

信用理論研究

第 25 号

2007 年 12 月

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「現代の銀行業と金融システム」

銀行業の新たな展開とリテール金融

……………前田真一郎（名城大学）

金融商品と金融サービス

……………清田 匡（大阪市立大学）

「現代金融システム」の歴史的評価

—『資本論』信用理論の現代的解釈—

……………岡本恵也（熊本学園大学）

秋季大会共通テーマ「金融仲介の多様化と擬制資本」

擬制資本と銀行

……………坂本 正（熊本学園大学）

証券化・市場化と現代金融

……………北原 徹（立教大学）

アメリカ投資信託と擬制資本の展開

……………三谷 進（名城大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「現代の銀行業と金融システム」

銀行業の新たな展開とリテール金融

……………前田真一郎（名城大学）……………（ 1 ）

金融商品と金融サービス

……………清田 匡（大阪市立大学）……………（ 21 ）

「現代金融システム」の歴史的評価

－『資本論』信用理論の現代的解釈－

……………岡本恵也（熊本学園大学）……………（ 35 ）

秋季大会共通テーマ「金融仲介の多様化と擬制資本」

擬制資本と銀行……………坂本 正（熊本学園大学）……………（ 53 ）

証券化・市場化と現代金融

……………北原 徹（立教大学）……………（ 77 ）

アメリカ投資信託と擬制資本の展開

……………三谷 進（名城大学）……………（ 97 ）

部会活動報告……………（ 117 ）

学会事務局報告……………（ 119 ）

会員著書・論文目録……………（ 120 ）

大会報告と討論

銀行業の新たな展開とリテール金融

前田真一郎

(名城大学)

1. はじめに

現代の銀行業とは、どのようなものであろうか。それは、各国における金融規制、金融市場の動向、競争環境、企業や消費者等の行動様式、銀行経営者の考え方など様々な要因により多様性を持っており、かつその業務範囲の拡大と伴に変化してきたと考えられる。その中で、現代における1つの特徴として、リテール業務の拡大が挙げられる。アメリカでは、銀行を中心とした金融機関がリテール業務で過半の利益をあげており、クレジットカード業務などを含めた消費者向け金融業務における覇権争いが熾烈化している。また日本においても、消費者向け金融業務を今後の収益拡大の柱と位置付ける金融機関が多く現れており、近年では大手銀行とノンバンクが提携する動きが見られている。

本報告は、銀行が、リテール業務、中でも消費者向け金融業務に対する取り組みを強化している点に注目し、それがどのような意味を持つのかを明らかにすることを目的とする。その際、アメリカおよび日本のデータに基づいて、現代の銀行における収益構造とその収益メカニズムを正確に捉える。また、銀行が消費者信用を中心とした消費者向け金融業務に取り組む際の問題点とその打開策、ノンバンクとの違いなどを見ながら、銀行を中心とした金融グループが多く誕生していることの意味についても考察し

てみたい。

2. 米銀から見た現代の銀行業

ここでは、アメリカの銀行をモデルケースとして、現代における銀行業の実態を見ることにする。以下では、データを見る場合に、可能な限り銀行持株会社（BHC）およびその傘下銀行のデータをもとに分析する。

米銀は、1980年代後半から90年代初頭にかけて不良債権処理に苦しみ、業績を大幅に悪化させた。しかし、その後収益性を回復し、アメリカ商業銀行・貯蓄金融機関のROA（総資産税引利益率）は、93年以降1%以上を安定的に確保している。2001年以降も、金利低下の恩恵を受けたとはいえ、景気減速と大型企業倒産が見られたにも関わらず、堅調な業績を維持している。この背景には、米銀の収益構成の変化がある。2004年における大手米銀のリテール金融部門の税引利益構成比を見ると、シティグループは69%、バンク・オブ・アメリカは46%、ウェルズ・ファーゴは71%、ワコビアは59%となっている。好調な業績拡大を続けている金融機関では、リテール金融が過半の利益を計上しており、安定的な業績貢献を続けている。米銀におけるリテール金融の捉え方は、例えばシティグループの場合 Global Consumer、バンク・オブ・アメリカの場合 Consumer and Commercial Banking、フリート・ボストン（2004年にバンク・オブ・アメリカと合併）の場合 Personal Financial Services, Commercial and Retail Banking など様々である。現代の大手米銀は、銀行、証券といった業態別ではなく、リテール、ホールセールなどの事業部門別に分けて業務運営を行っている実態がある。この背景には、金融機能の担い手と業務区分の不一致、業態別業務運営の意義低下、ワンストップ・ショッピングなどに見られる販売手法の変化などがあると考えられる。この中でリテール金融業は、消費者や一部中小企業を対象とした不特定多数の顧客に対し、

ある定型化した手法で商品やサービスの提供を行う業務であり、例えば、スコアリングシステムや大数の法則を適用したもの、あるいは顧客データベースに基づき組み合わせ商品の提供を行うものなどが考えられる。

リテール金融業は、小口取引の積み重ねであり、コストが多くかかると同時にリスク管理などにおいて独自のノウハウも必要なため、収益化を図るのは容易ではない。それでは、米銀はどのようにしてリテール金融業で収益をあげているのであろうか。その基盤の第一は、IT（情報技術）の進展と活用である。リテール金融では、不特定多数の顧客を体系的に管理する必要があり、ITの進展は、情報システムを利用したデータ収集とデータの統計的処理能力を飛躍的に向上させた。米銀は、大量の小口取引を効率よく処理するためにITを活用してきたが、さらに現代では、顧客データを収集し顧客ニーズに合った商品・サービスを組み合わせ提供するなど、ITを営業の最前線にて活用している。基盤の第二は、情報生産機能の拡大による信用リスク管理の強化である。リテール金融では、小口リスク分散が働くことを利用し、信用リスクの計量化、統計的管理が行われている。アメリカでは、個人信用情報機関からの情報は、与信審査の差別化要因とはなっておらず、それぞれ独自で開発した与信審査システムが各金融機関の保有するリスクの違いを生み出している。それは、リテール金融におけるリスク管理能力全体の向上にもつながった。基盤の第三は、ローコストオペレーションの徹底である。アメリカの住宅ローン、クレジットカードといったリテール金融の主要業務は、上記の迅速かつ正確なデータ処理などを中心に装置産業化している。装置産業の色彩が強い業務では、各業務の資産規模を拡大させることが、収益性の向上につながる。情報化投資のコストは、資産規模や顧客数が増えるほど、1取引当たりの費用が低下して、コスト競争力を発揮できるようになるためである。同時に装置産業化が進めば進むほど、情報化投資の増加が避けられなくなっている。これは、リテール金融業務を中心に大型合併・買収などの金融再編を

促進している大きな理由と考えられる。

合併・買収を通じて巨大化してきた大手米銀は、リテール金融業の中でも特に注力業務を選び、その業務規模を拡大していった。同じリテール金融業でも、商品によって預貸スプレッドや貸倒償却率はそれぞれ異なり、リスクに応じて異なった戦略的対応が必要である。大手米銀は、顧客ニーズに応えるため多くの金融商品を揃えているものの、どの業務分野で強みを発揮し、収益を最大化するかを考えている。

リテール金融業の中でも、近年では、クレジットカード業務など消費者向け金融業務を中心に覇権争いが熾烈化している。2005年には、バンク・オブ・アメリカが、独立系クレジットカード会社として急成長を遂げてきたMBNAを買収し、一時カード業界最大手に躍り出た。アメリカにおける金融業務の中で最も収益性が高いとされるクレジットカード業界では、大手米銀3行が上位を独占し、上位10社で全体の90%のシェアを占める時代となった。アメリカでは、クレジットカードを中心とした消費者信用において、米銀の収益力格差が顕著に見られている。

3. 米銀による消費者信用への進出とその位置付け

アメリカの商業銀行が、消費者信用の供与に積極的に乗り出したのは1930年代のことである。消費者信用とは、消費者に対する与信であり、広義には住宅金融も含まれるが、ここでは消費者に対する住宅金融以外の与信を指すことにする。信用供与の対象となっている消費者は、所得水準、資産保有状況、消費志向、信用力、支払い能力などが異なる不特定多数の個人である。商業銀行が消費者に対する割賦信用貸付を行ったのは、コネチカット州ブリッジポートのAmerican and Trust Companyが、1920年に割賦返済方式による小口保証貸付を行ったのが最初とされる。その後、1924年にジャージーシティのHudson County National Bankが、1928年

には大手銀行として初めてナショナル・シティ・バンク・オブ・ニューヨークが個人貸付部（Personal Department）を新設し、消費者信用業務へ進出した。商業銀行による消費者信用への進出の直接的な契機は、銀行の貸出先縮小、不況期にあって過剰な資金が堆積していたこと、その業務分野でファイナンス・カンパニーが良好な実績をあげていたこと、金利規制の形骸化とそれに伴うリスクテイク志向の高まりなどがあった。その後、消費者信用業務は、第2次大戦中の消費者信用統制によって一時低迷するが、商業銀行の業務の1つとして定着していった。1963年末には、アメリカ消費者信用の割賦信用残高における商業銀行のシェアは、自動車貸付で51%、その他商品貸付で23%、住宅修理改善貸付で70%、個人貸付で34%となっていた。

それまでアメリカにおいて、商業銀行による消費者信用業務の拡大はみられたものの、銀行全体における消費者信用業務の収益貢献は、依然として小さかった。例えば、大手米銀の中で最も早く消費者信用業務に進出したシティバンクでも、1960年代はアメリカ企業が積極的に海外展開していたこともあり、国際金融業務を中心に収益をあげていた。しかし、1970年代に入ると、競争激化により国際金融業務の収益性も低下していった。そこでシティバンクは、機構改革を行い、業務を大きく法人部門と個人部門に分け、当時赤字であった個人部門も重視する戦略を明確にした。大手銀行で消費者向け金融業務を強化する戦略を明確に打ち出したのは、やはりシティバンクが最初であった。当時の資料を見ると、シティバンクの貸出金残高に占める消費者向けの比率は、1975年末は12%に過ぎなかったが、1986年末には50%にまで上昇している。また1970～80年当時、バンカメリカは、ひたすら大企業向け貸出あるいは国際金融業務を拡大し、消費者や零細企業を対象にしたリテール・バンキング業務を軽視していた。バンカメリカは、不良債権の増大により85年に赤字に転落するなど経営危機に陥ったが、その後リテール・バンキング業務を基盤とした銀行とし

での戦略を明確に出したのは、1990年に会長兼CEOに就任したローゼンバーグ氏であった。現在、リテール金融を収益の柱としている大手米銀においても、消費者向け金融業務への注力を明確に示したのは、1980年代以降のことである。

4. 日本における消費者信用業務とノンバンクの存在

一方、日本の銀行が消費者信用業務に進出していったのは、1960年代のことである。日本では1950年代後半には、個人用当座預金を持っている消費者に対して、定期預金ないしは有価証券担保で当座貸越契約を行う当座貸越制度があったが、その利用者は限定的であった。都市銀行では、1960年に住友銀行が、自動車を対象とした消費者信用業務を開始した。日本は、1960年代に高度経済成長期を迎え、一般大衆消費財が普及していった。それと同時に、消費者の所得増加、将来収入の不確実性の低下により、信用により商品を購入するという行動形態も普及した。邦銀からすると、自動車を保有する消費者は、当期中堅所得層以上であり、銀行の顧客として有望であると考えたのである。しかし、邦銀による消費者信用への進出は、米銀のそれとは動機が違っていたと考えられる。米銀が有利な貸出先を求めて、かつ新しい収益源を求めてリスクを取りながら進出していったのに対して、邦銀は大量生産・大量消費の流れの中で、消費者の資金を銀行内に取り込んでおくことに主眼を置いていたと考えられる。

日本で消費者信用業務の拡大に大きく貢献したのは、銀行ではなくノンバンクである。日本において消費者信用業務を行う専門会社として最初に設立されたのは、信販会社である。それ以前にも、1949年にトヨタ自動車販売による割賦販売や、リッカーマシンによる月賦販売などが開始されていたが、1951年に日本信用販売（現UFJニコス）、1954年にデパート信販（現ジャックス）、1956年に大阪信用販売（現アプラス）が設立され

た。その後、1959年には三洋商事（現三洋信販）、1960年に丸糸（現アコム）、1963年に関西金融（現プロミス）、1967年に松原産業（現アイフル）、1968年に武富士商事（現武富士）などの消費者金融会社が設立された。1960年代に、日本で消費者信用の利用が徐々に広がる際、業容を拡大したのは信販会社である。その後、業務規制があった銀行が、系列のクレジット会社を設立する形で消費者信用業務への参入を開始した。1967年には三菱銀行系列のダイヤモンドクレジット（DC）や住友銀行系列の住友クレジットサービスが設立されている。日本の消費者信用においては、1960年代は自動車やピアノなど耐久消費財の販売に伴う個品斡旋での取引が中心であったが、現代ではクレジットカードや利用目的を特定しない消費者金融での取引が中心となっており、消費者信用の取引形態が変化している。

ここで消費者向け貸出業務における現代のノンバンクの特徴を、消費者金融会社を例に見てみる。消費者金融会社は、無担保、無保証での消費者向け貸出を主たる業務とする。銀行など民間金融機関の消費者ローンは、主として不動産や有価証券を担保とするものであり、また無担保ローンの場合でも信用保証会社などの保証が必要で、1件当たりの信用供与額は100～300万円である。これに対し、消費者金融会社の消費者ローンは無担保、無保証で1件当たりの新規信用供与額は20万円以下と小口化されている。消費者金融会社では、新規顧客は店頭あるいは自動契約機で本人と確認できる証明書を提示し、与信審査を受ければ30分程度で借り入れることができる。また個々の消費者に対応して与信枠が設定され、かつその与信枠は消費者の信用状況等に応じて、変更される仕組みとなっている。それを可能としているのが、独自の与信審査システムである。例えば、プロミスは、1983年に独自の自動与信審査システムを開発し、過去の顧客も含めて600万人を超える顧客データをもとに、1,760通り以上の分類により顧客の与信枠が自動的に決定される仕組みを確立している。ITの発達に伴い、多数の顧客データを蓄積し、それを統計的に分析することに

よって、無担保にもかかわらずリスクを最小化した貸付を可能としているのである。

このように消費者金融会社などのノンバンクが行う消費者ローンは小額であり、手間とコストがかかる。2002年度における貸出残高に対する費用の比率は、日本の大手消費者金融4社合計で17.5%（クレディセゾンが24.3%、MBNAが12.4%、キャピタル・ワンが18.2%）となっている。ノンバンクの費用を大きく分けると、金融費用、貸倒関連費用、その他営業費用の3つであるが、日本の消費者金融会社は店舗及びCD・ATM網を整備しており、その他営業費用比率が高い。また日本のノンバンクは、それぞれ自社システムを保有し、同システムの維持は自前で行うことが多い。消費者向け貸出におけるノンバンクの業務は、小口取引の積み重ねであり、銀行の収益構造とはその性質を異にしている。

5. 銀行とノンバンクの提携

日本では、業態を超えた金融再編成が加速している。これは、それぞれの販売チャネルを生かして、顧客の求める最善の金融商品・サービスを提供しようとする動きと捉えることができる。2004年3月、三菱東京フィナンシャル・グループは、アコムとの業務・資本提携を発表した。消費者金融業務における与信審査及び回収業務をアウトソースし、利益の一部を取り込むことを狙っている。また2004年6月には、三井住友フィナンシャルグループが、プロミスとの提携を発表した。銀行のクレジットカード戦略については、UFJ銀行と日本信販の提携が発表され、2005年10月にUFJニコスが誕生した。また2004年8月には、みずほ銀行とクレディセゾンが業務提携を発表している。この中で、銀行とノンバンクの提携に最も進展が見られる事例が、三井住友銀行とプロミスが2005年4月から開始した共同ローン事業である。これは、三井住友銀行、アットローン

(2005年1月にプロミスが子会社化)、プロミスの3社が、顧客の信用リスク別に異なった金利帯で与信を行うもので、金利8~12%での貸出を三井住友銀行、15~18%での貸出をアットローン、18~25.55%での貸出をプロミスが提供してきた(2007年2月26日より貸出は三井住友銀行とアットローンが行う体制へ変更)。その際、プロミスは、三井住友銀行とアットローンの貸出に保証を付けており、実質的な与信審査はプロミスが行っている。またこの共同事業で生まれた利益は、三井住友銀行とプロミスで折半する仕組みとなっている。

大手銀行は、専門的なノンバンクと提携して、消費者向け金融業務の収益拡大を目指している。一方、ノンバンクからすると、銀行との提携戦略により資金調達面での安定性を確保し、銀行窓口やブランド力を使った販売促進効果を見込んでいる。いずれも共通して言えるのは、大手金融機関が消費者向け金融業務を将来的な収益の中核と位置付け、あらゆる経営資源を活用し、収益拡大を図ろうとしていることである。例えば三菱UFJフィナンシャル・グループは、中期目標の中で、営業純益のうち個人金融部門であるリテール部門の利益を、2005年3月期の2,700億円(全体の15.8%)から、2009年3月期には約9,000億円(同36%)へ拡大することを掲げている。リテール部門を業績拡大の牽引役と見込んでいるのである。これは、銀行経営者の意識の変化を表している。その要因は、企業金融部門の収益性低下だけではない。消費者は、金融商品・サービスを提供することによる重要な収益源になりつつある。近年では規制緩和もあり、消費者の一部は、銀行窓口において投資信託や年金への投資を拡大させている。消費者の資金が、投資という形で市場に還流し、銀行は預貸業務だけではなく、金融商品の販売に伴う販売手数料をあげることにより、収益構造を変えることができる。消費者がリスク志向を強める中で、銀行は、そのリスクに見合った金融商品・サービスの提供を行わなければならないのである。

6. むすびに

以上、現代における銀行業およびその変化を、リテール金融、なかでも消費者信用を中心とした消費者向け金融業務への取り組みという点に着目して見てきた。1930年代から積極的に消費者信用へ進出したアメリカの商業銀行は、消費者向け金融業務の重要性を認識し、ビジネスモデルの変革を遂げてきた。それを突き動かした要因は、グローバリゼーションによる金融機関の競争である。そのため銀行は、収益源を求めて新たな分野へ進出していくが、その1つが消費者向け金融業務であった。新たな分野へ進出していく過程で銀行は、従来よりも高くかつ異質のリスクを抱えるようになる。アメリカのクレジットカード業務においては、95年以降、個人破産が急増する中で、信用リスクに耐え切れなくなった金融機関が同業務から撤退し、再編が急速に進んだ。これは、リテール金融業においてリスク管理に成功した金融機関のみが、生存者利益をあげられることを示しているのではないかと。また現在、日本で起きている銀行とノンバンクの提携は、例えば三井住友銀行とプロミスの共同事業で見られるように、銀行が与信審査をノンバンクにアウトソースする形となっている。これは、銀行が自ら引き受けにくいリスクを外部移転する動きと見ることができる。すなわち、リスク管理手法の多様化である。リスク管理手法が多様化し、銀行が抱えるリスクが分散されることは、金融システムの安定化に寄与する。また消費者の金融ニーズが多様化する中で、現状の銀行システムだけでは対応しにくい部分を、他の金融機関が担う動きとも見る事ができる。銀行にとって消費者向け金融業務の比重が高まることは、業態を超えた金融再編成を推し進める原動力となっているのではないだろうか。

なお最後に、消費者向け金融における問題点と課題について触れておきたい。多くの銀行が消費者向け金融業務を強化する環境下では、多重債務者の増加という社会的な問題も内包している。また、貸金業法改正により、

貸出上限金利の引下げも実施される。消費者向け金融を更に発展させるためには、破産法などの法的インフラの整備、信用情報機関の拡充、クレジット教育及びカウンセリング機能の拡充、投資家保護の確保、情報セキュリティの向上など社会的な対応も求められることは言うまでもない。

＜参考文献＞

- 前田真一郎『米国金融機関のリテール戦略』東洋経済新報社、2004年。
- 濱田康行・前田真一郎「個人金融と金融業」、信用理論研究会編『現代金融と信用理論』大月書店、2006年、所収。
- 前田真一郎「変貌する金融機関経営」、川波洋一・上川孝夫編『現代金融論』有斐閣、2004年、所収。
- 川波洋一「米国商業銀行によるリテール・バンキングへの進出過程 (1) (2) (3) —管理通貨制度下における銀行信用浸透の一側面—」日本証券経済研究所『証券経済』173/175/177号、1990年9月、1991年3月、1991年9月。
- American Express Company, *Becoming American Express*, Reed Massengill, 2000.
- Cleveland, Harold van B., and Thomas F. Huertas, *Citibank 1812-1970*, Harvard University Press, 1985.
- Covington, Howard E., Jr. and Marion A. Ellis, *The Story of NationsBank*, Chapel Hill, 1993.
- Mandell, Lewis, *The Credit Card Industry—A History*, Twayne Publishers, 1990.
(根本忠明、荒川隆訳『アメリカクレジット産業の歴史』日本経済評論社、2000年)

《前田報告へのコメント》

野田弘英（東京経済大学）

1. 広義の消費者金融へ銀行が進出する背景について、前田氏は、「グローバル化による金融機関の競争」を指摘されているが、企業部門における実物投資の自己金融化も考慮する必要はないか。消費者金融は、将来所得の先取りによる有効需要追加という生産力吸収効果をもつ。そのような金融分野の拡大と実物投資の自己金融化はともに先進国の成熟経済がもたらしたのではないか。
2. 経済の成熟傾向がもたらす公債残高の増大という要因も考慮する必要はないか。公信用は将来の租税の先取りによる需要追加という効果をもつが、銀行からみ

れば国債という流動資産を保有できることが消費者金融というリスクを背負い
 うる一原因なのではないか。

3. 氏は、銀行による業態を超えた金融再編を指摘されている。だが、多重債務者
 問題などを内包する消費者金融業務への進出については、再生産に密着した通
 貨供給機関である銀行には限界があり、他の金融機関による進出動向とは違い
 があるのではないか。

《野田弘英氏のコメントへの回答》

1. 銀行が消費者信用へ進出していった契機としては、銀行における資金余剰があっ
 た。報告では少ししか触れなかったが、1930年代においてアメリカ商業銀行が
 消費者信用に進出していった背景を見ると、不況期で商業銀行の手元に過剰な
 資金が堆積していたこと、他に貸付先がなかったこと、自動車の販売金融会社
 などその業務で好パフォーマンスを上げていたこと、大量生産一大量消費を
 支える信用形態が社会的にも要請されていたことなどがあった。その後、経済
 が発展する中で、企業部門における自己金融化が消費者信用への取組みを強化
 させた側面も指摘できる。例えば日本では、特に1990年代以降、企業がキャ
 ュッシュフローの範囲内で設備投資を賄う過程で借入を減少させる一方、家計の借
 入は増加し、現在では企業部門と家計部門の借入金残高は同水準となっている。
 銀行からすると、家計部門は貸出先としても重要な存在となっている。生産力
 吸収効果とご指摘された消費者信用の役割については、有効需要の創出という
 役割があると考え。現時点では発生していない需要要因に、消費者に信用を
 供与することにより購買力を与えて、生産した商品の価値実現を促進する＝産
 業部門の生産を補完する役割を果たしうる。所得水準の向上に伴い消費者信用
 が普及すればするほど、自動車の利用や住宅への投資が増えて、GDPの大きな
 構成要素である消費支出や住宅投資が押し上げられる。また産業部門の生産活
 動が活発化すると、企業はそれに対応して設備投資を増やすことも考えられる。
 本報告では消費金融に焦点を当てたが、再生産過程として捉えると、消費金融
 が生産金融をフォローしていると捉えることができる。この点で、現代の経済
 システムは、企業部門の活動の外側に消費者の巨大な消費財市場が存在してお
 り、消費者や家計の行動が大きな影響を与えるようになってきていることから、金
 融システム・金融業も変化せざるを得ないと考える。
2. 報告に際し、消費者信用のところばかりに注目してきたが、ご指摘のように、
 公信用とあわせて信用形態の広がりを見る必要があるという点は非常に参考に
 なった。商業信用や銀行信用を基盤として信用形態が広がりを見せる過程で、

消費者信用と公信用が同時に拡大していった点は注目に値する。銀行からすると、業務の多様化に伴い様々なリスクを抱えるようになる中で、異なったリスクの保有により、そのリスクを一部相殺する効果がある。これは、現代の米銀におけるリスク管理手法においても見られる点である。また銀行が流動資産を保有するという点では、国債に加え、米銀も多く保有している MBS など貸出以外の資産を保有している実態もあわせて見る必要がある。

3. 消費者金融業務のような独自のノウハウや仕組みが要求されるような業務は、銀行がすべてを内包していくようなことにはならないと私も考える。そもそも銀行とノンバンクの違いは何かということを考える際に、「銀行とは何か？」という風に問うと議論が広がってしまうので、私の報告対象としたアメリカと日本のノンバンクの特徴を見てみる。まずアメリカでは、ノンバンクとは「ノンバンク・バンク」と呼ばれ、1956年銀行持株会社法で、規制対象となる銀行持株会社の定義を「要求払預金または同等の預金を受け入れ、かつ企業貸付を併せ行う機関」と定義しており、これに該当しない銀行のことである。従って、銀行であっても商業貸出を行わなければ銀行持株会社法上は銀行ではなかった。この結果、預金をわずかに受け入れてクレジットカード業務を行うクレジットカード会社や、消費者への貸付を中心に行う消費者金融会社が存在している。この点でアメリカでは、消費者金融業務などは、銀行持株会社が傘下のノンバンク・バンクを通じて業務を行っているのが実態である。一方、日本では、ノンバンクとは「預金等を受入れないで与信業務を営む会社」と定義される。この点で銀行とノンバンクの違いは、預金の受入れにある。ノンバンクの資金調達源は、従来金融機関からの借り入れが中心であった。ただし現在では、資金調達構造が大きく変化している。1993年にはノンバンクによる CP 発行が解禁され、1999年にはノンバンク社債法の施行により、ノンバンクによる貸出を目的とした社債や CP の発行が認められている。日本におけるノンバンクの役割としては、銀行が直接貸出しにくい先などに、銀行からすると間接的に貸出を行う会社として捉えられることが多かった。しかし現在では、オリックスやクレジットカード会社大手のクレディセゾンなど、独立系ノンバンクが台頭している。それらに共通することは、銀行がリスクを取りにくい業務分野に、技術革新や新しい経営手法を取り入れることにより、その分野で専門的に業務を行っている。本報告で取り上げたりテール金融という業務は、銀行業の範疇だけで捉えきれなくなってきており、銀行以外の金融機関も含めて考察する必要がある。

《前田報告へのコメント》

下平尾勲（福島大学名誉教授）

実証分析にもとづくすぐれた研究ですが、次の点に疑問をもちました。

1. アメリカの銀行を中心とした金融機関では、リテール業務が大きなウエイトを占め、過半の利益をあげており、日本もまた消費者向け金融業務を今後の収益拡大の柱となる傾向にあるという立場に立っておられます。そうした事実をデータでもって自説の正しさを証明しておられます。①それは一体何故であるか、いかにして推進されているか、②その場合、銀行業の主要な機能として展開していったのか、それともIT（情報技術）が展開し、その応用分野として発展していったとみるのか。
2. 消費者金融は常に安定的に伸びていくことは考えられない。個人所得のうち家計支出が少なければ、個人の預貯金が増えますが、収入が伸び悩み、失業者や低所得者が増加していけば、大きな制約条件となります。高齢化社会の現実の進行の中で預貯金の取り崩しが発生すると考えられます。その場合には、預金に対して引出が増え、貸付が必ずしも返済されず、多重債務者が増えていき、消費者向け金融は大きなリスクを伴うのではないのでしょうか。
3. 日本の消費者信用の主要な柱は、住宅ローンですが、住宅建設着工数は減少傾向にあります。自動車ローンも自動車の普及につれそれほど大きな期待がもてなくなると思われます。今後の課題は何か。
4. 今日の「リテール金融」の拡大は設備投資の過剰から製造業や流通業の事業拡大ができず、銀行等に集められた個人の預貯金の余剰がリテール部門に貸出されています。景気循環の局面を考えないで一般化できるのでしょうか。

