

信用理論研究

第7号

1990年6月

大会報告および討論

多国籍銀行の収益性比較——米銀と邦銀——

……………中尾茂夫（大阪市立大学経済研究所）

国際資金移動と国際資本市場

……………小林襄治（青山学院大学）

ユーロ市場発生と拡大の論理——貨幣的側面に限定して——

……………今宮謙二（中央大学）

西ドイツ金融資本の存在形態

……………相沢幸悦（財団法人日本証券経済研究所）

現代アメリカ金融資本論の若干の論点と分析視角

……………松井和夫（財団法人日本証券経済研究所）

低成長下の金融資本的蓄積と信用制度

……………齊藤 正（駒沢大学）

部会活動報告

学会報告記事

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

多国籍銀行の収益性比較——米銀と邦銀——

……中尾茂夫(大阪市立大学経済研究所)…… (1)

国際資金移動と国際資本市場

……小林襄治(青山学院大学)…… (15)

ユーロ市場発生と拡大の論理——貨幣的側面に限定して——

……今宮謙二(中央大学)…… (28)

西ドイツ金融資本の存在形態

……相沢幸悦(財団法人日本証券経済研究所)…… (42)

現代アメリカ金融資本論の若干の論点と分析視角

……松井和夫(財団法人日本証券経済研究所)…… (61)

低成長下の金融資本的蓄積と信用制度

……齊藤 正(駒沢大学)…… (74)

部会活動報告…… (91)

学会報告記事…… (102)

会員著書・論文目録…… (105)

大会報告と討論

《報 告》

多国籍銀行の収益性比較——米銀と邦銀——

中 尾 茂 夫

(大阪市立大学経済研究所)

日本の債権大国化にともなって、あらゆる業種における日本企業の地位上昇が顕著になっているなかで、とりわけ、世界の銀行ランキングの上位を独占する邦銀の存在が目立っている。それにともない、日本の経済誌が金融大国・日本の象徴として邦銀のグローバルな活動状況を伝えることが多くなっただけでなく、邦銀のオーバー・プレゼンス問題として積極的に欧米の金融誌・経済誌が取り上げることも目に留るようになった。また、92年にせまったB I Sの自己資本比率規制を機に邦銀の財務体質が世界的に論議されるようになってきている折、われわれもこの問題の経済学的解明を迫られているといえよう。

世界市場を闊歩するジャパンマネーの主役はまさしく日本の金融機関である。60年代の高度成長期や70年代だと、海外における日本資本主義の先兵はというと、総合商社、電機産業、自動車といったいわば「輸出エリート」であったわけだが、80年代はそれに代わって「金融エリート」が世界市場を席捲するといった状況である。

本稿は、邦銀（都市銀行）の規模と収益性、およびその相互関連について、大手米銀のそれと比較することによって、ジャパンマネーの主役の基本的性格を明らかにすることが狙いである。論点は以下の4点である。

(1) ジャパンマネーをめぐる諸論調

とにかく、邦銀のグローバルな展開には目を見張るものがある。ニューヨーク、ロンドン、香港、シンガポールと世界の主要な金融市場では邦銀の支店・駐在員事務所開設がいわばブームとすらいえる状況にある。しかもたんに都市銀行に留らず地方銀行の進出もラッシュとなっている点に今日の特徴がある。多国籍銀行という名を欲しいままにした70年代までの大手米銀に代って、いまや邦銀の国際的地位は米銀に迫りつつあるとあってよい。国際資産という点ではもはやフローだけではなくストックの数字においても邦銀が米銀を凌駕している。そこで、この問題を経済学的にどのように捉えたらいいのかがにわかに関心の的となってくる。

欧米の金融関連記事には、もうすでに邦銀が世界を支配しつつあるかのような議論が一方にあり、他方にはBIS規制に端を発した邦銀の脆弱な資本金問題、邦銀の意外な低収益性に着目した議論がある。それは、国内の議論状況も同様で、米銀にかわって邦銀が世界のメインバンクになりつつあるという認識を示す論者もいれば、株や土地の含み益に依存した薄利多売の経営姿勢に邦銀の弱さを見出す論者もいる。筆者は後者の立場である。

ここでは、欧米の議論を紹介しながら2極分化するジャパンマネー論の論理を追いたい。ここ数年で最も話題を集めた1つD・バースタイン(Daniel Burstein)の『YEN!』(鈴木主税訳、草思社、1989年)は、日本の金融機関の国際的プレゼンスの大きさから判断して近い将来ジャパンマネーによってアメリカが買収される日が到来するかもしれないという警鐘を発する。かれの挙げる論拠は、ジャパンマネーに依存するアメリカ財政赤字ファイナンス、世界の大銀行ランキング上位を席捲する邦銀の地位、とりわけ地域的にはカリフォルニアが業務的にはたとえば地方自治体の債

券発行保証業務が完全に邦銀の独占下に置かれているという状態、87年に全株式時価総額でニューヨークを凌駕した東京証券取引所の活況、日本の4大証券は同時に世界の4大証券でもあるという事実、日本人投資家による不動産所有の実態、国際美術品市場におけるジャパンマネーの席捲ぶり、等である。かれの論説の興味深い点はこのような日本経済の「成功」の原因にかんするくだりである。かれが強調するのは「低開発国なみの」低賃金と「ミスプリントではないかと思えるほど」の超低金利である。前者については、オイル・ショックと円高ショックの2大危機を乗り越えるために実際は賃金として支払うべき額を内部留保として蓄積することによって高成長を実現することができたのであり、労働側がそうした犠牲を受入れた背景には、仕事中毒、勉強中毒、集団利益優先、貯蓄優先という日本人特有のメンタリティがあるという。後者については、政府の金融規制によって日本の金融機関は安い資本コストを可能にし「ダンピング」「腹切りビット」によって海外で損失を被っても国内でカバーできるのであるという。

ジャパンマネー拡大の背景分析は別としてこういう議論はしだいにポピュラーなものになりつつある。日本の金融機関による対米M&Aの実態を扱ったA・ヴァイナー (Aron Viner) の所説 (*The Emerging Power of Japanese Money*, Dow Jones & Company, Illinois, 1988. 斎藤精一郎訳『ジャパン・マネーの脅威』HB J出版, 1989年) や、外国資本の増大する対米投資に警鐘を發するトルチン夫妻 (Martin & Susan Torchin, *Buying into America—How Foreign Money is Changing the Face of Our Nations—*, Times Books, New York, 1988) の議論もそうである。かれらの論説の共通点は在米外国資本、とりわけジャパンマネーの増大にアメリカ経済の自律性の危機を見ることである。

もう1つはワシントンDCの国際経済研究所のF・バーグステン (Fred Bergsten) の政策協調論である (*America in the World Economy: A*

Strategy for the 1990s, The Institute for International Economics, 1988. 宮崎勇監訳『アメリカの経済戦略』ダイヤモンド社, 1989年)。かれの基本認識は現在のアメリカ経済が海外からの膨大な資金借入という脆弱な基盤のうえに成立しているということにある。したがって、諸外国が対米融資をストップすればドルは暴落し、金利は上昇し、2桁インフレが再現し景気後退は不可避となり、その結果金融市場は大混乱に陥るであろうという事態、つまりドルのハード・ランディング・シナリオをかかれは憂慮するわけである。そういう展開を避けるためには日本、西独、韓国、台湾等の経常収支黒字国とアメリカとの国際政策協調がうまくなされなければならないというわけである。具体的には、アメリカには政府支出依存型の経済成長から輸出主導型経済への転換、つまりグラム＝ラドマン＝ホリングス法による財政支出の均衡実現→民間国内貯蓄増大→金利低下→対外債務削減&民間投資拡大→輸出指向経済への資源再配分→生産能力の回復というアメリカ経済回復シナリオをかかれは描くのである。他方、日本とアジア NIES にたいしては、国内需要を高め市場開放を進め、さらには為替レートをよりドル安水準に保つ（たとえばかれのいう均衡円・ドルレートは1ドル＝100円）ことによって、黒字削減が可能になるだけでなくアジアにおける生活水準の上昇をも確保されるものであるとしている。また、かれは円・ドルのG2体制構想を公表している（“Economic Imbalances and World Politics”, *Foreign Affairs*, Spring, 1987）が、かれの提唱する複数通貨制度とは「ニューヨークと東京を中心とする二極化した金融世界」のなかで日米の為替レートを目標相場圏内に留めておけるように日米間の政策協調を強めようとするものである。その根底には従来のいずれの日米経済危機も「ドルの過大評価と円の過小評価からきている」というかれの認識があるからである。しかしもちろんかれのイメージは円が支配するという世界ではなく（この点で先のバースタインとは決定的に異なる）、あく

までもドルが基軸通貨としての地位を占有するものであり、ドル安定のために国際的政策協調が不可欠となったという認識である。

これらの見解はアメリカ経済にたいする危機意識が濃厚であるという点では共通するものの、前者が外資支配の恐怖をやや感情的に告発するのにたいして、後者はむしろ外資が引揚げられる恐怖を説く点で異なる。前者がジャパンマネーの支配する近未来世界を想定するのにたいして、後者はあくまでも基軸通貨はドル以外になくその安定にいかにして円を協力させるべきかという視点が濃厚となるわけである。

（2） 邦銀・米銀の規模と収益性

実際のデータによりながら、邦銀・米銀の規模と収益性を比較する。世界の資産ランキング上位を席捲する邦銀（上位7行はすべて邦銀）と、シティコープだけがかろうじて10位に入るといふ転落ぶりを示す米銀、にもかかわらず収益性では逆に米銀は邦銀の3倍程度というように両者の地位は逆転する。また従業員1人当りの労働生産性では邦銀が米銀を圧倒する。つまり、労働生産性の驚異的高率ぶりと、対照的な資本収益性の驚異的低さが、邦銀の特徴なのである。

その背景にあるのは、ATMに代表されるコンピュータ化の猛烈な進展、従業員数の加速的な減少によって、邦銀の営業経費比率の下落が達成されたことである。とりわけ人件費比率の急落（70年代前半の半分）が印象的である。さらに、コンピュータ化の進展によって物件費の絶対額が増大しているはずにもかかわらず、物件費比率は下落していることを看過してはならない。これは、物件費単位当り、賃金単位当りの資金調達総額が猛烈に増大していることを表している。したがって、邦銀の総コストの圧倒的 대부분は、市場最低の低金利水準を続けているにもかかわらず、預金債券等利払いなのである。このような邦銀のコスト内訳は、米銀のそれと比較

するとさらに明白になる。米銀の場合は、金利水準の低下にともなって金利費用比率は次第に低下してきつつあるし、賃金・物件費の非金利費用比率はやや増大している。従業員数にかぎっていえば、米銀の従業員数の増減ははっきりしない。ケミカル、シティコープ、モルガンのように増大させているところもあれば、チェースやマニハニのように削減させているところもある、という具合である。たいして、大手邦銀都市銀行では、ほとんどの例外なく、一様にこの10年あまり従業員数を極端に削減してきている点で共通する。

このような動向は金融都市を語る場合にもひとつの視点を提供しているように思われる。それは、国際金融都市構想のなかで指摘される金融産業による雇用創出効果の妥当性である。たしかに、80年代のニューヨークでは金融業の雇用が拡大したことが統計的に確認されうるし、さらにそれが税収を増大させることによって、70年代には財政破綻をきたしていたニューヨーク市を80年代には劇的な黒字へ回復させたことは記憶に新しい。だが、東京の場合も大阪の場合も、金融業の従業員数は絶対的に削減してきているのが80年代の金融センター化が進むなかでのひとつの現実なのである（それについては、大阪市立大学経済研究所編『データでみる大阪経済60年』東京大学出版会、1989年、参照）。つまり、産業構造のサービス経済化が進展するなかで、製造業に代表される工業人口は減少しつつあり、かわって、サービス産業人口の比率は増大しつつあるが、マネーが跳梁を極める金融機関の従業員数が減少しているのが現実の日本の姿である。このような皮肉な現実の推移はあまりにも楽観的に国際金融都市化のシナリオを描く一部の論者にたいして警鐘をなげかけるものではなからうか。もちろん、ここで注意されなければならないのは金融機関の従業員数の統計上の減少の意味するものが正規の雇用者に限定されるというものである。つまり最近の金融労働者の特徴である人材派遣会社による派遣労働者の増

大を統計上は把握できないということにある。したがって、統計上はサービス産業人口の増大とは裏腹に金融業雇用者数の絶対的減少となって表れるわけである。日本の金融機関の労働生産性の高さと賃金コストの低下という問題はこのような金融業における雇用事情の変化と深い関連があるように推定される。

しかもこのような邦銀の低収益性はその国際活動においてとりわけ顕著であるという点である。国際貸付の収益性を個別銀行で調査したウェロンズ (Philip A. Wellons) によると、大手の都市銀行の国際貸付の特徴は、平均貸付期間が長く、にもかかわらず平均スプレッドが一貫してマイナスになっている (*Passing the Buck*, Harvard Business School Press, 1987, pp. 201—206.)。これはまさに邦銀の低収益性を如実に示している。

もちろん、邦銀の低収益性を弱さの表れとしてだけで解釈してしまうのは不十分であろう。なぜならば、ここ数年の国際資本市場における猛烈な資金調達 (株式関連債の9割前後は日本企業で占められている) が示しているものは、株高を利用した資金調達力の上昇だからである。

それは国内の規制された低金利コスト資金保有による邦銀の有利さという先のパースタインの議論とは多少異なる性格を有する。それは1%を切るほどに超低金利コストだと一般にいわれているが、それが可能なのは投資家からみればそれほどの低金利でも将来株式に転換することによって株式の含み益を享受できるという期待があるためである。そこでは世界的にみれば異常なPERでもさらなる上昇を続けるということ、つまりは日本の株価は永遠に上がり続けるという一種の共同幻想によって発行システムの継続が可能となっているということである。しかし、このシステムは株式に転換されて投資家が含み益を享受すればするほど株価下落の危機を醸成しているというパラドキシカルな性格を有することを忘れてはならない。なぜならば、株式への転換とは株式発行数の増大であり、需要が一定とす

れば供給の増大は価格の下落を伴わざるをえないからである。にもかかわらず価格が上昇基調を演じてきたのは同一企業集団内部における株式の相互持合いによって流通量を一貫して抑制してきたからであり、さらには史上最低の金利水準によって生み出された過剰流動性が株式市場に流入したからであろう、と推測される。

