金を集めるための方法であり、投資家相互の資本結合の方法ではなかった (大黒, 2006, 54ページ)。
 - 15) オルレアンは株式価値を固有価値とは切り離された流通価値と捉えた (Orléan, [2001] 151-2ページ)。そのため、株価などの金融商品に体化した価値が実物商品に体化した価値と異なり精神労働を基礎にするポテンシャル価値であることを看過した (野下, 2016; Mirowski, 1989)。
 - 16) 「最大多数の幸福」を擁護する際に問題になるのは、最大多数が問題視角によりかなり幅があり曖昧さを含む点である (板井, 2015, 335ページ)。

参 考 文 献

- Bentham, Jeremy (1818) *Defence of Usury; shewing the impolicy of the Present Legal Restraints on the terms of Pecuniary Bargains; in Letters to a Friend, to which is added, A Letter to Adam Smith, Esq. LL. D. on the Discouragements opposed by the above restraints to the progress of Inventive Industry, The Fourth Edition. and to which is also added, Third Edition, A Protest Against Law-Taxes, 1787, Printed for Payne and Foss, Pall Mall, 1818.*
- _____ (1952) *Defence of Usury* in Stark, W. (1952a) Jeremy Bentham's Economic Writings: Critical edition based on his printed works and unprinted manuscripts Volume I, Routledge.
- _____ (2016) *Defence of Usury* in Quinn, Michael, *Writings on Political Economy Vol.I, including Defence of Usury; Manual of Political Economy; and A Protest Against Law Taxes*, Clarendon Press and Oxford University Press, 2016.
- Dinwiddy, J. R. (1989) *Bentham*, Oxford University Press (永井義雄, 近藤加世子訳 [1993] 『ベンサム』日本経済評論社)
- Dickson, P. G. M. (1967) *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit 1688-1756*, London, Macmillan.
- Feavearyear, A. E. (1931) *The Pound Sterling: A History of English Money*, Clarendon Press.
- Fabozzi, Frank J. Ed. (1983) *THE HANDBOOK OF FIXED INCOME SECURITIES, Eighth Edition*, With the assistance of STEVEN V. MANN, McGraw-Hill Companies.
- Graeber, David (2011) *Debt: The First 5000 Years*, Melville House (酒井隆史監訳高祖岩三郎, 佐々木夏子訳 [2016] 『負債論 - 貨幣と暴力の5000年』以文社).
- Halevy, Elie (1995) *La Formation Du Radicalisme Philosophique homeI: La Jeunesse de Bentham 1776-1789*, Postface de Jean-Pierre Dupuy, Nouvelle Edition dirigee par Monique CANT-SPBER, Presses Universitaires de France (永井義雄訳 [2016] 『哲学的急進主義の成立1 - ベンサムの青年期 1776-1789』法政大学出版局).
- Jevons, W. Stanley (1910) *The Theory of Political Economy*, Fourth Edition, Macmillan and Co. (小泉信三, 寺尾琢磨, 永田清訳, 寺尾琢磨改訳 [1981] 『経済学の理論』日本経済評論社).
- Katarzyna de Lazari-Radek and Peter Singer (2017) *Utilitarianism: A Very Short Introduction* (森村進, 森村たまき訳 [2018] 『功利主義とは何か』岩波書店).

- Kelly, Paul. Joseph (1990) *Utilitarianism and Distributive Justice: Jeremy Bentham and the Civil Law*, Clarendon Press.
- Keynes, John Maynard (1930) “Economic Possibilities for Our Grandchildren,” In *Essays in Persuasion*, W. W. Norton (宮崎義一訳 [1981]「わが孫たちの経済的可能性」『説得論集』ケインズ全集第9巻, 東洋経済新報社).
- _____ (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Elizabeth Johnson, Donald Moggridge eds., Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 7, 1978, Macmillan for the Royal Economic Society (塩野谷 祐一訳 [1983]『ケインズ全集〈第7巻〉雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社).
- Machlup, F. (1962) *The Production and Distribution of Knowledge in the United States* (高橋達男, 木田宏監訳 [1969]『知識産業』産業能率短大出版部).
- Malkiel, Burton G. (2015) *Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing, Eleventh Edition*, W. W. Norton (井手正介訳 [2016]『ウォール街のランダム・ウォーカー〈原著第11版〉—株式投資の不滅の真理』日本経済新聞出版).
- Mills, John (1866) “The Bank Charter Act and the late panic”, a paper read before the economic section of the National Social Science Association, at Manchester, October 5th, with notes added”, London: Simpkin, Marshall.
- Mills, John (1867) “On Credit Cycles, and the Origin of Commercial Panics”, *Transactions of the Manchester Statistical Society*, 1867-68.
- Mirowski, Philip (1989) *More heat than Light: Historical Perspectives on Modern Economics*, Cambridge.
- Orlean, Andre (1999) *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob (坂口明義・清水和己訳 [2001]『貨幣の権力』藤原書店).
- Overstone, Samuel Jones Lord (1837) *Reflections Suggested by a Perusal of Mr. J. Horsley Palmer’s Pamphlet on Causes and Consequences of the Pressure on the Money Market*, London: Pelham Richardson.
- Patinkin, D. (1965) *Money, Interest and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*. 2nd Edition, Row, Peterson and Co., Evanston, Harper and Row, New York.
- Smith, Adam (1776a) *AN INQUIRY INTO THE NATURE AND CAUSES OF THE WEALTH OF NATIONS*, Edited, with an introduction, notes marginal summary and an enlarged index by Edwin Cannan, 6th edition, Vol. I, 1950 (大内兵衛, 松川七郎 [1969]『諸国民の富1』岩波書店).
- _____ (1776b) *AN INQUIRY INTO THE NATURE AND CAUSES OF THE WEALTH OF NATIONS*, Edited, with an introduction, notes marginal summary and an enlarged index by Edwin Cannan, 6th edition, Vol. II, 1950 (大内兵衛, 松川七郎 [1970]『諸国民の富2』岩波書店).
- _____ (1790), *The Theory of Moral Sentiments; or, An essay towards an Analysis of the Principles by which Men naturally judge concerning the Conduct and Character, first of their Neighbours, and afterward of themselves*. Sixth Edition (高哲男訳 [2013]『道徳感情論批判』講談社学術文庫).
- Stark, W. (1952a) *Jeremy Bentham’s Economic Writings: Critical edition based on his printed works and unprinted manuscripts Vol. I*, Routledge.
- Stark, W. (1952b) “Introduction” in Stark (1952a) Vol. I.
- Temin, Peter and Voth, Hans-Joachim (2013) *Pro-metheus Shackled; Goldsmith Banks and England’s Financial Revolution after 1700*, Oxford University Press.