《下平尾勲氏のコメントへの回答》

1. ①最大の要因は、グローバル化による金融機関の競争だと考える。銀行が消費者信用へ進出していった背景は、野田先生のコメントのところで述べた通りであるが、銀行が収益源を求めて新たな分野へ進出していき、その1つがリテール業務であった。②リテール業務の進出は、当初、商業銀行による消費者信用への進出が契機となっており、信用形態が多様化する中で、銀行業の主要な機能として展開していったと見る。その際、高リスクかつ高コストであった業務分野に、ITを活用することにより収益化が容易となった。ご指摘頂いたITの進展と活用は、リテール金融の収益化を可能にただけで、源泉ではないという点はその通りであるが、ITの活用がなければアメリカの金融機関がリテール

ル業務でこれほどの利益をあげることは不可能であったと思われる。従って、銀行業の主要な機能として展開していく中で、ITの活用が金融機関にとってのリテール分野の存在を一層拡大したと考えている。

2. 消費者金融の市場は、経済全体が成熟化していく中で、景気変動との関連で見えていくのが妥当ではないかと考えている。現在問題となっている多重債務者の存在については、必ずしも高齢化社会が引き起こしているのではなく、消費者金融の返済原資である所得が、利用者の想定ほど伸びなかったことの要因が大きい。消費者金融市場における貸出金利の見直しが行われているが、市場を健全な形で如何に発展させていくか、社会的なインフラ整備も含めて考えていく必要がある。
3. ご指摘の通り、住宅ローンの市場は更なる拡大が見込みにくい状況にある。今後の課題としては、消費者信用の取引形態変化への対応であろう。消費者信用は、従来は自動車やマシンなど耐久消費財の販売信用が中心であったが、現代ではクレジットカードや消費者金融の利用が大きくなっている。またクレジットカードの利用機会は、高速道路や公共料金などへ広がりを見せている。金融機関が、取引形態が変化している消費者信用に如何に対応して、収益化を図れるかが課題であろう。
4. リテール金融を、消費者や中小企業に対する貸出に限定して考えると、当然、景気循環の局面を考える必要がある。また消費者への貸付のうち最大のものは住宅ローンであり、金利動向にも影響を受ける。ただし、リテール金融は、貸出を核としながらもそれに付随するサービスや金融商品の販売なども含まれるため、もう少し範囲を広げて見る必要がある。消費者のニーズが高度化・多様化する中で、銀行はそれに見合った金融商品・サービスの提供を行わなければならない。リテール金融とは、そのような対応が必要な業務であり、現代では銀行にとっても重要な取り組み分野になっていると考えられる。

《質疑応答》

西村閑也（法政大学）

1. アメリカにおける消費者金融の金利の水準は、日本のそれと比べてどうなっていますか。
2. 日本の消費者金融会社の金利は、出資法又は利息制限法により最高限にはりついていて動かないのではないかとこの印象を持っていますが、これは誤った印象でしょうか。

【答】

1. アメリカでサブプライムと呼ばれる消費者信用（住宅ローンを除く）の顧客層に貸出を行っている金融機関の貸出金利は17-18%程度となっています。ただし、これらの金融機関は、貸出金利以外に様々な手数料を徴収しており、それらを含めた実質の金利手数料は20%台前半の水準にあります。日本では、貸出金利の中に手数料収入が含まれている、すなわち貸出金利以外に手数料の徴収は原則として認められていないので、比較する際には注意が必要です。
2. 日本では顧客層の違いから、銀行の消費者ローンの貸出金利と消費者金融会社の貸出金利に大きな開きがあり、その中間金利帯での貸出が少なくもあり、消費者金融会社の貸出金利は規制上限に近い水準にあるのが実情です。しかし今後、グレーゾーン金利が撤廃されることにより、貸出上限金利および各社の貸出金利ともに低下する方向にあります。

齊藤正（駒澤大学）

1. 米国でも自己破産が急増しているとのことですが、その原因として、「インフラの未整備」の他に、「高金利」や「過剰融資」（貸し手責任）という議論があるのでしょうか。
2. 銀行がリテールにシフトしていてもなお、貸金業と違うと言われましたが何故ですか。商業銀行が行うリテール金融（米国型）とノンバンク（貸金業）が行うリテール金融とは、その意味は同じですか、違うのですか。

【答】

1. アメリカでも貸し手責任の議論は存在します。例えば、2000年にシティグループが消費者金融会社アソシエイツ・ファースト・キャピタルを買収した際には、大手銀行が高金利での貸付を行ってよいのかという議論と共に、消費者団体からの巨額訴訟が起きました。また個人破産の増加に対応して、2002年から低所得者層に対して高金利での貸出を行う金融機関に対して、サブプライム貸付規制が導入されたり、弁護士が個人破産を斡旋したりするなどの動きも見られています。
2. 私が申し上げたことを確認しておくと、銀行と貸金業は違うということです。先ほど野田先生のコメントに対する回答の中でも述べたように、日米ではそもそもノンバンクの捉え方に違いがあります。アメリカで貸金業を行っているのは、ノンバンク・バンクという名の銀行です。リテール金融業務は、銀行業の範疇だけでは捉えきれなくなっていますが、信用創造機能を持つ銀行が消費者に貸出を行うということは、ノンバンクのそれとは違いがあると思います。

飯田裕康（帝京大学）

現代銀行業の特徴をリテール部門を軸に分析され、有益なご報告であったと思います。一点だけ、わが国の巨大銀行の消費者金融機関向け貸出しが、消費者金融機関の高収益と銀行の収益性確保に貢献しているのではないかと考えられます。こうした銀行貸出しは、逆に銀行本体によるリテールへの進出を阻害しているのではないのでしょうか。

[答]

その点は、指摘できると思います。現在では、大手銀行も消費者金融会社に多くの貸出を行っています。消費者金融会社は、過去において資金調達が困難となった経緯があり調達金利が比較的高く、大手銀行からすると優良な貸出先となっていました。従って、大手銀行としても現在は、消費者金融会社に15-20%程度の出資を行うようなやや中途半端な展開になっています。銀行本体によるリテールへの進出は、日本ではまだ過渡期にあると言えます。

川波洋一（九州大学）

1. リテール金融業においてあがってくる収益において、利ザヤと手数料の構成はどのようにになっているか教えてください。
2. 共同ローン事業において、プロミスが保証を提供することのできる根拠は何でしょうか。

[答]

1. リテール部門の比重が高い米銀において、非金利収入の比率は45%程度となっています。その中身を見ると、預金サービス手数料やサービシング手数料、クレジットカード手数料、貸金庫手数料などリテール分野での手数料収入が多く発生しています。より詳細にリテール金融業における収益構成を見るために、日本の銀行による消費者金融会社の保証付ローンの場合を見てみます。貸出金利は18%程度となっていますが、銀行が行っている貸出金利の相当部分は半分の9%程度です。残り9%は消費者金融会社の収入となりますが、その内訳は貸倒費用が5-6%、サービシング手数料が1%、与信審査に関わるオリジネーション手数料が2-3%と推測されます。リテール金融業においては、手数料収入も大きな収入源となっています。
2. 一般的に信用力および信用格付けの高い銀行が、消費者金融会社から支払い保証を受けるということには違和感があるはずですが、しかし、消費者金融の顧客層は銀行のそれとは異なっており、銀行の持つ口座取引情報があまり役に立ちません。プロミスが保証を提供できる最大の根拠は、信用情報センターの顧客情報です。日本では、銀行、信販会社、消費者金融会社間で顧客（ホワイト）

情報の相互交換が行われておらず、そのため、その情報を把握し独自の分析を行える消費者金融会社が保証をするという形態が取られていると思います。

清水正昭（千葉商科大学）

1. 「企業金融」ではなくて「リテール金融」を展開する際に生じる流動性リスクや信用リスクに対するリスク管理はどのように行われるのか。
2. 銀行の信用リスク管理の1つとして与信審査のアウトソーシングがあげられていますが、そのようなリスク管理の「多様化」が「金融システムの安定化に寄与する」と言えるのか。新たに生み出される「多重債務者の増加」は、アウトソーシングされたノンバンクの抱える不良債権の増大を意味する訳で、銀行がリスクを分散・転嫁したとしても、「金融システム」は「安定」するとは言えないのではないのか。

〔答〕

1. リテール金融を展開する際の流動性リスクの管理として、米銀はリテール金融の各部門の資産側と負債側をバランスさせています。その場合、住宅ローンなどの長期貸出への対応は、証券化によりMBSなどの形に替えて保有しています。詳細には銀行がサービシング事業を引き続き行う場合、MSR（モーゲージ・サービシング権）を資産計上する必要があり、完全にリスク回避が行われている訳ではありません。信用リスク管理については、これまでの質疑応答にあったように、信用情報センターやクレジットスコアリングなどを駆使して独自の顧客分析のもとに行われている特徴があります。
2. 銀行がリスクを転嫁しても、全体のリスク量は変わらないというのはその通りだと思います。例えば、みずほ銀行は関連ノンバンクに一部保証業務を委託していますが、それらのノンバンクは連結対象にしないとっています。それは、保証を行う会社が同じ持株会社の中に入ってしまうと、連結で見た場合、リスクが移転していないからです。ここで指摘できるのは、日本においては銀行にリスクが集中する傾向が強かったが、そのリスクの担い手が銀行以外にも広がってきているという点です。

清水正昭（千葉商科大学）

本日の三人の先生方のご報告は「現代の銀行業」の注目すべき特徴（日米の銀行のリテール金融の展開、「金融サービスの多様化」、銀行の本質の金融仲介・媒介機関への移行）についてのお話だったと思います。しかし、本日の共通論題は「現代の銀行業と金融システム」というテーマです。金融の「自由化」・「規制緩和」が推し進められ、金融市場がボラタイルな運動を展開し、非常に不安定化している現代

の「金融システム」に、ご報告された「現代の銀行業」はどのような特徴を押し、いかなる矛盾を生み出しているのでしょうか。「現代の銀行業」と現代の「金融システム」の不安定性をつなぐ論理とメカニズムについてご教示下さい。

【答】

先ほどの清水先生のご質問に絡むと思いますが、私が考えているのは、銀行に集中する傾向にあったリスクの担い手の分散という点です。

春田素夫

1. アメリカにおいて90年代後半に消費者向け貸出しが伸び悩み、個人破産が増加する背景を説明して下さい（雇用情勢が好転し、実質賃金も漸く上昇し始めた時期という印象を持っています）。
2. Citigroupが保険・年金部門を切り離した事情を説明して下さい（聞き違いかも知れませんが、「高収益分野への資本の再配分」というよりも、「リスク管理手法の高度化」と関連づけられたように聞きました）。

【答】

1. 当時の経済環境は良かったにも関わらず、消費者向け貸出しが伸び悩んだのは、90年代前半における積極的な貸出とその影響による個人破産の増加があります。ご指摘の通り、1世帯当たりの可処分所得は90年代を通して右肩上がりでした。これに対し、可処分所得に占める消費者信用の支払負担比率が93年の6%程度を底に上昇に転じており、消費者信用の過度の利用により家計を圧迫したと考えられます。
2. シティグループは、割当資本に対するリターン（利益）の比率で各業務のパフォーマンスを測定しています。その中で、保険・年金部門は割当資本に対するリターンの比率が低く、同部門を売却して、その資本をより収益性の高いクレジットカード部門などに配分することを狙った動きです。これらの基準は、各業務部門への資本の割当ができていないと測定不能であり、その背後にリスク量の把握、すなわちリスク管理手法の高度化があったと理解しています。

金融商品と金融サービス

清田 匡

(大阪市立大学)

1 はじめに

近年、銀行に対する呼称として、「金融サービス業」という用語が流布している。しかし、金融業は、本来、広義のサービス業に属している。その意味では、金融サービス業という用語は、重複した表現とも言える。しかし、このような表現の登場の背景には、サービス業としての銀行の特殊性が存在すると考えられる。本報告の目的の一つは、この特殊性について述べることである。

そもそも「金融サービス」、「金融サービス業」とは何を意味するのか、その概念の内容について明らかにしておく必要があるだろう。しかし、金融サービスという概念自体について述べることは、それほど容易なことではない。なぜなら、金融サービス、金融サービス業という概念が、しばしば、異なった文脈のなかで、多義的に使用されているからである。さらには、「サービス」の概念自身が、多くの議論を含んでいる。

以下ではまず、第2節で、サービスの概念について検討する。第3節では、第2節で紹介したサービス概念にもとづき、個々の金融サービスや商品について検討する。そして最後に、第4節で商業銀行の「金融サービス業」化について整理し、むすびとする。

2 サービスの概念

以下では、サービス、あるいはサービス業の概念について整理する。最初にものべたように、サービスの概念自身が、多くの議論を含んでいるからである。まず、経済学におけるサービスの概念について触れた後、商業論、マーケティング理論におけるサービス概念について紹介する。

経済学におけるサービス サービス、サービス業の概念についての混乱の原因のひとつは、概念の出発点にある。つまり、サービス業という概念が、そもそも「否定概念」(negative concept)として出発した。コーリン・クラークによる第三次産業(広義のサービス業)とは、第一次産業、第二次産業以外の部分の総称であり、金融業もここに含まれる(クラーク著、金融経済研究会訳『経済進歩の諸条件』220ページ)。つまり、第一次産業、第二次産業と異なり概念的な定義や内容をもたない。また、従来、経済学、経営学が、歴史的経緯から、製造業における物財の生産と販売をモデルに発展してきており、サービス業について研究に乏しいことに、もうひとつの原因がある(マルクス経済学の分野では、いわゆる「サービス論争」に関連して多数の文献が存在する。しかし、これらは、基本的には、サービス論というより価値論の文献であり、サービス業自身の分析が研究の目的ではないだろう。また、近代経済学の分野では、フェックス著、江見康一訳『サービスの経済学』1974年、井原哲夫『サービス経済学入門』1979年等の文献が存在する。これらは、近代経済学の分析ツールを、サービス業に適用するために拡張しようとする試みといえる。しかし、体系化にいたっていないとはいえないだろう)。

商業論、マーケティング理論におけるサービス 商業論、マーケティング理論におけるサービスの概念についてアプローチとしては、次のものをあ

げることができる（以下の分類は、浅井慶三郎『サービス業のマーケティング』増補版、2003年に基づいている。ただし、浅井による分類が、より構造化されたものであるのに対して、以下の分類は、並列して簡単に分類している）。(1) サービスとモノの2分割論、(2) 機能論的アプローチ、(4) 分子論的アプローチ、(5) 効用論的アプローチ、等である。以下では、後の議論と関係する(1)と(2)のアプローチに触れておく。

まず、(1)「サービスとモノ2分割論」では、サービスとモノを対比し、サービスの特性として以下のものを挙げる（浅井、前出、6～8ページ。なお、これらの特性については、井原、前出等によっても取り上げられている）。① 物質的な存在を持たないこと（非物質性）、② サービスの生産と消費が時間的、空間的に分離されておらず、在庫が存在しないこと（生産と消費の非分離性）、③ サービスの生産の過程へ消費者が直接に参加すること（生産への消費者の参加）、④ 在庫が存在しないため、需給の調整が困難であること（需給の調整の困難）、⑤ サービスが、利用時に消滅し、事後的な確認や転売ができないこと（一過性）、⑥ サービスの質が、提供者の個人的な要因に影響され、標準化が困難であること（規格化・標準化の困難）、⑦ サービスは、使用権の移転があっても所有権が移転しないこと（所有権の非移転）。これらのサービスの特性は、「サービス業の多く」で「製造業を中心に発達してきた経営管理技法やマーケティング理論を効果的に利用」することを困難にする（野村清『サービス産業の発想と戦略ーモノからサービス経済へ』1983年、156ページ）。これらのサービスの特性の多くは、本来的には、金融サービスにも、妥当するだろう（ただし、すべてが妥当するわけではない。例えば、金銭の貸借にあたって、原則的には、貨幣の所有権は、占有者たる借り手へと移転する。末川博『占有と所有』1962年、194ページ、あるいは、川島武宜『新版所有権法の理論』1987年、179ページを参照。また、後に見るように、金融業では、これらのサービスの特性の抑制が進展している）。

次に、(2)の機能論的アプローチは、サービスとモノを並列的に対比するのではなく、サービスを、モノの働き(機能)としてとらえる(詳しくは、野村、前出、を参照のこと)。つまり、モノが生み出す働きが、サービスであり、『モノ』が経済主体にとって有用な機能を果たすことを『サービス』と呼ぶ」点に、機能論的アプローチの特徴がある(同、38ページ)。商品経済の初期には、モノの機能の利用のためには、モノの所有が前提であった。利用者の目的は機能にあり、所有自体ではない。この機能のみを分離して、提供する傾向を、サービス経済化ということもできるだろう(同、40～41ページ)。

機能論的アプローチにもうひとつの特徴は、サービスという機能を発揮する主体としての『モノ』(広義の物財)として、人、狭義の物財のほか、システム(財)をあげる点にある(『現代金融と信用理論』83ページの図1参照)。人の行うサービス(労働)については、説明の必要はないだろう。狭義の物財とは、物質的な財をさしており、この狭義の物財の機能が、サービス(財)として売買されるという事態は、たとえば、自動車の賃貸のように、物財の所有権の移動を伴わない、その機能のみの一時的な販売をさしている。システム財と、システム財的サービスが、もっとも難解である。ここでいう「システム」が、かならずしも、明白に定義されているわけではないが(「システムとは、言語、数式、情報、ノウハウ等の抽象的に把握されるシステムのすべて」と述べられている。野村、前出、37ページ)、たとえば、「保険というシステム財的サービス(財)は、保険という組織化されたシステムの機能」(同、54ページ)と考えられている。

3 金融商品、サービスの概念—銀行の特殊性について

以下では、第2項で取り上げた機能的アプローチによるサービスの把握

にもとづいて、さまざまな金融商品・サービスについて整理する。

最初に、それ自身特殊な商品である信用貨幣についてとりあげ、次に、銀行固有の業務について検討する。固有の業務以外の金融業務については、紙数の都合から、省略する。

整理に先立ってまず、機能論的アプローチにおける「システム」の概念や、サービス等の概念を、金融取引にあわせて、具体化しておきたい。まず、ここでは「システム」とは、金融システム、あるいは金融制度をさすことになる。そして、このシステムの生み出すあらゆる金融取引は、本来、物財ではなく、システムのサービス（財）ということになる。ただし、金融の領域では、他の領域と比べ、本来、物財、あるいは商品でないものが、商品として擬制される動きが進展している（サービスの商品擬制）。このような擬制化したサービスを、以下では、「擬制的商品」と呼ぶ（擬制的商品を、仮に定義しておけば、「それ自身が物質的存在を持たないか、それ自身の物質的存在から離れて、他の外在的な仕組みやシステムの働きで、独自の価値を持つとみなされるもの」ということになるだろう。擬制的商品は、擬制資本を含むが、かならずしも、擬制資本のように、変動する擬制資本価格を持つとはかぎらない）。

3.1 特殊なシステム財の商品化としての信用貨幣

金融商品・サービスについて検討するより以前に、貨幣自身が、特殊な「財」であることについて触れておかねばならないだろう。

本来、商品貨幣は、特殊な商品であり、特殊な物財であってサービスではない。しかし、信用貨幣は、もともと物財ではなく、それが表示する価値額と、その素材の価値はかけはなれている（「貨幣は全くの交換価値なのであり、『物』としての特定の貨幣は、このような観念的抽象的等価的な交換価値にとっては偶然的非本質的なものでしかあり得ない」川島、前出、178 ページ）。信用貨幣は、上記で述べたシステム財的サービスが商

品化したものということができるだろう。相殺のメカニズムとしての銀行システムが、存在することによってはじめて、信用貨幣は、貨幣として機能することができるからである。その意味で、システムのサービスが商品化した擬制的商品と考えることができる。そして、ここで銀行は、擬制的商品である信用貨幣の生産者として登場していることになる。

3.2 固有の銀行業務

以下では、融資、決済、預金という銀行固有の金融サービスをとりあえる。

融資というサービスと商品化 「貨幣を貸す」という行為は、自動車等の物財の賃貸と同様に、広義のサービス業に属する。金融制度というシステムや金融機関が、貨幣の機能を借り手に移転させるという働きを持つのが融資というサービスである（ただし、融資というサービスの対象となった貨幣に対する所有権は、借り手に移転する。この点、貨幣以外の財の貸借というサービスとは異なる）。ここでもし、融資が、信用創造のように、金融制度というシステムを前提しているのならば、融資は、システムのサービス財ということになるだろう。これに対して、融資が、金融制度を前提せず、単独の貸付として行われるならば（貸金業）、融資は、物的サービスということになるだろう（ただし、貸金業を、一定のシステムを構成すると考えるなら、この場合もシステムのサービスということになるだろう。しかし、この場合のシステムは、信用創造の仕組みとしての銀行制度とは異なるシステムである）。

他方で、消費者ローンや、中小企業向けのポートフォリオ融資のように、融資が定型化され、標準化されることを通じて、融資もまた、通常の商品のように、生産され、販売されるものとして理解され、認識される動きが進んでいる。この場合には、融資は、擬制的商品とみなすことができる。ここでも、金融機関は、擬制的商品の生産者としての側面を持つことにな

る。

さらに、近年、進展している融資の証券化の動きは、融資によって成立した債権を、貨幣を対価に、第三者に譲渡・販売する行為である。ここでは、既存の融資というサービスの上に、新たに、有価証券という擬制的な商品が生産され、販売されている。

サービスとしての決済業務 決済業務は、特殊な商品としての商品貨幣、そして、特殊なシステム財の商品化としての信用貨幣を取り扱う貨幣取扱業務である。決済業務も、融資業務と同様に、多様な内容を持つ。しかし、その中心を顧客に代わっての支払いの遂行と考えるならば、貨幣の一種の「運送業」であり、その意味で、人的な、あるいは物的なサービスと考えることができる。しかし、銀行による決済業務は、銀行制度全体によって構成された相殺のメカニズムとしての決済システムを前提としている。この点で、決済業務は、システムのサービスとみなすことができる（預金業務や融資業務と異なり、決済サービスでは、サービスの擬制的商品化は、あまり進んでいない。強いて述べれば、近年のペイメントカードの利用の増大や、決済サービスの定型化の動きに、商品化の端緒を認めることができる）。

預金というサービスと商品化 決済性預金は、顧客にとって、決済サービスを利用するための銀行への貨幣の寄託であり、銀行側からすれば、決済サービスの提供の前提としての寄託サービスの提供とすることができる。この寄託も、決済制度というシステムの存在が前提となっており、その意味で、システム財的サービスとすることができる。

貯蓄性預金の場合には、決済性預金と異なり、いくぶん錯綜した複数の観点が存在する。まず、貯蓄性預金を、顧客から銀行への金銭の消費貸借と考えるならば、融資の場合とは逆に、顧客から銀行への物的サービスの

提供とみなすことができる。この場合には、貯蓄性預金は、システムのサービスではないことになる。預金金利は、サービスの対価として、顧客に支払われるものとみなされる。

これに対して、貯蓄性預金を、決済性預金と同様に、顧客から銀行への寄託とみなすならば、銀行による寄託サービスの提供ということになる。この場合、貯蓄性預金もまた、銀行制度という制度の存在を前提して行われるという点で、システムのサービスということができらる。そして、その際には、サービスを提供している銀行が、対価として、顧客に預金金利を支払うという事態が発生することになる。

さらに、貯蓄性預金自体を、一種の商品とみなし、銀行が、預金という商品を生産し、販売するという観点に立つならば、預金という商品の対価は、預金される貨幣金額自体ということになる。この場合には、貯蓄性預金は、システムのサービスが、商品化したもの、つまり、擬制的商品とみなされる。その際には、預金金利は、預金という商品の使用価値とみなされることにならう（以上の点について詳細は、拙著、『戦後ドイツ金融とリテール・バンキング—銀行の大衆化と金融商品の価格』2003年、76～77ページ参照）。

3.3 システム化と商品化—金融サービスの特質—

これらの商品、サービスの多くに共通する特徴としては、システム化が進んでいること、システムのサービスの商品化が進んでいることである。

一般のサービス業のように、人的な、あるいは、物的なサービスの提供にあたっては、機能の主体としての人や、物財に由来する制約が、システム化の制約となる。これに対して、金融サービスでは、純粹の価値額が問題となるのであり、物質的な存在は「偶然的非本質的なもの」にすぎない。この金融サービスの非物質性という特性は、(1) システム化、制度化を容易にすると考えられる。他方で、(2) 金融サービスの非物質性は、金融サー

ビスを、紙券や、証券のようなシステムの外部に存在するモノへの体化を容易にする。つまり、擬制的商品への転化が、比較的容易だと考えられる（金融サービス以外のサービスでも、このような商品化が不可能ではない。一般のサービスの場合における「物への体化」については、野村、前出、192～196 ページを参照）。また、(3) 物質的な制約が少ないことは、商品、サービスの自由で多様な設計を可能にすると考えられる。

金融商品の特性 (2)、つまり、商品の擬制によって、銀行は、サービスの持つ特性（第 2 項参照）を克服、または緩和し、そのことによって、サービス業の持つ制約を緩和してきたと考えられる。すなわち、第 2 節で触れた ① 非物質性は、擬制的に商品の形態をとることにより、克服される。② 生産と消費の非分離性は、擬制的な商品の生産と消費へと分離される。消費者から離れたところで、擬制的な商品が生み出されることができれば、③ 生産への消費者の参加も抑制される。擬制的な商品が生み出されれば、その商品の需給の形式により、④ 需給の調整の困難の克服も可能であろう。擬制的な商品の転売等によって、⑤ 一過性という問題も克服可能である。

金融サービスの特性 (1) は、銀行業が、おおかたのサービス業と異なり、大企業化し、機械化していくこと、大量生産を容易にした（これに加えて、歴史的に、「制度化の程度が著しい」野村、前出、123 ページ）。このことにより、⑥ 規格化・標準化の困難という問題も緩和される。

このような金融サービスの特徴のうち、(2) の特徴は、銀行に、サービス業の中で、特異な地位を与える。すなわち、銀行は、資金の流通を促す「流通業（サービス業）」や資金の貸借を行う貸金業、あるいは預金の寄託をうけるサービス業としてのみ認識されるのではなく、信用貨幣や、信用を創造する「製造業」としての側面でも認識されるからである（銀行を、「流通業」とみる見方は、古典派によって代表される信用媒介説の系譜に属する。これに対して、銀行を「製造業」とみる見方は、信用創造論の系

譜に属する。この点については、生川栄治『信用理論の体系』1985年、1～2ページを参照)。すなわち、銀行は、サービス業であると同時に、製造業であるような仮象を持つことになる。これは、金融サービスの特徴に由来する銀行の特殊性だと考えることができる。

4 むすびー「金融サービス業」化についてー

これまで、サービスの概念について検討し、この概念に基づいて、個々の金融サービスや商品について考察した。金融サービスの特徴としての非物質性が、銀行に、サービス業のなかで、特異な地位に置くものと考えられた。

以下では、「金融サービス業」化という事態についてのべ、むすびとしたい。前節で述べたように、金融サービスの非物質性という特性は、(1)システム化を進め、(2)擬制的商品化を促す。他方で、金融サービスや金融商品の非物質性は、それら自身の自由な設計を可能にする。第二次大戦後の日本においては、従来は、さまざまな規制によって、金融商品、サービスの多様化には、大きな制約が課されていた。近年の制度改革や、規制緩和の流れは、この制約を除去することとなり、金融サービスの商品化や、多様化につながっていった。いったん成立した擬制的商品は、その商品にかかわる金融サービスを生み出す(擬制の高次化)。また、既存の金融商品、サービスが、アンバンドリングやパッケージ化を通じて、さらなる多様化の可能性を広げることになる(擬制的商品としての新たな金融商品の登場は、商品の生産者、製造業者としての銀行の性格を強める側面も持つ。しかし、預金や融資についての既述で触れたように、擬制的商品という表象は、かならずしも安定的なものではなく、本来の金融サービスとしての側面も残している)。

このような商品、サービスの多様化に並行して、信用貨幣や信用の「製

造業者」としての銀行の地位は、相対的に低下していくことになる。一方では、追加的資金の調達的手段として、銀行を通じるものの地位が相対的に低下し、市場を通じた調達の地位が上昇してきた。他方では、銀行を通じての資金調達のなかでも、信用創造によるものに対して、信用媒介によるものの地位が、歴史的に上昇しているといえるだろう。