(3) 大手米銀の87年決算と88年決算

周知のように、87年に高額の途上国向け貸倒れ引当金を設定した大手米銀は、軒並み大幅赤字を記録した。一例をあげれば、30億ドルの引当金を設定したシティコープは11億ドルの赤字を、17億ドルの引当金を設定したマニハニも11億ドルの赤字を、16億ドルの引当金を設定したチェースも9億ドルの赤字を、それぞれ記録した。いずれも30年代の大恐慌以来の赤字であるといわれている。しかし、一転して88年にはM&A関連手数料収入の増大、ブラジルの利払い再開、不良資産の売却といった諸要因によって、各行とも史上最高の高収益を計上している。たとえば、各行純利益をみると、シティコープ18.6億ドル、チェース10.6億ドル、モルガン10億ドル、マニハニ9.7億ドル、という具合である。この背景には、債権銀行団と債務途上国との債務返済交渉が銀行側が債務諸国に返済金利、返済期間について譲歩するという形での合意が成立し、債務構成のリストラクチャリングがなされたという事情がある。債務返済危機から返済拒否、恐慌へと発展した1930年代との相違がここにある。もちろん、筆者は債務問題が楽観的に処理できるものだとは理解しているわけではない。南北の双方が債務という巨大な問題を間に対峙し合うなかで条件交渉を行なうことによって、新たな債権・債務関係が形成されるという推移は従来の歴史にはなかったことであり、双方の利害が対立的性格だけではなくマクエヴァン(A. MacEwan)のいうように補完的な共通部分をもつものに変化してきてい

るということであろう。

この間の累積債務問題にたいする各国政府、各銀行の動向をみると、やはり、アメリカ政府と大手米銀の主導性が目立っている。債務の削減を主旨とした86年のブラッドレー提案のときには冷淡にうけとられていたが、それと類似の今回のブレイディ提案にはまだ評価が固まっていないとはいえ好意的評価も多い。それは、より銀行サイドの利害を優先させた提案を行なった宮沢構想（88年秋）が国際的にはあまり評価されなかったこととは対照的である。米政府、大手米銀が債務危機打開のためのシナリオを描き、実際の資金提供は日本政府や日本の公的機関、およびそれに促されて邦銀が後追いするという状況なのではなかろうか。明らかに、大手米銀の債務戦略は債務残高の削減にあり、スワップや証券化による途上国向け債権の転売と償却はそういう方向への米銀の姿勢を端的に表している。先進国内部で資金が循環して途上国に資金がなかなか回らないという構図は80年代後半における国際金融市場の顕著な特徴であるが、それはこのような多国籍銀行の債務危機にたいする戦略転換の所産として理解することができよう。にもかかわらず、たとえばブラジルのアドバイザー・コミッティの議長はシティコープが務めていることからわかるように、その債務返済のリスケジュール・プログラムは残高で最大を有する大手米銀によって描かれることが多い。その結果、一種の国際協力としての non-voluntary な追加融資が邦銀によって担われているという関係を基調としてきたのではなかろうか。

このような債務をめぐる南北関係の推移は、途上国の深刻化する経済事情のなかで第2、第3のブラジルが出現してきたら銀行としても元も子もないという状況を反映したものであるといえよう。つまり、今日の重債務途上国においては、経済停滞、インフレ、食料難、貧困、幼児死亡の増大、政治腐敗、というようなもろもろの社会不安が深刻化し、にもかかわらず

債務返済負担の重荷が軽減されない下においては、債務返済の継続かあるいは民主主義の選択かというような重大な政治選択を迫られているからである。債務危機という途上国が抱える巨大な「爆弾」が社会不安・政治不安を加速し、下落する当該債務国為替レートへの失望から債務国から先進諸国とりわけアメリカへの資本逃避が増大すれば、ラテンアメリカ等債務途上国はますます資金不足を余儀なくされているわけである。かくてもはや NICS という名称ではなく、アジアにアクセントを置いた NIES という名称が使用され始めたこともこのラテンアメリカ債務危機の所産である。

さらに、アメリカの利害も一様ではなく、農業の不振やそれへの貸出比率の高い中小銀行の倒産、あるいはラテンアメリカへの輸出比率の高い企業では、ラテンアメリカ経済の回復がアメリカ経済再生にとって不可欠であるという認識がある。しかしながら、途上国向け貸出の大きい大銀行は収益を伸ばしているにもかかわらず、農業銀行の倒産にたいしては米政府は補助金の削減という荒療治によって農業の不振を助長してきたのではないかと、というような巨大銀行にたいする「もうけすぎ批判」論議が米議会でこの間激しくなされてきた。そのような内外の状況が巨大銀行に一定の譲歩を迫っていることを忘れるべきではない。つまり、ラテンアメリカの経済事情の如何はアメリカの経済事情に直接的影響を及ぼすという関係の存在であり、その関係が巨大多国籍銀行と製造業、農業では異なるという認識である。つまり、従来の LA 債務危機問題は専ら銀行サイドの不良債権危機として論じられてきたけれども、現実には製造業、農業の LA への利害も大きいこと、にもかかわらず後者の利益は軽視、もしくは無視されてきたのではないかとという後者サイドからの不満の表明である。

(4) 在日米銀の収益性

在日外銀、とりわけ在日米銀ははたして不振なのか。一方には、金融の

自由化・国際化の進展にともなって邦銀にたいする外銀の特殊性がなくなり、外銀の収益性が低下することを説く意見もある。だが、他方でその取引相手を検討してみると在日外銀の顧客は軒並み日本の巨大企業であることがわかる。たとえば、最大の在日資産を有するシティバンクの3大貸出先は、1位/日興証券、2位/三井不動産、3位/全日空、チェースは、1位/神戸製鋼、2位/日産自動車、3位/三菱電機、モルガンは、1位/神戸製鋼、2位/三菱重工、3位/川崎重工、マニハニは、1位/東京電力、2位/神戸製鋼、3位/三井石油、バンカース・トラストは、1位/日興証券、2位/新日鉄、3位/三菱化成、といった具合である(88年3月)。当期利益の推移をみても、85年3月期を底に急速に回復し、88年3月期の当期利益は85年の5倍あまりの伸びを示している(外銀全体での数字)。米銀だけでみると、在日支店19行の総資産経常利益率は0.31%であり、本支店全体を合せた各個別米銀の収益性に比較するとたしかに低いが、都市銀行の収益性と比較するとそれほど低くはない。

在日外銀の収益性にたいする正確な判断は在米邦銀と比較することでおこなわれうるものと思われる。在米邦銀の顧客がアメリカの巨大企業であるならば、邦銀と米銀の互角の競争が行なわれているものという判断を下しえようが、実際にはきわめて高い金利で預金を集め、きわめて安い金利で貸出している在米邦銀の薄利多売の営業実態がしばしば指摘されている。もちろん、今日の在米邦銀の主たる顧客は在日米銀のそれが日系企業であることと同様にもはや進出先の現地米企業である。日系進出企業の貿易取引へのファイナンスが主体であった以前の在米邦銀活動との質的相違がここにある。しかし、M&Aに関してのLBOにしるそのファイナンスの実態は主幹事は米銀が務め、それに要請される形での資金提供という枠を出ることはない。最近ブームを極めている地方銀行のニューヨーク進出は都市銀行の提供資金へのさらなる協力という形での融資シンジケート団参加

が基本であることを考えると、オリジネーターとしてのヘゲモニーはいぜん米銀に握られているとみた方が妥当であろうと思われる。

《討論》

磯村隆文（大阪市大）

(1) 日本の企業と、米国の企業では利益の計上の仕方が違うのではありませんか。

日本ではいろいろな準備金の積立てや税制上の優遇を利用して、利益を低く計上しようとします（税引前の問題です）。

しかし、米国では短期的にできるだけ利益を計上して、株主の評価を得ようとする習慣があります。

こうした事情を考慮して比較したのでしょうか。

(2) ドル建投資・国債保有額の円高による評価損はどうなりますか。

〔答〕

雑誌（*Banker, American Banker*, 日銀『経済統計年報』）に公表されたデータをそのまま使った。したがって、磯村氏の指摘されるデータそのものの信憑性までは吟味していない。確かに氏のいわれるように日米企業間では税法上、あるいは長期・短期のバースペクティブの相違等、利益計上の社会的システムが異なることは認める。ただ問題は公表されたデータがどの程度信頼できうるものかについて検討する術を報告者は知らない。つまり、磯村氏のいわれる利益の性格の相違があるということについては認めるが、そういう事情を斟酌したあと当該データの実際はどうのように再計算されるべきかとなると実際要求されるであろう作業はきわめて困難であろう。

また、2番目の質問だが、最近新聞紙上で為替差損が公表されるようになった。『会社四季報』や『有価証券報告書』には当該データは掲載されていない。ちなみに、最大の対米証券投資家である生保の場合、大手生保7社の88年度における為替差損はドルが比較的安定していたため対前年度比68.6%減少して、3,096億円で、内訳は日本生命746億円（77.1%減）、明治生命648億円（32.3%減）、住友生命645億円（50.6%減）という具合である。問題はこのような巨大な為替差損を被ってまで対米投資を続けるのはなぜか、含み益があるから大丈夫という生保経営者の発言はそのまま信頼しうるものなのかどうか。問題の背景には日米の政治経済関係というより大きな枠組みがありはしないだろうか。

三宅義夫（大東文化大学）

ご報告の表題は「多国籍銀行の収益性比較」となっていますが、副題は「米銀と邦銀」とあり、またご報告でもすべて「米銀」「邦銀」と呼んでおられました。そうすると、「多国籍銀行」云々と記してはみたが、事態や問題を考える場合は米銀、邦銀というように「単国籍」としてとらえるべきだ、ということでしょうか。そう理解してよろしいですね。

〔答〕

たとえば米銀というときには中小米銀から大手米銀まで全てを含むことになり、邦銀というときにも同様に都銀も地銀も含むことになる。だが実際グローバルに活動を展開している多国籍銀行はそのなかでも大手米銀と大手邦銀である。当然両者のカバレッジは異なる。報告者が多国籍銀行という報告タイトルを掲げたにもかかわらず米銀、邦銀という呼びかたで一貫したのは大手米銀と大手邦銀という意味だったからである。

深町郁弥（九州大学）

日本の対外貸付——機関投資家などの——が脚光をあびていますが（日本の net の債権国化）、他方米ドルの流出、過剰化も目立っています。

この二つの現象にはどういう関係があるとお考えですか？ 関係がないとお考えの場合、両者のちがいをご説明下さい。

〔答〕

米ドルの過剰化という問題は、アメリカの債務国化に伴って、非居住者保有ドル証券、預金の加速的増大によってドル不安が高まるという現象であると報告者は捉えている。最大の対米債権を保有するのが最近脚光を浴びているジャパンマネーであることを考えれば、日本の債権国化とアメリカの債務国化は一種のミラー・イメージである。しかし、日本が債権国化したにもかかわらず債権をドル建てで保有せざるをえないという点に今日の特徴があると思われる。つまり、債権国通貨・円が国際通貨という地位から全く離れておりドル建て取引が急増するなかで東京の国際金融センター化が進むという関係である。アメリカの債権国化、ニューヨークの国際金融センター化、と平行してドルの国際通貨化が進展した1920年代と比較しても、異例な展開を今日の日本の債権国化の過程は示していると思われる（この点については、拙稿「国際金融市場と日本・アジア NIES」大阪市立大学経済研究所・中川信義編『アジア新工業化と日米経済』東京大学出版会、1990年3月、を御参照願えれば幸いである）。

小西一雄（立教大学）

日本の経常収支赤字を上回る資本流出（対外投資）、したがって対外短期借・長期貸……というような構造は基本的には85年プラザ合意以前も以降も変化していないと思います。しかし、85年迄はドル高、85年以降はドル安というように、為替相場の動きは対照的になってきます。これは銀行のビヘビアーの変化を中心に考える以外はないと思います。この「変化」を御教示下さい。

【答】

おっしゃる通りだと報告者も把握している。毎年の資本流出額が経常収支黒字を上回るという構造は85年の以前も以降も変わっていない。総合収支が赤字であるということは、支払にせよ債券購入にせよ出るカネが入るカネを上回るということの意味する。ということは為替市場においては円を売ってドルを買おうという行為を伴うものであり、円安・ドル高要因とならざるをえない。実際に85年以前のドル高の背景を説明するとき、米経常収支が赤字であるにもかかわらずなぜドルが高いのかは、対米資本流入が激しいからであるという説明が一般的になされてきた。日米間の資本の流れが変わっていないにもかかわらず85年を境に円安から円高へ逆転したのかは興味深い問題を投げかけていると思われる。この疑問を解く鍵は、為銀のユーロ借入の増大と結果としての公的筋保有外貨準備の増大という85年から87年にかけて起こった事態から説明できるものと報告者は考えている。為銀がロンドン、香港からドルを借入れそれを為替市場で売却したとすれば、為銀にはドル価値の低下から債務者利得が確実に生じると同時に、公的筋には為替差損が生じることになる。また、為替相場という点では為銀が日銀にドルを売浴びせそれを日銀が必死で買支えたとすれば、相場がなぜ円高・ドル安を発生させたのかが納得できる。結局、国内的には為替市場で日銀が買い介入した円資金の放出による過剰流動性の発生から土地・株式の異常な高騰を引起こしたと解釈できるものと思われる。なかには債券投資家のヘッジ売り比率の増大をドル安の最大要因に挙げる向きもあるが、報告者はそうは思わない。なぜならば、報告者がこれまでヒアリングした限りでは証券投資家はドルの先行きが予想しがたい以上、ヘッジ売り比率はそれほど高くないと想像されるからである。

国際資金移動と国際資本市場

小林 襄 治

(青山学院大学)

1. 問題の所在：金融の国際化と経常収支不均衡

金融の国際化が進展し、国際的な資金移動が活発化しているようである。しかし、国際化は曖昧な概念であり、いかに定義し、いかなる尺度で測り、どのように評価するかは厄介な問題である。たとえば、世界の債券市場に占める国際債の割合（世界の債券市場における公募債残高のうち国際債券市場で発行された債券残高）は、1980年代に上昇傾向にあるとはいえ、1987年末で10%程度にすぎず、20世紀初頭のロンドン資本市場が、国内証券より海外証券が圧倒的であったのと比べれば、「国際化」の程度は低いといわざるをえない。日本の株式市場でも外人が売買高や保有額に占める比重は80年代前半をピークに低下しており、必ずしも外人投資家の比重が一直線に増えているのではない。英米の株式市場でも、外人投資家の割合が急激に増えているわけではないようである。

金融の国際化や国際的資金移動の活発化の背景として、わが国では大規模な経常収支黒字の継続、より一般的には国際的な経常収支不均衡の拡大が指摘されることが多い。たとえば、『経済白書』（昭和63年）はわが国の金融の国際化として、①国際金融取引の拡大（対内・対外証券投資の拡大、金融機関のドル資金調達・運用の拡大、世界の金融市場の一体化）、②東京市場の地位向上、③金融機関の内外相互進出を指摘し、これらを促した