- 飯田隆 (1997) 『イギリスの産業発展と証券市場』 東京大学出版会.
- 板井広明 (2015) 「功利主義とマイノリティー」 深貝保則・戒能通弘編 『ジェレミー・ベンサムの挑戦』 ナカニシヤ出版.
- 大黒俊二 (2006) 『嘘と貪欲—西欧中世の商業・商人観』 名古屋大学出版会.
- 倉沢資成 (2013) 『入門 価格理論 第2版』 日本評論社.
- 後藤潤一郎 (2029) 『変貌する米国上場市場におけるマーケットの自浄作用』 JPX ワーキング・ペーパー, Vol. 33.
- 上村達男 (2002) 『会社法改革—公開株式会社法の構想』 岩波書店.
- 坂本優一郎 (2015) 『投資社会の勃興—財政金融革命の波及とイギリス』 名古屋大学出版会.
- シュンペーター, ヨーゼフ・アロイス [1977] 『経済発展の理論 上』 (塩野谷祐一, 東畑精一, 中山伊知郎訳 [1977] 『経済発展の理論 (上)』 岩波書店).
- 鈴木芳徳 (1983) 『株式会社の経済学説』 新評論.
- セドラック, トーマス (2015) 『善と悪の経済学』 (村井明子訳) 東洋経済新報社.
- _____, タンツァー, オリバー (2018) 『資本主義の精神分析』 (森内薫・長谷川早苗訳) 東洋経済新報社.
- 千賀重義 (1988) 「ベンサムのスミス批判—『高利の弁護』を中心に—」 (田中正司編 『スコットランド啓蒙思想研究』 北樹出版).
- 永井義雄 (1982) 『人類の知的遺産44 ベンサム』 講談社.
- _____, (2000) 『自由と調和を求めて—ベンサム時代の政治・経済思想』 ミネルバ書房.
- _____, (2003) 『イギリス思想叢書7ベンサム』 研究社.
- 中川敬一郎 (1986) 『イギリス経営史』, 東京大学出版会.
- 長谷川正安 (2000) 『私のベンサム研究—ジェレミー・ベンサムと法律—』 日本評論社.
- 中岡哲郎 (1970) 「第三章労働と人間」 佐々木基一・野間宏『講座 マルクス主義 4人間』 日本評論社.
- 田中正司編著 (1988) 『スコットランド啓蒙思想研究—スミス経済学の視界—』 北樹出版
- 中川敬一郎 (1988) 『イギリス経営史』, 東京大学出版会.
- 野下保利 (2000) 『貨幣的経済分析の現代的展開—非ケインズ型管理通貨制度を求めて』 日本経済評論社.
- _____, (2014) 「現代資本市場論の源流—ベーム—バベルク資本利子説の意味するもの」 日本証券経済研究所 『証券経済研究』 第84号.
- _____, (2016) 「証券市場, 投資家行動, そして効用価値論—ジュヴォンズ自由資本概念の含意—」 日本証券経済研究所 『証券経済研究』 第94号.
- _____, (2018) 「国際通貨改革と戦後米国株式市場—ベラーシオ会議 (Bellagio Group Conferences) における議論を中心に—」 『証券経済研究』 第102号.
- 深貝保則 (2015) 「幸福, 道徳, そして統治—ジェレミー・ベンサムの挑戦」 深貝保則・戒能通弘編 『ジェレミー・ベンサムの挑戦』 ナカニシヤ出版.
- マッキンゼー・アンド・カンパニー, ティム・コラー, マーク・フーカート, デイビッドウエッセルズ (2016a) 『企業価値—バリュエーションの理論と実践, 第6版 上』 (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳) ダイアモンド社.
- _____, (2016b) 『企業価値—バリュエーションの理論と実践, 第6版 下』 (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳) ダイアモンド社.
- 正村公宏 (1971) 『知識産業論』 中央経済社.
- 道重一郎 (1989) 『イギリス流通史研究—近代的商業経営の展開と国内市場』 日本経済評論社
- 村田直樹 (1995) 『近代イギリス会計史研究—運河・鉄道会計史』 晃洋書房.
- 守山昭男 (1994) 『銀行組織の理論』 同文館出版.

株価の価値源泉を求めて

ル・ゴッフ, ジャック (1989) 『中世の高利貸—金も命も—』 (渡辺香根夫訳) 法政大学出版局.

(国土館大学政経学部経済学科教授)