このような多様化と、製造業者としての銀行の地位の低下が、銀行の「金融サービス業」化といわれる事態だと考えられる。

<清田報告へのコメント>

下平尾勲（福島大学名誉教授）

独創的な研究発表ですが、次の点に疑問を感じました。

1. 社会経済的な状況変化に対応して金融の新しい形態として金融商品、金融サービスが登場している。銀行は企業への貸付から個人貸付へ、金融のサービス化、サービスの金融化、金融の信用創造から金融の仲介機能へと転じているとされています。それはなぜか。金融仲介機能はどのような性格を持ち、信用理論研究でどのような位置を占めているか。今後どのような展開をしようとしているか。
2. ご報告では、① サービスの概念に基づき、② 個々の金融サービスや商品について検討し、③ 商業銀行の「金融サービス業」化について報告されました。まずサービス概念を軸に金融サービス業の発生と展開を説いておられますが、金融サービス業というのは金融の取る一つの形態にすぎないように思われます。

金融は経済構造の形成発展に規定されます。とくに生産、流通、分配、消費、蓄積、再生産との関係で一体的、総合的かつ動的に捉えるものです。こうした中で生産を中心とした金融から個人を対象とした金融へ移ってきています。金融サービスというのは、金融の貸付と返済の中でおこる一つの形態、結果現象であると思われます。経済の発展が第一次、第二次産業からサービス産業へ構造が変化し、それとの対応の中で金融のサービス化が登場しています。それはサービス業の自己展開ではなく、産業構造の変化とそれに対応する金融業の変化の中でとりあげる必要があるように思われます。いかがでしょうか。

3. 金融サービスを、① サービスとモノの二分割論、② 機能的アプローチ、③ 分子論的アプローチ、④ 効用論的アプローチに分けておられますが、この区分の根拠は何ですか。なぜこのように区分しなければならないのでしょうか。この区分は外面的な特徴、結果を述べたのであって、外面的な関係が一定の条件でさ

ままな形態や機能をとるとみるべきであって、結果や機能から本質とはけないのではないのでしょうか。

<下平尾勲氏のコメントへの回答>

1. 銀行業務の多様化の結果、信用創造の相対的な比重が、小さくなっていると考えております。金融仲介機能の理論研究上の地位につきましては、ジョン・ローの時代以来、現実の変化に応じて、信用創造機能との間で、地位を交代しながら現代にいたっていると考えております。
2. 特に異論はございません。ただし、産業構造の変化と関連付けて考えるためには、起こっている事態を把握する必要があると考えます。関連付けられるようとする事態が把握されていなければ、産業構造の変化と関連付けることはできません。
3. 商業論や、マーケティング理論での研究の蓄積を参照いたしました。起こっている現象から、その本質へ、そして、再び現象の分析へと向かうものであって、まず、本質論から始まるべきではないと考えております。

<質疑応答>

吉田暁（武蔵大学）

1. 「相殺システムとしての銀行システム」での「相殺」という用語は「振替」というべき。
2. 「信用貨幣は擬制的商品」等といっても、信用貨幣、信用創造が分かるわけではない。「金融商品」というような用語は業界のジャーゴンとしておけばよい。

[答]

1. 「振替」自体が、相殺に基づいていると考えております。
2. たとえば、預金や融資が、単に取引ではなく、「商品」として認識され、「生産」され、取引されるようになってきていることは、表面的な事態ではなく、より深い変化を表しているのではないかと考えております。

川合研（福岡大学）

決済システムにおける為替取引において反対方向の二組の取引が相殺されて現金移動が節約されること解釈するが、この点いかがお考えか。

[答]

異論はございません。だからこそ「相殺システム」と申しております。

川波洋一（九州大学）

1. 「『製造業者』としての銀行の地位の低下」はどのような指標で表現されるか。
2. 「金融サービス業」化といわれる事態に証券業も含めて捉えているか。
3. 「金融サービス業」化を推進する力は何か。

【答】

1. 原則的には、資源の再配分にあたって使用される貨幣量全体に占める、追加的な貨幣供給（貨幣創造）の量と考えます。この比率を直接に表現する数値指標を選択するのは困難かと思われます。
2. 含めております。
3. 直接的には、金融資産の蓄積というお答えになるかと思えます。

飯田裕康（帝京大学）

預金にともなう<利子>の存在は、どういう意味を持つか。

【答】

預金を資金の貸借として認識する限りは、資金の貸借にともなう「価格」ということになります。しかし、預金を「商品」として認識する場合には、金利は、預金という商品の「使用価値」と見ることを意味することになります。有価証券の場合と同様であり、その意味で、擬制資本化していると考えております。

吉田賢一（工学院大学）

昨今の諸サービスは擬似的商品ならともかく、擬制的商品ではない。「擬制」と「架空」はどう区別します。

【答】

前半については、上記の飯田先生へのお答えをご参照ください。また、単語の概念規定は、それによって、何を明らかにしようとするのかによって規定されるべきだと思えます。

小野英祐（東京大学名誉教授）

1. 貨幣に対する所有権は借り手に移転するとあるが、はたしてそうか。
2. 報告者はシステムと制度を同様に考えているようだが、システムは（自然発生的なものとして人間の手になる）一定の構造物、制度は、人間の作った構造物のニュアンスが強いのではないか。

【答】

1. 民法の世界での定説は、移転するとされております。
2. 文脈に依存するのではないのでしょうか。

熊野剛雄（専修大学）

銀行の信用供与と貨幣取り扱いおよび、それに付随した業務を「商品」と呼び「サービス」と呼びかえたのに過ぎないと思われませんがいかがでしょうか。最後に突如として信用創造に対する信用仲介の優位を説かれていますが、この関連と「サービス化」との関連は？

[答]

世の人々が、そのように呼びかえているのはなぜかという問いを、50周年の書籍の編集委員会から頂いて、「サービス業化」をとりあげました。後半に関しましては、銀行業が非常に多様化してきており、それを総称するのに金融サービスという用語が使われるようになったと考えます。これは、銀行業務全体の中で、信用創造の地位が、相対的に低下したことになります。

清水正昭（千葉商科大学）

「現代の銀行業」と現代の「金融システム」の不安定性をつなぐ論理とメカニズムは何か？

[答]

直感的なお答えになってしまいますが、たとえば、現代の銀行業は、非常に工学的になっており、規制もまた、バーゼルⅡのように工学的な観点からボラタリティを押さえ込もうとしています。そのことが、さらに、プロシクリカリティ等を通じて、不安定性を高めるという結果になっているのではないかと思います。

「現代金融システム」の歴史的評価 ～『資本論』信用理論の現代的解釈～

岡本 恵也
(熊本学園大学)

I 分析の視座～マルクス信用論の比較優位は何か～

マルクス経済学信用理論によって「現代金融システム」を分析するに際しては、「マルクス信用理論」の「近代金融理論」に対する比較優位は何かという強い問題意識でこの問題にチャレンジすることが求められる。「誰がいますペンスーを読むだろうか。」と問うた、タルコット・パーソンズのかの有名な一文に倣えば「誰がいますマルクスを読むだろうか。」とわれわれも問われている。私は社会主義が崩壊した今こそマルクス理論の「物神崇拜性」の呪縛から自他共に解放されて、真に偉大な社会科学の一学派としてのマルクス理論の知的遺産を継承することができると確信する。私はマルクス学派ではあるが「マルクス主義者」ではない。

マルクスの『資本論』に代表される理論には、マルクスもまた時代の人であるという歴史的「制約性」と偉大な古典が常にそうであるように歴史的制約を越える「普遍性」がある。マルクス理論に依拠して現代を読み解くということはマルクス理論の重要な概念を再解釈することである。再解釈とは現代という歴史的文脈の中で伝統的な解釈を読み替えるか、新たな意義付けを与えることである。本報告の私のマルクス学派としてのスタンスはマルクス理論の「解体と再生」である。

補説1 甦るマルクス

近年、マルクス学派がマルクスの古典的著作を引用、活用するのを見る機会が少なくなってきた。

「社会主義崩壊すれどもマルクス理論は死なず」という認識からすれば、このような知的状況は嘆かわしいことである。ところがマルクスの知的遺産は、かつてマルクス教条派がブルジョア経済学と蔑視した人々によって積極的、肯定的に引用、活用されている。新古典学派のメッカ、シカゴ大学のラグラム・ジャン、ルイジ・ジン・ガレスは『セイヴヴィング キャピタリズム』で「競争制限と既得権擁護」批判の文脈で『共産党宣言』を援用している（堀内昭義他訳、慶應義塾大学出版会、385頁）。

それにもまして、ピューリッツァー賞、3度受賞の著名な世界的ジャーナリスト、トーマス・フリードマンは世界的ベストセラー『フラット化する世界上、下』で自らのビジョンがマルクスのビジョンに類似しているとハーバード大学の著名な政治哲学者、マイケル・J・サンデルによって指摘されたことを述懐している。マルクスが根底的に批判しようとした「近代資本主義」、それゆえに、曇りなき目で直視した「近代資本主義」のビジョン、分析視点の冴えを、言うところの「ブルジョア経済学派・ジャーナリスト」が継承していることは「歴史の皮肉」、「マルクス学派の怠慢」であろう。長文の引用にはなるがフリードマンの該当箇所を紹介しておきたい。

大規模な整理のことを考えはじめたのは、ハーバード大学の著名な政治哲学者マイケル・J・サンデルと話をした直後だった。私が説明しているフラット化プロセスに似たようなことを、一八四八年の『共産党宣言』でカール・マルクスとフリードリヒ・エンゲルスが最初に指摘しているとサンデルがいい放ったので、私はいささかびっくりした。私たちが目の当たりにしている今日の世界の縮小とフラット化は、マルクスが当時目撃したものとは程度が違うが、資本主義に関してマルクスが著作で力説している

歴史の潮流——科学技術と資本は、世界貿易を阻むあらゆる垣根や境界線や摩擦や抑制を排除しようと飽くなき進軍を続ける、という理論——と同じだと、サンデルは告げた。

「マルクスは、世界は入り組んだ国境などない一つのグローバルな市場になるかもしれないと見た最初の一人だ」サンデルは説明した。「マルクスは資本主義を辛辣に批判する一方で、垣根を壊して世界的規模の生産体制と消費システムを作り出す資本主義の力に畏敬の念を抱いていた。資本主義は封建的・国家的・宗教的帰属意識をすべて解体する力であり、市場の必要性に律される世界共通の文明の勃興をもたらす、と『共産党宣言』に記している。資本が支配的な力を持つのは不可避であると考えていた——不可避でなおかつ望ましい、と。資本主義が国家的・宗教的忠誠をすべて破壊したなら、資本と労働のあいだの熾烈な闘争が赤裸々になる、と見ていたからだ。徹底したグローバルな競争を強いられた労働者は、抑圧にとどめを刺そうと、一致団結してグローバルな革命を起こそうとする。愛国心や宗教のような、なだめすかしてごまかす手段がなくなると、労働者は搾取されていることに気づいて、それを終焉させるために蜂起する、というのがマルクスの考えだった」

いま『共産党宣言』を読むと、産業革命中に世界をフラット化した力を、マルクスが明敏に指摘し、なおかつその力が現在に至るまで世界をフラット化する流れを予測していたことがわかり、畏敬の念にとらわれる。『共産党宣言』の重要な段落に、マルクスとエンゲルスは次のように書いている。

昔ながらの古めかしい固定観念や意見を抛りどころにしている一定不変の凍りついた関係は一掃され、新たに形作られる物もすべて固まる前に時代遅れになる。固体は溶けて消滅し、神聖は汚され、人間はついに、人生や他者との関係の実相を、理性的な五

感で受け止めざるをえなくなる。生産物を売るための市場をたえず拡大する必要に迫られて、ブルジョアは地球上をせわしなく駆けめぐる。あらゆる場所で家庭を作り、定住し、つながりを結ぶ。ブルジョアの世界市場開拓によって、生産物と各国での消費には、全世界共通の特徴が備わる。反動主義者は無念だろうが、それは、産業の抛って立つ国家の基盤から生じたものである。古くから確立していたその国に固有の産業は、とうに滅ぼされたか、あるいは徐々に滅ぼされようとしている。そうした産業を駆逐した新しい産業の導入が、すべての文明国の死活を左右する。新しい産業では、国産の原料ではなく、遠隔地の原料を加工する。生産物は国内で消費されるのではなく、地球のあらゆる場所で消費される。昔はさまざまな欲求を国内生産だけで満たしていたが、いまは遠い国や地方の生産物によって欲求を満たすことが求められる。かつては地方や国が閉じこもって自給自足していたが、いまはあらゆる方面と交流し、世界各国が相互に依存している。物質ばかりではなく、知的生産物の面でも同じである。一つの国の知的創造が、共通の財産になる。国家が偏向したり狭い考えを持つことは、いよいよ難しくなり、無数の国や地方の文芸から、一つの世界文芸が生まれる。

生産のためのあらゆる道具が急激に改良され、交通手段が飛躍的に便利になると、ブルジョアはきわめて未開に近い国までひっきりぬめて、あらゆる国を文明社会に取り込もうとする。商品価格の安さは、万里の長城をも打ち壊すことのできる巨大な大砲に匹敵する威力がある。外国人を毛嫌いしている非文明人すら降伏するだろう。絶滅を避けようとするなら、どの国もブルジョアの生産方式にあわさざるをえない。いわゆる文明を取り込むことを余儀なくされる。ひとことというなら、ブルジョアは世界を自分の

姿そのままに作り変える。

マルクスがこれを一八四八年上梓したとは、とても信じられない。『共産党宣言』を引用しながら、サンデルは私にこういった。「あなたの理論はこれとよく似ている。ITの発展が市場とビジネス業務の非効率と摩擦を減らすのに役立つと、あなたは主張している。それがあなたという『フラット化』でしょうね。だが、フラットで摩擦のない世界には、長所も短所もある。お説のとおり、グローバルなビジネスにとってはいいかもしれない。あるいは、マルクスが信じていたように、プロレタリア革命の明るい前兆なのかもしれない。しかし、われわれに立場や居場所をあたえてくれるような特定の場所やコミュニティにとっては脅威となるかもしれない。資本主義が活発になりはじめてからずっと、人々は世界が非の打ちどころのない市場になるかもしれないと空想してきた——保護主義の圧力、異なる法制度、文化や言語の違い、イデオロギーの不一致に妨げられないような市場を夢見ていた。しかし、そんな未来像は、いつだって現実の世界と衝突するはめになった——そこには摩擦や非効率の源が無数にある。摩擦のないグローバル市場への障害物のなかには、ほんとうに無駄とビジネスチャンス喪失の原因になっているものもある。しかし、社会的な結びつき、信仰、民族としての誇りなど、市場とは無関係な価値観をもたらしてくれるゆえに大切にされている社会制度や慣わしや文化や伝統が、非効率そのものでもある場合もある。グローバルな市場と新しいコミュニケーション・テクノロジーがこうした差異までフラット化したら、重要な物事が失われるおそれがある。だからこそ、資本主義に関する議論では、無駄と非効率の根源である摩擦や障壁や境界線に加え、守らなければならないアイデンティティと属性が、つねに中心の話題だった。新しいコミュニケーション・テクノロジーは、電報からインターネットに至るまで、いずれも人間同士の距離を縮め、情報へのアクセスをひろげ、効率的で摩擦のない

完璧な世界市場という夢により近づくことを保証してきた。そして、そのたびに切実な疑問が社会に投げかけられる。われわれはどこまで傍観し、“計画的に同調し”、非効率を締め出せばよいのか？グローバル市場に供給できない価値観を守るために、どこまで流れに逆らえばよいのか？摩擦の原因のなかには、それらをフラット化しようとするグローバルな経済に逆行しても守らなければならないものがあるはずだ

摩擦の最大の原因は、当然ながら明確に定められた国境と法を備えた国家だ。近代主権国家は、われわれの生活全般を秩序だったものにする壁と屋根と床を提供するのが、昔からの流れだった。フラットな世界では、国境という摩擦の要因は、残したほうがよいのだろうか？そもそも残すのは可能だろうか？情報や資本や知的財産の自由な流れを阻む、著作権、労働者保護、最低賃金といった法的な障壁はどうか？三重の集束の結果、フラット化の力が摩擦や障壁を減らせば減らすほど、近代国家、特定の文化、価値観、民族のアイデンティティ、民主主義の風習、労働者とコミュニティに対して歴史的に保護と緩衝の役割を果たしてきた抑制のくびきは、ますます厳しい課題を突きつけられることになる。私たち全員がもっと楽に共同作業ができるようにするには、どれを残し、どれを消滅させればよいのだろうか？(331-333頁)。

Ⅱ 現代金融システムにおける「金融仲介」の優越的傾向 ～「信用創造」の比較劣位～

① 問題の提起～「現代」と「近代」～

現代金融システム論は何を「現代金融システム」の「現代性」として直視しなければならないか？「近代金融システム」を越えるものは何か？このように問題提起されなければならない。

生きている者にとっては生きている今の時代は常に「現代」である。

「現代の金融（システム）」は人類の歴史とともに古い。そして「現代」は常に新しいものを求める。われわれは直近でも1970年代の金融革新、80年代、90年代の金融革新というテーマのおびただしい著作を持っている。

金融論の視点から直視すべき現代資本主義の段階認識は「高度大衆貯蓄（消費）社会」である。マルクス理論の核心とみなされてきた「搾取論」にとらわれこの現実を直視しないため、マルクス学派の信用理論は「信用創造論」に陥踏し、「現代金融システム論」に真っ向から取り組むことを困難にした。マルクスの「利子生み資本」の現代における最大の供給源は「大衆貯蓄」である。FRB議長ベン・バーナンキの有名な“グローバル過剰貯蓄（the global saving glut）”は「現代マルクス利子生み資本論」である、といっても曲解ではない。

② 金融仲介の二極化～投資銀行とリテールバンキング～

「銀行は特別か？」という問いに、銀行は「預金」を取り扱う唯一の「信用創造」機関であることによって特別であるという認識は、「信用創造」の理解の仕方に小さくない差違を残すが、マルクス学派の信用理論には一応のコンセンサスがあると言ってよいだろう。「現代金融システム」の「現代性」は「銀行」以外の、「信用創造」機能をもたない多種多様な金融仲介機関の簇生と「金融仲介機関の多様性、多層性、重層性」とでも評すべき金融仲介機関相互の連関性・相互依存性の高度化、深化である。この現代的「金融仲介」の優越的傾向は「投資ファンド」と「リテールバンキング」に二極化し、多種多様な「証券市場」を舞台に、現代資本主義の「生産と消費」の多様なディメンションに作用している。このような「現代金融システム」の優越的傾向の推進力は高度大衆貯蓄社会の「貯蓄」（利子生み資本）の「無窮の価値増殖意欲」の基底的压力と貯蓄の仲介機関（利子生み資本の運動）に収益性（リスクヘッジ）を求める金融仲介機関の飽くなきビジネスマインド（企業家精神）と企業・家計の旺盛な多種

多様な資金需要に依る。

Ⅲ 「現代金融システム」の基礎理論

① 諸説の理論的整理

マルクス金融仲介（遊休貨幣資本の機能資本化）「再発見」と理論的精緻化は近代金融理論が先行したと言ってよい。レイモンド・ゴールドスマスの「金融連関比率」、ガーレイ・ショーの「ケインズ派・貯蓄—投資媒介論」、新古典派の「金融の情報理論」は近年の金融理論の発展における貢献である。この貢献はマルクス学派の「信用創造論」に無縁な近代理論なればこそその「金融仲介」の圧倒的現実の直視によるものである。しかし、近代金融理論にはその経済ビジョン、方法上の特性からマルクス理論の言う社会的再生産総体（商品価値分析と所得分析の総合）に立脚した「総合化」の試みは見られない。

「現代金融システム」における「金融仲介」の「優越的地位」の主張は「現代金融システム」における「信用創造」をいささかでも否定するものではない。「信用創造」の媒体は紙券、帳簿上の数字、電子情報（「物象化」の極致）とこれまたきわめて「現代的」様相を深化させ、それはそれとして新たに重要な問題を提起している（岩野「システムマネー論」、楊枝「抽象貨幣論」、岡本「法貨廃貨論」）。金融仲介は理論的には貨幣媒体の物理的属性を問わない。現代の「信用創造」の形態、預金貨幣の電子情報化の決済インフレの中で展開、機能している。

② 「信用創造」と「金融仲介」の有機的関連

「信用創造」と「金融仲介」の有機的関連は銀行理論における、貸出が先か、預金が先かという伝統的問題設定に関わる。近年の「信用理論研究会」の「優越的傾向」は「金融仲介は信用創造を事後的にみたもので、信

用創造と一体化している。」(川合研)、「銀行は集まったすでにある資金を貸し出すのではなく、事後的に預け入れられる資金を先取的に貸し出しているのである。」(木村二郎)、「銀行の貨幣供給機能のより重要な側面は信用創造によって要求払い預金を創出することにある。この要求払い預金は・・・銀行システム全体としてはどこかの銀行に預金として環流する。この過程で取引が媒介され所得形成が行われる。後の預金者の貯蓄によって最初の借り手の投資は仲介されているのである。」(吉田暁)に代表される「信用創造還元説=信用創造一元論」、「金融仲介還元説=金融仲介一元論」にあるようである。

しかし、このような理解、解釈では「現代金融システム」にける「金融仲介の優越的地位」を積極的、説得的に説明しうとは思われない。私は金融仲介の独自性、自立性、主導性、優越性を強調する。私の立場は「信用創造」、「金融仲介」二元論ではなく、「信用創造」、「金融仲介」によって構成される金融システム有機体説、あるいは金融構造論である。

「現代金融システム」における「金融仲介の優越的地位」とは、金融仲介の結果としての金融資産の累積・膨張と収縮・毀損による現代資本主義のダイナミズムの認識である。「カジノ資本主義」は「金融資産と実物資産」の拮抗・対立をみない表層的理解である。

IV 「現代金融システム」における金融仲介の理論的含意

① 多種多様な投資ファンドによる多種多様な証券市場における株式売買は株式会社(機能資本)自体の支配権の売買・商品化を含意している。支配権を売却するために支配権を取得する。資本主義の根底的な流動化である。「現代金融システム」におけるこの優越的傾向はマルクス理論の「商品論」、「物象化論」、「金融資本論」、「支配・集中論」の再解釈を喚起する一方、労働力の「商品化」から「株式資本」の「商品化」によって完

結する宇野弘蔵氏の原理論体系を想起させる。

② MBS 等に代表される「証券化」は消費金融・家計金融の台頭とその金融システムへの包摂、統合を含意する。資本主義の基本矛盾は「生産と消費の敵対的対立」であるというマルクスのまさに時代に制約された根本命題に呪縛されて、伝統的マルクス学派は「消費社会」のただ中に身を置きながらも、「信用制度と資本蓄積」と言えば「生産と金融」に限定した分析対象こそが唯一、絶対の崇高なテーマでなければならないと信じ込んできた。消費金融・家計金融を担う「大衆」は疎外され、過剰資本のはけ口といった日陰の身に追いやられた。「信用制度と資本蓄積」は「生産と消費」というまさに再生産総体の視点から「現代金融システム論」に位置付けられなければならない。「実現問題」、「蓄積論」、「過剰資本論」もまた再解釈を求められている。

V 「現代金融システム」の歴史的評価～前近代・近代・現代～

マルクス理論の最大の比較優位は歴史的ビジョンをもつことである。マルクス学派の伝統的歴史観によれば、かつて現代は自由主義段階、独占資本主義段階に続く国家独占資本主義段階であるとみなされた。この歴史観はいまなお保持されているのだろうか？国家独占資本主義論、ポストモダン派の歴史観の特徴は現代を資本主義の最高、最後の段階と見なす「歴史閉塞観」である。しかし、私の「現代金融システム論」は現代を前近代近代に続く近代の純化、深化、進化の途上と見る。

この現代観は翻って、「1940年体制」（野口悠紀夫）、「1930年体制」（米国規制体制）の「規性の時代」こそを相対化しなければならないのではないかとの問いを生じさせる。20世紀最後の四分の一世紀に顕現した現代は「1940年体制」、「1930年体制」に始まる規制の急激な緩和、「規制緩和」によるグローバルな「自由化」の時代である。しかし、もちろん現代は自

由主義段階への単純回帰であるはずがない。「世界大恐慌」、「第二次世界大戦」、「植民地の崩壊」、「社会主義の誕生と崩壊」といった世界を震撼させた20世紀の未曾有の経験を経ての現代である。「自由、平等（社会主義）、博愛（福祉）」の近代理念の相克の時代である。「我々はどこから来たのか、我々は何者か、我々はどこへ行くのか」（ゴーギャン）と、我々は問い続けなければならない。マルクス「疎外論」、「階級社会論」、「革命論」の再解釈が求められている。

コメント

討論者 野田弘英氏

岡本氏は、信用貨幣の創造と利子生み資本の管理という信用制度の二機能を「信用創造」と「金融仲介」と呼び、「信用創造」として真正手形原理を重視、銀行の手形割引を通貨供給の基本ルートと指摘する。他方、氏は、貨幣貯蓄を実物投資へむける投資金融を「金融仲介」と呼び「信用創造」と区別するが、貨幣貯蓄も手形割引による通貨供給の一部から形成されると指摘する。このように氏は通貨のフローを重視する。

① 氏の「信用創造」論では、民間銀行の信用通貨供給に対する現金準備というストックの存在が軽視されているのではないか。

真正手形原理の世界では、円滑な再生産循環が前提され、銀行通貨は手形債務支払とともに銀行へ還流して消滅し、通貨の創造には現金準備は必要ではない。しかし現実には「信用創造」や「金融仲介」には失敗がつきものであり、信用通貨の流通には限界があり、流通力にゆるぎのない現金通貨が流通には不可欠である。したがって民間銀行は信用通貨創造の際には適正な現金準備率や流動比率を維持しなければならず、そのことが利子率の変動をもたらす要因となる。現金準備の状態によって銀行は割引率を変動させ、割引依頼人の商取引意欲に影響をおよぼすのであって、銀行はたんに取引需要に応じて通貨を供給するだけでなく、取引意欲にも影響をあたえる利子生み資本の運用者として行動する。

だが岡本報告では「信用創造」の前提としての現金準備の位置づけがなく、そのため手形割引は利子生み資本の管理・「金融仲介」から分離され、割引信用も利子生み資本の吸着対象となることが軽視されているのではないか。

② 氏の「金融仲介」論では資産貨幣という貨幣ストックの位置づけが軽視されて

いるのではないか。

「信用創造」を基本とする氏の通貨供給論では、通貨は、銀行の貸出によって発行され、返済によって銀行に還流し消滅するものに限定され、したがって「金融仲介」も貨幣貯蓄の実物投資への投入という通貨のフローに着目されている。しかし銀行通貨には消滅せず流通するものが存在する。たとえば中央銀行による銀行券の発行には貸出によるばあいのほか、既存の預金が引出されるばあいや、金の買い上げによるばあいなどがある。なかでも国債担保貸出やオペによって国債と引き換えに通貨が発行されるばあい、国債の借り換えなどで国債残高が維持されるかぎり、事実上国債の償還による通貨の還流・消滅は生じない。このように消滅せず沈殿する貨幣残高の存在は、返済・還流・消滅論に支えられた「信用創造」論では位置づけることはできない。この貨幣残高の動向は中央銀行の貸出調整によるコントロールは難しく、これらの金融資本市場での独自の運動によって、株式市場での支配権争奪戦もふくめ、現実資本から独立した証券擬制資本の運動も促進される。

氏は「金融仲介の失敗」の可能性にもふれてはいるが、しかし貯蓄資金の保有形態としては定期預金や証券投資のような長期債権を挙げ、現金や要求払い預金などの資産貨幣の保有動向についてはふれていない。機関投資家に代表される貯蓄資金の運用者は、保有資産の一部として貨幣・準貨幣を組み込みつつ資産構成を組み替えるので、「金融仲介の失敗」は資産貨幣の保蔵動向に現れる。このような資産貨幣の動きについて、氏の「信用創造」論を前提とする「金融仲介」論では軽視されているのではないか。