要因として、①高度情報化の発展、②内外資産の蓄積、③資本輸出国化、④国際的な規制緩和の進展、をあげている。ここで資本輸出国化についてはわが国の貯蓄超過の経済構造の問題として検討されているが、言い換えれば経常収支黒字の継続の問題である。BIS（国際決済銀行）は近年における国際銀行業の発展の要因として①金利・為替変動の激化、②国際的貯蓄・投資バランスの変化、つまり経常収支不均衡の拡大、③規制環境の変化、④競争激化を指摘している（*Recent Innovation in International Banking*, 1986）。また、将来の金融・資本市場を展望した野村総合研究所の報告では国際化を促している要因として①多国籍企業の資金調達、②経常収支赤字ファイナンスの必要、③国際的資金運用、④市場の効率性の追求（『10年後の世界経済と金融・資本市場』昭和61年）が指摘されている。

以上の例からも明らかなように、また常識的に多くのところで指摘されているところでは、経常収支不均衡が近年における国際化の進展の背景である。そしてわが国では、経常収支の大幅黒字の継続とともに、米国国債への投資を中心に活発な対外証券投資が展開され、債権大国となり、世界最大の純債権国としての責任が問われるようになってきている。しかし、経常収支黒字が背景とすれば、言い換えれば経常収支の不均衡が国際的資金移動の主因とすれば、不均衡が解消された時、国際資金移動は停止し、国際化も不要となるはずである。そして、問題は黒字が長期的にどこまで続くのかとなる。だが逆に、大規模な経常収支不均衡が継続すれば、世界経済を混乱し、金融取引のみならず、国際的取引全体が破綻してしまう、といえるかもしれない。このような論理はいささか単純化しすぎであるが、このことは経常収支不均衡や国際資本移動の性格の考察ぬきに金融の国際化を展望できないことを意味する。実際、1980年代後半における国際債券市場での最大の借手となっているのは日本企業である。一方での資本輸出と

他方での海外での資金調達を整合的に説明するのも難しい問題である。このような問題意識から、ここでは対米証券投資の特徴と国際資本市場の役割について考えてみたい。

2. 対米証券投資の特徴

対米証券投資の概況をみると、表一1のとおりである。大雑把な統計であり、厳密な検討には適さないが、概況を知ることにはなろう。1980年代後半に対米証券投資が急増し、経常収支赤字のファイナンスに「貢献」したことは明らかである。しかし、表から明らかなように、短期間の間に投資対象が変化している。株式、社債、国債の間での構成の変化が著しいのである。1984年当時は民間の国債投資が中心であったが、85、7年には社債投資（米国企業のユーロ債発行が多いと思われる）が増大し、86、7年には株式も増えてくる。そして、国債投資は民間部門は縮小し、公的部門によるものとなる。このような大きな変化は、対米証券投資といってもその誘因は各年かなり異なっていること、経常収支赤字ファイナンスは結果にすぎないことを示唆する。

ところで、表一1に示される数字は日本サイドの統計とかなり異なるものである。日本証券業協会による大蔵省をソースとする資料では、1986～8年には年間1000億ドル近くの対外証券投資が展開されており、その殆どが公社債投資である。そして、一般にその多くが対米国債投資である、と実務関係者や新聞等で報道されている。新聞報道では、米国国債の入札に際しては日系業者が大量の国債を取得しており、日本からの投資が金利や為替相場にも大きな影響を与えているとされている。このようなズレが何によるのかは興味深い問題であるが、統計の取り方の差異等については報告者に分析する能力はない。ただ、日本サイドでは米国国債市場における日本人投資家の力が過大評価されているのかもしれない。なお、S I A

(米国証券業協会)の資料では、外国人の売買シェアは株式では81、2年の11%が86、7年に13%に増えた程度であるが、国債では80年代前半の2%から87年8%へと急増している。

基本的なデータに関して問題があるのだが、日本サイドのデータや生命保険会社や信託銀行など機関投資家および証券会社の話などから、大量の対米証券投資が展開されている、として話を進めることにする。まず、対米投資とは限らないが、対外債券投資は毎月の投資額などをとれば、変動が激しいことが特徴である。たとえば、1988年の外債買い越し額は1月と3月には10億ドルにすぎないが、2、5、7月には100億ドルを越す規模となっている。為替や金利など相場動向を睨んでのタイミングを重視した投資といえよう。長短金利差を利用した裁定取引(ユーロドルを借りて、米国国債を購入)や金利見通しや為替相場期待からする値翰稼ぎの投機的取引もかなりあるようだが、基本的には金利格差を前提に、為替相場を予想して、各種投資物件の予想収益の比較の上で投資が展開されている。たとえば、『経済白書』(昭和62年度)は対米債券投資採算レートの推移をのせているが、機関投資家等もいろいろやケースを想定して採算レートを計算している。単純化すれば、金利格差が5%あるとすれば、予定保有期間の間の為替下落が年5%以内なら外債投資が選好されることになる。金利格差は現在確定できるが、為替は予想の問題である。このような為替予測に基づいている点で、投機に大きく依存した投資である。加えて、現在では金利や為替相場の動きも激しいので、売買のタイミングが重要となる。そして、逆に対外証券投資自体が金利や為替相場に大きく影響することになっている。

3. 赤字ファナンスと経常収支不均衡の是正

このような対米証券投資はどのような意味を有しているのであろうか。

いわゆる国際収支発展段階説が想定するように、将来アメリカの貿易収支が黒字化して返済にまわるといような性格とは思われない。マリスの議論（大来佐武郎監訳『ドルと世界経済危機』東洋経済，昭和61年）以来、ドル暴落ないしハードランディング説とソフトランディング説が闊っているようだが、将来のシナリオをどのように想定するにせよ、先進国間の証券投資に經常収支不均衡は正を期待できないからである。いうまでもなく、対米証券投資はドル高，ドル金利低下要因である。したがって米国にとっては輸出困難・景気維持ないし拡大と輸入増要因となるのであって、經常収支赤字の拡大要因である。資本流入が生産力効果を発揮して輸入代替・輸出拡大につながる可能性は、国債投資を中心とする現状からは想定しにくい。

經常収支ファイナンスを意図して対米証券投資が展開されているのでないことも確認しておく必要がある。投資対象の短期的変化からもこの点は明らかであり、投資家は収益性を求めて米国の經常収支動向と直接にはかかわりなく対米証券投資を行っているのである。經常収支が問題となるのは、将来の為替相場の予測のためにすぎない。この点で、注意しておくべき点の一つは、投資家が為替リスクを負担している点である。一般的には借手が為替リスクを負担するのが通常であるが、対米証券投資はそのようになっていない。基軸通貨国の特権といえばそれまでだが、このことは逆に借手の節度がなくなる可能性の強いことを意味する。投資家はドル安で損失をこうむるリスクをおかしているが、対米証券投資が続くかぎり、相場が維持されるとすれば、当分続き、ある限界点で投資が途絶え、暴落等が生じる可能性は否定できないであろう。逆に、投資家の母国の通貨が弱くなった場合、投資家はむしろ对外投资から利益を得るわけであり、对外投资に弾みがつき、母国通貨の下落を促進する可能性も大きい。

対米証券投資は米国にとってファイナンスの意味をもつのであるが、国

際資本市場で資金を調達しているわけでない。米国にしてみれば、国際資本市場の規模は小さく、そのような市場で資金調達をすることはコスト増となって財政負担を増すだけであり、避けて当然かもしれない。だがこのことは、資本市場の規律とでもいうべきものが、借手に強制されにくいことを意味する。一般論として、資本市場での資金調達に際しては、借手は返済の確実性を投資家に納得してもらわなければならない。このためにディスクロージャーが必要とされているのである。しかし、米国の場合、赤字是正策を公約しつつ資金調達をはかっているのではない。米国の市場で外国人投資家が国債等を勝手に購入しているにすぎないのである。もとより、投資家は将来のシナリオを想定し、投資するわけであり、将来の政策と米国経済の動向を予想しつつ、あるいは評価しつつ投資したり、しなかったりする。したがって、金利や為替にもその影響が現れ、政策当局も市場のそのような動向を無視して政策を決めるわけにはいかない。しかし、赤字是正の政策等を明示しつつ、一定の資金を調達する方式と、投資家に勝手に購入してもらう方式との差は大きい。言い換えれば、資本市場の規律ないし借手への節度強制力が作用しにくい構造なのである。

4. 国際資本市場の動向

1980年代に国際資本市場が拡大するが、その実体は大きく変化している。国際債券市場について主要資金調達手段別、通貨および市場別、借手の国籍別等をみると表—2のようになる。短期的に著しく変化が生じている。債券市場の枠を広げて国際金融市場について見ても変化が激しい。シンジケート・ローンの縮小、NIF等の短期証券市場の発展とその構成の変化（CPが中心に）なども生じている。『ユーロマネー』誌における各年のレビューでは、1984年は変動利付債、85年ユーロノート、86年円、87年最良かつ最悪の年、88年は拡大したが利益低迷等と各年を特徴づけている。

これらのことは、国際債券市場といっても、それは固定された存在でなく、その時々状況に応じて特定の部分が生成・発展していることを示唆する。

借手に着目すると、まず、ユーロ債市場での借手は英米日といった証券市場の発達しているといわれる国々の企業等が中心になっていることが特徴である。もっとも、ヨーロッパの国々による発行を合計すると全体の半分を占める。とくにヨーロッパの小国に注目すれば、国内で大規模な市場がなく、ユーロ債市場を利用するのであり、「共同」市場としての性格がないわけでない。このような性格がEC市場統合を受けて一段と強まるかもしれない。この側面についてはここでは立ち入れないが、表面的にはユーロ債市場は借手としての米英日を中心に動いているのである。

これらの国々の企業等の債券発行は、80年代後半に米国の発行が減り、逆に日本が増えていることから明らかなように、名国の国際収支動向と関係していない。どのような要因がユーロ債の発行を促しているかは各国ごとに異なるが、一般的には国内市場に比べて規制が少なく、発行が容易であり、有利な条件を獲得できるからである。米系企業ではSECへの届け出や格付をまぬかれること、有利なスワップ機会を利用できることなどが指摘されている（1984年以前は非居住者に対する利子源泉課税も影響した）が、これらが決定的理由か否かはよく分からない。大規模な資金調達には国内市場だけより海外市場も利用したほうが有利といった理由もあるようである。だが、80年代後半には米国企業の多くの格付低下などから、米系企業は敬遠され、発行は減少している。

日系企業の場合、転換社債とワラント債による資金調達が多いことが特徴である。国内市場での債券発行は適債基準や発行条件（金利・価格・期間等）の設定方式、有担保原則、受託銀行の存在等から有利でなく、海外市場が選好されている。転換社債にせよワラントにせよ国内では新しい金融手段であり、海外で経験を積んでから国内に持ち込むといった要素もあ

る。だが、発行市場の海外へのシフトとともに国内市場が改革されつつあることも事実である。たとえば、無担保適格企業は昭和58年の25社か62年までには約330社へ拡大したなどの適債基準の緩和にともなって、転換社債では昭和61年度以降は国内が中心になっている。ワラント債でも海外での発行が増えるにつれ、国内での外貨建ワラントの販売が増え、国内市場整備の動きも強まっている。なお、付言しておくとして80年代後半には日系証券会社や銀行が、ユーロ債市場における主幹事引受ランキングにおいて上位を占めている。しかし、主幹事の多くは日系企業の発行のアレンジによるものであることは指摘しておかねばならない。また、日本株式市場での株高に支えられたものであり、日本の株式市場の規模とパフォーマンスを抜きに考えられないものでもある。

英国企業等の場合でも、80年代半ばからユーロスターリング債の利用が増えている。同じ国で国内市場と国際市場を区別しなければならないので厄介であるが、両者の間には決済や流通市場の方式、引受シンジケートの組成と条件設定方式などで相違があり、とくに非居住投資家にとって決済方式の相違等が重要な問題のようである。そして、このような相違が英国企業にとってもユーロ市場の利用を促している。

ところで、ユーロ債市場の投資家についてはデータがなく、分からない。たとえば、日系企業の発行する証券を日本の投資家が購入するケースも少なくないようであり、どの程度国際的に資金が動いているのか確認しにくい。だが、発行サイドからみれば、ユーロ市場は国内市場の制約を回避するためである。ユーロ市場のメリットは新金融手段・方法の導入・利用などが容易であり、その時々ニーズに柔軟に対処しつつ、新しい市場を發展させつつ拡大していることである。そして、各国市場との競争を強めつつ、各国市場にも改革や規制緩和を促し、同時に各国市場間の競争と統合

を促しているのである。

5. まとめ

国際化の進展が言われているが、その実体には多くの問題がある。対米証券投資についてみれば、経常収支不均衡是正には役立つ性格のものでない。投資家サイドでは有利な投資機会の利用につながるとしても、マクロ的にどこまで好ましいかは疑問である。国際債券市場は、各国国内市場の規制をのがれるための「効率性」を求めた外部市場であり、市場間の競争を介して各市場の効率化、統合ないし同質化を促しているとはいえ、国際的資金移動において果たす役割は重要とは思えない。

表一 対米証券投資

(単位 10億ドル)

	合計 純購入額	株 式	社 債	国 債	(外国民間) 購入額
1980	13.2	5.4	2.9	4.9	(1.0)
1981	24.3	5.7	3.5	15.1	(3.4)
1982	23.1	3.8	1.8	17.3	(2.7)
1983	21.7	5.4	10.9	5.4	(4.6)
1984	30.3	3.0	11.9	21.5	(21.0)
1985	73.7	4.9	39.8	29.2	(21.1)
1986	86.4	18.7	43.5	24.2	(5.2)
1987	64.9	16.3	22.7	25.9	(-5.3)

出所：SIA, *International Capital Markets Review*, April 15, 1988

表二 国際債券市場の動向

(単位10億ドル)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
総発行額							
ユーロ債	50.3	50.1	81.4	136.6	187.7	140.5	177.2
外債	25.2	27.1	28.1	31.2	39.4	40.3	47.7

特別私募			2.0	1.3	1.0	—	2.5
合計	75.5	77.2	111.5	169.1	228.1	180.8	227.4
償還額	17.1	16.3	17.4	23.1	34.5	39.8	
早期返済	1.5	3.2	18.7	41.1	41.5	42.1	
純発行額（特別私募を除く）	58.5	90.0	131.7	162.9	104.8	143.0	
調達手段別							
普通債	49.4	58.4	94.8	141.5	121.3	161.7	
変動利付債	19.5	38.2	58.7	51.2	13.0	21.9	
転換社債	8.0	9.3	7.0	7.8	18.2	10.3	
ワラント債		1.6	4.3	19.1	24.8	28.6	
ゼロクーポン債		1.7	1.9	3.1	1.5	1.2	
その他		0.3	1.1	4.4	2.0	1.2	
ユーロ債主要通貨別							
米ドル	42.2	39.2	65.3	96.8	118.1	58.1	75.4
ドイツマルク	3.3	4.0	4.3	9.6	17.1	15.0	23.7
スターリング	0.8	2.2	4.0	6.1	10.6	15.0	21.7
円	0.5	0.2	1.2	6.6	18.5	22.6	15.8
カナダドル	1.2	1.1	2.1	2.9	5.1	6.0	12.9
ECU	0.8	2.2	2.9	6.9	7.1	7.4	11.3
オーストラリアドル	—	0.2	0.3	0.3	3.4	8.8	8.1
主要外債市場							
スイス	11.3	13.5	13.1	14.9	23.2	24.3	26.6
米 国	6.0	4.7	4.3	4.9	6.8	7.4	9.7
日 本	3.3	3.9	4.9	6.3	5.2	4.1	6.4
主要借手国籍（特別私募を除く）							
日 本	8.3	13.6	17.0	21.5	34.4	44.4	50.9
米 国	14.8	7.4	23.0	39.6	43.1	21.5	17.8
英 国	1.3	2.1	5.0	15.6	19.6	12.7	24.5
フランス	8.2	7.3	8.5	11.6	13.6	8.9	16.2
ドイツ	1.4	2.9	2.1	3.1	11.8	9.9	12.4
イタリア	1.0	1.5	3.7	5.4	5.3	7.4	7.8
スウェーデン	2.5	4.1	6.4	6.2	5.8	4.6	8.3
デンマーク	1.1	2.4	3.8	2.9	9.1	4.1	4.5
カナダ	11.4	6.8	6.2	9.7	16.8	9.0	13.2
オーストラリア	1.9	2.3	3.3	5.7	10.0	6.9	—
EEC機関	3.4	6.6	3.8	6.5	7.8	6.5	—

発展途上国	4.1	2.6	3.6	7.2	4.3	3.1	—
国際開発機関	7.3	6.6	7.9	10.7	9.2	10.3	—

出所：1982、83年 OECD, *Financial Market Trends*, March, 1986.