野田氏への回答

野田氏のコメントに感謝したい。筆者の本報告のエッセンスが正確無比、簡潔に理解、要約されている。従って、氏の筆者に対する批判的コメントには同意しがたいのであるが、にもかかわらず、氏のコメントは野田氏と筆者の見解の相違を際立たせ、基礎的信用概念の整理、信用論分析の視点、モチーフの重要性、分析対象の歴史的段階の確定等、多くの重要な論点を喚起させた。歓喜の限りである。

まず、基礎的概念についてであるが、「信用創造」、「利子生み資本」と言った根本的、基礎的概念の理解に関わるものである。例えば、コメント①の中で、氏は次のように批判的コメントを呈示されている。「岡本報告では「信用創造」の前提としての現金準備の位置づけがなく、そのため手形割引は利子生み資本の管理・「金融仲介」から分離され、割引信用も利子生み資本の吸着対象となることが軽視されているのではないか。」

筆者は次のように反論したい。「割引利子」も「利潤（剰余価値）」の分割です。

しかし、「割引利子」取得の根拠は「信用創造」によるのですから、「割引利子」は「通貨発行権益（シーニョリッジ）」ではないですか。「割引信用も利子生み資本の吸着対象となる」と安易には言えないはずです。『資本論』第3巻、第5編、「信用論」は「利子生み資本と信用制度」の2分割構成になっていると総括することに異論は少ないと思いますが、マルクスは明らかに、「手形の授受とその割引」までを広義の「商業信用」とよび、「遊休貨幣資本」に基礎をおく「利子生み資本」とを概念的に区別している「断言」できると思います。そして広義の「商業信用」に基礎をおくものを「銀行」、すなわち「商業銀行」と概念したのです。「利子生み資本」の管理も行うものは、私が通説的・通俗的理解に対して、川合一郎教授に従って、「兼営銀行」と呼ぶものです（ドイツ「兼営銀行」とは必ずしも同義ではありません）。このような区別が古典学派、銀行学派にもあり、マルクスが継承した「割引」と「貸付」の概念的峻別に派生し、ご承知のように、今日の「銀行」のバランスシートにも「貸出」が「割引手形、手形貸付、証券貸付、当座貸越」という、大別すれば「割引」と「貸付」の大区分で歴然として引き継がれています。

ではなぜ野田氏のような通説を代表する理解が生じ、筆者に対する批判的コメントが生じるかということ、私の理解では、近代的銀行誕生、形成の「歴史的論理（筋道）」と近代銀行確立後の銀行の「構造的論理」が区別されていないからです。近代銀行は「利子生み（金）貨幣資本」を兌換準備金として形成されましたが、「利子生み（金）貨幣資本」を「信用貨幣形態（銀行券、預金貨幣）」に「昇華」させたところに、近代銀行の「近代」銀行たる所以があるのではないですか。「利子生み資本」は「信用創造」に包摂され、「信用創造」と「利子生み資本」の「構造的関連」が「近代銀行」内部に形成されてきます。「割引利率」が「金準備」に拘束され、制約されたのが、まさに「金本位制度」下の「ゲームのルール」です。しかし、現代のわれわれは「金本位制度」が「歴史的過渡期」の制度であったことを知っています。そして、『資本論』の処々方々にあるマルクスの言葉から、マルクスもこれが、「信用関係の成熟」とともに、より組織化された、「金の呪縛」から解放された今日の「管理通貨制度」に成り上がることを十分予想していたと読めます。

野田氏のような優れた理論家でも「マルクス正統学派」は、惜しむらくはなお「金の呪縛」から解放されていないと言わざるをえません。今日でも「割引利率」は厳然として存在し、これが「中央銀行」の「金融政策」の操作対象の「ターゲット」であることは言わずもがなです。問題は「割引利率（短期貨幣利率）」と「貸付利率（長期貨幣資本利率）」のいずれがアンカーかということです。スマイスに「自然利率」という「語句」そのものはないようですが、古典学派、銀行学派には「貸付利率（長期貨幣資本利率）」を明らかに「自然利率」、「市場利率」と認識していたと解釈可能です。「割引利率」は単純には「市場利率」

とは言えません。「裁量的利子率」です。筆者に「割引利子率」がないのではないのです。筆者は「信用創造（通貨）」と「金融仲介（利子生み資本）」を峻別する系として、「割引利子率」と「資本利子率」の区別を重視するのです。日本の「ゼロ金利政策」は日銀の絶対的「裁量」によるものでしょうか。深刻な不況を反映してゼロ近傍にまで低下した「資本利子率」、「自然利子率」が日本経済の「瀕死の容体」を息も絶え絶えにシグナルしているのではないですか。ゼロ金利「政策」の政策的裁量の余地は「微差」の調整、ファインチューニングです。この微差的調整が「死活的意味」をもつのはヘッジファンド的「投機家」にとってのみです。国民にとっては日本経済が「瀕死の容体」から回復することこそが願いです。「自然利子率」、「市場利子率」の回復に「瀕死の容体」の回復が反映されるのです。裁量的な「割引利子率」は基底的にはこれに追随するものです。割引利子率は独立変数ではなく「市場原理」に服するという事です。もっと「金融政策」を担う中央銀行に敬意を払えば、この回復の方向を、兆候をいち早く経済社会にシグナルで送る専門的責任はもちろん中央銀行たる日本銀行にあるのです。

「金本位制度」では「割引利子率」は「金属原理」に服していたわけですが、資本主義経済の根本形態である「物象化（価値関係の形態化）」理論にとっては形態が担う素材はセカンドリーな意味しかありません。いや今日の電子決済システムの時代をすれば、物理的、素材的属性はネグリジブルと言うべきでしょう。「金本位制度」下の資本主義は資本主義の典型ではありません。資本主義の、狭義には信用制度の未成熟段階だったわけです。マルクス学派で「金」に呪縛されたり、「金」は絶対不変の価値尺度であり、最終決済手段であると言い続ける人はマルクス学派ではなく、過去の亡霊である「重金主義学派」と言うべきでしょう。

最後に野田氏のコメントに触発されましたので、私の見解の傍証として米国の著名な金融論者、ハーバード大学のケネス・ロゴフ（元IMF）の次のような見解を紹介させていただきます。

「グローバルな経済統合が否応なく進行しているので、連銀、欧州中央銀行、日銀を含む、最大の中央銀行さえかつてはもっていたかもしれない中・長期の実質利子率への直接的な影響を持つことは少なくなっている。この重要なポイントはもちろん準備制度議長（当時は理事）ベン・バーナンキの有名な“グローバル過剰貯蓄”の演説に示唆されている。そこでは彼は長期の利子率は優れてグローバルな需要と供給の諸要因によって強く支配されているということを強調した。

例えば、ある推計によれば、合衆国の外国からの借入の能力がなければ、利子率は近年150ベイシス（1.5%）以上高かったかもしれないという。もちろん、金融政策が長期的に中立的である程度に応じて、中央銀行はいかなる場合にも実質利子率の長期曲線に影響をあたえることはできない。中央銀行がリスクプレミアムに影

響を与える程度を例外として。」Rogoff, K. [2005 p. 10] “Impact of Globalization on Monetary Policy”. Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City on, “The New Economic Geography: Effects and Policy Implications”, Jackson Hole, Wyoming.

コメント①にもなお論ずべき重要な論点がありますし、②は残念ながら紙幅の制約上お答えできません。問題は「信用創造」と「金融仲介」の機能的差違を重視した今回の報告ではこの「機能麻痺」について論ずることは主旨でなかったことです。いずれにしても、野田氏の適確なコメントによって自説を開陳するエキサイティングな機会をえましたことを改めて感謝いたします。ご教示ありがとうございます。今後ともよろしくご教示お願いします。

討論者 下平尾勲氏

広範囲にわたる原理的研究報告には多くのことを学ばせていただきました。報告者のキーワードは「大衆貯蓄」、「信用創造機能」ではなく「金融仲介機関の多様性、多層性、重層性」、「リテールバンキング」である。本報告のねらいは「金融仲介の優越的地位」を論じることとされた。

次のような疑問が生じます。

1. 信用創造から「金融仲介の優越的地位」へ転換したのはなぜか。両者の関係は。
2. 銀行業は製造業や流通業の急成長に規定されて発展し、銀行業の発展が逆に作用しながら製造業や流通業の短期間の成長を促した。それが過剰投資、過剰生産、過度取引となって破局していったことは信用創造論に決定的だと思われま。また個人収入の増加により家計支出を越える余剰分が預貯金にまわされ、個人金融資産を原資として住宅ローンや自動車ローンに向けられています。このことが「金融仲介業務」の拡大と深く関係しています。産業構造の変化とそれに対応する金融の変化の中で金融機能のあり方が説かれるべきではないでしょうか。
3. 経済学は生産、流通、分配、消費、蓄積、再生産の関係を一体的、総合的かつ動的に取り扱うものです。金融もまたこれらの経済構造の中で規定されます。90年代以降の長引く経済活動の停滞の中で企業の設備資金や在庫投資が抑制され、拡大再生産の困難の下で、より安定し、収益性の高いリテール部門への銀行の貸付が増えているという景気循環の一面の中で生じてくる問題を一般化できるのでしょうか。

下平尾氏への回答

「正統マルクス学派」の下平尾氏のコメントをいただけることは光栄です。コメントも要点を指摘されていますので、以下非力ながら稍一杯お答えします。

2の「産業構造」の変化との関連で金融機能の変化を説けといわれるのはお説の通りです。さらに言うなら産業構造の変化というより、資本主義の段階的变化と言うべきかと思います。資本主義の段階論は近年流行りませんが、旧段階論とは別に新たな金融システムの構造変化を誘導する資本主義の発展段階はマルクス学派は重視すべきだと思います。筆者は「高度消費社会」と同時にそれと対応する段階に達した「高度貯蓄社会」を直視しなければならないと思います。ケインズの有効需要論が台頭したときには「公共事業」がその担い手でした。しかし、今日の段階での最終需要は消費が国民総支出に占めるウェイトを考えれば「消費者信用」に担われた「消費需要」でしょう。消費者信用は金融機関から見れば「リテールバンキング」です。その意味では「リテールバンキング」は景気循環の局面でウェイトを増減させる景気変動対応的な金融ビジネスではなく、まさに現代資本主義下の銀行ビジネスとして構造的に定着していると見るべきではないでしょうか。過日銀行OBの人から、「日本の銀行の利益率が米国と比較して低いのはリテール業務を消費者金融会社に篡奪されて放置したからであり、米国銀行の利益率の高さはリテールによるところが大きいのではないか」と聞いて腑に落ちました。もちろん、問題は銀行と消費者金融会社の「ゼロサムゲーム」ではなく、最終需要を構造的に保証して社会的再生産、資本蓄積を拡大させることにリテールバンキングの蓄積論的役割が重要です。

次に「信用創造」と「金融仲介」の関連です。Ⅰ図は貯蓄が「定期預金」で行われ、それを「原資」に貸付が行われた「間接金融」のケースです。Ⅱ図は貯蓄が「社債」に投資された「直接金融」のケースです。「直接金融」のケースが「信用創造」と「金融仲介」の関連を明示する恰好のケースです。またⅢ図は「金融仲介」の動かし難い「歴史遺産」として「企業」、「家計」に「金融資産」が蓄積することに留意を促すものです。「信用創造」では手形に代表される「流動資産」と当座預金に代表される「流動債務」が「相殺」されます。従って「創造」されては「消滅」して「金融仲介」の結果として「金融資産」が蓄積、堆積されることはありません。

Ⅱ図に明らかのように「貯蓄」が行われ、直接「金融仲介」で貯蓄が投資資金として「金融仲介」され、活用されたにかかわらず、銀行のバランスシート上では、企業の「当座預金」、家計の「普通預金」という「決済性預金」の、すなわち「信用創造」によって創出された「預金貨幣」のシステムの内部で完結していることで。したがって、金融仲介による「貯蓄—投資」の媒介も実物で行われるわけでは

ありませんから、銀行の「信用創造」によって構築された金融インフラである「決済システム」上でしか実行されないのです。しかし、この事実をもって金融システムの本質は、あるいは銀行の本質は「信用創造」であると言いつのると、「貯蓄」という、生産、消費と並んで極めて重要な経済的行動の意義も、マクロ的含意も、「金融仲介」の「信用創造」よりは、はるかに「専門的」な「情報生産」機能も看過、軽視して、今日の「多種多様な投資ファンド」に見られる金融仲介システムの広範化、多層化、重層化、といった「現代金融システム」の核心的構造にアプローチできないと言いたいのです。「金融仲介」を「貯蓄資金のたらい回し」だと言って軽視し、「天地創造」から「信用創造」まで「創造」という言葉の神秘性に酔う人は「信用創造還元派」で「創造的」ではないと思います。「信用創造」はかつて楊枝嗣朗氏が「産業資本が近代信用制度を<創造>したのではなく、近代信用制度が産業資本を<創造>したのだ」（『近代初期イギリス金融革命』）とコペルニクスの視座の転換を宣明した時に、「信用創造」の「歴史的意義」は言い尽くされたのです。「金融仲介」を「貯蓄資金のたらい回し」だと言うのは、言い得て妙な表現です。その通りです。しかし、この天下一品の「皿回し」、「たらい回し」を現代の「投資銀行業務」はしのぎを削っているのです。先述の銀行OBが日本の銀行に「投資銀行業務」の勝ち目はなく、「投資銀行業務」は世界に3行あれば良いとの見方がインターナショナルなプロの見方だと聞き、これまた腑に落ちました。日本の銀行は「リテールバンキング」で庶民をもっと大事にしなければならないのではないでしょうか。最後に「リテールバンキング」には「信用創造」と「金融仲介」にかかわる機能が混在していますので腑分けが必要です。

I 貯蓄がある場合、貯蓄の移転による「還流の法則」、「間接金融」の場合

普通→定期		定期→貸付		普通→当座	
割引 100	当座 50	割引 100	当座 60	割引 100	当座 100
	普通 40		普通 40		普通 0
	定期 10	貸付 10	定期 10	貸付 10	定期 10
当座→返済					
割引 0	当座 0				
	普通 0				
貸付 10	定期 10				

II 貯蓄がある場合、貯蓄の移転による「還流の法則」、「直接金融」の場合

割引→当座預金		当座預金→普通預金		普通→社債	
割引 100	当座 100	割引 100	当座 50 普通 50	割引 100	当座 60 普通 40
普通→当座		当座→返済			
割引 100	当座 100	割引 0	当座 0		

III 貯蓄移転後の家計と企業、間接金融と直接金融

家計		企業	
定期預金 10		固定資産 10	借入 10
Or		Or	
社債 10	貯蓄 10	固定資産 10	社債 10

追記 会場で吉田暁、柴垣和夫先生を始め何人のかの先生から貴重な質問、批判的コメントをいただきました。この紙面でお答えすべきところですが、コメンテーターに対する回答に紙幅を割いて余裕がありません。コメンテーターに対する回答で一部補えるのではないかと思いますお許しをお願いいたします。

擬制資本と銀行

坂本 正

(熊本学園大学)

【主題と方法】

擬制資本と銀行は現代資本主義における重要なテーマであり、日本の銀行が抱えてきた不良債権問題は現代の擬制資本論に関わるテーマでもある。こうした問題にアプローチするため、これまでの資本信用と擬制資本の構造をめぐる議論を踏まえ、主としてアメリカを中心とした論点と現代の日本に関わる論点を中心に報告をする。

私はこうした論点について、金融制度論の研究領域から「銀行と市場」を中心に擬制資本を考察する立場をとっている。ここでいう金融制度論とは①個別の銀行の視点 ②中央銀行－商業銀行、それに関連する金融市場を中心とした金融システムの視点 ③金融システムと金融法との関連を問う視点を視野に入れようとするものである。

【『金融資本論』と現代擬制資本論への展望】

ヒルファディングの『金融資本論』では、信用制度論としては、資本信用と擬制資本の関連が重要なテーマとなっている。制度論的には商業銀行から兼営銀行への構造変化として範疇が展開されている。擬制資本論としては株式会社論から銀行資本までが包括的に取り扱われている。これを基調に銀行と産業との緊密化の契機が析出され、その上で銀行による産業支配の契機が考察されている。

これまでのヒルファディング研究やこれに関する信用理論研究から重要な成果がうまれているが、現代擬制資本論に関わる論点も多い。例えばいくつか論点をあげると、ヒルファディング『金融資本論』との関わりでは交互計算業務と発行業務との関連をどう評価するかがドイツの金融資本の形成と評価の面でひとつの争点であった。また、信用制度と株式会社をめぐる議論の中では、資本信用の流動化は貸付を出資へ転換することを基調にそれが転嫁流動性であると位置づけられてきた。

これらの理論展開の論理構造が現実の信用制度の展開の中でどのような有効性をもつか、特に擬制資本の動向がどのような影響をもつかが分析の課題となるだろう。

報告ではこれまでの研究成果を踏まえ、「銀行と市場」の観点から現代の擬制資本に関わる論点をアメリカと日本との比較を念頭に若干の整理を試みることにしたい。

論点 1. 「銀行と市場」からみたアメリカの特徴

【投資銀行と商業銀行】

アメリカは歴史的に証券資本主義といわれるように 19 世紀末に証券市場が肥大化した構造をもつ。投資銀行が証券業務を担当することで、商業銀行との分業体制をとっていた。連邦準備銀行の形成に向けた経緯では、ウォール街の投資銀行に対抗する形でシカゴの商業銀行がアメリカ銀行協会で優位な位置を占めるといった時期があった。

【兼営化傾向】

19 世紀末に兼営化傾向の中核となったのは信託会社である。CP の買取り（事実上の割引）や証券担保貸付など商業銀行業務を推進する一方、証券業務にも参入することで、銀行業務と証券業務の兼営化に一定の役割を

果した。

【銀行の証券投資と構造変化】

1920年代に商業銀行の証券投資が増大し、これに対応して転嫁流動性理論が提唱されることになる。また証券子会社を通じて商業銀行が証券業務に積極的に参入する。1924年頃から通貨監督官がこの傾向を容認するだけでなく、マクファデン法案として積極的に推進する立場をとり、1927年のマクファデン法の成立によってこの傾向は更に加速されることになる。

だが、こうした傾向にあって、19世紀末からの動きを通して銀行が社債を取り扱うことは容認されたが、株式までを取り扱うことは思いの外慎重であった。

【証券分離の意図と背景】

1933年銀行法（通称、グラス＝スティーガル法）は、銀行と証券の分離を制度として定めることになり、それは1999年のグラム＝リーチ＝ブライリー法までアメリカの金融制度の枠組みを形造ることになった。

1929年恐慌以降、グラスが意図したのは、株式投機に連銀信用が利用されることを阻止することであった。これはブローカーズ・ローンについての公聴会などに示されるが、その後の金融制度改革に向けた公聴会などで例えば証券子会社の規制・監視から分離・廃止に至る論議があり、法案の幾度かの修正を経る中でグラス＝スティーガル法が成立した。商業銀行と擬制資本の分離が、金融制度改革の根幹であった。これが成立した背景には、ペコラ公聴会を通じて銀行による証券業務に問題があることが広く知られたことがある。他面、これによって投資銀行も規制を受けることになり、J.P.モルガン商会はこれを契機に、逆に商業銀行の道を選択することになった。

ところで、低迷する当時の証券市場の振興策としてグラスが構想してい

たのは、イギリス型の銀・証分離に基づく再建案であった。しかし、現実には証券市場の振興が進まないため、1935年銀行法の審議過程でグラスが提起した1933年銀行法の一部修正案は、商業銀行に限定的に証券引受を容認するという内容のものであった。このグラス修正法案が最終的に否決されたことで、1933年銀行法の根幹である商業銀行と擬制資本の分離の枠組みが決定されたと言ってよい。だが、このグラスの修正提案は1999年グラム＝リーチ＝ブライリー法の審議過程では、銀・証分離の枠組みをつき崩す最初の試みとしてしばしば高い評価を与えられることになったのである。

【商業銀行の中期貸付とターム・ローン】

商業銀行は、短期貸付を更新する形で実質的な中期貸付を行っていた。これが転嫁流動性理論と密接な関連を持っていた。商業銀行は保有する証券を証券市場で売却することで資産の流動性を維持したのである。1920年代の商業銀行は、このような中期貸付という構造変化を基本に債券部や証券子会社を通じた証券業務への参入、更には信託の兼営化という業務の多角化を展開していた。グラス＝スティーガル法（1933年銀行法）は商業銀行と擬制資本との分離を意図したが、通説が言うような真正手形理論に基づくものとして銀行の資産の流動性について商業銀行の中期貸付の進展という構造変化を規制するものではなく、信託の兼営化を規制するものではなかった。

商業銀行の短期貸付の更新という中期貸付に加えて、当初からの契約によって中期貸付を行うのがターム・ローンである。ターム・ローンは1930年代後半から本格化するが、その普及の契機となったのが、1935年銀行法である。

1935年銀行法の柱のひとつは、銀行の救済であった。それまでの連銀の貸出基準となっていた適格担保基準を緩和することで、商業銀行の凍結

資産の流動化が図られた。これは連銀にとってこれまでの伝統的な真正手形理論からの大きな転回点となった。商業銀行は当時、資産の流動性を証券市場に依存する転嫁流動性理論に立脚していたが、この連銀の適格担保基準の緩和によって証券市場での流動化ができない資産についても連銀の適格担保となることで中央銀行信用に依存した流動性が確保できるようになり、それまでの凍結資産の流動化が可能になったのである。中央銀行信用に依存した転嫁流動性理論である。これによって、連邦準備制度加盟の商業銀行にとってはターム・ローンという中期貸付供与の制度的な基盤が与えられることになった。

【ターム・ローンと社債】

ターム・ローンの供与を可能にする背景には、1935年銀行法による連銀信用供与の改革があった。また、商業銀行がターム・ローンを供与するための誘導策として、公的信用部面でRFCや連銀がターム・ローンを供与する先導的な役割を果たした。このように、商業銀行がターム・ローンを供与するためには金融制度の構造変化が必要であった。

ところでもうひとつ重要な点は、なぜターム・ローンが必要となったかということである。当時、社債市場が不振であった。本来中小企業救済のためにターム・ローンの供与が必要とされたが、社債に代替するものとして大企業にも次第に普及するようになった。ターム・ローンは形式上、社債に類似した形態のもので非流動的の社債とも特徴づけられる。中期のファイナンスの手段として、後発のターム・ローンは先行する社債に類似した形態をとったのである。ターム・ローンはいわば社債の代替手段であり、形態的には貸付の証券化にとっての萌芽形態と言ってよい。

社債市場が復活するにつれて、企業の側はまずターム・ローンを受け、状況次第ではターム・ローンから社債に切り替えるということが行われるようにもなった。中期のファイナンス手段として、ターム・ローンは形態

的にも機能的にも社債と極めて緊密な関係を持つと言ってよいであろう。

【資本信用の流動化】

固定資本信用としての資本信用の流動化には2つの形態がある。ひとつはヒルファディングが示したもので、貸付を出資に転換して回収する株式化の方法である。もうひとつがアメリカのターム・ローンにみられるように、ターム・ローンを社債に切り替える社債化の方法である。いずれの場合も擬制資本の運動を通じた証券化の道である。ヒルファディングが提示したドイツ型の場合は、貸付債権の流動化という観点に限定すれば兼営銀行の商業銀行部門がおこなう中期のファイナンスに伴うリスクを証券部門が引受発行業務を通じて負担・転化するという形をとる。しかし、個別の金融機関である兼営銀行がこのようなリスクを負担できるのは、株式の引受＝発行業務を通じて創業者利得の取得が期待できること、そしてそれによって自己資本を増強できるという別の面での積極的な要因があった。

貸付の株式化という形態は、貸付を出資に転換するという貸付と引受の貨幣信用としての一定の類似性をテコに流動化を図るものであるが、リスクの高い株式への転換は、当時のドイツの証券市場部面を通じた金融機関の上部構造的な資本蓄積構造に依拠したものであった。

これに対して、アメリカのターム・ローンは1930年代後半以降普及するもので、それを支えるためには中央銀行を中心とした金融制度の構造変化が必要であった。ターム・ローンを供与するというリスクはまず金融制度が負担するという形で展開されたのである。その上で、社債市場との連携のもとでターム・ローンの社債への切り替えという形での流動化が可能になった。中期貸付の流動化は、社債への切り替えの方が株式化の道よりも論理的であるが、それを可能にする背景にはこのような金融構造の変化が必要であることが銘記されるべきである。

【短期金融市場と金融の証券化】

アメリカの短期金融市場は CD、CP、TB を中心に発展したが、CD の流通市場の形成において大きな役割を果たしたのは政府証券ディーラーであった。マーケットの形成における証券市場との業務上の連携が重要だということの一例である。短期金融市場での短期「証券」を中心に MMMF が発展するが、これは株式中心であった投資信託からの大きな転回であった。

金融の証券化は S&L の経営破綻を契機にその救済としても展開されるが、公的信用を下支えとしたシステムのもとで全国規模でのマーケットへの形成されることになった。短期金融市場を軸に重層的な市場構造が形成されることで不良債権の証券化が可能になった。不良債権問題に関わるアメリカの RTC 型の処理はこうした条件整備のもとで推進されたものであるから、このアメリカの経験を日本にそのまま適用することは大きな無理があるということをまず認識すべきであろう。

【銀行と証券の競争】

金融自由化は短期金融市場を中核に展開されたが、金利の自由化は具体的には銀行業と証券業との競争において推進された。これもアメリカにおいて実現されたものである。金融部面における自由化については銀行業と証券業との競争の展開の度合いがひとつの尺度となる。これも日本との比較において留意すべきことであろう。

論点 2. 日本の「銀行と市場」の問題点**【擬制資本依存型の銀行構造】**

「銀行と市場」の観点から見てアメリカと日本の相違点の第一は、銀行と株式の関係である。日本ではアメリカと比べて銀行と株式の緊密度は極めて高い。バブル期からバブル崩壊後の推移の中で、銀行の収益行動は今

日に至るまで株価の動向に大きく左右されている。日本は擬制資本依存型の銀行構造と言ってよい。

【短期金融市場の未整備】

第二は短期金融市場の発展の違いである。アメリカの金融革新は短期金融市場の発展を中核に発展されてきた。また金融革新の進展によって短期金融市場が発展するという相互関係にある。この点で日本の金融革新はアメリカ型でありながら、アメリカのような形での展開をする条件がなお不十分なままである。特に公的信用の不在がアメリカとの相違を大きくしている。

【アメリカンスタンダードの優位性】

第三は日本の市場と金融行政におけるアメリカンスタンダードの優位性である。金融のグローバリゼーションの進展によって顕著になったのは市場における評価が強調され、その基準となったのがアメリカ的な市場の評価であった。金融のグローバリゼーションという市場の国際的な連関は各国の市場の相互依存関係ではなく、アメリカの市場の国際的な優位性のもとに進められた。その典型例が、不良債権処理におけるアメリカ型不良債権処理基準の導入と厳格化である。

【不良債権の処理基準】

日本の銀行の不良債権処理問題の特徴は、前半はアメリカ型不良債権処理基準の段階的適用への対応であり、その都度不良債権の総額が増大することになった。後半では、不況下で発生する不良債権問題にも対処するため小泉構造改革を金融部門で推進する竹中「金融再生プラン」が提示され、そこではアメリカ型基準の厳格な適用が不良債権処理問題の中心課題となった。

【金融危機対応型の不良債権処理】

銀行の不良債権はその原因の大きなひとつが資産価格の低下という擬制資本の動向に起因するものであり、その回復に向けてRFC型（金融危機対応型）の公的資金投入という金融再生の枠組が作られた。擬制資本の動向が銀行の経営危機に連動し、その回復メカニズムの創出のために公的資金が投入されるという現代資本主義の金融危機対応機構のもとで金融再生プログラムが推進された。市場メカニズムが効きにくい局面で市場規律が強調され、短期金融市場においてではなく、証券市場における外国人投資家の評価を軸とした市場の評価が金融行政の中心に据えられた。

日本の金融行政の特徴は、金融機関の競争を市場の評価に委ねて事後的に調整するというのではなくて、市場の評価に適合するように誘導するという方向から更に市場の評価を基準に金融機関への監視を強化するという方向を強めたことである。こうしていれば市場規律を金融行政が代行する、あるいは代替するという市場規律の金融行政への取り込みが、金融再生プラン推進の中で一層進展するということになったのである。

公的資金の投入という金融システム維持機構のもとでは、公的資金の投入という国民への責任遂行の上からも、金融当局は市場規律の取り込みによる金融機関への規制を強化したとみることができる。一方で市場規律の重要性が強調されながら、現実には金融当局による銀行への規制の強化という矛盾する金融行政になった。

【金融再生とガバナンスの強化】

金融再生プログラムで注目すべきことは、銀行のガバナンスの強化が打ち出されたことである。言うまでもなくこれは不良債権処理に向けた「ガバナンスの強化」であった。市場の評価を重視するコーポレート・ガバナンスでは企業に対して機関投資家主導のコーポレート・ガバナンスとなる。しかし銀行のコーポレート・ガバナンスは、市場からのコーポレート・ガ

バランスが効きにくく、実質は金融当局を通じたコーポレート・ガバナンスとなる。したがって、ここでのガバナンスの強化とは金融当局による極めて厳しいガバナンスを通じて、これに対応しうる銀行内部のガバナンス（企業統治）が求められたのである。

【竹中構造改革と社会主義的な規制の強化】

竹中構造改革が進めてきた不良債権処理の最大の特徴は、公的資金を投入している銀行には銀行の一時的国有化や実質国有化をも視野に入れて、銀行の自己査定を厳格化を求めたことである。そのため銀行の経営危機に関わるような局面で金融庁は銀行の監査法人と事前協議をしない方針をとった。その結果、りそな銀行が過少資本と認定されて実質「国有化」された。足利銀行は債務超過と認定されて破綻による「国有化」となった。これらの2つの銀行は金融危機の未然防止を目的とした「預金保険法 102 条」の発動によって「国有化」されたが、そのいずれの場合も市場の予想とは違っていた。それは種々の市場の思惑を排除して、実務レベルでバランス・シートのみで判断するというのが金融庁の姿勢だったからである。こうして国有化を視野に入れた厳格な査定という金融庁の強いメッセージが示されたのである。銀行の不良債権処理問題で明らかになったのは、金融危機対応型の公的資金投入の枠組のもとで銀行の国有化を射程に入れた、いわば社会主義的管理体制下でアメリカ型の金融手法を前面に出しつつ、その実金融庁による規制の強化、即ち政府の規制強化の進行であったということである。

【擬制資本と銀行の再生】

株式市場の復活によって銀行の再生が行われつつあるように見える。金融再生プランで推進してきたアメリカ流の貸出手法は不況下では貸出抑制に働いてきたきらいがある。これからの産業の再生に向けて、このような

市場対応型の貸出手法が本来的に有効かどうかはこれから問われることになるだろう。

バブルの崩壊から今日に至るまで擬制資本依存型の銀行構造は基本的には変わっていない。

擬制資本に依存する銀行を救済するために公的資金を投入するという金融危機未然防止の体制は、結果的には、擬制資本依存の銀行構造を存続させるためだけに金融システム維持コストとして膨大なコストを公的資金の投入という形で支払ってきたといえるだろう。

日本において擬制資本問題は単なる市場問題ではなく金融システム維持の基調に据えられた問題なのである。

参考文献

『金融革新の源流』(坂本正著) 文眞堂 1997.6

「アメリカ型証券市場の国際化と日本型証券市場－日米証券市場比較の視点－」,

『現代金融危機の構造』(共著) 慶應義塾大学出版会 2000.4

《坂本報告へのコメント》

赤川元章 (慶應義塾大学)

信用制度と市場構造論の関係からのアプローチ

3つの基本的な信用制度、① 商業信用 (企業間信用)、② 銀行信用、③ 擬制資本 (信用) と設定すれば、これらの信用制度は形成される局面=場所=市場、この局面で機能する資本運動、資本運動の担い手、商品として存在する場合の価格形成の仕方は、それぞれ固有の局面で自立し、完結することも可能である。だが、これらの信用制度は、① 商業信用→② 銀行信用→③ 擬制資本 (信用) の順序で相互に関連しながら発展してきたし、時間と空間の統一物としての資本の特徴 (期間対応の原則)、および経済制度 (国家的規制を含む) の相違と変動する経済状態 (産業循環など) によって規定される。問題は、相対型取引 ① 商業信用、② 銀行信用と市場型取引 ③ 擬制資本 (信用) の関係をどのように捉えるのか? この場合、重要な論点は、ある信用制度から他の信用制度へ移行する「信用代位」という概念である。

これをどのように理解したらよいのか？

「坂本説」について・・・(i) タームローンは大恐慌後の特殊な状況、すなわち社債市場の不振から、グラス・スティーガル法の下で商業銀行が採用した中長期貸付であり、これを債券の「萌芽形態」と規定するが、③ 擬制資本（信用）のカテゴリーに入るのか？あるいは、② 銀行信用の高度化された形態なのか？また ②→③ への代位とすれば、銀行資本と証券業資本の関係、および両者の関係を分離したグラス・スティーガル法の現実への適合性をどのように認識しているのか？(ii) 兼営銀行業務を採用するドイツでは、銀行貸付の株式化により債権回収と創業者利得を取得する ②→③ への代位が展開されたとするが、このアメリカ型とドイツ型との相違は金融制度の特殊性のみに還元して理解してよいのか？（この論点は、ヒルフェディングの創業者利得論をどのように解釈するか、と関連する）。

《赤川元章氏のコメントへの回答》

1. ターム・ローンは銀行信用の高度化された形態である。ターム・ローンは「非流動的な社債」という性格からターム・ローンを社債に切りかえることがなされ、社債と連動性を持つようになる。このような脈絡でターム・ローンは証券化の萌芽形態である。
2. グラス・スティーガル法は、1933年に銀行と証券の分離によって、銀行資本と証券業資本の分離を意図したもののだが、1935年にはすでに変化が現われ、1935年銀行法を契機にターム・ローンの普及が図られる。また、1935年銀行法案の論争で銀行による一定枠の証券引受を提起したのはグラス上院議員であり、実に興味深い。グラス・スティーガル法成立直後に銀行による証券業務への進出を容認する構造的な背景が形成されつつあった。
3. ドイツの兼営銀行を典型とするドイツ型とアメリカ型は金融制度の相違に起因するが、擬制資本と創業者利得は共通の分析用具として有用である。ドイツでは創業者利得を兼営銀行が取得し、そのことが自己資本の増大と固定資本信用供与への誘因となった。これが金融資本形成の背景となっている。アメリカではインベストメント・バンク（証券業資本）が創業者利得を取得し、アメリカ型金融資本形成の背景をなしている。ドイツでは銀行資本と証券業資本の結合した兼営銀行形態をとることで創業者利得と固定資本信用の結合が可能になったのである。

《坂本への質問》

司会

コメンテーターの赤川先生から投げかけられた、信用代位というものをどう考えているのか。

《司会の質問への回答》

代位をどういう風にするかということで、一番よく使ったのがリーフマンだと思いが、証券代位ということで議論に使った。これは当時の金融システムの中で証券業界が銀行に対してどういう風な影響を持っているのかということで、飯田先生からドイツ信用銀行のお話があったが、そういう時代背景があるのかなと思う。例えばターム・ローンのときに銀行信用の高度化という形の中でターム・ローンがあり、その先に社債という議論がある。担い手を含めて代位というものをどのように考えているのかということだが、実は商業信用、銀行信用という風に展開してきた銀行信用の中身と、これが既に変わっているということが一番大きい。それから銀行業務の高度化、多様化ということを私は言っているが、融資業務の中身が中期ものに変わっていくというその背景を考えた場合、そこに出てきたときの銀行というのは、主体はもちろん銀行業だが、商品設計という形で現実に融資をしながら融資の形態として証券、社債に似たものを作ってしまう。ここのところが証券の萌芽と言われた部分で、担い手と代位の関係がどうなっているのかということである。担い手は言うまでもなく銀行信用が高度化した銀行業である。形態として社債に似せていく。これは先行事例に合わせていくということで、銀行信用自体が証券化の方向を向いているという風に考えている。これが現実に証券化できるという条件がそろってくれば、銀行がそれを担うのか、あるいは投資銀行、証券取引業界が担うのか、論理的にはそういうことだと理解している。

《坂本から赤川氏への質問》

ヒルファディングの創業者利得論についての赤川氏の見解をお尋ねしたい。

《坂本氏の質問に対するヒルファディングの創業者利得論への回答》

論点は銀行が利子生み資本を産業株式会社に投下することによって貸付資本の利子を上回る効率的な運用手段、つまり平均利潤を得る機会を作り出すことが可能だ

ということにある。銀行にとって貸付業務の成果である利子が犠牲となり、その代替的な証券業務の成果たる利潤が目的となれば、当然、両者の差額としての余剰、企業者利得が導出されよう。もし、企業者利得がこのような概念として解釈されれば、銀行にとっては利子生み資本運動の2種類の評価問題、すなわち即自的 (an sich) には利子、だが向自的 (für sich) には利潤という設定となり、そのうえで両者を包括した即かつ向自的 (an und für sich) なものとして企業者利得それ自体が利子生み資本運動の評価概念として提起されることとなろう。このように理解する限りにおいて、ヒルファーディングの想定は、彼特有の方法論、「思惟の適合化」に基づいて検討すると、ベーム・バヴェルク (Böhm-Bawerk, E.v.) が展開した同一生産手段から限界効用の異なる3種類の財を生産する費用法則の論理 (機会費用の原初形態ともいわれる) と類似しているようにみえる。したがって、いわば独自の評価利潤として設定された企業者利得は、将来時点においても成立するわけだから、これを資本還元して現在価値に引き直した創業者利得も同じく評価利潤となろう。・・・ヒルファーディングの公式は、ここでは「ファンダメンタル価格」評価で行動する投資家の観点にあり、産業株式会社は単なる投資対象である。いうまでもなく、創業者利得はドイツ銀行資本 (ユニバーサルバンク) の新たな資本蓄積様式である」(拙稿「株式会社資本に関する3局面について」『三田商学研究』第48巻第一号、2005年4月刊30頁)

《テーマについて》

熊野剛雄 (専修大学名誉教授)

- a. 「金融仲介」という表現は適切とは思われない。金融仲介とはガーレイ/ショウなど近代経済学において定義された概念であって、証券市場以外において金融機関が貨幣の需要と供給を仲介することを意味する。一方擬制資本はマルクス経済学において定義された概念で、証券の発行と流通、証券の価格形成にかかわる。金融仲介と擬制資本が一つのテーマとして扱われていることは、報告者のテーマ理解に悪影響を及ぼしている可能性がある。
- b. 「多様化」も必ずしも明確でない。銀行信用が供与された後証券化され、リスクが転嫁されることのも多様さを言うのか、銀行信用以外の、いわゆる金融仲介切断も含むのか、明らかでない。
- c. 擬制資本とは本来ヒルファーディングにおいて資本信用に関連して展開された概念である。しかしながらテーマにおいて期待されているのは20世紀後半資本信用が停滞し、代わって発展した証券形態を利用する資金の需要・供給の諸形態の分析ではないかと思われ、そこに共通するものであり分析の中心に据えら

れるべきものはリスクの転嫁ではないかと思われるが、このことが報告者によく理解されているとは思われない。

《坂本報告へのコメント》

報告者は金融制度論の研究領域から擬制資本を考察すると言明している。19世紀のドイツで Kontokorrento（交互計算勘定というより当座勘定といったほうがよい。Kontokorrentokredit は銀行貸し出しの最も普通の形態である。どのような勘定科目を用いるかは実務上の慣行の問題である。吉田会員の質問に関して言えば当座貸越ではない。）の上で長期設備資金貸出しを行った後、企業を株式会社組織に改組させて株式を発行させ、それを銀行が取得した後に銀行顧客にハメ込んで行った。総額引き受けと分売の原初の形態である。報告者はこれにアメリカの商業銀行のタームローンに対置し、タームローンが社債化したこと、しかし中央銀行が発達した金融市場が銀行資産の流動化をサポートしたことを指摘している。そして以上の事実がドイツの銀行が兼営銀行であり、アメリカの商業銀行も20世紀に入って兼営銀行化したことの根拠であると主張されているかの如くである。また日本の銀行を評価する際に、短期金融市場の未整備が目玉され銀行の信用供与が市場に転嫁され得なかったことの根拠とされているかの如くである。

しかし問題の核心がリスクの転嫁にあるとすれば、兼営銀行であるか否か、証券業務を銀行が営むか否かは問題ではなく、発行された株式・社債を銀行が継続的に保有するか否かが問題であるべきではないであろうか。ドイツでは兼営銀行であるが故に、つまり銀行が証券業者であるが故に、先に述べたように総額引き受けを行ったのであって、銀行は引き受けた証券の多くは分売し、保有はしない。銀行の発言権の基礎は株式の無記名制に基づく寄託株式議決権制度である。基本的に株式保有のリスクは負わない。一方アメリカにおいてはグラス・スティーガル以前は州法銀行（信託会社も実質的に州法銀行であった。）は兼営銀行であり、報告者の言う1920年代の商業銀行の証券業務進出は、証券業務に出遅れた国法銀行の行動である。出遅れたが故に国法銀行はマイナーな、劣等な会社証券の発行に手を染め、分売不能で大量に保有した証券のキャピタル・ロスが大恐慌の一因をなしたのである。これは国法銀行の abuse とされているものであって、堅実な引き受け業務の下では銀行は証券業務を営んでもリスクは負わない。この点はドイツでもアメリカでも同じである。

これに対して日本では銀行は株式・社債を大量に且つ継続的に保有した点でドイツ・アメリカと根本的に異なる。金融市場の未整備と言うより投資家の未形成、未発展によって、借方に会社証券を保有し、それと見合って貸方に預金を形成すると

いう、実質的な信用創造によって会社証券の発行をサポートするという形をとってきた。日本では銀行はリスクを負担し、転嫁しなかったのである。

《熊野剛雄氏のコメントへの回答》

1. 金融制度論の研究領域から擬制資本を考察する場合、制度面から、兼営銀行であるか否か、銀行が証券業務を営むか否かは、極めて重要である。資本信用との関連で擬制資本を考察し、擬制資本の運動の担い手としての証券取引資本、あるいは証券業資本を銀行サイドから見て貨幣取扱資本の延長上に据えるのか、それとも独自に証券市場に出てくる新しい資本として捉えるのかという主体把握の問題が課題としてある。
2. 問題の核心がリスクの転嫁にあるとしても、兼営銀行であるか否か、証券業務を銀行が営むか否かは問題にされるべきである。
特にドイツの場合は、資本信用との関連でリスクの内部転嫁が考えられるべきであろう。また、アメリカの商業銀行が証券業務に進出して必ずしも成功しないということも検討課題である。
3. ご指摘のように「日本では銀行は株式・社債を大量に且つ継続的に保有した点で、ドイツ・アメリカと根本的に異なる」。私はこれを「擬制資本に依存した日本の銀行構造の特徴」と考えている。確かに「日本では、銀行はリスクを負担し、転嫁しなかった」が、その大きな要因に金融市場の未整備を考えるべきである。

《坂本への質問》

吉田暁（武蔵大学）

交互計算信用という言葉はイギリス流の当座預金貸越と本質的に意味が違うのか教えていただきたい。

《吉田暁氏の質問への回答》

形態的にはあまり変わらないと思うが、イギリスと違って交互計算業務の場合は累積的に蓄積額が高いただろうと理解している。

《坂本への質問》

西村閑也（法政大学）

ドイツ流の交互計算信用は口座の開設当時から一定の範囲内でもって貸越をすることが条件になって開設されるものであるのに対し、英米流の当座預金では必ずしもそういうことではない。貸越をすることを前提にしない当座預金もある。だから原則が少し違うと思う。

《西村閑也氏の質問への回答》

ご指摘があった通り、だいたい10%ぐらいを当座で貸越するということを累積的に認めている。ただ、その数字が実際にはよく分かりにくい。その内容も、交互計算業務の場合、おそらく短期のものを最初から10~15%ぐらい認めるという風になっている。それが継続的にいくのか、最初から決めていくのか、論理的には二つの問題があると思う。短期のものが継続的になることで、後でアメリカに出てくるような中期貸付になるのか、それとも最初から契約的にやっていくのかということが論理的に分かりにくいので、イギリス流、ドイツ流、アメリカ流の違いの論理的な整理がなかなか難しいと考えている。

《坂本への質問》

吉田暁（武蔵大学）

擬制資本をどう定義するか。

岡本恵也（熊本学園大学）

擬制資本の擬制には独自のニュアンスがある。現代の分析にどう活かすべきか。

深町郁彌（熊本学園大学）

擬制資本と擬制資本化をどう考えるか。

《吉田暁氏・岡本恵也・深町郁彌氏の質問への回答》

擬制資本は年々規則的に反復する収益を資本還元して形成される価格である。擬制資本は想定上の資本形態をとると同時に、信用に支えられるという点で広く信用形態をとるといえる。

私が擬制資本信用という用語を用いる場合は、擬制資本が抽象的に存在するものではなく、引受、証券担保貸付、利子生み資本の投下対象として広く信用関係のもとに形成され、維持、展開されると考えるからである。

擬制資本の定義をということだが、基本的には年々規則的に反復される収入を資本還元して得られる価格ということになる。ただ、価格という形で資本形成をするとは株式の価格化ということになるが、そういう実体的なものでなく、そういう風に想定される資本というものと考えている。したがって、擬制資本の運動形態や、成り立つ背景、そういうものを分析していかなければ擬制資本の中身は現れてこない。ヒルファディングの場合も擬制資本価値という言葉がでていますが、ある種の資本還元された理論的な想定値が言われているので、これは一種のキャッシュ・フローを還元したものという中身と同じになるが、ヒルファディングを含め、マルクスの定義からいうと、それには成立や背景という分析が必要となってくる。基本的には土地、株式の価格である資産価格問題を擬制資本の範疇として捉えている。ただ、擬制資本は現状では広義としてみると、金融資産の累積や金融の証券化の中で利子生み資本の投下対象として擬制資本化と呼ばれるような種々の形態的な展開をとっている。関連して言えば、擬制の含意の中身も単に資本還元されてくるものの中身をどのように見るのか、ということが変わってくるであろうと考えている。

《坂本への質問》

居城弘（静岡大学）

アメリカの証券化を考える場合、国債の発行累積・流通をどう考えるべきか。

《居城弘氏の質問への回答》

1920年代、1960年代においても、国債の累積が証券化のマーケットの前提になっている。特に1960年代以降、これを前提にしてCD、TB、CPを中心とする短期金融市場が形成されたことから、これは重要な議論の枠組である。

《坂本への質問》

司会

3名の先生の間で、微妙に擬制資本の考え方が違うように思うが、そのところをもう少し突っ込んだ返答があれば。

《司会の質問への回答》

擬制の概念ができたときから現在に至るまで歴史は変わっており、現実認識も変わるので、基本的な株式を想定して擬制資本の定義をしている部分と、現実のキャッシュ・フローで起こってきている擬制資本的な展開形態の部分は当然違うだろうと思う。もともと出てくる収益が、配当のようなものとキャピタル・ゲインのようなものであれば当然違ってくる。そしてそれを擬制資本的、擬制資本の展開という形での違いはでてくる。それはかつて擬制資本信用という形で、信用形態の中に擬制資本を組み込もうという試みからその後全然展開していないので、その後の信用形態の展開というものとも関わってくる問題だと私は認識している。もう一つは擬制資本をみていった場合、こういったキャッシュ・フローをベースにした部分と、日本については株式の価格の擬制資本を議論しているが、その場合の議論はバブル形成期の資産価格の騰貴は、一般の物価論から言うと食い違いが出てきて、株式と土地だけが価格上昇する。分かっている、ここだけを金融政策が押さえ込めない、という今の制度上の問題は当然出てくる。中国もそのあたりを意識しながらターゲット的にそこだけを押さえ込めない独自の擬制資本の問題があるだろうと考えている。これは擬制資本がマーケットでセグメントされたところにあるという違いだと思う。

《坂本への質問》

司会

擬制資本を信用形態としてのせようとしたと思われる坂本さんに。

《司会の質問への回答》

私は擬制資本とは資本形態だと思うが、現在の分析にアプローチをしていくときには、少々無理があっても信用形態という形でどこか把握をしておかなければ、しだいに切り離されて遠くになってしまうのではないだろうかというのが一番大きな理由である。基本的には資本信用の二重化をベースに擬制資本にどういう形でカネが出て行くのか。これは現実資本にカネが出て行く部分と、証券担保でカネが出て行く部分と、現実には擬制資本の価格形成に銀行がカネを出していく部分、というカネの筋道を各々の銀行が持っている信用形態の延長として擬制資本信用というルートを把握しておく方が現在の分析に役に立つということで、私は擬制資本信用と言っている。

《坂本への質問》

片岡尹（大阪市立大学）

擬制資本の独自の運動を客観的に分析する視角は、信研としてはどこに求めるべきだと考えているのか。

《片岡尹氏の質問への回答》

片岡先生も同じようにキャッシュ・フローの様子を聞きたいということで、30年代にキャッシュ・フローの概念があり、私の議論だと、ターム・ローンのところでキャッシュ・フローが出てくる。これは貸付をした時の返済を受ける時に、予想期待で返済をするということで、期待理論という形で議論するが、その時は貸したカネに対して借り手が減価償却でカネを積んでいるかどうか、つまり将来において返済できるかどうかということをもとにして、それを一応キャッシュ・フローということで年々返ってくるので、反復的に収入が返ってくる。これは擬制化していませんが、そういう意味で中期に貸してもリスクは非常に少なくなる。そういう意味で使っていたということである。

片岡先生の擬制資本独自の運動ということだが、私は今日、日本をベースに議論をし、これはバブルのときに株価、土地、資産価格が上昇したときに、これは独自に動くというわけではなく、銀行がカネを出しているのはご承知の通りである。当時いくつかの学会で、我々は一般物価と比較して株価が高すぎる、あるいは銀行が貸しすぎではないかという話をしたかと思うが、当時の主流の証券理論ではこれは適正であるということで、土地の価格が上がって株の価格が上がるという構造的な仕組みのもとで、銀行はどんどんカネを貸していき、しかも貸すカネは不足しているという話で議論していたかと思う。その時には独自に価格が動いたのではなく、銀行がカネを出している。つまり擬制資本価格形成に銀行がカネを出していることが非常に大きかった、ということが一番のポイントである。客観的に株価、土地価格という資産価格の上昇と他の価格との間に乖離が起こった場合、それについてはなかなか金融政策でもコントロールができない。つまりある種のマーケットのセグメンテーションというものが起こっていて、擬制資本については資本主義の株式について特にベースであるし、土地についても要素のうちでは非常に大きいので、一般の物価の形では包括できないが、価格レベルになると同じレベルになり、逆にコントロール不能になる。これは中国でも今同じ問題に直面しているだろう。その結果、銀行が経営的に危機に陥って不良債権問題を抱えていくが、それを補償するために公的資金を注入するという形で、結局、擬制資本依存というものは銀行が作り

出した擬制資本価格のその後の崩壊を公的資金で注入しなければならない。この間の10年ぐらいの流れを見ていくと、我々が見ていくべきことは擬制資本の価格形成に銀行がどのようにカネを出していつているか、それが適正かどうかというものを事後的であれ、分析していく以外にないのではないかと考えている。

《坂本への質問》

深町郁彌（熊本学園大学）

1933年から1935年に米国のドルが金兌換停止（金本位制停止）が行われたことを前提にして次のことを伺いたい。

大恐慌・大不況のもとでアメリカのアメリカ金融システムの不良債権の処理に、米政府、FRBが公信用をどのように用いて連銀信用の供給を容易化したのか。

《深町郁彌氏の質問への回答》

34年が一つのベースだという議論であると思うが、現実には32年に既にRFCができていますが、これはほとんど成果をあげていない。ニューディール下でRFCは現実に銀行の救済として信用の発動を行う。先生のご質問は米政府、FRBというものが公信用をどのように用いたかということで、連銀信用の供与を容易にしたかという話なので、これは直接銀行救済のRFC型ではなく、連銀信用がどのようにして発動したかということなので、今日私が報告した35年銀行法で適格担保基準が緩和されたという話に関連することだと思う。報告の中で説明したように、現実に連銀信用の枠の拡大については当時のエクルズがそれを強調して推進した。グラスは反対したが、現実にはどちらもそう大差はなく、結果的には連銀が満足する担保であればいつでも貸し出しをするという風に緩和された内容になった。これについては当時の有名な学者がこぞって反対の署名をしており、相当アカデミックな世界では反対があった。それを議会で取り上げて議論された形跡はないので、学者の議論はそのときに出ただけだと思う。その結果、すぐにはないが連銀の担保基準が緩んだことで、ペナルティはあるが貸し出しができることになり、市中銀行からいうと、今まで自分が持っている資産で、CP等であるが、マーケットで売れないが連銀に持っていけば流動性が出てくるということで、これがいわゆる広義の転嫁流動性としばしば言われるが、これは銀行救済のために緩和をしたということで連銀信用の供与が可能になったことをベースに、現実には市中銀行が持っていた担保価値が明らかになったために貸し出しが容易になった。現実にはそれほどペナルティを受けてまで借り入れをするケースはなかったと考えている。これは担保基

単を緩めたことにより、現実には銀行信用の供与が可能になった例である。

《坂本への質問》

山村延郎（拓殖大学）

現代の金融仲介の発展を肯定的側面と否定的側面に分けて今後のあり方を占うとすれば、どのようになると考えるか。（否定的側面ばかりのように聞こえたので）

リスク管理の手法は発展しつつあるように思われるが、どうでしょうか。

小島仁（北星学園大学）

21世紀、先進資本主義国の擬制資本の総体的、かつ概念的把握に取り組んでおられるとみるが、その際の現実資本についての認識はどうなっているのか。

《山村延郎氏・小島仁氏の質問への回答》

山村先生の現代の仲介機関の発展ということだが、私自身は金融の仲介は現在に至るまでだいたい基本的には銀行業務の多様化の展開の中で議論しているので、19世紀末から20世紀についての兼営銀行もそうだが、やはり証券取引業務をどのように入れていくのか、というのが仲介の最初の問題だと思う。現代における銀行業務が特にアメリカで多様に発展してきて、金融仲介という風に現われてくるものが、銀行業務の展開の中でできるものは全部銀行の多角化、多様化の中に展開するものだと思っているし、自立的に出てきたものは仲介といっても銀行業務の自立化という形の中で基本的には議論している。これがそういう立場なので、各々のベースの中で信用形態がどこまで展開するかということを見ていきたいという立場です。肯定的側面と否定的側面ということになると、私は今展開しているものは、銀行業務の展開の中では比較的肯定的に捉えていると思っている。ご質問では否定的側面ばかり聞こえたということであったが、今日はそういう形の議論をしていないが、ただそれが資本主義の発展にとって適正かどうかという評価はあるので、展開した分析についてはそういう形にしている。

もう一点、リスク管理の手法は発展しつつあるように思われるが、ということについては全くその通りだと思う。ただ、リスク管理の手法は銀行の場合のライアビリティ・マネジメントから現在に至るまで非常に多様に展開したことが今の証券化を支えていることは事実だが、それが日本の現実の業務の中でどの程度生かされてきているのかについては、銀行の不良債権問題がこれだけ深刻になったことを考えてみれば、リスク管理の手法だけでは現実の業務の対応はできないということが基

本認識としてあるのではないかと考えている。それと、銀行と証券の業務の競争関係の中でのリスク管理という問題でいえば、証券が投資信託で MMMF のようなものを出していく。だんだんそれが引き出しも可能になっていき、銀行業務に近くなっていくということは、証券業務の展開というよりも、証券業務の預金銀行化、銀行的な側面を持っていくという形にシフトしているという意味での競争関係があると考えており、そういう意味ではリスク管理の手法の発展は競争を激化していると考えている。

小島先生については、非常に大きな問題になる。21 世紀になると 20 世紀の初頭とどこが違うのかということだと思う。あのときは金融資本、証券資本主義、独占、寡占、金融資本と絡めて擬制資本というのが体制的な問題だと思う。私は日本については未だに擬制資本依存の銀行なので、体制問題だと思っているが、今国際的な証券市場の連携の中で擬制資本の占める位置というのは、擬制資本だけではなく今日いろいろご報告のあったことをベースにした擬制資本化や形態転化が行われているだろうと思う。それが現実資本の中の産業の資金調達等にどのような影響を与えているのか。この観点から擬制資本を捉えるべきだと私は考えている。