1984～ OECD, *Financial Market Trends*, Feb. 1989.

《討 論》

深町郁弥 (九州大学)

日本の対外貸付——機関投資家などの——が脚光をあびていますが（日本の純債権国化）、他方、米ドルの流出・過剰化も目立っています。この二つの現象にはどのような関係があるとお考えですか。関係がないとお考えなら、両者の違いをご説明下さい。

〔答〕 論点がズレるが、一方で対外貸付と他方で海外資金調達を、必ずしも整合的に説明できないでいる。米ドルの過剰はいかに定義するのかが問題があり、ドル資産への需要がなくなっているわけではない。日本の対外証券投資は、大量の運用資金を抱える生保や信託銀行（年金の管理等）の投資が中心であり、直接ドルの過剰と関係していない。ただ、日本からの証券投資は外貨建が中心であり、この点に弱さの問題があるように考えている。

小西一雄 (立教大学)

日本の経常収支黒字を上回る資本流出（対外投資）、したがって対外短期借・長期貸……というような構造は基本的に年プラザ合意以降も変化していないと思う。しかし、85年まではドル高、85年末以降はドル安というように為替相場の動きは対照的になっている。これは、銀行のビヘビアーの変化を中心に考える以外はないと思います。この「変化」をご教示下さい。

〔答〕 対外短期借・長期貸は日本の対外金融構造の特徴の一つであるが、対外投資の中心は円資金の「過剰」と考えている。対外短期借・長期貸の構造は為替相場には影響しないはずであり、この点から為替相場の動きを説明できるとは考えていない。やはり、為替相場は米国と日本の経常収支動向と金利格差等の問題である。85年以降の銀行のビヘビアーの問題は、日系の金融機関の力が国際的に強まったことである。短期借・長期貸は一種の裁定取引であり、どの国の機関でも可能な取引である。欧米の銀行等が債務危機等のため業務縮小に追い込まれたのに、日系金融機関は拡大できたことの差が大きい。

前田 淳（北九州大学）

ドル安に伴って、米国以外の国々の資金量が増大し、そのことが米国の証券市場における外国人の活動を拡大させている、といえるのでしょうか。

〔答〕 確かに御指摘のとおり、1986、7年には外国人の米国国債市場や株式市場での売買が増えている。しかし、資金量の問題というより、国債や株式の相場動向（内外比較を含む）からこのような結果がでている、と考えている。

藤田誠一（神戸大学）

資本移動と不均衡是正の関係についてお尋ねします。①一般的に資本移動による赤字ファイナンスによる不均衡是正メカニズムとして、どのようなものをお考えですか。②アメリカの場合、赤字は自動的にファイナンスされるという意味で例外的ではありませんか。③資本移動の活発化が、逆に、不均衡を拡大するメカニズムがあるように思いますが、どのようにお考えですか。

〔答〕 ①国際収支の発展段階説が想定するような古典的なケース、つまり先・後進国間における資本と資材の輸入・経済発展原材料等の輸出拡大・返済のケースがあるし、また直接投資による輸入代替もある。②国際収支の定義からすれば、つねに経常赤字は資本黒字でファイナンスされるが、必ずしも「自動的」といえるか疑問である。現状では、公的介入等を除けば、ファイナンスというより、対米投資で相殺されている、ということであろう。③同感である。報告で述べたとおり、現状では対米証券投資はアメリカに経常収支不均衡の是正を促す構造になっていない。

吉田 暁（武蔵大学）

アメリカは国際収支赤字を自己ではファイナンスしていない、従ってディシプリンは働かない、というご指摘は面白いと思います。しかし、全く働かないかといえば、債権国投資家のドルに対する信認が失われるとドル売り（多分、具体的には国債の売り）圧力が高まり、ドル安と米国の金利高が生じる。このことが、やはりディシプリンを強制することになるのではないのでしょうか（基軸通貨国以外の場合に比べて、ディシプリンの働き方は弱いし、それが問題の一つであることは、その通りだと思います）。

〔答〕 ご指摘の通りであり、程度の問題といってもよい。しかし、程度の差が時として決定的に重要になる局面があるように思える。

藤谷碩児（桃山学院大学）

対米証券投資は、国際収支赤字ファイナンスとしてでなく、財政赤字ファイナンスとしての意義は大きいのではないか。例えば、米国市場金利の高騰を抑えた効果な

どどのようにお考えですか。

〔答〕 ご指摘の通りだが、国際収支不均衡是正のメカニズムが働かない点が問題であり、また、米国が海外市場で国債を発行して、意図的に金利を抑えているのではない。

岡本鎔男（東洋大学）

日本の対米証券投資は日本の機関投資家の利益から説明されているが、近年の米国の当局から要請されている側面があるのでないか。

〔答〕 確かに、そのような側面もあると思えるが、確認できないでいる。それにしても、民間投資家は損失が明らかな投資を長期的には継続できないし、「強制」は一時的効果しかないように思える。

**関連コメント 吉田 暁（武蔵大学）：強制によるのか利潤動機によるかの議論もあるが、強制の有無より、強制がいかなる意味を持ったかが重要だと思う。個別資本としては他が従来通り行動している間に逃げ出すのが有利であるが、その結果は重大な事態をもたらす心配がある。行政当局が介入し、一種のカルテルを組成させると、それがやや長期的にみた利益と一致するので、このような強制が受け入れられるのだと、思う。

岡本鎔男（東洋大学）

①ユーロ債取引による国際資金移動が小さいという意味は？ ②日本の債権国化と最大の借手は結びついているのか。③最大の借手となっているのは日本か日本の銀行か。

〔答〕 ①日本の投資家が購入している部分や転換社債等ですぐに転換され国内に還流する部分が多いということである。②時期的には一致しているが、論理的につなげるのは難しい問題である。ただ、海外での借入は日本の市場構造の歪み・欠陥の問題であろう。③日本の企業であり、事業会社を中心である（金融子会社を含む）が、最近では銀行も転換社債もかなり発行している。

資料（図表）に関連した質問を三宅義夫（大東文化大学）、前田淳（北九州大学）から頂いたが、大会当日回答したので、ここでは省略する。

〔本稿は、大会報告と報告要旨・資料をもとに執筆したものであり、報告内容と異なるものではないが、大会報告そのものの再現でないことをお断りする。〕

ユーロ市場発生と拡大の論理

——貨幣的側面に限定して——

今 宮 謙 二

(中央大学)

はじめに

第二次大戦後、資本主義社会の国際金融体制におけるユーロ市場の占める地位は独得なものである。すくなくともブレトン・ウッズ体制下では、このような市場の存在は本来予想もされなかった。本報告では、IMF協定との関連を中心にユーロ市場発生と拡大の基本論理を貨幣面に限定して考えてみたい。なおこの場合、考察の対象はユーロ・カレンシー市場にシぼり、ユーロ・ボンド市場、すなわち長期資本市場は考察外とする。現在のユーロ市場発展状況からみると、債券市場も当然視野に入れるべきであるが、本報告は基本論理に限定しており、その意味からも基礎的なユーロ・カレンシー市場特にユーロ・ダラー市場に限定しておきたい。なおユーロ・ダラーとアメリカ・ドルとの違いについて一言ふれておこう。周知のようにこの点について、かつて二つの見解があった。例えばハロッドはユーロ・ダラーをアメリカ・ドルそのものであると断定したが、一方リトルのように両者の区別を強調し、ユーロ・ダラーはドルに対する請求権であるとの見解もあった。この両者の見解はユーロ・ダラーの側面をそれぞれ指摘しており、ユーロ・ダラーの実体はアメリカ・ドルそのものであるが、その形態はリトルの指摘のようにドルへの請求権にあると総合的にとらえるべきであろう。このように実体と形態との微妙な相異によって、第

二次大戦後の国際金融体制にユーロ市場発生の背景があったといえよう。

1.

ユーロ・ダラー市場はアメリカ国外の各国銀行によるアメリカ・ドルの預金・貸出し市場であるが、これはアメリカ・ドルが基軸通貨として流通している点が前提となっている。本来国際的購買手段・支払手段、あるいは国際的準備手段として広く利用されている国民通貨を国際通貨と規定すれば、貨幣面からみてその主な条件は次の二つである。第一に特定国の国民通貨が国際的購買・支払手段などに広く利用されるためには、その流通性について国際的合意性を必要とする。この合意性は法律的、慣習的諸要因などによって現実的に決定されるが、基本はその特定国の外国為替・金融・資本市場が自由化・国際化されている点である。国際通貨の政治的効果を重視しているスーザン・ストレンジが指摘している「最高通貨」「中立通貨」とはこれに該当するといつて良いであろう。国民通貨を国際通貨として国際的合意性が与えられる基本は、その国の市場の開放化にある。これによってその国の通貨の流通性が客観的に保証されるからである。この点を貨幣面に限定していえば、その通貨の交換性が十分に保有されるかどうかにかかわっているといえよう。その意味で第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制下で通貨の交換性概念が重要視されたのは当然であった。第二の条件はその国の通貨に対する信認性の問題である。この概念は先に指摘した流通性と密接な関連はあるが、それよりも若干広い概念としてとらえるべきものである。兌換制において信認性問題は信用貨幣としての客観的保証によって支えられていたが、不換制においてこのような保証がなくなり、信認性は軍事力、政治力、経済力など特定国の国家権力によって支えられるようになってきた。国家権力による支配力で支えられる国の通貨を基軸通貨とよべば、現在の兌換停止下における通貨制度は基軸通貨制

度であるといえよう。これはストレンジの指摘する「支配通貨」「交渉通貨」に該当するといって良い。兌換停止下において、特定国通貨の信認性の客観的保証が基本的に喪失したさい、重要な点は為替相場の安定をいかに維持するかという課題である。歴史上画期的といわれたブレトン・ウッズ体制は、兌換停止下の国際通貨制度として、基軸通貨を中心に交換性と為替相場安定を一定の秩序のもとに構築しようとしたものである。

2.

以上のように兌換停止下での国際通貨は特定国の国家権力による支配力にもとづく基軸通貨制として登場するわけであるが、この条件のもとで、流通性と信認性は具体的にどう規定されるであろうか。すでに述べてきたように流通性は通貨交換性問題として、信認性は一定の基軸通貨を中心とする為替相場安定という形であらわれる。兌換停止下においてこのような形は、中立的な立場にたつとみなされる国際金融機関を必要とする。ここにIMF成立の基本的理由がある。ここでは実質的にドル支配でありながら、形式的には中立的国際機関としてのIMFの性格が強調される。このような実体と形式が実質的に異なっている条件において、通貨の交換性はどのように保証されるであろうか。

具体的にIMF協定において通貨の交換性原理を規定しているのは第8条である。ここでは為替制限の撤廃について次の三つの義務が加盟国に課せられている。

- ① 経常的国際取引のための支払い制限の撤廃。
- ② 差別的通貨措置の撤廃。
- ③ 外国保有残高の交換性。

①の項目は加盟国が第7条の不足通貨国に該当する場合、あるいは第14条による過渡期にある加盟国の場合を除き、経常支払いの制限をすべきで

ないという条項である。ロバートソンによれば、この項目が交換性義務の基本をなすものであり、他の項目に対して第一の優先義務にあたるという。ただしこの項目は民間ベースによる多角決済の義務が課せられていないとロバートソンは指摘する。これと逆に③の外国保有残高の交換性原理は公的ベースによるものとみなし、ロバートソンによれば基本は民間ベースによる交換性が軸であり、公的ベースの交換性はその追認であると主張している。このロバートソンの見解は当時のイギリス政府の公式見解と若干異なっている。当時のイギリス政府はインドやその他の諸国におけるスターリング・ポンドの膨大な残高の交換を危惧して、公的ベースでの交換性は一般的に交換目的について制限をつけるべきとの立場をとっていた。したがってロバートソンのいう交換目的をまったく度外視した民間のベース交換性原理を、そのまま公的ベースとして追認すべきでないというわけである。しかし、ロバートソンによれば民間ベースでの交換性原理には多角決済の要素が必ずしも盛り込まれていないから、公的ベースになっても、無条件にポンドとドルとの交換ができるとは限らないと指摘している。ところで以上のロバートソン見解について批判したのがケインズである。ケインズによれば民間ベースでの交換性原理は、けっして優先的ではないという。なぜならば、この項目は通貨交換性を積極的に規定したのではなく、たんに消極的に交換性を否定しないという意味にすぎず、スターリング・ポンドを保有している非居住者が外国通貨と交換したい希望をもつ居住者と折合いがつけば、交換しても良いという意味にすぎないという。ケインズのこの考え方は通貨の交換性とはどこの段階で保証されるべきかという点と深くかかわっている。つまりケインズによればIMF協定の義務は基本的に中央銀行間に適用されるべきであって、民間ベースでは交換性義務は本来生じないというのである。したがって、ケインズは①と③の二つの条件が組み合わされて、はじめて通貨の交換性原理が成立すると指摘し

ている。ケインズのこの指摘は、兌換停止下においてほとんどの国が為替管理を実施している場合には、その通りであろう。しかし、だからといってロバートソンの民間ベース優先の論理は排除できない。もともと通貨の国際流通は為替市場など民間ベースでの取引が基本だからである。逆に政府がいくら交換性残高を保証したとしても、民間ベースでの取引が拡大しなければ、何の意味もない。民間ベースでの流通性が通貨の国際性を問われる第一の優先順位である。またケインズの指摘したように①と③との組み合わせがなければ、兌換停止下において通貨交換性原理が貫徹しない点も正しい。要するに通貨当局政策は第8条の三つの義務にそれぞれ深くかかわっており、民間ベースと公的ベースと区分できないのが、現在の国際通貨制度である。

3.