証券化・市場化と現代金融

北原 徹
(立教大学)

1. はじめに

現代の金融は、規制緩和・自由化、グローバルゼーション、情報化などによって大きく変貌しつつあるが、現代の金融における主要な潮流は何だろうか。本稿では、それを金融取引における市場化の動きだと捉え、1980年代以降のアメリカ金融の変貌を中心に、主として証券化の分析を手掛かりに、市場化の現状・動因・含意について考えてみたい。さらには、擬制資本や利子生み資本の概念との関連についても触れてみたい。

2. 米国における証券化の動向

米国では証券化が高度に発達しており、証券化資産残高はオンバランスの金融機関貸出と比べてその72%の規模にも達している。ここでは証券化を促した要因を証券化の対象資産毎に、後述する金融取引全体の市場化の動きという観点を中心に見ていくことにしよう。

(1) 住宅ローンの証券化

最初の住宅ローン担保証券 MBS は、政府系金融機関の GNMA によって 1970 年に発行され、70 年代後半から急速に拡大し、2005 年末現在で住

宅ローン残高の63%程度が証券化されるに至っている。また公的MBSとは別に、純民間ベースでのMBSが1977年から発行が始まり、90年代以降急増し、2005年末現在の発行残高は公的MBSの45%にも達している。住宅ローンが証券化されるに至った最も大きな要因は、米国における住宅ローンの主たる供給者であった貯蓄貸付組合S&Lが直面した資金調達・運用の長短ミスマッチ問題とディスインターミディエーションであった。短期の預金で調達した資金で長期の住宅ローンに運用するというS&Lのビジネスモデルが、1970年代末以降の市場金利の上昇、金利変動リスクの高まりという状況の下で、行き詰まりを見せた。この行き詰りへの対処策が、住宅ローンの証券化であった。証券化を通じて、住宅ローン向けの長期の資金を長期資金の提供能力のある資本市場に求めることにより、長短ミスマッチ問題を解消できるようになった。またS&Lを軸とする米国の従来の住宅ローン提供システムは、地域的に分断されたローカルな預金・貸出市場をベースとするものであったが、証券化を通じる資本市場との連結により、住宅ローン市場が全国的市場へと変貌した。

(2) 消費者信用の証券化

住宅ローン以外の資産の証券化も、住宅ローン証券化の技術を応用する形で1980年代半ばから始まった。85年には自動車ローンが証券化され、86年にはクレジットカード債権が証券化された。消費者信用の証券化は、80年代末から急速に進展し、2005年末現在で消費者信用全体の28%が証券化されている。消費者信用証券化のオリジネーターは、ノンバンクや銀行である。ノンバンクは、新たな資金調達手段として、資金調達手段の多様化のために証券化を導入した。銀行の証券化の動機としては、BIS規制をクリアするためや、ディスインターミディエーション下での事業拡張手段として利用するといったことがある。またノンバンクにしる銀行にしる、証券化は、資本市場から企業経営への圧力が強まる中で、財務面からの制

約を弱め、自己資本を有効に活用しつつ事業展開の幅を広げるものとして利用されている。

(3) 商業不動産ローンの証券化

商業不動産ローンの証券化は1990年代初めから急速に進展し、2005年末現在で商業不動産ローンの26%が証券化されている。1980年代末から90年代初めにかけての不動産不況の下で、賃貸用不動産の保有者に対するローンにクレジットクランチが発生し、その中でインベストメント・バンク主導で証券化を前提にした商業不動産ローンの供与が積極的に行われたことが、商業不動産ローンの証券化を大きく進めることになった。従来、生保や銀行によって借手とのRelationshipを重視して供与されていたものが、非常に標準化されたローンがTransaction重視で提供されるようになり、Commodity化が進んだ。資本市場での証券化を出口として、非常にシステマティックにローンが供与されるという体制が作られている。商業不動産ローンの証券化では、多段階の優先劣後構造が採られており、劣後部分を含めて幅広いリスクが資本市場で重層的に分担されている。

(4) ABCP

ABCPとは、企業が保有している売掛債権等を銀行が設定したプログラムが買い取り、そうしてプールされた債権を裏付けに市場向けに発行されるCPのことである。1983年に最初のABCPが発行され、90年代に爆発的に拡大し、2005年現在ではCP市場の57%を占めている。本体ではCPを発行できない企業も、保有資産のプログラムへの売却を通じて、CP市場からの資金調達が可能になっている。プログラムを運営する銀行にとっては、利鞘の薄い業務を本体から切り離し、自己資本を有効に活用しつつ、必要な業務の展開を可能にしている。ABCPを含めたCP市場の全体は、70年代末から急速に拡大したが、そうした発展を支えたのは、MMFと

いう金融革新を通じる短期金融市場への幅広い貯蓄資金の急激な流入であった。ABCPの開発や発行拡大も、資金面から見ると、こうした貯蓄資金のMMFを通じる市場への流入によって支えられている。

(5) 債務担保証券 Collateralized Debt Obligations

CDOとは、企業向一般貸出債権や債券等を裏付けとする証券化商品であり、その中のアービトラージ型CDOとは、流通市場からローンや債券等を買集めてそれらを裏付けとして証券化を行うものである。アービトラージ型CDOは1988年に初めて発行され、その後1990年代後半から発行が非常に活発化している。代表的な裏付け資産は、ジャンク・ボンドと低格付け企業の高利回りローンである。アービトラージ型CDOは証券化として議論されることが多いが、内容的に考えると、投資ファンドと捉えるべきであろう。ジャンク・ボンドや高利回りローンに投資するファンドが、レバレッジを効かせるために、証券化商品を発行して資本市場から負債資金を調達している。ジャンク・ボンド市場の登場、ローンの売買市場の生成という新しい金融構造の下で、証券化と結びついて、投資ファンドがリスクを負担しつつリターンを追求するというアメリカ金融市場の重層性が示されている。

3. 市場化

証券化の動きの背後には、金融取引全体の市場化という大きな潮流が存在する。この市場化という金融全体の潮流を認識し、その中に位置づけて証券化を捉えることが重要である。アメリカにおける金融の市場化の潮流を全体として把握するため、資金の調達側、資金の運用側、及び資金の中介側の3つの側面から見ていこう。

資金の調達側である企業のサイドから見ると、企業の外部負債調達の中

での社債・CP発行の比率は、1984年の38.5%から2005年には57.9%に上昇しており、それに対して金融機関借入金の比率は34.7%から18.7%に低下している。このように、1980年代半ば以降企業の資金調達、銀行借入から社債・CP発行という市場調達に大きく変化してきている。

資金の運用側である家計のサイドから見ると、家計保有金融資産の中に占める市場性資産（株式・債券・投資信託・年金）の割合は、1984年の42.4%から2005年の63.5%まで大きく伸びてきている。その間銀行預金は24.4%から13.2%へと大きく比率が低下している。家計保有の金融資産の面でも、1980年代以降市場化の動きが大きく進展している。

資金の運用・調達を仲介する金融機関のサイドから見ると、金融仲介機関全体の資産額の中で市場型金融機関（年金・投資信託・証券化機関）の占める比率は、1977年の19.8%から2005年には52.5%にまで拡大してきている。それに対して預金金融機関の比率は、同じ期間に57.1%から25.9%まで低下している。資金の調達・運用両面での市場化の動きを受けて、資金仲介の面でもこのように市場化の動きが大きく進展している。

資金の調達・運用・仲介における市場化の動きと共に、資産運用の積極化・高度化に伴い流通市場における取引も活発化し、取引高も拡大してきている。債券の売買状況を見ると、国債、政府機関債、公的MBSの年間売買回転率は、1992年から2005年にかけてそれぞれ、13.1回から30.6回、3.6回から7.5回、3.5回から17.4回へと急速に高まっている。こうした中で公的MBSは、国債に次ぐ流動性の高さを示している。

こうした金融取引の市場化の動きを引き起こしている要因は何であろうか。最も根底に存在する要因は、金融資産という形での貯蓄資産の蓄積であろう。運用先を求める貯蓄資産の蓄積は、より有利で流動性の高い投資対象を絶えず求め、動き回ることになるが、そうした運用先として最も相応しいのは、市場で取引されている金融資産である。こうしたより有利な運用先を絶えず求める貯蓄資産の累積が、ベンチャー企業株を含めた株式

市場の拡大、ジャンクボンドを含めた社債市場の拡大、新しいタイプの債券である証券化商品の市場の発生と拡大を引き起こしている根底的な要因である。

市場取引の拡大を引き起こしている別の要因としては、様々な金融革新が、従来市場にアクセスできなかった経済主体に対して、市場へのアクセス手段を新たに提供し、直接・間接に市場取引に参加できるようにしていることがある。ベンチャー企業向けの新興株式市場の創設という金融革新は、従来株式市場から資金調達できなかったベンチャー企業に対して、株式市場資金へのアクセスを可能にした。ジャンクボンド市場の創設という金融革新は、従来債券市場から資金調達できなかったややリスクのある企業に対して、資本市場資金へのアクセスを可能にした。証券化という金融革新は、優良で透明性の高い資産を保有する企業や金融機関に対して、有利な条件での資本市場資金へのアクセスを可能にした。MMF という金融革新は、従来短期金融市場にアクセスできなかった個人に対して、銀行預金に比べて有利である短期金融市場での資金運用を可能にした。

金融仲介機関の側から見ると、市場化の進展と共に市場価格変動が激化し、価格変動リスクが高まってくると、そうしたリスクを金融仲介機関が自らのバランスシートに抱え込んで吸収することが難しくなってくる。金融機関が相互にリスクを取引し、調整することを可能にする市場、デリバティブ市場が発達してくる。金融仲介機関の中では、自らはリスクを負わず、最終的資金提供者がリスクを負担するタイプの仲介機関（投資信託、証券化機関、確定拠出型年金、生保の分離勘定）が増大してくる。住宅ローンや商業不動産担ローンの証券化においてもオリジネーションの主役は、従来のS&Lや生保から、証券化につながるモーゲージ・バンカーに交代し、リスクは資本市場に移転されることになる。自らがリスクを負担するタイプの仲介機関では、ポートフォリオを弾力的にリスク管理していくために、流動性の高い市場性資産を保有する傾向が強まり、さらには従来市

場が存在しなかった資産に関しても、新たに市場を作っていく動きが生じる（例えば、ローンの売買市場）。こうした動きは、さらに市場化を促進することになる。

4. 証券化と市場化

証券化を全体として考えた場合、そうした動きをもたらした要因は何であろうか。当初の要因は、住宅ローンの証券化で見たように、変動相場移行後の金利変動の激化とディスインターミディエーションである。要するに、市場変動性の高まりである。こうした市場変動性、金融変動性の高まりにより、金融機関はリスクを適切に管理しつつ業務を展開する必要性に迫られ、それが証券化の動きを促進することになった。こうした動きの根底には、上で述べたように、金融資産という形での貯蓄資産の蓄積が存在する。

また、証券化は市場化の動きを拡大し、深化させる。証券化は、従来、相対的・非市場的にオリジネートされ、市場性のない資産として金融機関のバランスシートに保有されていた資産を、資本市場に連結するという役割を果たしている。従来は発行体の信用力によってしか証券の発行ができなかったものが、証券化という金融イノベーションにより、資産それ自体の信用力を裏付けに資本市場向け証券の発行が可能になった。これまで市場として分離されていた原資産のオリジネーション市場と資本市場とを連結することにより、金融市場の全体としての連関性・緊密性を高度化させている。証券化されて市場型の証券に変換されているローンは、金融機関のバランスシートで相対型資産として保有されているローンと比べて、その規模を急速に拡大している。証券化ローンの規模は、2005年ではオンバランスの全金融機関（銀行・貯蓄金融機関・生保・政府系金融機関・ファイナンスカンパニー）貸出残高の72%にも達している。

住宅ローンや商業不動産ローンの証券化においては、ローンのオリジネーションは証券化されることを前提にモーゲージ・バンカーや証券化のための Conduit によって行われ、そうしたローンは可及的速やかに証券化され、投資家に販売される。この種の証券化における、モーゲージ・バンカーや Conduit の役割は、住宅ローンや商業不動産担ローンの本源的借手が自ら直接に資本市場にアクセスして資金を調達することができないため、その代わりに本源的借手に対して、証券化という金融手法を通じて間接的に資本市場にアクセスする手段を提供することだと見なせる。こうして証券化は、市場化の動きを量的に拡大し、質的に高度化させ、市場化を強力に推し進めている。

5. 市場化・証券化の成熟化？

1980年代半ば以降に進展してきた市場化や証券化の動きは、2000年代に入り成熟化してきているようにも思われる。資金の調達面である企業金融の動き、資金の運用面である家計の資産保有の動き、金融仲介面である金融機関のシェアの動き、いずれの面からも市場性取引の長期的上昇傾向に、2002年ないし2003年以降ブレーキがかかってきている。一般論として、すべての金融取引が市場化するとは考えられない。市場取引に馴染まない貸手・借手間の Relationship を重視する貸出関係は存在するだろうし、銀行による情報生産が不可欠であり、市場向けの標準化された金融商品に仕立てるのが難しい金融関係も存在するだろう。即断はできないが、1980年代半ば以降続いてきた市場化の流れは、ある程度行き着くところまで行き着いた可能性があると思われる。今後の動向が注目される。但し、買収ファンドによる企業買収の活発化や不動産ファンドの増大による不動産の投資商品化といった、上記の議論でカバーされていない部面での市場化の動きが存在することには留意が必要である。

証券化の動きについても、各種資産の証券化比率の推移を見ると、2002年ないし2003年以降証券化比率の継続的上昇という傾向が、商業不動産ローンの証券化を除いて、見られなくなってきている。キャッシュフローがありさえすれば、あらゆるものが証券化できると言われたりするが、証券化を行うには相当の手間・暇・コストがかかる訳であり、それを上回るベネフィットが得られない限り、証券化が行われることはない。すべての資産・債権に関して、証券化のベネフィットがコストを上回るということはありません、証券化に向いている資産もあれば、向いていない資産も存在する。近年の動きを見ると、証券化の流れも、一本調子に伸びていくという局面は終わり、成熟化してきている可能性がある。

6. 証券化の問題点

証券化は、従来は資本市場と無関係であった金融取引を資本市場と結び付ける。そのことの結果として、資本市場の動きに振り回されてしまうという問題が発生する。1998年秋のロシア金融危機の際には、世界の金融・資本市場が大きく動揺し、変調を来たしたが、その影響はアメリカのCMBS市場にも及んだ。資本市場での「質への逃避」の極端な動きの中で、CMBSは大きく売られ、価格は急落し、流動性危機が発生した。CMBSの裏付け債権である商業不動産ローン自体にデフォルトが生じている訳でもないのに、資本市場の混乱の影響でCMBS価格は下落し、金利は急騰した。その結果、CMBSの劣後部分に投資していたモーゲージREITが経営破綻し、証券化のために商業不動産ローンを在庫保有していたConduitは大規模な損失を被った。証券化機構の機能が麻痺し、商業不動産ローンのオリジネーション活動もストップした。しかしこうした資本市場の混乱の中でも、銀行によるシンジケート・ローン市場は正常に機能し続けたと言われている。

証券化のオリジネーターの側では、借手との長期的 Relationship が希薄になるという状況が進み、資本市場の投資家の側では、いつでも保有資産を市場で売却できるという流動的ポジションにあるため、全体としての取り組みが短期的視野の下で行われるという傾向が強まってくる。こうした状況の下では、楽観が楽観を呼び、悲観が悲観を呼ぶといったオーバーシュートが生じる恐れがある。証券化で金融された現在のアメリカの住宅ブームには、そうしたオーバーシュートが生じている可能性があると思われる。

7. 証券化・市場化の動きと銀行

証券化の進展に伴い銀行の業務も変化してきている。消費者向け信用の証券化や企業の売掛金を中心とする ABCP 形態での証券化では、銀行は、資産の優良性・透明性を活用して資本市場から幅広く資金を集め、オフバラの形で自己資本に負担を掛けずに業務を展開するようになってきている。住宅ローンや商業不動産担保ローンの証券化においては、大手の銀行は、系列のモーゲージ・バンカーからローンを大規模に買い集めて、資本市場向けの商品としてそれを証券化するという業務プロセスを、自らのバランスシートの利用を最小限に抑えて、専ら資本市場を相手とする業務プロセスを大々的に展開している。このように銀行の業務展開も、証券化の進展に伴い、それに適合する形に変貌してきている。しかし他方では、住宅ローンにおける変動金利ローンや商業不動産ローンにおける Relationship を重視した取引等は、コスト面や事後的対応のしやすさの面などから証券化されずに、銀行のバランスシートに保有されている。このような形で、証券化の動きがあらゆる取引に浸透していくというのではなく、証券化に向けた資産は証券化されていくが、証券化に不向きな資産は銀行がバランスシートで保有するという棲み分けが行われている。

また金融取引全体の市場化の流れの中で、銀行業務も従来の伝統的な預金貸出業務から大きく変貌してきている。デリバティブ取引市場の拡大の中で、銀行はデリバティブの利用者としてだけでなく、市場のディーラーとして市場を担う中心的プレイヤーとして活動している。また各種の金融手段の市場取引の活発化に伴い、銀行は流通市場での売買で利益を上げるトレーディング業務にも注力しており、今や大手銀行にとって不可欠の業務となっている。さらに、投資信託、各種の証券といった市場性商品を顧客に販売するという金融商品販売の業務にも力を入れているが、これは資本市場に顧客をつなぐという役割を果たしている。こうした形で、銀行は一面では市場化の流れに適応しつつ、他面では市場化の動きを積極的に推進しており、近年では大手の銀行はコングロマリット化している。銀行の非伝統的業務のウェイトを、非金利収入の総収入に対する割合の動きで見ると、1970年代後半の18%程度から2000年代に入ると43%程度までに拡大してきている。但し、金融取引の市場化の動きの中心的プレイヤーは、銀行ではなく、インベストメント・バンクである。インベストメント・バンクは市場化の主導的推進者であり、市場化の動きの「台風の眼」である。

8. 日本の証券化

日本の証券化は1997年頃から本格化し、2000年代に入り加速している。但し、金融全体の中での割合は、アメリカに比べて圧倒的に小さく、証券化の規模は金融機関貸出に対して2005年度で3%程度にしかすぎない。金融取引の市場化の進展状況に関しては、企業の資金調達面、家計の資産運用面、金融仲介面のどの面でも、市場化の動きは1990年代までほとんど見られず、2000年代に入り幾分そうした動きが見られる程度である。

日本における証券化は、当初、金融危機への緊急対応策という性格のものを中心であった。銀行のBIS規制対策としてのCLO、不良債権の証券

化、経営不振企業の資金調達手段としての自社ビルの不動産証券化、中小企業支援策としての中小企業向け貸出債権 CLO 等は、そうした性格のものであった。その後、近年では、アメリカと同じタイプの証券化の動きが出てきている。住宅金融公庫の改革に伴い、長期固定金利の住宅ローンが、公庫による支援を受ける形で、また純民間ベースで、大量に証券化されるようになってきている。不動産の証券化も、当初は、資金繰りに困った企業の自社ビル証券化がほとんどであったが、最近では不動産投資市場の拡大の中、不動産ファンド向けのノンリコース・ローンの証券化という、アメリカと同じタイプの不動産証券化が多くなってきている。

アメリカと比べた日本の証券化の特徴としては、事業金融絡みの証券化が多いこと、資金運用難という環境下での証券化、証券化の信用リスク移転効果への大きな期待、がある。アメリカの証券化のかなりの部分は住宅ローンを含めた消費者向けの信用であるのに対し、日本では、アメリカでほとんど事例がないか極めてマイナーである、開発資金を証券化する開発型不動産証券化、事業の証券化、中小企業向け貸出債権の証券化といった事業金融絡みの証券化が注目されている。次に、アメリカの証券化はディスインターメディアーションという金融機関にとっての資金調達難という環境の下で進展してきたが、日本では逆に金融機関・機関投資家の資金運用難という状況にあり、金融機関はオリジネートしたローンを自らのバランスシートに保有したが、証券化する誘因が弱い。機関投資家は運用難の中で、一旦購入した証券化商品を満期まで保有し続ける傾向が強く、市場での情報公開や流通市場の発達が阻害されている。証券化ではなく、流動化の段階に留まっているものも多い。最後に、1990年代の「失われた10年」における深刻な不良債権問題の経験から、日本では、銀行へのリスク集中の回避策、幅広い社会的リスク分担策として証券化（市場間接金融）が期待されている。しかし、日本の銀行が抱える信用リスクは、オリジネーターである銀行による情報生産機能を最も濃密に必要とする企業向け貸出

債権に関するものであり、そのリスクを外部の投資家に本格的に移転することは相当困難だと思われる。

9. 擬制資本と証券化

擬制資本とは、貨幣収入に対する請求権で、譲渡可能なものであり、利子生み資本がその運動の中で取る1つの形態である。擬制資本の概念には、3つの要素が含まれている。収入の種類や源泉を問わず、すべてキャッシュフローという単一の観念に還元すること、譲渡性があり市場で取引され、価格が変動すること、現実資本から離れて独自の運動をするという特性を持つことの3つである。

証券化はまさに、資産それ自体がどのようなものであれ、それが生み出すキャッシュフローだけに焦点を当て、そのキャッシュフローを組み替えて、資本市場の投資家向けの譲渡可能な金融商品を提供するものである。オリジネーターから切り離して、透明性の高いキャッシュフローへの還元を通じて、譲渡性があり市場で取引される金融商品が作られている。こうして証券化によって、新しいタイプの擬制資本が次々に作り出されて、経済の中で蓄積されている。証券化は、擬制資本の多様化・累積をもたらしている。

現実資本から離れて独自の運動をするということには、2つの内容がある。1つは、擬制資本の価格が現実資本から離れて変動することである。アメリカの1998年のCMBS危機の際には、CMBSの価格は大幅に下落した。MBSを更に組み替え、キャッシュフロー切り分けの代表であるIO証券やPO証券は、極めて金利感応的に予想を超えて価格が大きく変動する。もう1つの内容は、擬制資本というより利子生み資本が、現実資本から離れて独自の運動をすることである。市場化の進展は、利子生み資本の活動領域を大きく拡大した。逆に、前述したように利子生み資本の運動が、

金融取引の市場化の流れを引き起こしている。市場化の潮流の中で、利子生み資本の運動は、多様化し、能動化し、さらには現代の資本主義の性格を規定している。利子生み資本は、貸付という形だけでなく、現代では様々な種類の擬制資本という形を取って運動している。証券化絡みでは、CDO においては、一方では証券化という形でレバレッジ資金を提供し、他方では CDO のエクイティという形でリスクを取っている。不動産ファンドにおいても、一方では CMBS という形でファンドへのレバレッジ資金を提供し、他方ではファンドへの出資という形で不動産リスクを取っている。また利子生み資本は、余裕資金を受動的に貸し出すということに留まらず、現代では能動的・積極的に価値増殖を目指して運動している。ヘッジファンド、買収ファンド、ベンチャーファンド、不動産ファンドは、現代における利子生み資本の代表的な運動形態である。自己増殖する価値という資本の本性が、あらゆる形態を取り、かつ具体的形態に囚われることなく流動する価値として純粋化されたものが、現代の利子生み資本である。そうした利子生み資本の運動によって資本の論理が純化・先鋭化されているのが、現代資本主義である。

付記：大会において配布した図表は紙幅の関係上全て割愛した。図表及び本稿第 1～7 節のより詳細な内容については、拙稿「金融システムの市場化について—1980 年代以降のアメリカ金融システムの変貌—」『立教経済学研究』第 60 巻第 3 号 2007 年 1 月、を参照されたい。

《報告へのコメント：赤川元章氏（慶応大学）》

「北原説」について・・・資産の証券化説。資産とは何か？のカテゴリーの中に、
・住宅ローン、消費者ローン（企業資本の再生産過程範囲外で機能資本の実現を支持する銀行信用と貨幣信用）、
・売掛債権（商業信用）、
・企業向一般貸出（銀行信

用)を取り上げ、この「流動性のない企業および銀行などの債権」の証券化(=市場化)、すなわち①商業信用(企業間信用)→③擬制資本(信用)、及び②銀行信用→③擬制資本(信用)の「信用代位」を「現代資本主義」の「純化・先鋭化された」論理と提起している。この場合の「信用代位」の根拠として、資金の調達・運用・仲介の構造変化を指摘し、その理由として、期間対応の原則と不調和な長短ミスマッチ以外に、資金の調達・運用=資金の需要・供給における家計部門のウェイト拡大と資金仲介における市場型金融機関(年金・投資信託・証券化機関)の役割増大の傾向から、既存の信用制度の関係変化=利子生み資本運動の担い手としての銀行資本の役割低下を強調する。論点は、この傾向を「現代資本主義」の現象として一般化しうるのか? また、日本とアメリカとの相違は、家計部門の金融行動のウェイトが金融システムへの影響力に大きく相違することにあるのか? 銀行の資産項目における証券化資産の比率増大から「信用代位」との関連で銀行資本の傾向をどのように理解するのか?