以上指摘してきた第8条の三つの交換性義務を認めた加盟国通貨を8条国通貨＝交換可能通貨とよぶが、これと基軸通貨との関係はどうか。滝沢健三氏が正しく指摘しているように、8条国通貨はたんに多角的国際決済を認めている国の通貨にすぎず、これが広く国際的に流通する通貨であるとはいえない。協定上多角決済を認めたからといって、その国の通貨が直ちに基軸通貨となりうるわけではない。先にも指摘したように特定国通貨が基軸通貨として流通するには、流通性に対する国際的合意がなければならない。

IMF協定による第8条規定は、要するに基本的に經常取引についての為替管理を加盟国はしないという意味にすぎない。では現在IMF協定において8条国通貨以外に通貨規定があるだろうか。IMF第2次協定改正において、その第5条には新しく「自由利用可能通貨」概念が登場している。この「通貨」についてIMF第30条は次のような二つの規定をしてい

る。①国際取引上の支払を行うため現に広範に使用されている。②主要な為替市場で広く取引されている。

しかしこのような抽象的規定では何の説明にもならない。具体的にIMFが現在「自由利用可能通貨」とよんでいるのは、アメリカ・ドル、ドイツ・マルク、フランス・フラン、スターリング・ポンド、日本円の5通貨である。このようにIMF協定上では、主要資本主義国の5通貨が基軸通貨的役割をするものとして認められているが、しかしこれらの5通貨がすべて平等に基軸通貨として流通しているわけではない。これらの5通貨はこれまで述べてきたように8条国通貨として民間ベースでも、また公的ベースでも交換性原理を保有しているのは当然である。しかし兌換停止下の基軸通貨としての役割を果たすのは、8条国通貨の資格だけでは不十分である。基軸通貨としての役割にはたんなる流通性がIMF協定上保証されるだけではなく、実質的にそれらの国の外国為替・金融・資本市場の国際化を必要とするからである。この点で主要資本主義諸国の5通貨は必ずしも平等な資格があるとは断定できず、そのうえ基軸通貨としての役割は慣習や歴史的経験もふまえる以上、それぞれの通貨間には大きな格差があるのは当然といえるであろう。以上は流通性に関する問題を指摘したが、それ以上に基軸通貨にかかわる重要な問題として信認性がある。この信認性は旧IMF協定上では、第4条第1項に示されているように、実質的に金1オンス=35ドルによるアメリカ政府保証の金・ドル交換にもとづいていた。これは第8条の交換義務とは無関係であるが、ブレトン・ウッズ体制の基礎ともいえる交換性原理といえよう。この交換性原理が重要な意味をもつのは、基軸通貨としての信認性と結びついているからである。信認性とは具体的に表現すれば資本主義体制における為替相場の安定を意味する。この安定は基本的基軸通貨の安定を基礎とする。しかし8条国通貨の交換性原理にはこの為替相場の安定化問題はまったく含まれていない。もとも

と交換性概念とは固定相場による交換が中心であるという見方もあるが、兌換停止下の国際金融分野では、このような為替相場の「固定化」は本来実現できるものではない。現在の交換性概念は固定性よりも、比較的安定化した為替相場体系を保つ意味となり、旧IMFでその核となっていたのが、金・ドル交換であった。したがって1971年8月の金・ドル交換停止は資本主義世界の国際金融に決定的打撃を与えたのは当然であった。金・ドル交換によってアメリカ・ドルは第二次大戦後、基軸通貨としての役割を實質的に果してきたのであり、他の4通貨とはその意味で決定的に異なっていた。では1971年以降ドルは他の通貨と同資格となったのか、あるいは5通貨がすべて基軸通貨となったのであろうか。すでにIMF協定上では5通貨の差別はない。ドルと同じように他の通貨が基軸通貨となりうるには、先に指摘したように市場の国際化・自由化とならんで国家権力の力によって左右されるといえよう。

4.

兌換停止下での国際金融においては、いくつかの問題をかかえながらも、IMF協定下で8条国通貨を中心に経常取引支払いの自由化、為替制限の撤廃を目標として展開してきた。この点に関してはマツキノンの指摘のように原理的にユーロ・カレンシー市場成立はあり得ないという面がある。マツキノンのよれば、国際支払い決済、為替リスクに対する先物ヘッジ、貿易信用の拡大などが自由に実施されればユーロ市場は不必要という。たしかにマツキノンの指摘は、IMF第8条の規定の経常取引にほぼ含まれており、その点ではその通りである。しかしここでマツキノンが見落した重要な点は、ユーロ市場の基本的性格についてである。すくなくともユーロ市場を経常取引にかかわる決済や銀行業の短期信用に関連する取引を行う場所と規定すれば正しいが、ユーロ市場の基本的性格はそうではない。

ユーロ市場発生要因として通常①アメリカとソ連の冷戦体制強化，②1857年のイギリスの為替規制強化，③アメリカの金利規制の存在，④アメリカの資本流出規制（1963年，65年，68年）⑤アメリカ系多国籍企業の海外での資金調達拡大，などがあげられている。これらの要因はたしかにユーロ市場形成として重要であるが，マツキノンの指摘している經常取引自由という貨幣的側面からみると問題になるのは，次の点である。第一にユーロ市場は經常取引資金の自由な取扱いのみでなく，資本取引のための自由な取扱いも含まれる。しかしIMF第8条は經常取引のための為替制限撤廃のみを対象としており，資本取引の自由化にはふれていない。IMF協定第6条は資本移動のための基金利用を禁止している。この点を考慮するとIMF協定の規定による各国通貨の交換性原理は經常取引のみであり，資本取引は除外されることとなる。しかし現実的に8条国通貨の交換性は經常取引にのみ限定されず，若干の資本取引も含まれているが，通貨面からみて經常取引と資本取引の区別は厳密に不可能である。実質的に通貨の交換性原理は，經常取引と資本取引両者にわたって貫徹するにもかかわらず，IMF協定上では經常取引にのみ限定している点に，ユーロ市場発生の基本論理がある。基軸通貨を中心とする資本主義諸国の通貨組織において，自由な為替市場の発達とともに交換性原理の貫徹はさらに必要とされる。IMF協定の資本取引制限との矛盾が生ずる。通貨の国際的運動はより自由な管理なき市場を目指して展開する。さまざまな要因で形成されたユーロ市場は，どこの国からも管理を受けない自由市場として拡大せざるを得ない。

5.

經常取引のみならず資本取引にもまったく自由な市場として登場してきたユーロ市場は本来銀行資本にとって容易に資金調達・運用市場として利

用されることとなる。IMF協定において資本取引は銀行業およびその他の事業の通常の経営に必要とされる範囲内では認められている。したがって資本取引も経営上に必要な額とみなされればIMF協定上も自由といえる。マツキノンのユーロ市場不要論もここを根拠としている。ではなぜユーロ市場は拡大してきたのか。その基本論理は何か。それはユーロ市場がたんに企業の資金運用・調達の間として経営上必要な額を大幅にこえて投機市場として利用されたからである。つまりユーロ市場の基本性格は投機市場であり、特に投機活動が資本主義体制の中で定着化するにつれ、IMF協定外に存在する自由なユーロ市場の役割は大きくなっていく。ただし、ここで問題となるのはIMF協定下で資本取引に関する為替管理が存在すれば、銀行業の為替投機はできないではないかという点である。例えば1930年代の資本取引を分析したブルームフィールドは、銀行や外国為替ディーラー達は慣習として大々的な投機活動はしないと結論づけている。また最近の日本の銀行などでも、為替投機はさほど行われていないとの意見も多くある。しかし現実はその逆である。すでにアインツヒヒも指摘しているように、第二次大戦以前においてさえも、銀行業は為替ポジションをスクエアにはしなかったし、最近では1970年代のシティバンクで生じたエドワーズ事件をみても為替投機は通常行っていたとみるべきであろう。この事件についてのモフィットの叙述によれば、シティバンクは税金のがれと投機ポジションをかくすため書類の疎開が日常的に行われていたという。わが国でも1982年に生じた第一勧銀シンガポール支店の投機事件などをみても為替投機が行われているのは明らかである。銀行に対する持高規制が直物段階で行われた時期においても、銀行の投機活動規制が不可能であり、現在のように総合持高規制では銀行の投機活動は野放しといって良い。

6.

以上のようにユーロ市場発生の基本原理は、兌換停止下において為替相場安定を目標とした資本主義的政策による資本取引管理に離反した通貨の交換性原理の貫徹にあった。一方で管理を行いながら、一方で自由を貫徹するという資本主義組織の内部矛盾のあらわれである。これは兌換停止下での基軸通貨制度の矛盾でもある。さらにユーロ市場は独占資本の投機活動の場として、すなわち投機市場としての性格から急速に抗大してきた。ユーロ市場機能が投機取引とどう結びついているのか。

ユーロ市場の機能は主に三つあるが、第一に貨幣資本の国際的再配分機能であり、第二は国内金融肩代わり機能である。第一の機能は対外収支不均衡是正による国際収支ファイナンス機能として、黒字国から赤字国への資金流入を促進するものといえる。第二の機能は本来国内で調達しうる資金をユーロ市場で行うものであり、多国籍企業などの資金調達として有名である。この二つの機能だけではユーロ市場は投機市場としての性格をもっていないとみるべきである。本来ユーロ市場取引が主として銀行間による預金＝貸出市場の形態をとり、その意味で銀行業務の基本形態をあらわしている以上、国内金融仲介機能や各国間の貨幣資本不足を調整する伝統的機能をもっているのは当然である。ユーロ市場が投機市場としての性格を強くおし出すのは第三の機能としての国際的金融機関などのポジション調整機能である。この機能を通じてそれぞれの金融機関などは一時的資金過不足調整や通貨別ポジション調整を行っている。しかし前にも述べたようにユーロ・ダラーの実体がアメリカ・ドルであるとすれば外国為替取引と結びつかないのではないか。為替投機活動は外貨間の交換行動があって成立し得るのではなからうか。しかしながら、ユーロ市場は金融機関の持高調整市場として有効に利用される限り、投機活動の大きな場として重要

な意味をもつ。かりにドル相場下落が見込まれれば為替ディーラーはユーロ市場でドルを調達し、そのドルを為替市場で売却し、ドル売持ちポジションへと簡単にできるからである。

ユーロ市場がこのような投機取引にふさわしいのは次の三つの理由による。第一はこの市場は先にもふれたようにあらゆる管理から自由のため、各国の為替・金融市場と関連しつつ国際的金利・為替裁定の場として簡単に利用される点である。第二はユーロ取引そのものが無担保の信用取引であり、銀行間では与信範囲内であれば無条件で預金＝貸出取引が成立する。第三にユーロ預金は原則として準備コストがかからないため、国内金融市場より有利な金利設定が可能であり、資本調達源泉としてたやすく利用できるからである。

いずれにせよ、ユーロ市場は貨幣資本過剰を背景とする現代資本主義の寄生的性格をそのまま反映している市場であり、独占資本の投機活動が今後とも拡大する限り、さまざまな形を通じて発展してゆくであろう。またその場合、資本にとってリスクも拡大し、大きな負担となるであろう。

《討 論》

小西一雄（立教大学）

日本の経常収支赤字を上回る資本流出（対外投資）、したがって対外短期借・長期貸というような構造は基本的には85年プラザ合意以前も以降も変化していないと思います。しかし85年迄はドル高、85年以降はドル安というように為替相場の動きは対照的になっています。これは銀行のビヘビアーの変化を中心に考える以外はないと思います。この「変化」を御教示下さい。

【答】 ①たしかに最近の日本の経常収支黒字、長期資本収支赤字、その結果総合収支赤字というパターンは、基本的に85年以前と以降でも変化はないと思います。しかし基本的にそうであっても若干85年を境として変化はあると考えます。それは日本の経常収支黒字幅が85年以降急増した点です。それと同様にアメリカの経常収支赤字も84年以降急激にふえています。

②経常収支の黒字・赤字はそのままその国の対外資産・負債に直接反映します。85年ブラザ戦略でアメリカがドル安政策へ転換した直接のキッカケは、アメリカが債務国へ転落し、ドル大暴落の危機に直面したからです。

③ブラザ合意以降のドル安は、このようなアメリカの対外戦略の転換の結果であり、同時に石油価格低落など第1次産品価格が比較的安定していたこと、低金利が保たれていたことなどがドル安戦略に一定の成功をおさめたといえます。

④この条件下で当然銀行の行動はドル相場下落の方向にそって投機活動を強め、その結果ドル相場はさらに低落するといった経過はあったと思います。しかしこのような人為的なかなり無理したドル安戦略は、当然限界があります。

深町郁弥（九州大学）

日本の対外貸付——機関投資家などの——が脚光をあびていますが、（日本のNetの債権国化）、他方米ドルの流出・過剰化も目立っています。この二つの現象にはどういう関係があるとお考えですか。関係がないとお考えの場合、両者のちがいをご説明下さい。

〔答〕 両者は密接な関係があります。例えば88年の日本の国際収支をみると、経常収支黒字が約800億ドル、長期資本収支は1,300億ドルの赤字、その他短期資本収支や誤差脱漏を含めて総合収支は約300億ドルの赤字となっています。しかも88年は外貨準備が1年間で約160億ドルも増加していますから、合計約460億ドルは民間の金融機関で資金調達が必要ということになります。このしくみの一つの例として、日本の機関投資家がアメリカの社債や国債を購入し、一方ドル相場下落が予想されるならば、国債購入者は先物でドル売りを行います。他の条件を不変と考えれば、当然銀行は先物でドルの買持ちポジションとなります。銀行も相場下落が予想されている時に、ドル買持ポジションは絶対にやりません。当然ドル売り行動にでます。本来、先物市場でドル売りができるならば理想的ですが、先物市場での大幅な売買活動は不可能です。その時いろいろなポジション調整の方法はありますが、一つの手段として銀行はユーロ市場からドルを調達し、そのドルを直物市場で売却すればポジション調整ができます。日本の銀行がユーロ・ダラー市場から大量の資金取入れを行っているのもこのようなところの一つの原因があると思います。

飯田裕康（慶応大学）

1 ユーロ市場が投機的市場であるというお説はそのとおりであろうと思いますが、ご指摘にもあった銀行間市場としての「機能」とそれはいかに調和しないし矛盾するのでしょうか。

2 ユーロ市場が、スワップ市場の発展（拡張）とともに形を変えつつあるという

見方もあるようですが、ユーロ市場の将来についていかなるお考えをおもちですか。

〔答〕 ①ユーロ市場の三機能はけっしてバラバラでなく統一しているものです。ただし伝統的な銀行間市場としての機能は基本的なものとみています。この機能があるから、外国為替と関連しうる投機行動も可能となります。調和や矛盾という概念にはあてはまらないと思います。

②最近の資本主義の寄生性が深まるにつれ資本家にとって投機活動の日常化はますます広まると思われまふ。その意味で証券化の波は当然ユーロ市場でもさらに広がり、ユーロ債市場なども新しい形を求めて発展するでしょう。しかし同時にここにリスク問題も新しく重要課題として登場するなど、金融危機が発生してもおかしくない状態があらわれると考えます。

下平尾勲（福島大学）

1. 国民通貨が国際的に流通するのは国際的な合意性と信認性という条件をあげておられますが、金との兌換が停止されたドルの通流の合意性と信認性の内容は具体的に何をさしますか。かつて1ポンド＝1,008円、1ドル＝360円であったが、現在は1ポンド＝240円、1ドル＝140円にポンドやドルが変動しても信認されているといえるでしょうか。

2. ドルが基軸通貨として流通している理由として「国際的合意性や信認性のほか……資本主義諸国間の経済的・政治的・軍事的力量などの関係」をあげておられますが、この両者の関連性はどうなっているでしょうか。

3. 現在の金融市場と考える場合には次のような前提があるかと思ひます。

A アメリカの好景気と日本の輸出増加による貿易収支の大規模な黒字を背景とした長期資本収支の赤字が続いている。

B 長期資本収支の赤字を短期資本（ユーロ）で取りこんでいる。

そこで新たな条件、例えば①アメリカにおける恐慌、インフレの発生、累積債務の返済不能がおこる場合、②日本における恐慌または関東大震災などのような自然災害の発生による巨額な貨幣資本が必要となった場合が生じた時には「信認」は失われるのではないのでしょうか。

〔答〕 ①基軸通貨としての国際的合意性と信認性の問題はあくまでも貨幣面に限定していっており、たんに貨幣面のみで基軸通貨としての流通条件は十分とはいえません。貨幣面に限定すれば合意性と信認性の基本は、基軸通貨国の外国為替・金融・資本市場の発展にかかわっています。その点からいって為替相場の下落は基軸通貨としての役割を考える場合、たしかに重要なファクターといえますが、だからといって「信認」がなくなるものではありません。

②今述べたように貨幣以外での基軸通貨としての役割を果たすための条件は兌換停止下では重要となっています。このさいの信認性は国家権力と深くかかわります。私は貨幣面とそれ以外の条件と二つに分けてとらえていますので両者の関連は必ずしも内面的なものではなく、密着した関係にあるのではないかとみています。

③ご指摘のとおり、恐慌その他危機が生じた場合には基軸通貨の「信認」は失われ、国際金融危機の生ずる怖れは十分にあります。

鈴木芳徳（神奈川大学）

1973年前後からの Futures Market の世界的な発展と Euro Market の発展との関係についてお教え頂きたい。

〔答〕 為替投機が大幅に行われる結果、リスク問題の発生も企業にとって重要な課題となります。ただ先物カバーは企業にとってリスク回避のために有力な武器となり得るが、それはけっして万能なものではないと思います。ユーロ市場の拡大が投機活動そのものの結果であれば先物市場もそれにつれて拡大すると思いますが、この両者の具体的な関係については不明な点が多く今後検討してみたいと思います。

西ドイツ金融資本の存在形態

相 沢 幸 悦

(財)日本証券経済研究所)

問題の所在と限定

現代資本主義，すなわち1970年代以降の資本主義において，いわゆる金融資本というのは，いかなる存在形態をとっているのか，そして，金融資本概念をどのように措定すべきであるか，本報告の目的は，この点を具体的に明らかにすることにある。

金融資本概念を最初に提示したのは，いうまでもなくヒルファディングである。ヒルファディングは，金融資本を次のように規定した。

「産業の銀行への依存は，所有関係の結果である。産業の資本のますます増大する一部分は，これを充用する産業資本家のものではない。彼らは銀行を通じてのみ資本の処分権を与えられ，銀行は彼らにたいして所有者を代表する。他方，銀行は，その資本のますます増大する一部分を産業に固定せざるをえない。これによって，銀行はますます大きい範囲で産業資本家になる。かような仕方では現実には産業資本に転化されている銀行資本，したがって貨幣形態における資本を，私は金融資本と名づける。」⁽¹⁾

このヒルファディングの金融資本概念に対して，レーニンは，「生産の集積，そこから成長してくる独占体，銀行と産業との融合あるいは癒着，—これが金融資本の発生史であり，金融資本の概念の内容である」⁽²⁾と述べている。これらの金融資本概念を真向から否定したのがスウィージーで

ある⁽³⁾。

本報告では、金融資本の概念を「銀行と産業の連携を基礎として、独占利潤と金融収益の獲得機会が量的に著しい規模に達した局面における支配的な資本形態」と規定し、これを実証するために、西ドイツ、とりわけ、西ドイツ最大最強のユニバーサルバンクであるドイツ銀行とヨーロッパ最大規模の独占体となったダイムラー・ベンツの連携を取り上げて検討を加えることにする。

I アルフィナンツ

ドイツの大銀行の成立についてみてみよう。

ドイツで最初の株式銀行は、1848年に個人銀行を改組して設立されたシャーフハウゼン銀行である。続いて、1853年にダルムシュタット銀行が設立された。この株式銀行は、クレディ・モビリエの影響を受けてはいたものの、1854年の第一回年次報告書において、産業界に預金と当座貸付の利用をめ、この通常業務を設立業務や発行業務に優先させる立場を採っていたといわれている⁽⁴⁾。

株式銀行設立の第二の波は、現在の西ドイツ三大銀行を形成するコメルツ・ディスカウント銀行（1870年設立）、ドイツ銀行（同）、ドレスナー銀行（1872年設立）の創設で頂点に達した。1870年から73年にかけて株式銀行は、100行から130行設立されたといわれている。その後、世紀末大不況をへて20世紀初頭にいわゆるベルリン六大銀行が成立する。これが、兼営銀行であるが、その業務内容についてみてみよう。

19世紀末の株式銀行の業務内容は、ドイツ銀行のように正規の銀行業務に重点をおく銀行もあったが、大部分は、証券発行・引受業務や国際業務であった。それに対して、ルール重工業との取引、すなわち、交互計算業務に重点をおいていたのは、ルール工業地帯で営業を行う地方銀行であっ

た。しかし、独占資本主義の母国として世界史の表舞台に登場する頃には、産業の資金需要はますます巨額なものとなり、地方銀行では、到底手に負えなくなってしまった。そのため、交互計算業務の優良な取引先を次第にベルリン大銀行に奪われるようになっていった。同時に、長期貸付を回収するために行う証券発行でも、地方銀行は、大銀行に依存せざるを得なくなってしまった。

他方、大銀行は、業務の重点を国際業務から国内業務に移行させており、そのためにも、交互計算業務を通じてより多くの企業と取引関係を結ぶ必要があった。その一つ的手段として、重工業と密接な取引関係をもっている地方銀行を傘下におさめるという形態が多く採用されたのである⁽⁵⁾。

このようにして成立するベルリン六大銀行の本質は、預金・貸付業務など「正則業務」を行いながら、同時に、投資過程に付随する「特殊業務」を営む、兼営銀行であった。したがって、発行業務を行うという点でイギリスの預金銀行型と区別され、正規の銀行業務を営むという点でクレディ・モビリエ的銀行型と区別できる⁽⁶⁾。

このように、20世紀初頭に成立した兼営銀行は、1930年代に入るとユニバーサルバンクという言い方にとって代わられていくことになる。それは、従来のベルリン大銀行だけでなく、貯蓄金庫も「商業銀行」的に変容していくからである⁽⁷⁾。とはいえ、ユニバーサルバンク化が本格化するのには、第二次大戦後、1960年代のことである。それは、1950年代の「高度成長」から60年代の「安定成長」への移行に伴って、金融機関の間で競争が激化し、大銀行と貯蓄銀行、信用協同組合の業務の「同質化」が進んできたことによるものである⁽⁸⁾。この「同質化」は、1967年の金利の完全自由化によってますます促進された⁽⁹⁾。

銀行業務と証券業務全般を兼営する銀行は、一般にユニバーサルバンクと呼ばれているが、銀行の産業との連携という点では、大銀行と貯蓄銀

行・信用協同組合の間には大きな格差がある。やはり、産業独占資本との連携という領域は、大銀行の独壇場である。ドイツ銀行 (Deutsche Bank) の事例をみてみよう (1988年末の状況)⁽¹⁰⁾。ドイツ銀行が25%以上の資本参加をしている企業は68社あるが、そのうち自己資本1億マルク以上の企業は16社にのぼっている。ドイツ銀行の資本参加で特徴的なのは、持株会社を通じる企業への資本参加も多いことである。ドイツ銀行の資本参加企業68社のうち19社が持株会社である。

ドイツ銀行は、銀行本体で長短銀行業務、証券業務全般を行いながら、子会社を通じて抵当銀行業務 (たとえば、フランクフルト抵当銀行に92.92%の資本参加しているのを始めとして、不動産および船舶抵当銀行5社に資本参加)、投資信託業務 (たとえば、DWSドイツ証券貯蓄会社に93%の資本参加しているのをはじめとして、投資会社6社に資本参加)、消費者信用業務 (割賦信用機関である EFGEE 購買金融会社、GEFA 販売金融会社に資本参加) を手がけ、みずからの金融業務を一層幅広いものとしている。これこそ、まさに、ユニバーサルバンクにはかならない。

それにもかかわらず、最近、西ドイツの銀行界でアルフィナンツ (Allfinanz) という言葉が流行中である。それは、1992年のECの市場統合に向けた、西ドイツ銀行独占資本の戦略展開を示す言葉である。アルフィナンツの内容を具体的にみてみよう。

ドイツ銀行は、1984年にDBコンサルトを設立し、西ドイツの銀行としていち早くM&A関連業務に進出した。この子会社は、西ドイツにおける企業のM&Aの助言と援助で最有力企業のひとつである。近年、M&A関連業務の重要性が高まるにつれて、DBマージャー・アンド・アクイジションズという名称に変更して、アメリカで効果的なM&A関連業務を展開すると同時に、ヨーロッパの主要国に進出して、ヨーロッパ的規模でM&A関連業務を推進しようとしている。1987年には、西ドイツ最大規模の経

営サソナルタント会社ロラソド・ベルガーに資本参加をおこなった。

大銀行は、従来、建築貯蓄業務を手がけていなかった⁽¹¹⁾。建築貯蓄業務を営むのが建築貯蓄金庫であるが、それは、住宅購入希望者が一定期間預金した後、住宅購入資金を借り入れて返済していくというシステムをとっている。ドイツ銀行は、ドイツ銀行建築貯蓄金庫を設立し、建築貯蓄業務に直接参入した。

このように、西ドイツの大銀行は、従来手がけなかったような業務に新たに進出しているが、しかし、アルフィナンツという言葉が使われ始めるようになった契機は、やはり、大銀行の生命保険業務への参入である。大銀行が生命保険業務に参入していく理由は、第一に、住宅ローンには生命保険がつきものであること、第二に、個人部門の金融資産形成において、保険貯蓄の比率が1970年の13.2%から88年には26.6%まで上昇しているのに対して、銀行預金のシェアが伸び悩んでいること⁽¹²⁾、第三に、大銀行の金融業務のネットワークを国民経済のすみずみまで張り巡らし、収益機会を一層拡大しようとするところにある。

1989年1月、ドイツ銀行はついに、生命保険子会社であるドイツ銀行生命保険の設立をドイツ連邦保険監督局に申請した。同年8月に正式認可があり、9月1日より業務を開始した。新会社は、資本金1000万マルク、事業資金5000万マルクを投入し、従業員は、1990年中に150人とすることになっている。しかも、生命保険事業は、ドイツ銀行の西ドイツ内1260か所の店舗網を活用し、銀行業務とは別に、生命保険窓口の営業時間を午後4時まで延長している。それと同時に、ドイツ銀行は、西ドイツ内のドイツ銀行窓口係員や保険外交員あわせて約4000人の教育訓練を進めている。ただし、1989年10月に明らかになったことであるが、ドイツ銀行は、依然として、アリアンツ保険の株式の10%、アリアンツ保険と相互に株式の10%を持ち合っている世界最大の再保険会社ミュンヘン再保険の株式の10%

を保有している。ドイツ銀行が保険業界の反対を押し切って生命保険子会社を設立することができたのは、この株式保有によるところが大きいといわれている。

このようなドイツ銀行の動きに対して、アリアンツ保険は、1989年3月に西ドイツ第二位の大銀行であるドレスナー銀行と提携することで合意した。かくて、西ドイツにおける金融・保険業界の再編が一挙に進展し、まさにアルフィナンツという言葉が使われてもおかしくないような事態が生じてきたのである。その際、ここで、保険会社による銀行の買収も行われていることを指摘しておく必要がある。1986年12月、アーヘン・ミュンヘン生命保険は、共同経済銀行を買収した（50%プラス1株、19億マルク）。

さらに、ドイツ銀行は、1992年のECの市場統合に照準を合わせてヨーロッパ戦略を展開している。ECの「第二次銀行指令」によれば、ECの市場統合の暁には、EC全体でユニバーサルバンク制度が採用されることになっている。じつは、このことは、ドイツ銀行にとって非常に重要なことである。というのは、銀行本体で銀行業務と証券業務全般を兼営する西ドイツ型ユニバーサルバンク制度を採る国は、EC域内国では西ドイツだけだからである。また、西ドイツ型ユニバーサルバンク制度というのは、ドイツ銀行取締役会代表がみずから豪語するように、「強い者がますます強くなる」制度だからである。

このアルフィナンツは、国際的な、とくにヨーロッパにおける金融ネットワークの形成によって一層確固たるものとなる。ドイツ銀行は、1988年末現在、国外に31支店、15駐在員事務所、そして、24行の現地法人をもち、世界40か国をカバーする店舗網を有している⁽¹⁸⁾。世界の主要銀行と比べて国際業務への進出に遅れをとったドイツ銀行が比較的短期間にこのような国際的ネットワークを形成してきたのは、その積極経営によるものであると同時に、1992年のECの市場統合の暁にヨーロッパにおいて不動の地

位を確保しようとする戦略によるものである。

ドイツ銀行は、1986年12月、経営危機に陥っていたバンク・オブ・アメリカからそのイタリア子会社バンカ・ダメリカ・ダリタリアを約6億ドルで買収した。これは、西ドイツの銀行による外国での買収のうち当時最大のものであった。この買収によって、ドイツ銀行は、イタリアの100の支店と31億ドルの預金を獲得し、イタリアにおける業務拡大の足場を確保した。また、バンク・オブ・アメリカからは、1988年7月にアルゼンチン国内の29支店を譲り受けた。