《コメントへの回答》

「信用代位」は一般的に、信用がより社会的に受け入れられ易い形の信用に置き換わっていくことによって生じる現象である。コメントの中の①→③、②→③の「信用代位」も同じであり、その根拠は、貯蓄の機関化、機関投資家の発展に伴い、機関投資家にとって受け入れやすい、保有しやすい信用の形態としての流動性のある証券形態に置き換わっていく現象だと理解することができる。

利子生み資本運動の担い手としての銀行資本の役割低下は、「現代資本主義」の一般的傾向だと考えている。その理由は、「現代資本主義」において家計による貯蓄資産蓄積が顕著であるが、その資産運用の担い手として最も相応しい組織は、銀行ではなく、機関投資家(年金、投資信託、各種の投資ファンド)であると考えられるからである。銀行という組織は、根本的には、決済・信用創造機関であり、資産運用機関ではないからである。

日米の違いは、機関投資家の発達と家計部門の金融資産保有構造にある。しかし日本においても2000年代に入ると、家計部門の金融資産は預金から市場性資産にシフトし、アメリカと類似する構造に近づく徴候が見られる。2003年度末と2005年度末の家計金融資産保有構造を比べると、預金の割合が53.4%から48.1%へ低下し、市場性資産(株式・債券・投信・年金)の割合が18.3%から25.2%へと顕著に上昇している。

《報告へのコメント：熊野剛雄氏（専修大学）》

坂本報告が銀行制度と擬制資本の関係の追及に止まったのに対して北原報告は真っ向から多様化に取り組んでいると思われる。そしてアメリカと日本における証券化の発展が、肥大化した利子生み資本に投資対象を与え、その運動によって資本の論理が純化・先鋭化されていると評価している。しかし各種の証券化の基底には先進国に於ける資本蓄積の停滞、銀行の貸出難があり、これまで担保としなかった資産を担保として貸し出し、これまで貸さなかったマイナーな取引先へ貸し出すことのリスクを証券化手法を用いることによって転嫁するという側面をもっと強調すべきではなかったであろうか。また多様化を列挙するに当っては中小企業向けの貸し出しのハイブリッド形態としてのシンジケート・ローンや、究極の dematerialization としての電子債権も取り上げてよかったのではないであろうか。

《コメントへの回答》

資本蓄積の停滞や銀行の貸出難と証券化との関連については、アメリカ企業の資金調達構造の変化を 1970 年代と 90 年代以降との比較で見ると、内部資金比率が 60%程度から 80%程度に上昇し、企業の有利子負債調達中の金融機関借入金の割合が 73%から 50%を下回る水準まで低下しており、資本蓄積の停滞と銀行の貸出難が窺える。貸出難に直面してアメリカの銀行は 3 つの L (Less Developed Countries, Land, LBO) で失敗したが、その経験を経て新たな貸出先の開拓（家計向けと不動産ファンド向け）と非金利収入の拡大に注力した。新たな貸出先向けの貸出資産は証券化に適しており、報告で強調したような 1980 年代以降の資本市場の飛躍的発展を背景に、リスクの移転（特に CMBS の信用リスクと MBS の金利リスク）と大量の資本市場資金の活用を狙いとして、銀行は証券化を推進していくことになった。自らは貸出債権のオリジネーションとサービシングに専念し、証券化を活用して銀行業務を遂行するやり方は、Conduit Banking と呼ばれることもある。

シンジケート・ローンに関しては、報告第 3 節で言及したように、相対型の貸出資産を市場取引に乗せるローンの売買市場（シンジケート・ローンの売買が中心）の生成・発展が、金融取引の市場化という観点からは重要だと考えられる。電子債権は、典型的には売掛債権の金融化・移転を電子的手法・制度により促進しようとするものだから、金融機関信用供与や証券化とは別の新しい金融仲介ルートではなく、従来の金融仲介ルートの拡大・効率化に繋がるものと理解できる。

《フローからの質問》

居城 弘（静岡大学）

アメリカの証券化を考える場合、国債の発行累積や国債の流通、国債管理政策などは、どのように位置づけたら良いのか。

〔回答〕

証券化商品は債券の一種だから、国債・社債等の債券を取引する市場、債券に投資する機関投資家、債券の引受・流通を担う証券会社の存在が前提になっている。アメリカでは国債市場が発達しており、国債取引のインフラが整っていたことが、証券化の発展の基盤になったと考えられる。

西村閑也（法政大学）

- ① 米国の金融市場で証券化が大きく進んだことは提示された資料から明白ですが、示されたグラフはすべて構成比であって、絶対額の動きと各市場規模の GDP 比が分かりません。ご教示下さい。
- ② また米国の貯蓄率は 1980 年代半ばからトレンド的に低下し、昨年からマイナスになっている。その状況下で市場が拡大したとすれば、その原資は外国からの資金流入しか考えられないが、そのように考えてよいのか。

〔回答〕

- ① 絶対額で見ても、GDP 比で見ても、ほぼすべての金融資産・負債の項目が増大している。1980 年と 2005 年とを比べて、家計保有の金融資産は GDP 比で 2.3 倍から 3.1 倍に増大しており、例外的に GDP 比で縮小しているのは、企業の銀行借入と家計保有の預金程度である。但し、銀行の資産規模は GDP 比で増大している。
- ② 家計保有の金融資産増加は、貯蓄及び負債増による金融資産の新規取得と金融資産のキャピタルゲインとの双方から構成されている。① で述べた家計保有金融資産増加のかかなりの部分は金融資産のキャピタルゲインによるものであり、キャピタルゲインに依存する割合が継続的に高まっている。金融資産増加中のキャピタルゲインの比率は、1980 年代前半の 41% からここ 10 年間（1996～2005）では 70% まで高まっている。金融資産増加と比べた個人貯蓄の大きさは、1980 年代前半の 40% からここ 10 年間では 10% 弱まで低下している。こうした事態がアメリカの経済・金融構造においてどのような含意を持つのかについては、今後の研究課題としたい。外国との関係に関しては、海外部門は 1980 年代後半から対米債権超過となり、それ以降継続的に債権超過額は拡大している。海外部門の金融純資産（金融資産－負債）の大きさは、2005 年時点でアメリカの家

計部門の金融純資産に対して約20%の大きさに達している。資産項目別に見て海外部門への依存度が高いのは、財務省証券の47%、社債・政府機関債・証券化商品の21%といったところである。

深町郁彌（熊本学園大学）〔北原・三谷に共通の質問〕

キャッシュフローと擬制資本についてご教示下さい。「キャッシュフロー」というのは、将来における期待収益力の利子率による資本化、したがって未実現利益の資本還元ですか。これに対して「擬制資本」は実現利益の利子率による資本還元というものではないでしょうか。両者の区別についてご教示下さい。擬制資本の中味を、そしてその範囲をはっきりさせるためです。

〔回答〕

資産の価格は、原則的には将来のキャッシュフローないし利益の資本還元として形成されるので、資本還元の対象となるのはすべて未実現利益であり（利益実現の確からしさは金融商品によって相当異なりますが）、実現利益ではないと考えている。

片岡 尹（大阪市立大学）

- ①「擬制資本の価格が現実資本から離れて変動する」とこと、「利子生み資本が現実資本から離れて運動する」とことの違いは何か。
- ②「キャッシュフローという単一の観念に還元する」と書かれているが、「将来のキャッシュフロー」であり、そこに予想・期待が関係する。つまり、擬制資本の規模は予想に応じて増減する。擬制資本の独自の運動を客観的に分析する視角は、信研としては、どこに求めるべきか。

〔回答〕

- ①「擬制資本の価格が現実資本から離れて変動する」とは、典型的には、現実の企業収益からかけ離れて株価がバブルで急騰し、バブル崩壊で急落するといった事態のことである。「利子生み資本が現実資本から離れて運動する」とは、擬制資本価格の問題ではなく、運動主体としての利子生み資本（現代の利子生み資本の典型は、ヘッジファンドや買収ファンドだと考えている）が現実資本（産業資本）の運動に従うのではなく、現実資本の運動から独立して独自の運動を展開する事態のことである。
- ② 簡単には答えられないが、擬制資本の独自の運動を促進し、可能にした金融構造や資金フローの特徴、経済的・金融的時代背景等の分析とともに、ケインズの有名な「美人投票の論理」といったものも必要になるのではないかと考える。

岡本恵也（熊本学園大学）

- ① [報告者3人に共通の質問]：「擬制資本論」はマルクス信用学派の独自の概念ですが、「擬制」という用語には、独自のニュアンスがあります。「擬制資本」の「擬制」にどのような理論的含意を強調すれば、現代資本主義認識に洞察をえることができるのでしょうか？
- ② 証券化成熟国である米国でも、ファニーメイ等の「証券化」機関の性格からして、公的信用の支えが残っています。証券化未成熟国である日・欧でも、公的信用によって住宅問題は大きく改善しています。「証券化」の主流であるMBSをもって「証券化」＝「市場化」とは単純に言えない。「証券化」＝「市場化」は、現代資本主義の下ではどの分野でもっとも意義が大きいのでしょうか。「証券化」＝「市場化」という論点で疑問が喚起されました。

[回答]

- ① 現代資本主義認識との関連で、「擬制」の概念で重要なことは、収入の種類や源泉が何であれ、すべてキャッシュフローという資本の価値増殖運動に適合的な単一の観念に還元していく資本主義的作用、物象化的作用だと考えている。また、「擬制資本」の価格形成が投機的要素を孕まざるをえないことも大切な論点である。
- ② 公的部門と「市場」とは、これまでは対立・対抗するものという捉え方がされてきたが、金融システムの市場化の進展の中で、公的部門や公的信用が「市場」を補完・補強するような役割を果たすケースが出てきているように思われる。ファニーメイ等の政府系金融機関による証券化業務も、そうしたケースの1つだと考えられる。従って、MBSのケースも「証券化」＝「市場化」を示す事例だと考えます。

連部正義（中央大学）

北原氏の基本的視点は内生的貨幣供給論に依拠するものと理解します。この視点には、ディスインターメディエーション（預金が集まらない）や金融機関の資金運用難（預金が集まり過ぎた）という表現はそぐわないように思われる。この問題をどのように理解すればよいのか。

[回答]

私は内生的貨幣供給論の考えを採っており、かつディスインターメディエーションや金融機関の資金運用難と内生的貨幣供給論とは矛盾しないと考えている。ディスインターメディエーションのケースを取り上げれば、そうした状況下で資金がMMFに流れて、それが企業発行のCPに運用されれば、企業はその分だけ銀行借入需要を減少させ、資金需要に応じて内生的に行われる銀行貸出が減少することに

なる。銀行は受け入れた預金を貸出に回しているとは考えない（内生的貨幣供給論）が、ディスインターメディエーションはこうして銀行の貸出ビジネスに影響し、金融システムのあり方にも影響を及ぼすことになると思う。

山村延郎（拓殖大学）〔報告者3人に共通の質問〕

現代の金融仲介の発展を肯定的側面と否定的側面に分けて今後のあり方を占うとすれば、どのようになるとお考えでしょうか。リスク管理の手法は発展しつつあるように思われますが、どうでしょうか。

〔回答〕

肯定的側面としては、証券化に見られるような金融市場の効率化・高度化、リスクを取引する市場の生成や金融機関のリスク管理の発達等がある。否定的側面としては、金融仲介機関も含めて金融・資本市場への依存度が高まり、その結果、市場の動きに振り回されたり、取引が短期的視野の下で行われる傾向が強まることなどがある。

アメリカ投資信託と擬制資本の展開

三谷 進
(名城大学)

I 課題と視角

本報告は、擬制資本の歴史的な展開という視点から、両大戦間期のアメリカ投資信託の構造を分析していく。1920年代の投資信託は、貯蓄性資金の集中を進めながら、金融市場を急速に拡張させていた。特に、専門家管理と分散投資を基本とする投資信託は安定的な投資を可能にし、大量の貯蓄性資金を集中して資本市場への資金供与を行うことができた。投資信託は、資本市場の流動化機構の末端を支え、各産業部門への資金仲介機能を果たしながら、金融市場の拡張を促進する役割を担っていた。また、投資信託は、投資家として金融的利益の獲得を追求し、金融市場の量的・質的な拡張を展開する。

さらに、この時期の投資信託は、資本市場からの資金流出を抑制し、一定の投資資金をシステム内部に滞留させるメカニズムを構築していた。大量の余剰資金がニューヨーク株式市場に流入するなかで生まれてきた投資信託は、レバレッジやピラミッド・システムなどの金融技術を用いながら、金融市場の急速な拡大を進めていた。

特に、この時期の投資信託は、上位証券（社債、優先株）と下位証券（普通株）を同時に発行できるクローズド・エンド会社が主流であり、二種類の証券の収益力格差を通じて普通株の価格を上昇させるレバレッジが

盛んに行われていた。また、このレバレッジを基礎にしながら、投資信託は重層的な組織を形成し、ピラミッド・システムと呼ばれる投資信託システムを構築していた。このシステムの内部では、投資信託間の証券取引が人為的に生み出され、相互の証券取引を通じたキャピタル・ゲインの折出を可能にしていたのである。

本報告の目的は、このような金融的収益の追求を可能にしたピラミッド・システムと呼ばれる投資信託システムの構造の解明にある。投資信託は、証券をもとに証券を発行するという証券代位機構のなかで、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインを同時に「所得」と擬制することを可能にしていた。投資信託のピラミッド・システムは、この証券代位機構を基礎にして高度に発展したものであり、その内部では、投資信託がお互いに証券の売買を行い、キャピタル・ゲインを意図的に生み出す構造をつくりだしていた。そこでは、投資信託相互間での証券保有関係が構築され、それをもとに投資信託システム内での人為的な証券売買を仕組むことで、キャピタル・ゲインの継続的な折出メカニズムの構築が進められたのである。

II ピラミッド・システムの構造と形成の論理

両大戦間期の投資信託は、製造業、金融、輸送・通信、公益事業などの各産業部門への分散投資を行っていたが、そのなかで最大の比重を占めたのが公益事業部門であった。公益事業とは、電力、ガス、水道などの公衆の日常生活に密接に結びついた産業部門であり、各州の地域的な独占事業体としての性格を備えていた。アメリカの公益事業は、電力を中心としながら1910年代に産業としての基盤を形成し、1910年代後半と1920年代後半の二度にわたる企業合同運動を経て、生産と資本の集中を進めていた。電力需要の着実な増加のなか、急速な成長を遂げるようになった公益事業にとっては、大量の設備投資資金を調達することが重要な課題となってい

た。

この公益事業における資本集中の必要性は、ピラミッド・システムといわれる持株会社機構の構築を促進し、地域的な独占事業体である電力・ガスなどの公益事業の収益を基盤にしなが、その上層に投資信託の相互持ち合いシステムを形成していくことになった。この構造は、1910年代の公益事業会社の発展と直接に結びついた段階から、1920年代になると、次第に現実の産業資本との関係を希薄なものとしなが、金融的利得を追求するためのシステムへと変貌していった。そのなかで、投資信託の新規設立数は急速に増加し、新たに設立された投資信託による証券の相互保有関係を通じて、ピラミッド・システムの構築が一段と進められていった。また、投資信託が発行した「非生産的証券」は、1924年の4000万ドルから1929年には29億5000万ドルへと激増し、株式ブームの形成に重要な役割を果たした。

また、両大戦間に設立された投資信託は、多くの利益集団と密接に関連しながら組織的な資金集中機構を形成していた。特に、世紀転換期から両大戦間期にかけてのアメリカは、トラスト方式による第一次合同運動から、持株会社方式および投資信託方式による第二次合同運動へと企業の結合形態が大きく変化した時期でもあった。投資信託を媒介とした企業システムの形成が、公益事業部門を中心としなが進められ、巨大な資金集中機構の体系が構築されていた。そのなかでも、セントラル・ステーツ・エレクトリック・コーポレーション（以下、セントラル）・グループは、ノース・アメリカン・カンパニーという公益事業持株会社を基盤に設立され、当時の最も代表的なピラミッド・システムを形成していた。

このセントラル・グループのような巨大な投資信託システムの成立には、ディロン・リードやゴールドマン・サックスといった投資銀行が重要な役割を果たした。特に、1920年代末にセントラルが巨大なピラミッド・システムの形成を進めえたのは、ゴールドマン・サックスの関与が大きかつ

た。ゴールドマン・サックスは、セントラルと共同で子会社のゴールドマン・サックス・トレーディング・コーポレーション (GSTC) を設立した。この GSTC の上層には、シェナンドア・コーポレーションが設立され、さらにその上に、ブルー・リッジ・コーポレーションという新しい投資信託が設立された。これによりピラミッド・システムと呼ばれる巨大な投資信託の階層構造が形成された。

この投資信託が投資信託を生み出していく過程を、セントラルと GSTC が共同で設立したシェナンドア・コーポレーションの事例でみてみよう。シェナンドアは、設立時に額面 50 ドルの優先株 100 万株と無額面の普通株 500 万株を発行しており、そのうち、優先株は 1 株 51.5 ドルで一般投資家に販売され、普通株は 100 万株のみ 1 株 17.5 ドルで投資家に販売され、残りの 400 万株は GSTC とセントラルとの株式交換に回された。つまり、シェナンドアが発行した普通株 400 万株のうち、200 万株が GSTC 普通株 23 万 8096 株と交換され、残りの 200 万株がセントラル普通株 48 万 770 株と交換された。これにより GSTC とセントラルは、それぞれのポートフォリオに 200 万株のシェナンドア株を保有する一方、シェナンドアは、セントラルと GSTC の株式をそのポートフォリオに組み込むことになった。この結果、新しい投資信託が設立される過程で、投資信託のあいだでの株式のクロス・ホールディングス (Cross Holdings) が形成されることになった。この株式の相互保有関係は、さらにシェナンドアがブルー・リッジ・コーポレーションを設立する過程でも形成された。そこでも上記のような形で、シェナンドアがブルー・リッジの普通株を保有し、ブルー・リッジがシェナンドアの普通株を保有した。

また、このような投資信託同士の株式相互保有関係は、その後、シェナンドアがセントラルの普通株を保有することで、サーキュラー・オーナーシップ (Circular Ownership) へと展開する。具体的には、シェナンドアが普通株 37 万 5000 株 (1 株 33 $\frac{1}{3}$ ドル) と優先株 37 万 5000 株 (1 株

50ドル)を発行し、それを総額3125万ドルでセントラルに販売し、これと同じだけの株式をGSTCにも3125万ドルで販売した。この結果、6250万ドルの現金を受け取ったシェナンドアは、その資金をブルー・リッジの普通株625万株の購入に充てた。一方、ブルー・リッジは、セントラルとGSTCの証券を、それぞれ3500万ドルで購入してポートフォリオに組み込んでいたが、この取引でセントラルとGSTCに流入した資金は、再びシェナンドアの株式の購入へと向かったのである。このような取引関係の結果、セントラルがシェナンドアの株式をもち、シェナンドアがブルー・リッジの株式をもち、ブルー・リッジがセントラルの株式をもつことで、循環的な株式の所有関係が形成されたのである。

このようなクロス・ホールディングスやサーキュラー・オーナーシップといった関係の構築は、株式価格の形成に大きな影響を与える。ここでは、連結計算による会社間利益の除去がなされないために、投資信託の利益は倍加したかのように擬制され、そこでの収益および資産額は上昇していった。投資信託のピラミッド・システムにおいては、このような会社間取引の過程で創出された架空な証券売却益をもとに自らの発行する株式価格の急速な上昇を進めることが可能となった。株式価格が傾向的に上昇している1920年代では、投資信託間での株式所有関係は、そのシステム内で自己循環的に株価を上昇させるメカニズムを醸成し、当時の証券ブームを促進したのである。

Ⅲ ピラミッド・システムの内部取引の展開

第Ⅱ節でみてきたように、投資信託は、普通株の相互保有関係をもとにしながら、重層的なピラミッド構造を形成していた。このピラミッド・システムの内部では、投資信託相互間の証券取引が仕組まれることで、継続的なキャピタル・ゲインの創出を行っていた。ここでは、そのなかでも、

優先株に与えられた普通株への転換権に着目しながら、ピラミッド・システム内部で展開された投資信託の証券取引を解明し、そのキャピタル・ゲインの析出メカニズムを明らかにしていく。

そこでまず、優先株に与えられた普通株への転換権についてみていくことにしよう。セントラルでは、1928年から1929年にかけて、優先株から普通株へ転換できる株式（転換優先株）を発行した。それらの転換権は、請求通知後25日以内に投資家はその権利を行使するかどうかを決めるオプションがつけられており、さらにまた、1株110ドルで優先株を償還する権利も与えられていた。1920年代は、レバレッジを通じて普通株の継続的な価格上昇が進められており、普通株への転換権を与えられた優先株は、普通株のもつ利益をも享受することが可能となり、多くの一般投資家の投資意欲を刺激した。また、それまで価格水準が安定的に推移していた優先株に、普通株同様のキャピタル・ゲインを取得する機会が与えられたことで、優先株の株価は、普通株と連動して上昇していくことになった。

このように、転換権の特徴は、普通株と優先株の価格連動性を高めることにあった。普通株への転換権を与えられた優先株は、普通株の市場価格が上昇すると同時に、その価格が自動的に上昇するように設定されており、転換権が与えられただけで、優先株は普通株の価格水準を達成していた。そこでは、優先株の価格は普通株価の動向に密接に連動し、普通株が急速に価格上昇を示す1928年から1929年第3四半期にかけて、転換優先株は普通株につられる形で、その価格水準を高めていた。転換権の付与は、本来、安定的な価格水準を推移する優先株の性格を大きく変化させたのである。

以上のように、転換優先株は、普通株の将来的な収益力の上昇を基盤に発行される。転換権を付与されることで、本来、普通株とは無関係であった優先株の価格は、普通株価との連動性を強められた。これは、世紀転換期にみられた優先株と普通株の関係からの大きな変化であった。ヴェブレ

ンが整理したように、証券発行の段階で優先株は実物資産に対応し、普通株は将来の収益力である「のれん (Goodwill)」をもとにしていた。この段階では、両者のあいだには直接的な関係はない。しかし、1920年代の証券流通市場の発展とともに、両者の結びつきがさらに強く必要とされた。流通市場の売買過程で必然的に生まれるキャピタル・ゲインに、実物資産との関係で規定された優先株を結合させることで、金融市場の有機的な一体性が強められ、優先株は普通株の価格にリンクされた。まさに、実物的な優先株の領域にまで、期待収益力の概念が導入され、そのことで未実現のキャピタル・ゲインの流列が擬制的に想定された。普通株に限定されていた期待収益力の概念が、優先株にまで拡張されたのである。

最後に、この時期の投資信託が行った株式配当 (Stock Dividends) の分析を通じて、投資信託による擬制化の特質をみていくことにしよう。証券取引量の需給調整は、スポンサーの人為的な売買過程への介入だけでなく、株式配当という形態をとりながら展開する。株式配当という現金ではなく株式で利益配当を行う方法は、人為的な株価調整を隠蔽し、「株価操縦」ではない合法的な需給調整を可能にしたのである。

特に、投資信託は、資本市場における資金集中を徹底的に追求し、投資資金を資本市場内部に滞留させようとする。投資信託が資金集中を極限まで押し進めようとするれば、必然的に、配当として流出する現金を節約して、その代わりに株式で済ませようとする。現金配当の場合には、システムからの現金流出が発生するために、投資信託の資金集中メカニズムは阻害される。それに対して、株式配当の場合には、現金ではなく株式それ自体で配当を行うために、投資信託からの資金の流出は発生しない。つまり、投資信託内部の流動性の観点からいえば、株式配当の方が投資信託への資金集中の度合いが高まり、投資信託の流動性は高い水準で維持されることになる。このような現金配当を株式配当に代位させることで、投資信託システムからの現金流出の節約が進められ、資本市場の拡張が展開していくの

である。

両大戦間期のピラミッド・システムの内部では、投資信託が自ら「配当」を生み出し、それを経常「所得」に組み入れる手法が用いられており、この「配当」政策は、投資信託の擬制化を制度的に支える重要な基盤となっていた。

このような投資信託の配当政策について、証券取引委員会（SEC）は、「実際に、株式配当が現金に実現されなかったときには、株式配当は現実の収益としての効果をあげた」と分析していた。このことは、擬制資本の展開において、株式配当のもつ重要な理論的意義を示している。つまり、1920年代のように株式の実現問題が発生しないような前提のもとでは、株式配当が現実の収益力に擬制され、投資信託の「収益力」のなかに組み込まれていく。さらに、このように「収益力」として擬制された株式配当は、ピラミッド・システムのなかで、公益事業会社から投資信託へ、さらには、投資信託子会社へと連鎖的に展開していく。それを通じて、システムとしての擬制資本の拡張がさらに進んでいくことになる。持株組織を基盤とした企業システム内で、意図的に、株式配当を現金に実現しないようにすれば、人為的に株式配当を「収益力」に転化することができるようになる。そこでは、収益力を資本還元して生み出された株式が、再び、「収益力」に組み込まれて再擬制資本化されるという投資信託システム独特の擬制資本化が展開される。まさに株式をもとに株式を生み出していく投資信託の構造が、新たな擬制化の世界を生み出していくのである。

IV 終わりに

これまでみてきたように、1920年代に形成された投資信託のピラミッド・システムでは、キャピタル・ゲインそのものを継続的・安定的な配当に擬制する仕組みが構築され、内部での資金流通の連続性の保全と株価の

維持をはかっていた。投資信託は、互いに売買を継続的に進めることで、キャピタル・ゲインを恒常的に発生させようとした。この時期の投資信託システムでは、いかにシステムからの現金流出を抑制し、システム内部での自己拡張的な取引活動を通じてシステムの拡張（擬制化）を推進するかが大きな課題となった。そのなかで、システムとしてキャピタル・ゲインを継続的に生み出す構造が必要とされてきたのであり、その後、国際的な機関投資家の積極的な取引活動とともに、金融市場におけるキャピタル・ゲインの不断の恒常化がもたらされていくのである。

しかし、このようなピラミッド・システムの拡張は、資本構成のなかで下位証券（普通株）に比べて上位証券（社債、優先株）の比率を著しく高めていく。これは下位証券の比率を高めている資産構成とのあいだの不均衡を増大させる。上位証券を中心とした資本構成は、安定的なキャッシュ・フローの流入を要請するのに対し、下位証券を中心とした資産構成は必ずしも安定的・定期的な利子・配当が保証されておらず、その不安定性は高まっていく。特に、資本・負債側での上位証券の比率の高まりは、固定的な利子・配当負担を増加させる。ピラミッド・システムの拡張は、このように資本構成のレバレッジ比率の増大のなかに、その矛盾を蓄積させていく。だが、このような資本構成における上位証券の増加は、十分なディスクロージャーがなされず、逆にそれを隠蔽するような会計操作を行っていた当時の投資信託では、投資家に必要な情報の伝達が行われなかった。これまで述べてきたような投資信託のシステム内部の取引に関する情報は、投資家に伝えられることはなく、投資家は不確かな情報をもとに投資活動を行わざるをえなかった。このような情報の非対称性は投資信託に独自のシステムの構築を可能にした大きな要因であった。

また、1920年代の資本市場では、投資信託が採用した長期的投資理論の普及に伴い、期待収益力を資本還元して擬制資本を形成する方法が広がりを見せしていた。この長期的な期待収益力の高まりは、投資信託の発行す

る普通株の価格を急速に上昇させており、このような投資理論を背景にし
ながら、投資信託は様々な金融技術を用いることで、自らの発行する証券
価格を上昇させようとした。そこでは、すでにみたように、ピラミッド型
の会社組織を形成し、クロス・ホールディングスやサーキュラー・オーナー
シップといったシステム内での取引活動を促進したが、さらに、その内部
では、優先株から普通株への転換権の利用や株式配当の操作などを通じて
の株価形成を進めたのである。

このように、1920年代に形成された投資信託のピラミッド・システム
の大きな特徴は、内部の「収益力」を人為的に高めることで、証券市場か
ら大量の貯蓄性資金を集中し、自己のシステム内部での資金流通の連続性
を維持することにあった。しかし、このシステムは、投資信託と投資家と
のあいだの情報の非対称性の問題や、過度な期待収益力の設定、さらに、
基盤となる産業資本の停滞などの多くの問題を抱えており、その長期にわ
たつての資金流入を維持することは困難であった。

しかし、投資信託が相互に結びつき、投資家による資本市場への資金流
入を推進しながら、その流れ込んだ資金の流出を防ぐシステムの形成は、
それ以降、1960年代におけるファンド複合体 (Fund Complex)、さらには、
1980年代以降のファンド・ファミリーなどの形態をとって進められ
てきた。1960年代のファンド複合体では、多くの投資会社が大規模な投
資顧問会社のもとに集中され、ある投資会社から別の投資会社に投資家が
乗り換えを行っても、投資会社複合体内部での資金移動にとどまり、その
資金を投資会社システム内に滞留させることが可能になっていた。1980
年代以降においても、急速な発展を投資信託が遂げることができた背景に
は、ファンド・ファミリーのような投資信託が自らのシステムから資金を
流出させない仕組みをつくりだしていたことがあり、それを通じて、金融
市場の肥大化はさらに進められることになったのである。

参考文献

三谷 進『アメリカ投資信託の形成と展開—両大戦間期から1960年代を中心に—』
(日本評論社、2001年)

《三谷報告へのコメント》

赤川元章（慶応義塾大学）

信用代位をどのように捉えるべきか。信用制度と市場構造論の関係からのアプローチ。3つの基本的な信用制度、①商業信用（企業間信用）、②銀行信用、③擬制資本（信用）と設定すれば、これらの信用制度は形成される局面＝場所＝市場、この局面で機能する資本運動、資本運動の担い手、商品として存在する場合の価格形成の仕方は、それぞれ固有の局面で自立し、完結することが可能である。だが、これらの信用制度は、①商業信用→②銀行信用→③擬制資本（信用）の順序で相互に関連しながら発展してきたし、時間と空間の統一物としての資本の特徴（期間対応の原則）、および経済制度（国家的規制を含む）の相違と変動する経済状態（産業循環など）によって規定される。問題は、相対型取引①商業信用、②銀行信用と市場型取引、③擬制資本（信用）の関係をどのように捉えるのか？この場合、重要な論点は、ある信用制度から他の信用制度へ移行する「信用代位」という概念である。これをどのように理解したらよいのか？

「三谷説」…投資信託論。研究報告の対象は1920年代のアメリカ投資信託の展開であり、ここでは、証券代位③→③の意義が解明されている。投資信託の発展条件は、従来コール市場に流入していた資金（企業内部の蓄積された遊休資金・家計の貯蓄性資金・国際的な短期資金）が投資信託に投資。その場合、アメリカ投資信託は一般投資家向けに優先株、創業者・管理者向けに普通株を発行し、後者は会社相互間で株式の相互持合いを行って、逆ピラミッド組織を構築し、また株式配当などで組織外への資金流出を阻止した。論点は、この特殊な時期の証券代位システムは投資銀行の遊休資金支配と会社支配の手段として理解してよいのか？普通株は投資銀行などとの相互持合いで固定化され、非流動的＝特定会社への集中投資と固定化、この現象は投資信託の資金運用方法＝分散投資による価値保全の原則と矛盾しないのか？株式配当は大株主の累進課税の回避策の側面があったのではないのか？現実資本の成果と株式価格との相関関係の傾向はどのようなものか？また、事業会社の株式発行へ参加すれば、投資信託の資金は証券市場に拘束されるのではなく、現実資本として機能していくのではないのか？

[答]