次のドイツ銀行のヨーロッパ戦略はスペインに向けられ、1987年にスペイン第20位大銀行バンコ・コメンアル・トランスアトランティコの支配権を獲得した。これは、スペインの金融制度が整備されるまでは、国内の銀行を外国人の手に渡したくないとするスペイン中央銀行の反対にもかかわらず実行されたものである。このことひとつとってみても、ドイツ銀行の攻撃的姿勢がわかる。ポルトガルでは、1987年に小規模であるがMDMソシエダード・ド・インベストメントを完全に支配下においた。

ドイツ銀行のイギリスでの活動は、1980年代中葉のドイツ銀行キャピタル・マーケットの設立が大きなステップとなった。1988年初頭、マンチェスターに支店を開設し、スコットランドへの進出を計画しているという。さらに、1989年11月、ドイツ銀行は、イギリスのマーチャントバンク、モルガン・グレンフェルを買収することで合意した。ドイツ銀行は、すでに1984年に4.99%の株式を取得していたが、最終的に100%買収をめざす意向をもってしているといわれている。全株式を取得すれば、買収総額9億万ポンド、約15億ドルの大型買収となる。モルガン・グレンフェルは、企業買収やプロジェクト・ファイナンスの分野では、国際的にみても有力な銀行であり、これによって、ドイツ銀行は、投資銀行業務をさらに強化していくことができる。

アメリカでは、ドイツ銀行キャピタル・コーポレーションを通じて、投資銀行業務への参入をねらっている。カナダでは、1987年に中小証券会社マクレーン・マッカーシーを買収した。

オーストラリアでは、1988年に最大規模の証券会社で金融サービスグループのペインの株式の50%を取得した。ペインは、約600人の従業員と12か所の国内店舗を有し、ニューヨーク、ロンドン、東京に子会社を持っている。これによって、ドイツ銀行は、オーストラリア証券のヨーロッパでの販売、ヨーロッパ証券のオーストラリアでの販売が容易となった。

1986年5月、DBキャピタル・マーケット（アジア）が東京で証券業務を開始し、ドイツ銀行は、日本で銀行業務と証券業務を兼営する最初の外国銀行となった。また、87年5月には、韓国からパキスタンまでアジア12か国に支店、16行の現地法人を持つドイツ銀行（アジア）への資本参加比率を100%に引上げて完全子会社とした⁽¹⁴⁾。

このように、銀行独占資本は、企業金融だけでなく、個人顧客業務にも本格的に進出し、国民経済のすみずみまで金融ネットワークを張り巡らすと同時に、国際的支払い・決済および情報ネットワークを構築して、収益機会をしっかりと確保しようとしている。

II ダイムラー・ベンツの多角化戦略

産業独占資本の実態を、ここでは、ダイムラー・ベンツの集中過程を取り上げて具体的にみてみることにしよう。

ダイムラー・ベンツの多角化の第一弾は、1985年に集中的に行われた⁽¹⁵⁾。ダイムラー・ベンツは、85年2月にMTUを買収した。MTUは、レオバルト戦車やマダー戦車、Uボートなどのディーゼルエンジンを生産する企業で、84年の付加価値生産額上位100社のうち77位の大企業であった。その買収の目的は、MTUグループの軍事生産技術とハイテクのノ

ウハウの取得にあったといわれている。ドルニエは、航空機や人工衛星を生産しているが、中心はあくまで軍事生産であって、売上高の約80%は政府からの受注によるものであるといわれている。しかも、純粋な同族企業であったが、経営状態が悪化したので、85年5月にダイムラー・ベンツが株式の65.6%を引き受けた。

そして、1985年10月、ダイムラー・ベンツは、ジーメンスと並ぶ名門電機企業であるAEGを買収した。従来、AEGのハウスバンク(Hausbank)はドレスナー銀行で、それに対してジーメンスのハウスバンクはドイツ銀行であった。1970年代中葉、AEGは、ジーメンス(および日本の電機独占資本)との競争で敗退し、経営危機に陥った。銀行団による経営再建の試みも失敗し、ついに、ドイツ銀行-ダイムラー・ベンツ・グループの傘下に入ることになったのである⁽¹⁸⁾。

ダイムラー・ベンツは、1988年から89年にかけて多角化戦略の第二弾を実行した。メッサーシュミット買収の動きがそれである。メッサーシュミットは、航空機産業ではトップ企業であるが、戦闘機や民間航空機エアバス生産の一翼を担うにはやはり無理があり、単年度で8000万マルクの赤字を出していた。

ダイムラー・ベンツは、このメッサーシュミットの買収にあたって、連邦政府に1ドル=1.6マルクまでのドルの下落に対して、エアバス販売時に派生する為替差損の大半を2000年まで政府が肩代わりするということを認めさせた。その上で、ダイムラー・ベンツがメッサーシュミットの増資を引き受けて当初30%の資本参加を行い、将来、51%に引き上げることで、この買収は決着がつくはずであった。しかし、1989年5月、連邦カルテル庁は、「特定の企業グループが国防軍の年間調達額の三分の一、NATOのヨーロッパ調達額の13%以上に達することは、自由競争の原則に反する」として、この資本参加を認可しなかった。そこで、ダイムラー・ベン

ツは、特別許可の申請書を連邦経済相に提出した。カルテル法の規定によれば、カルテル庁が反対しても、経済相が公益上必要であると認めた場合には覆することができることになっている。その結果、1989年8月、魚雷、誘導ミサイル、戦車などから撤退することを条件に、連邦経済相は、ダイムラー・ベンツに特別許可を与えた。まさに、国家も巻き込んだ一大買収劇が展開されたのである。

この一連の多角化戦略の結果、ダイムラー・ベンツは、年間売上高800億マルク、従業員38万人の文字通り西ドイツ最大の独占体に生まれかわることになった。しかも、総売上高に占める軍需向け売上高の比率は約10%となり、軍需部門でも西ドイツ最大の独占体となる。ダイムラー・ベンツは、メッサーシュミットの買収にあたってグループを三部門に再編した。独占体を統括する持株会社としてダイムラー・ベンツを作り、傘下に重電・エレクトロニクス部門のAEG（1988年、売上高132億マルク、従業員7万6000人）、乗用車・トラック部門のメルセデス・ベンツ（独占体の中心であって、同550億マルク、22万人）を作り、そして、航空・宇宙部門をすべてドイツエアロスペース（同40億マルク、3万8000人）に集中し、買収するメッサーシュミット（同71億2000万マルク）をこれに合体させることになっている。

これら一連のダイムラー・ベンツの行動は、ドイツ銀行との密接な連携のもとで行われたものである。両社の関係を具体的にみてみよう。

III ドイツ銀行とダイムラー・ベンツの連携

大銀行と企業を連携させる基本的手段は、両者の信用関係であるが、西ドイツでは、それに関連する資料は一切公表されていない。しかし、大銀行は、ユニバーサルバンクであるので、企業との信用関係というのは、単に、支払い取引や融資関係だけに限定されるものではない。企業の資金調

達に際して必要とされる手段、すなわち、資本市場での証券発行、国際金融市場での債券発行、さらに、銀行の国際情報・支払決済ネットワークの活用など、すべての取引に大銀行が関与できるということが重要なのである。

ドイツ銀行は、1987年に39社、総額75億マルクの増資を、18社の証券取引所への上場を取り扱った。1988年には37社の増資と31億マルク分の株式上場を取り扱うと同時に、公共団体の有するVIAGとフォルクスワーゲンの株式放出に際して、ドイツ銀行は、27億マルク分を売りさばいた⁽¹⁷⁾。ドイツ銀行は、ダイムラー・ベンツの資金調達のためのすべての部面に関与している。最近では、ダイムラー・ベンツは、ちょうど多角化戦略の第一弾がおこなわれた翌年の1986年に5億2950万マルクの増資をしたが、これを取り扱ったのはドイツ銀行である⁽¹⁸⁾。同時に、ダイムラー・ベンツは、ユーロ債の発行による資金調達をその金融子会社を通じて活発に行っている。たとえば、最近では、1986年にダイムラー・ベンツ・インターナショナル・ファイナンスが2億2796万ドルのユーロ債発行を行ったが、その主幹事を行ったのはドイツ銀行である。メルセデス・ベンツ・クレジット・コーポレーションが1987年に1億ドル、1988年に1億5000万ドルのユーロ債の発行を行った際に主幹事を行ったのは、ドイツ銀行のロンドンの子会社であるドイツ銀行キャピタル・マーケットである⁽¹⁹⁾。

こうしたドイツ銀行とダイムラー・ベンツの連携は、歴史的に形成されてきたものであり、1926年6月の合併の時期までさかのぼる⁽²⁰⁾。すなわち、すでに、ダイムラー社とベンツ社と密接な関係をもっていたドイツ銀行は、1920年代に第一次大戦での敗北後の混乱とフォードシステムに基づくアメリカの輸出攻勢におかれて経営危機に陥っていた両社の合併を画策して以来のことである。ダイムラー・ベンツの設立以来、一貫して、取締役社長の任免権をもつ監査役会の会長の地位をドイツ銀行関係者が独占し

ている。その後の大きな事件として、1970年代中頃、ダイムラー・ベンツがアラブ諸国に乗っ取られようとしていた時に、ドイツ銀行がみずからフリック・コンツェルン所有株式39%のうち29%を買い取り、ダイムラー・ベンツがアラブ諸国の手に渡るのを防いだことがあげられる。

大銀行と企業との連携を制度的に補完するものが、企業への資本参加、寄託株式議決権代理行使、監査役派遣である。これを具体的にみてみよう。

大銀行は、「独占委員会」の主要報告1986/87年版に掲載された付加価値生産額上位100社のうち産業企業16社に資本参加している⁽²¹⁾。すでにみたように、ドイツ銀行は、1988年末現在、67社の産業企業に資本参加しているが（そのうち、自己資本1億マルク以上の企業は16社にのぼっている）、ここで注目すべきことは、そのうちじつに16社が持株会社であることである。この持株会社を通じて、ドイツ銀行は、さらに多くの企業に間接的な資本参加を行っている⁽²²⁾。大銀行は、多くの産業企業に対して直接的ないしは間接的な資本参加を行っているが、それ以上に重要なことは、分散所有の株式を「銀行所有」のごときものとしてしまう寄託株式議決権代理行使である。

西ドイツでは、「株式法」第135条で「金融機関は、書面で代理権が授与されている場合に限り、自己に所属しない無記名株のための議決権を行使せしめることを許される」⁽²³⁾と規定されている。株主総会開催の通知を受けた銀行は、無記名株を寄託している株主にその旨を通知し、同時に、議決権代理行使についての承認を求める。また、株主総会前に議事日程にある議案と銀行自身の提案の内容を通知し、株主から指示を求める。株主が銀行に指示を与えない場合、銀行は、最長15カ月にわたって自己の提案にしたがって議決権を行使することができる⁽²⁴⁾。かくして、銀行は、自己保有株、寄託株式の議決権代理行使、銀行に寄託していないが株主総会にあたって銀行に委任された株主の議決権を行使することによって、当該

企業に大きな影響力を行使することができる。1986年の株主総会でドイツ銀行（自己所有を含む）は全て合計して、ジーメンスの17.64%、ダイムラー・ベンツの41.80%、フォルクスワーゲンの2.94%、バイエルの30.82%、BASFの28.07%、ヘキストの14.97%、VEBAの19.99%、等々の議決権を行使した⁽²⁵⁾。

西ドイツの銀行と産業の人的結合は、主として監査役の派遣という形で行われている。監査役会の職務というのは、「株式法」第111条によれば、業務執行の監視、業務内容および資料の閲覧・検査、株主総会の招集などであるが、より重要なことは、第84条の規定に基づいて取締役の選任・解任権および取締役社長の指名・罷免権を有していることである⁽²⁶⁾。1986年の付加価値生産額上位100社への監査役派遣数は、ドイツ銀行が33社、ドレスナー銀行が17社、コメルツ銀行が16社である⁽²⁷⁾。ドイツ銀行は、1988年末現在、ダイムラー・ベンツに監査役会会長、およびその他に監査役2名を派遣している⁽²⁸⁾。

以上、みてきたように、大銀行と企業は、両者の信用関係に基づいて連携し、それを補完するために、企業への資本参加、寄託株式議決権代理行使、監査役の派遣が行われ、両者の連携が一層、確固たるものとなっているのである。

むすびにかえて

現代金融資本の存在形態は、銀行独占資本が従来の企業金融業務だけでなく個人顧客業務にも進出し、その収益機会を国民経済のすみずみまで広げるようになってきたこと、産業独占資本がみずからの営業部門での独占利潤はしっかりと確保しながら、他方で、内部に膨大な金融資産を蓄積し、その運用によってかなりの金融収益を取得することができるようになってきたこと、そして、銀行の収益・独占利潤・金融収益の獲得が、銀行独占

資本と産業独占資本の連携によって十全なものとなっていること、これらに具体的にあらわれている。

西ドイツ最大最強のユニバーサルバンクであるドイツ銀行は、電機のジーメンス、ポッシュ、AEG、コンピュータのニクスドルフ、化学のBASF、バイエル、自動車・航空・宇宙・軍需のダイムラー・ベンツなど、西ドイツを代表する基幹産業の、しかも、それぞれのなかで最強の産業独占資本と連携し、ドイツ銀行グループともいうべき最強の金融資本グループを形成している。とりわけ、ここでくわしく考察したように、ドイツ銀行は、ダイムラー・ベンツの多角化戦略に際して、国家をも巻き込んだ形で一大買収劇を展開したが、これこそ、まさに、金融資本的な行動様式の本質であるといわざるをえない。しかも、1992年のECの市場統合に向けて、ドイツ銀行が「ヨーロッパ銀行」に、ダイムラー・ベンツが「ヨーロッパ企業」に変身を遂げ、ヨーロッパ的規模で金融資本的「支配」を貫徹すべく戦略を構築していることも金融資本の対外進出という点できわめて重要であるといわざるをえない。

本報告では、西ドイツ金融資本の具体的な姿を、ドイツ銀行とダイムラー・ベンツの連携という側面から考察した。ここで、きわめて限定された範囲での検討であるが、現代資本主義における金融資本、の本質を「銀行と産業の連携を基礎として、独占利潤と金融収益の獲得機会が量的に著しい規模に達した局面における支配的な資本形態」であると同時に、「国家をも取り込んだ資本形態」であると規定することが可能であろう。

(注)

- (1) R. Hilferding, *Das Finanzkapital*, Berlin 1955. S. 335f. 岡崎次郎訳「金融資本論」(下) 岩波書店, 1982年, 111—112 ページ。
- (2) 「レーニン全集」第22巻, 大月書店, 1971年, 260 ページ。
- (3) P. M. Sweezy, *The Theory of Capitalist Development*, 1942, pp. 266-269. 都留重人訳「資本主義発展の理論」新評論, 1976年, 328—331 ページ。