投資信託における証券代位については、最近では「市場型間接金融」との関連で議論されているが、ガーレー、ショー、ゴールド・スミスの理論に示されるように、金融資産の多層化、金融利益の重層化の現象を説明していくときに必要な理論的装置であると考えている。また、投資信託をはじめとした様々な金融機関の証券代位の展開は、最近のヘッジファンドのファンド・オブ・ファンドの構造のように、現代の擬制資本の特徴的な現象である金融資産の累積を説明していく際に必要不可欠な論理であると考えている。また、ご指摘のように、投資信託の証券代位の議論を、従来の「信用代位」の理論的な系譜から体系的に展開していくことは重要であるとされており、今後の研究課題にしていきたいと考えている。

また、1920年代の投資信託の証券代位システムについては、拙著『アメリカ投資信託の形成と展開』（日本評論社）で解明したように、当時の投資銀行と密接に関連しながら、持株会社システムが利用された形での擬制資本化が進展していたのであり、本来の投資信託の理念とは大きく乖離する性質のものであった。また、現実資本との関わりについても、当時の公益事業会社が生み出す収益を基盤にしながら、レバレッジやピラミッド・システムといった投資信託に特有な擬制資本の形成メカニズムにより、そこから大きく乖離した株式価格が形成され、それが当時の株式バブルを促進していたのである。

熊野剛雄（専修大学名誉教授）

三谷報告はその殆どが戦間期に於ける、投資信託を利用したピラミッティングによるインサルの金融帝国に関するもので、現代に於ける金融とリスク回避の多様化から離れたものであって、コメントの対象から外させていただく。

[答]

文書で頂いたコメントは上記の通りであるが、当日の熊野先生の口頭でのコメントを要約すると、1920年代の「インサル」を取り上げる意味は何か、また、その現代的な含意は何かということになるかと思う。

投資信託の基本的な仕組みには、証券代位のメカニズムがあり、これは一般の企業の株式や社債等を資産ポートフォリオに組み込み、投資会社が自ら、自己の社債、優先株、普通株を発行することにある。ここで大事なポイントは、投資信託は、多様な証券を一つの総体あるいは集合体としての証券ポートフォリオにまとめあげ、今度は、それらを同一の権利を有する証券として小口化・分散化していくことにある。また、それによって、証券投資に必要な貯蓄性資金をより広い範囲から集中していくことが可能となり、その意味で、資本の動員の徹底という意味での論理的な

必然性をもっている。賃金や所得といった形で社会に散布された資金を、漏れなく、投資資金として集中させていくためには、これらのメカニズムが必要になる。これは、今回の証券化のメカニズムとも類似する点である。

また、今回の報告では時間の都合上、1920年代の投資信託の擬制化のメカニズムを中心に説明したが、その基本的なメカニズムは、現代のヘッジファンド等の投資信託にも典型的に見ることができるのであり、現在の国際化された金融市場における擬制資本を考察するためには、投資信託の擬制資本化のメカニズムの歴史的な変遷を理解していくことが重要であると考えている。

飯田裕康（帝京大学）

大変興味深いご報告でした。擬制資本の肥大化といわれていますが、肥大化というのは、少々あいまいな言い方のような気がいたします。投信ピラミッドのなかに擬制資本が累積し、資金のもれ出しをチェックしていると考えればよろしいでしょうか。また、累積の限界はなにに求められるのでしょうか。

[答]

擬制資本の肥大化という表現については、今回の投資信託のレバレッジやピラミッドシステムのメカニズムを通じて拡大していく擬制資本の累積現象を示しており、ご指摘のあったように、資金を内部に滞留させ、それが漏れ出さないようにしていくことは擬制資本の累積にとっての必要条件であると考えている。また、擬制資本の累積の限界については、擬制資本の蓄積と現実資本の累積との不均衡問題や、その時点で金融市場へ流入する資金量の問題、また、それを支える信用制度や金融政策のあり方や、金融市場における投資家の構成や心理状態なども影響をされており、これらの点については、今後、さらに分析を深めていきたいと考えている。

居城 弘（静岡大学）

証券代位によるピラミッド化の進展に関して、投資信託と持株会社の関連はどのように考えたら良いのでしょうか。

[答]

1920年代のアメリカでは、投資信託と持株会社の明確な区分が存在しておらず、投資持株会社と呼ばれるものも存在しており、それがピラミッド化の進展を進めた大きな要因にもなっていた。そのため、1940年の投資会社法では、「投資会社」と「持株会社」の区分が明確にされるようになった。

岡本恵也（熊本学園大学）

「擬制資本論」はマルクス信用学派の独自の概念ですが、「擬制」という用語には、独自のニュアンスがあります。「擬制資本」の「擬制」にどのような理論的な含意を強調すれば、現代資本主義認識に洞察をえることができるのでしょうか。

〔答〕

「擬制」という用語は、現在の実物資産に対する無形資産の関係や、現実資本に対する貨幣資本の過剰現象に見られるように、現代資本主義における多様な金融商品の累積現象を説明するために必要な概念であると考えている。まさに、一方的に拡大を続けていく金融資産の累積現象を解明するための必要不可欠な分析装置として「擬制」概念がこれから重要になっていくと考えている。

掛下達郎（松山大学）

ピラミッド・システム（Cross Holdings と Circular Ownership）やファンド複合体（Fund of Funds）では、北原先生が報告された貸付債権の証券化プールのメカニズムと類似した点はあるでしょうか。

〔答〕

投資信託のピラミッド・システムやファンド複合体と、貸付債権の証券化プールのメカニズムの相違については、市場型間接金融という理論的フレームワークから言えば、いくつかの類似点を見いだすことは可能であるが、その技術的な仕組みとしてはそれぞれ独特なメカニズムをもっているため、今後、両者のメカニズムの詳細な比較分析をした上で、この問題については考えていきたい。

柴垣和夫（新潟産業大学）

1920年代、アメリカの投資信託（会社）の特徴と位置づけ。①投資信託会社の発起者のプロモーターは、どういう経済主体が良いのか。投資銀行や商業銀行との関連。②投資信託への投資者（投資信託会社の株主）はどういう経済主体が多いのか。③以上を通じて、1920年代アメリカ金融資本—これをどういうものとして把握するか自体、大問題だが—のなかで、投信をどう位置づけたらよいか。

〔答〕

当時の投資信託の多くは投資銀行をスポンサーとしており、投資銀行が設立した投資信託が全体の過半数を大きく上回っていた。特に、大企業との関係の弱いディロン・リードをはじめとする新興の投資銀行が、投資信託を設立して貯蓄性資金の

集中を行っていた。また、ご指摘のあったアメリカの「金融資本」と投資信託との関連については、従来の議論をもう一度整理しながら、今後、さらに研究を深めていきたいと考えている。

建部正義（中央大学）

三谷先生の報告内容を以下のように理解することは可能ですか。

① 資料 No. 4 の図 10 にあるように、セントラル・グループのピラミッド・システムから発生するインカム・ゲインならびにキャピタル・ゲインの窮極的な根拠は、経済学的には、ノース・アメリカンの収益にある。② ピラミッド・システムという金融技術を利用したインカム・ゲインないしキャピタル・ゲインの架空的な析出は、内実的には、いわば錬金術的まやかしにすぎない。③ この錬金術的まやかしは、バブルと同様に、いずれは崩壊する以外にはない。その帰結が 1929 年のアメリカの株価の暴落であった。

〔答〕

基本的な事実関係の認識としては、インカム・ゲインの根拠はノース・アメリカンのような公益事業会社の収益にあると考えてよいが、キャピタル・ゲインの「根拠」について考える場合には、その「収益」を生み出している投資信託のシステムや、その当時の「所得」に対する経済学的あるいは会計学的な考え方が重要になると考えている。擬制資本とは、それぞれの時期における制度的な条件による制約が強く、その時期の会計学的な「収益」の考え方に基づいて「合理的」に判断される性格のものである。そのため、事後的に見た場合には、不合理なシステムのもことでその擬制資本が形成されることになってしまう。そういう意味では、「擬制資本」のシステムには、必然的に、「錬金術」的な要因を内包しており、それを制度的にどのように制御していくのかということが重要な政策的な課題になると考えている。

深町郁彌（熊本学園大学）

① キャッシュ・フローと擬制資本についてご教示下さい。「キャッシュ・フロー」というのは、将来における期待収益力の利子率による資本化、したがって未実現利益の資本還元ですか。これに対して「擬制資本」は実現利益率の利子率による資本還元というものではないでしょうか。両者の区別についてご教示下さい。擬制資本の中身を、そしてその範囲をはっきりさせるためです。

② 1920 年代における投資信託による「擬制化」は、個別企業ではこの時代にはどう会計処理されていたか。現在では、個別企業による「擬制化」の会計処理と連結した企業の会計処理による処理とはどのようなものであるか。

[答]

① キャッシュ・フローについては、非常に多様な考え方や定義が存在しており、経済学的に見た場合や会計学的に見た場合においても「キャッシュ・フロー」の理解は異なっている。擬制資本の基本的な定義については、「規則的に反復され、かつ譲渡可能な収益が資本還元されて成立する架空資本」（深町郁彌・濱野俊一郎編『資本論体系 第6巻 利子・信用』490頁、有斐閣）であるが、ご指摘の通りに時間の概念を厳密に組み入れた理論的な展開を進めていかなければならないと考えている。擬制資本の定義を考える場合に、①現時点での「実現」利益を、現時点の利子率で資本還元するケース、②将来の「未実現」利益を、現時点の利子率で資本還元するケース、③現時点での「実現」利益を、将来予想される利子率で資本還元するケース、④将来の「未実現」利益を、将来予想される利子率で資本還元するケースというような組み合わせを想定することができる。そのなかでも、②のケースが一般的に擬制資本の議論をする際には活用されることが多いが、上記の擬制資本の基本的な定義には、明確な時間概念の規定が示されていないので、広義には、上記の四つのケースについて検討しながら、擬制資本の概念の明確化を進めていくべきだと思われる。

② 1920年代のアメリカでは、利益剰余金と資本剰余金の区別がなく、両者はともに「所得」として分類されており、個別の投資信託においても「経常収益」と「証券売却益」の区別が明確ではなかったために、両者を一括して資本還元する「擬制化」が行われることになった。また、この時期の投資信託が行ったクロス・ホールディングスやサーキュラー・オーナーシップでは、連結計算による会社間利益の除去がなされないうえに、投資信託の利益は倍加したかのように擬制され、そこでの収益および資産額は上昇していったのである。

山村延郎（拓殖大学）

① 現代の金融仲介の発展を肯定的側面と否定的側面に分けて、今後のあり方を占うとすれば、どのようになるとお考えでしょうか。（否定的側面ばかりのように聞こえたので。）② リスク管理の手法は、発展しつつあるように思われますが、どうでしょうか。

[答]

① 現代の金融仲介の発展については、絶えず金融市場を拡大させていく肯定的側面と、それと同時に金融市場を不安定化させていく攪乱的な側面とを同時に併せ持つものとして認識する必要があると考えている。

② リスク管理の手法は確かに発展を続けているが、それと同時に、金融技術の

革新や新たな金融商品の開発が進んでおり、いたちごっこのように、絶えずリスクの深化とそれへの対応が続いている。特に、国際金融市場では、ヘッジファンドのように十分な情報開示が行われていない金融機関が拡大を続けており、情報の非対称性が存在しているなかでのリスク管理のあり方も問われてきている。

吉田 暁（武蔵大学）

①「擬制資本」の定義について、お聞かせ下さい。②1920年代をとりあげるこの意味。ピラミッド・システムあるいは株式配当のような仕組みは、その後の擬制の展開で、現在においては錯覚を与えないようになってきていると思う。しかし、1920年代の「擬制」を強調されるのは、今日においても形をかえてこのような「擬制」が行われており、それが「擬制資本」の問題点だとおっしゃりたいのでしょうか。

【答】

①「擬制資本」の基本的な定義は、「規則的に反復され、かつ譲渡可能な収益が資本還元されて成立する架空資本」であると考えており、その理論的な内容を深めることによって、現代の擬制資本の特徴を明らかにしていきたいと考えている。

②「擬制」のメカニズムを考えていくと、そこには必然的に人々の錯覚を招く要因が含まれており、それが現在の証券市場の攪乱要因にもなっている。これについては、現在、行動ファイナンスの領域でも研究が進められている。現在の証券市場では、全ての投資家に対して均等かつ公平に情報が行き渡らず、そこでは、必然的に「情報の非対称性」という状況が発生しており、最近でも、エンロン事件やライブドア事件に象徴的に観察されたように、擬制資本の「錯覚」とその後の擬制資本価格の調整のプロセスは存在し続けている。

部会活動報告

[北海道部会]

- (1) 日 時 2006年7月29日(土)
 場 所 北星学園大学
 ① 報告者 山口 博教氏(北星学園大学)
 論 題 ドイツ証券市場について
 ② 報告者 大矢 繁夫氏(小樽商科大学)
 論 題 ドイツにおける「金融資本」と証券市場
 ③ 報告者 小林 真之氏(北海学園大学)
 論 題 地方証券市場の日米比較

- (2) 日 時 2006年12月2日(土)
 場 所 北海学園大学
 ① 報告者 中浜 隆氏(小樽商科大学)
 論 題 アメリカ民間医療保険の現状と課題
 ② 報告者 本間照光氏(青山学院大学)
 論 題 保険研究の可能性
 -中浜氏のアメリカ民間医療保険研究に寄せて-

[関東部会]

- 日 時 2006年10月28日(土) 14:00~
 場 所 國學院大學 渋谷キャンパス
 若木タワー地下1階会議室
 報告者 近廣昌志氏(中央大学・院)
 題 目 「国際通貨供給とシニョレッジ発生の可能性
 -銀行学派的見地から-」
 討 論 者 徳永潤二氏(和光大学)

[関西部会]

日 時 2006年10月28日(土) 13:30~17:00
場 所 あべのメディックス 8F 会議室
① 報告者 松浦一悦氏(松山大学)
論 題 ユーロシステムの安定性と ECB の金融政策
② 報告者 川合 研氏(福岡大学)
論 題 商業銀行と決済システム

[西日本部会]

日 時 2007年3月25日(日) 10:30~13:00
場 所 九州大学経済学部 6階大会議室
報 告 者 鳥谷一生氏(大分大学)
題 目 アメリカにおける人民元為替相場制度論争と
『米ドル本位制』の論理
討 論 者 前田 淳氏(北九州市立大学)

2006年度 学会事務局報告

I 春季大会（大東文化大学）

春季大会は、改装なった快適な会議室を有する、大東文化会館において開催された。今大会は新たな試みとして、3人の報告者の報告時間を用語質問を含めて60分と十分に確保し、午前中2人、午後1人の報告がなされ、コメンターも30分づつの時間配分であった。報告者にとってこの時間延長は、報告の意を伝えるに好ましいことであったと思われる。全体討論の時間がその分短縮されることになったが、フロアーからの質問を含め、活発な議論が展開された。

懇親会は、完成間近の板橋キャンパスにある「カフェテリア・グリーン スポット」に場所を移して行われた。主催校からの差し入れである美味しいワインを片手に、大会での議論の延長がなされた。

II 秋季大会（北海学園大学）

久し振りの北海道での大会でした。時期が9月前半ということもあり、参加人数において若干物足りない面はありましたが、報告者・コメンターともかなりのボリュームの当日配布資料を準備され、いかにも研究学会という学会になった。3人の報告者とも、米国の金融の歴史的展開や構造を素材の中心に据え、共通テーマである「金融仲介の多様化と擬制資本」について論を張られた。コメンターは米国以外の国の制度・歴史展開を紹介することでアメリカンスタンダードの相対化、あるいは理論的含意についてのコメントをされた。大会後引き続いて開催された懇親会では、初秋の北海道の味を肴に、議論の続きと懇親を深めた。

会員著書・論文目録 (2006年1月至12月)

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
赤川 元章	『19世紀末のドイツ銀行業と東アジア』	『三田商学研究』	第49巻第5号 (2006年12月)
	書評『ドイツ証券市場史』(山口博教著)	『証券経済研究』	第49巻第5号 (2006年12月)
伊藤 誠	『幻滅の資本主義』	大月書店	2006年3月
	『「資本論」を読む』	講談社学術文庫	2006年12月
	Political Economy of Money, Credit and Finance in Contemporary Capitalism: Remarks on Lapavistas and Dymski	Historical Materialism	2006年 Volume 14, Issue I.
井村喜代子	『現代資本主義の変質』とアメリカ主導の規制緩和。競争市場原理	『政経研究』	2006年5月、 第86号
岩田 健治	『ユーロの挑戦』	信用理論研究会編 『金融グローバリゼーションの理論』(大月書店)	2006年2月
	『現代ヨーロッパ経済 新版』(共著)	有斐閣	2006年5月
	『EUの新しい金融サービス政策とEUから見た取引所再編』	日本証券経済研究所 『証券レビュー』	2006年11月、 第46巻第11号
大谷慎之介	『「資本論」第2部・第3部草稿の執筆時期について』	『季刊経済理論』(経済理論学会)	2006年、42巻 第4号
片岡 尹	『経常収支と国際通貨』	信用理論研究会編 『金融グローバリゼーションの理論』(大月書店)	2006年2月
	『ドル本位制のメカニズム』	同上	同上
	『迷走するドル本位制』	『経営研究』	2006年2月、 第56巻第4号
鎌倉 孝夫	株価至上主義経済	御茶の水書房	2005年12月
	株式・擬制資本原論	東日本国際大学研究紀要	2006年1月、 第11巻第1号
	根拠なき熱狂かー景気上昇の内実	進歩と改革	2006年1月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	グローバリゼーションと国家・革命	同上	2006年5月
	金融犯罪統発と金融格差・寡占化	同上	2006年7月
	ゼロ金利解除は何をもたらすか	同上	2006年9月
	安倍内閣の政治・経済政策の問題性	同上	2006年12月
川本 明人	「国際金融業と機関投資家」	信用理論研究会編『金融グローバリゼーションの理論』(大月書店)	2006年2月
	「銀行 CSR とリスクマネジメント」	『危険と管理』	2006年3月、第37号
	「国際金融業の展開と国際銀行規制」	『修道商学』	2006年9月、第47巻第1号
北原 徹	「アメリカの不動産証券化と生命保険会社」	『高知論叢』	2006年3月、第85号
清田 匡	『中小企業金融をどう理解するか』(編著)	創風社	2006年6月
	「大阪における地域金融の課題」	大阪市経済局編『大阪の経済2006年版』	2006年3月
	「地域金融機関の理念について―「地域を繋ぐ者」としての金融と「中小企業の養成者」としての金融」	清田編著『中小企業金融をどう理解するか』創風社	2006年6月
	「商業銀行の『金融サービス業』化」	信用理論研究会編『現代金融と信用理論』(大月書店)	2006年1月
	「大阪の中小企業金融に関するアンケート調査報告書」	OCU GSB リサーチシリーズ No. 7	2006年2月
小林 真之	「連邦預金保険制度と銀行破綻処理政策 (1)―1934～40年における連邦預金保険公社の経験―」	北海学園大学『経済論集』	2006年6月、第54巻第1号
坂口 明義	<翻訳>ジャック・アグ著『経済のグローバル化とは何か』(共訳)	ナカニシヤ出版	2006年3月
	「国際金融・通貨制度」	進化経済学会編『進化経済学ハンドブック』共立出版	2006年9月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	「貨幣の両義性・主権性と銀行の特殊性」	『環』第27号	2006年11月
	<翻訳>アラン・プレシ著 「近現代フランスにおける経済発展と銀行組織」	『環』第27号	2006年11月
柴垣 和夫	『コーポレート・ガバナンスとCSR』（飯冨延久ほかと共著）	中央経済社	2006年3月
	「グローバル資本主義とは何か—その歴史的位相—」	経済理論学会『季刊経済理論』第43巻第2号	2006年7月
	「知識人の資格としての経済学—マルクス経済学の効用—」	『学会会報』	2006年11月、第861号
高懸 雄治	「債務危機と金融危機—1980年代と1990年代—」	大月書店 信用理論研究会編 『金融グローバリゼーションの理論』	2006年2月
	「通貨危機の現代的様相—新興国の1990年代」	法律文化社 奥田宏司、横田綾子、神決正典編 『現代国際金融—構図と説明—』	2006年4月
	<書評>萬谷迪『世界開発と南北問題』	八潮社 『経済』	No. 128 2006年5月号
高倉 泰夫	物象化の複合と株式会社	『経営と経済』（長崎大）	2006年2月、第85巻第3・4号
	物象化と競争と企業統治	『経営と経済』	2006年12月、第86巻第3号
建部 正義	貨幣論の現代的意義	信用理論研究会編 『現代金融と信用理論』 大月書店	2006年1月
	郵政民営化問題についての一考察	商学論纂	2006年3月、第47巻第3号
	日銀の量的緩和政策の変更をどう読むか	経済	2006年6月
	「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」をめぐって	証券経済学会年報	2006年7月、第41号

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
田中 素香	「ドルとユーロ」	信用理論研究会編 『金融グローバリゼーションの理論』(大月書店)	2006年2月
近廣 昌志	「国際通貨供給とシニョレッジ発生の可能性ー内生的貨幣供給理論の見地からー」	『大学院研究年報』(中央大学大学院) 商学研究科篇	2006年2月、 第35号
徳永 潤二	「国際通貨国アメリカと国際資本移動」	信用理論研究会編 『金融グローバリゼーションの理論』(大月書店)	2006年2月
	The U.S.' Role in International Capital Movements	『サミュエルソン・ドラッカーとその時代』(和光大学経済学部創立40周年記念号) 白桃書房	2006年3月
	「2000年代前半の国際資本移動におけるアメリカの役割」	『経済理論』(経済理論学会)、	2006年10月、 第43巻第3号
西尾圭一郎	「アジアの債券市場育成と国際資金フロー」	『証券経済学会年報』	2006年7月、 第43巻第3号
	「マネー・フローの国際比較分析」	『経営研究』(西倉高明、木村公一、ジッテマ・トングライトとの共著)	2006年7月、 第57巻第2号
西村 閑也	「英系国際銀行とアジア、1890-1913年(5)」	法政大学『経営志林』	2006年1月、 第42巻第4号
	「英系国際銀行とアジア、1890-1913年(6)」	同上	2006年6月、 第43巻第2号
	「La Masse Monétaire en France (失後和彦と共著)」	Histoire, Economie et Société	2006年6月
野田 弘英	「金融不安定性をめぐる学説史」	信用理論研究会編 『現代金融と信用理論』(大月書店)	2006年1月
	「(研究ノート) 金融不安定性と貨幣」	『東京経大会誌』	2006年10月、 第251号
濱田 康行	政策金融機関は本当にいら ないのか	金融ジャーナル 第47巻第2号	2006年1月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	規制緩和はビジネスチャンスか?—市場化テストの現実—	信用組合 第53巻第4号	2006年4月
	巻頭言「救済融資」	信用組合 第53巻第6号	2006年6月
	巻頭言「雨天の傘は借りられるか」	中小公庫マンスリー 7月号	2006年7月
	書評「新日本の時代」(ステューヴン K ヴォーゲル著)	中小企業総合研究 第4号	2006年7月
	書評「ドイツ証券市場史」(山口博教著)	Hokkaido University Press	2006年8月
	北海道資本市場構想	開発こうほう	2006年10月
	我が国ベンチャーキャピタルの投資実態(共著)	京都大学大学院経済学 研究科 Working Paper No. J-55	2006年10月
	政策金融機関の見直し	金融ジャーナル社編 金融時事用語集	2006年2月
平岡 賢司	「国際通貨の歴史と多義性」	信用理論研究会編 『金融グローバルイゼーションの理論』大月書店	2006年2月
平田 喜彦	Great Britain's Balance of Payments Crisis in 1931: A Multilateral Settlements Perspective.	Journal of International Economic Studies, Hosei Iniversity	No. 20, March 2006
福光 寛	「学校債と医療法人債—擬似債券の理論・歴史・現状—」	成城大学『経済研究』	2006年12月、 第173号
古川 正紀	平成大不況の基底的要因としての資産デフレと不良債権問題	九州国際大学経営経済論集	2006年3月、 第12巻第3号
前田真一郎	「個人金融と金融業」	信用理論研究会編 『現代金融と信用理論』(大月書店)	2006年1月
前田 直哉	「二極通貨体制に関する一考察」	「龍谷大学経済学論集」	2005年12月、 第45巻第3号
	「二極通貨体制の一考察：一極通貨体制との比較を通じて」	「信用理論研究」	2006年6月、 第24号

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
松浦 一悦	嶋田巧編『世界経済』（共著）	八千代出版	2006年6月
	「EUとアジア」	清野良栄・中嶋慎治 『東アジア経済の発展 と日・米・欧の諸相』 （晃洋書房）	2006年10月
	「ユーロシステムの安定性」	『日本EU学会年報』 （有斐閣）	2006年、 第26号
松本 朗	「『預金封鎖』という亡霊が 残した教訓－終戦後インフ レーションに学ぶ－」	『経済』（新日本出版 社）No.123	2006年
	「変動相場制の調整機能再考」	信用理論研究会 『金融グローバリゼー ションの理論』	2006年
	「対外決済と国際通貨」	『立命館経済学』（立 命館大学経済学会）	2006年
山口 博教	ドイツ証券市場史－取引所 の地域特性と統合過程－	北海道大学出版会	2006年2月
山村 延郎	「ドイツ・リテール金融業務 における自己資本比率規制 とリレーションシップ・バ ンキングの意義」（共著）	『FSA リサーチ・レ ビュー 2005』金融庁 金融研究研修センター	2005年12月
	「グローバル化と中小企業」	信用理論研究会編 『現代金融と信用理論』 （大月書店）	2006年1月
	「ドイツにおける金融機関の 国内戦略－バーゼルⅡ導入 を迎えて－」	『信用理論研究』	2006年6月、 第24号
由里 宗之	「EUと加盟国の相互関係－ 独仏金融サービス市場にお ける規制・競争政策を事例 に－」（共著）	日本EU学会年報 『EUとガバナンス』	2006年11月、 第26号
	「地域金融とコミュニティ・ バンク」	信用理論研究会編 『現代金融と信用理論』 （大月書店）	2006年1月
	「米銀における金融コングロ マリット解禁論議とコミュ ニティ銀行業界の戦略的対 応」	東海郵政局「平成17 年度 郵便貯金に関 する委託研究報告書」	2006年3月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	「リレーションシップ・バンキングと地域NPO-米国におけるNPOとコミュニティ銀行との協働による起業促進の事例-」	『中京企業研究』	2006年12月、第28号
楊枝 嗣郎	Rethinking the Controversy between J. Locke and W. Lowndes from the View point of Pound Sterling as the Imaginary Money	『佐賀大学経済論集』	2006年3月、第38巻第6号
	「ロック＝ラウンズ論争－イマジナリー・マネーとしてのポンドの観点より－」	同上誌	2006年5月、第39巻第1号
	The Controversy between J. Locke & W. Lowndes, and the Complementarity among monies in Early Modern England	Proceedings of the 14th International Economic History-Congress, 21-25, in Helsinki, Finland	2006年8月
吉川 久治	金融のグローバリゼーションと発展途上国	アジア・アフリカ研究所 「アジア・アフリカ研究」Vol. 46 No. 2	2006年4月
吉田 暁	(書評) 金井雄一著「ポンドの苦闘－金本位制とは何だったのか」	日本金融学会 金融経済研究	2006年6月、第23号
	(書評) 一ノ瀬篤編著「現代金融・経済危機の解明」	証券経済研究	2006年6月、第54号
	(書評) 高木仁著「アメリカの金融制度－比較文化による問題接近をめざして－」	証券経済研究	2006年12月、第56号
吉田 賢一	「変動相場制下の資本移動と金融政策」	信用理論研究会編 『金融グローバリゼーションの理論』(大月書店)	2006年2月
	「戦前における日本金融史の一断面－「两大戦間における北海道内地方銀行」補遺－」	『工学院大学共通課程研究論叢』	2006年2月、第42-2号
	「『地域通貨』再考」	『ロバート・オウエン協会年報』	2006年3月、第30号

信用理論研究 第25号

2007年12月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒260-8701	千葉市中央区大巖寺町200 淑徳大学 田中秀親研究室 TEL 043 (265) 7331
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北 2-4-16 TEL 06 (6713) 1833