- (4) 齊藤晴造「ドイツ銀行史の研究」法政大学出版局, 1977年, 8—9 ページ。
- (5) 戸原四郎「ドイツ金融資本の成立過程」東京大学出版会, 1963年, 333—334 ページ。
- (6) 大野英二「ドイツ金融資本成立史論」有斐閣, 昭和31年, 7 ページ。
- (7) 清田匡「ジロヴェントラーレの基本構造(1)」大阪市立大学経営研究会『経営研究』第39巻第5号, 参照。
- (8) 拙稿「ユニバーサルバンクシステムの問題点」『三田学会雑誌』第78巻第3号, 1988年, 参照。
- (9) 金利の自由化については, 拙著「西ドイツの金融市場と構造」東洋経済新報社, 1988年, 参照。
- (10) Deutsche Bank, Geschäftsbericht.
- (11) 振替中央金庫は, 公営の建築貯蓄金庫を一部局としてもっている(松井和夫編著「シリーズ 世界の企業 金融」日本経済新聞社, 1988年, 参照)。
- (12) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.
- (13) Deutsche Bank, a. a. O.
- (14) Ebenda. 大銀行の国際業務については, 拙稿「西ドイツにおける金融の国際化と金融革新」『証券経済』第158号, 参照。
- (15) 拙稿「西ドイツの国際競争力低下と今後の方向性(上)(下)」『世界経済評論』1985年5・6月号, 参照。
- (16) M. Gerhards, Industriebeziehungen der westdeutschen Banken, 1982. 飯田裕康監修相沢幸悦訳「西ドイツの産業資本と銀行」亜紀書房, 1985年, 参照。
- (17) Deutsche Bank, a. a. O.
- (18) Eenda.
- (19) Internationai Financing Review.
- (20) 拙稿「西ドイツ大銀行の産業との連繫」『証券経済』第160号, 参照。
- (21) Monopolkommion, Hauptgutachten, 1986/1987, s. 137ff.
- (22) Deutsche Bank, a. a. O.
- (23) 「西独株式法」慶応通信, 昭和44年, 220 ページ。
- (24) 「西ドイツの金融・証券制度」日本証券経済研究所, 昭和59年, 94—95 ページ。
- (25) Arbeitsgruppe Alternativ Wirtschaftspolitik, Wirtschaftsmacht in der Marktwirtschaft, 1988, S. 64f.
- (26) 「西独株式法」前掲書, 25—174 ページ。
- (27) Monopolkommission, a. a. O. S. 152ff.
- (28) Deutsche Bank, a. a. O.

〈討 論〉

三宅義夫（大東文化大学）

1) 西ドイツでは現在、巨大銀行はドイツ銀行しか存在しなくて、ドイツ銀行が独占しているのですか、超大であることと独占であることとは経済学的には同じではないと存じますが、どうでしょう。

2) 西ドイツでは現在、巨大産業資本は他になく、ダイムラー・ベンツが独占しているのですか。「最大最強」はイコール独占ですか。

3) アルフィナンツ銀行はこんごもドイツ銀行だけとお考えですか。

以上「金融資本の概念規定」をお聞きしようとしているではありません。念のため。

〔答〕 本報告は、西ドイツにおける金融資本の具体的な存在形態を明らかにするために、典型的なユニバーサルバンクであるドイツ銀行と、M&Aを通じて巨大な産業独占体となったダイムラー・ベンツ社の連繋に焦点をあててケース・スタディを行なったものです。

1) 西ドイツには、現在、三大銀行をはじめ、地方大銀行、西ドイツ銀行などの公営銀行、等々、世界的ランクでも上位に位置する巨大銀行が多く存在しております。しかし、ドイツ銀行は、証券業務では圧倒的なシェアを誇り、また、西ドイツの主要産業独占資本をその傘下において、産業金融の基幹部分を握っております。したがって、西ドイツにおける銀行独占は、ドイツ銀行だけであるということも不可能ではありません。

2) ダイムラー・ベンツは、従来、自動車部門の独占資本でした。自動車部門には、その他、フォルクスワーゲンやBMWなどがあります。電機部門では、ジーメンスやAEG、化学部門では旧IG・ファルベン系企業などがあります。ダイムラー・ベンツが西ドイツにおいて、金融資本の存在形態として特徴的であるのは、自動車部門という枠を越えて航空・軍事・ハイテク部門に進出してきていること、また、そのプロセスがドイツ銀行の全面的な支援の下に、国家をも巻き込んだ形で行われたことにあります。

3) 「アルフィナンツ銀行」というものが存在するとすれば、それに該当するのはやはりドイツ銀行だけであると思います。というのは、「アルフィナンツ」の利点を最大限に生かして業務を展開できるのはドイツ銀行だけだからです。今までにも、三大銀行のなかで格差構造ができていました。

生川栄治（近畿大学）

ユニバーサル・システムのもとでは、銀行離れは問題にならないのですか。

〔答〕 銀行離れという現象は、企業の資金調達方式の間接金融方式から直接金融方式への転換によって生ずるものであると考えます。したがって、原則として銀行業務と証券業務を兼営するユニバーサルバンク制度の下では、企業の銀行離れは問題になりえないと思います。たとえ、投資金融が100%自己金融で賄われたとしても、運転資金の需要、支払い決済システムの利用、グローバルな情報ネットワークの活用などの点で、企業は銀行を完全に不必要にするということとはできないと思います。

西村閑也（法政大学）

1) 現代における金融的流通の肥大が金融資本の存在形態と機能に一定の変容を迫ることになったという御趣旨かと思うが、それでは金融的蓄積の増大の実物資本蓄積に及ぼす反作用についてはどう考えるのか？ 西ドイツの現状は必ずしも技術革新が進み成長率が高位であるとはいえないが、これは金融資本の行動によって生じたことなのか？

2) 大銀行と貯蓄銀行、信用協同組合との同質化は、前者が後者の業務に進出したのか、それともその逆なのか？ 貯蓄銀行等が普通の銀行業務に進出しなければならなかった理由は何なのか？

3) ドイツ銀行が担当銀行業務、生保業務、建築貯蓄業務に進出して獲得しようとしているメリットは何なのか？ 資金量の増大なのか？

〔答〕 1) 金融的蓄積の増大の実物資本蓄積に及ぼす反作用については、今後の研究課題にしたいと考えています。ただ、西ドイツでは、国内的な金融的蓄積の増大が実物資本蓄積を促進する作用をはたしているような気がします。それは、銀行主導で産業再編が行われ、産業部面での業績の拡大によって、銀行の収益拡大がはかられているからです。金融資本的「支配構造」のなかでは、経済のダイナミックな拡大は比較的困難です。現段階の経済成長は、1992年のECの市場統合という外部要因によるものです。

2) 同質化は、それぞれの業務領域への相互進出によるものです。貯蓄銀行等が普通の銀行業務に進出しなければならなかったのは、顧客に対して金融サービスを拡大していく必要にせまられたためです。

3) 資金量の拡大という点も当然のことですが、それ以上に、リテール業務を拡大しその金融サービスのネットワークを国民経済の隅々まで広げようとするものです。

坂本 正（熊本商科大学）

金融資本が持ち株支配のみで捉えられていますが、商業銀行は企業に対してどの

ような役割を果たしているのでしょうか。

〔答〕 企業は、銀行から融資を受け、支払い決済システムを利用し、また、情報ネットワークを活用しなければ、その業務を展開することはできません。銀行は、企業の業績が好調でなければ、収益を拡大することはできません。この両者の関係を確固たるものとするのが、持ち株であり、人的結合です。現代資本主義では、銀行は、企業金融以外の部面での収益を拡大し、企業も金融資産の運用によって収益を拡大してきていますが、やはり、この従来の両者の関係が基本であると思います。

山口博教（北星学園大学）

1) アルフィナツツについて。銀行による子会社を通じた保険業務の営業、逆に、保険会社による買収会社を通じた銀行業務の経営は、成功するのでしょうか。首業をかえると、業務領域の拡張による、総合性と専門性の同時追求の成功の見通しについてうかがいたいと思います。

2) ドイツェバンク／ダイムラー・ベンツのコンツェルン・グループについて。
①このコンツェルン・グループでは、金融・産業コングロマリットと考えられるが、そのように規定してよいでしょうか。②とくに軍需産業会社となったダイムラー・ベンツ社に対する、西ドイツ国内の風当たりも強いですが、将来カルテル解体の処置も考えられるのではないのでしょうか。ECレベルでも、このような金融独占体に対する批判が出てくるのではないのでしょうか。

〔答〕 1) 成功するかどうかは、今後の動向をみなければなりません。ただ、ドイツ銀行のように強大な銀行であれば、総合性と専門性の同時追求の成功の可能性は高いと思います。ドイツ銀行であれば、その弱い部門を補強するために、他の銀行から優秀なエキスパートを招聘することが極めて容易だからです。

2) 金融・産業コングロマリットと考えることも可能ですが、いままでのM&Aは、自動車からハイテク、そして軍事という点に限定されていますので、必ずしもそのようにいえないような気がします。西ドイツで銀行による持ち株に制限を科すという議論が連邦議会でもおこなわれていますが、カルテル解体というのはそれほど簡単に行なわれたいと思います。ECレベルでは、金融独占体に対する批判が強く、ある程度は「指令」によって独占の規制がおこなわれようとしております。

星野 郁（国学院大学）

報告者はドイツ銀行を例にとり、今後ECでユニバーサル・バンク化、それによる金融支配が一層進展し強化されるとの認識を示されているが、それについて二点うかがいたい。

1) 第二次銀行指令によってEC銀行のモデル（ユニバーサル・バンク）が規定

されているといわれるが、第二次銀行指令の対象としているのは銀行業務が中心であり、証券業務は原則として証券サービス指令案によって規定されることになっている。しかし、同指令案は証券業務に関する自己資本規定をめぐるEC各国の対立によって未だ採決されるに至っていない。つまり、銀行業務と証券業務を同一パランスシート上で行なっているユニバーサル・バンクについて、自己資本について概念上、技術上の問題から、その統一的管理・規制が困難となっている訳である。これに対し、ドイツ銀行は、それらの問題の解決が困難な場合には証券業務を独立した子会社に行なわせようと考えているともいわれている。そうであれば、ユニバーサル・バンク化による銀行業務と証券業務の統合とは反対にその分離、つまり、ディスインスターメディアーションの契機が生じるのではないか？

2) ドイツ金融・独占資本によるEC支配の強化を強調されるが、域内での力関係はともかく、域外の日・米（あるいはNIES）の域内進出による競争の激化（＝ドイツ金融・独占体への脅威）はどう考えられるか？ 域外資本の力を過小評価されているのでは？

【答】 1) 第二次銀行指令は、EC域内での銀行にユニバーサル・バンキングを認めるというものです。しかし、EC諸国の中には、証券会社もあるために、別途、証券業務に関する「指令」が必要となりました。それが投資サービス指令案です。EC統合において、銀行業務と証券業務の分離が行なわれるということはありません。

2) 域外の銀行独占資本が脅威であるために、その対抗手段としてECの統合が行なわれるのではないのでしょうか。したがって、EC諸国は、域外の銀行独占資本に自由な業務は許さないとします。また、他方で、西ドイツの倒産した流通大手のコープへの債権者がほとんど日本やスイスの銀行であったことにみられるように、域外銀行独占資本がEC域内で現地の銀行独占資本の脅威となるとは思えません。もちろん、銀行独占資本間の競争が激しくなっていくことは間違いのないことです。

現代アメリカ金融資本論の 若干の論点と分析視角

松井和夫

(日本証券経済研究所)

はじめに

先進資本主義諸国間での資本の相互交流や金融のいわゆる「国際化・自由化・証券化」が進展するなかで、各国の経済慣行や金融制度の差異がクローズアップされ、それらの改革が試みられつつある。また、M&A&D (mergers, acquisitions & divestitures—企業合併・買収・事業分割) プームが国際的な規模で展開されており、各国の産業部門の独占的構造と金融・証券市場の重層的・独占構造の特質、産業と金融の相互関係の特質などが浮彫りにされつつある。

こうした事態の進展は、先進資本主義諸国の金融資本の構造的特質や金融資本の国際的連繋の解明を迫っており、また、毎日生みだされるおびただしい量の情報や資料が問題解明のための手掛りを提供してくれている。そこで、本報告では、上に述べた点を念頭におきつつも、現代アメリカ金融資本に研究対象を絞ったうえで、現代金融資本論のいくつかの論点と分析視角をいわば試論的な形で提示してみようと思う。

1. 金融資本の構成

金融資本の構成要素は独占的産業資本と独占的銀行資本であるが、「独占的銀行資本」の内部構成と構成部分（商業銀行、投資銀行、保険会社、

貯蓄機関、年金基金、投資会社、金融会社等々）間の相互関係や役割分担の実態を明らかにする（ちなみに、アメリカのマネーセンター・バンクは日本の都市銀行プラス信託銀行プラス長期信用銀行、そして最近は、プラス、マーチャント・バンクである）ことが必要になる。なかでも、商業銀行と商業銀行以外の金融機関との区別と両者の相互関係の分析が重要である。

商業銀行制度は債権・債務の相殺機構をつくりあげており（ありとあらゆる金融取引を銀行制度が媒介することになる）、そのおかげで商業銀行は貸付や証券投資をつうじて信用＝預金創造をすることができる。その点で商業銀行は非銀行金融媒介機関（貯蓄金融機関が決済機能をもつようになってきているが、その限りで貯蓄金融機関も商業銀行化しているといえよう）とは異なる。そして、商業銀行は貸付や証券投資等をつうじて直接・間接さまざまな形で貨幣・資本市場に関与し、他の競合する金融媒介機関に対する流動性補給の拠点ともなっているものであり、また、非銀行金融媒介機関は決済業務を商業銀行制度に依存し、各々の媒介機関が主取引銀行をもっているのである。たとえば、証券市場で重要な役割を果たしている投資銀行・証券業者も証券引受・トレーディング業務等のために必要な在庫金融のために証券担保借入れ等の形で商業銀行に大幅に依存しており、それぞれ主取引銀行をもち、支払決済・借入れ面でこれらの銀行に大幅に依存しているのである。

アメリカでは、前述のように、商業銀行や投資銀行の他に保険会社や年金基金など多種多様な金融機関が存在し、これらのさまざまなタイプの金融媒介機関が商業銀行とともに、商業・産業金融面で競合しながらも役割分担しつつ活動しているのである。また、これらのさまざまなタイプの金融機関の一部が金融資本の一構成要素である「独占的銀行資本」の構成部分となり、金融資本グループをつくりあげるうえでも一面で相互に競合し

つつ他面で役割分担することになるのである。

このように商業銀行、とりわけ金融中心地の大銀行は、まさに「経済の神経節」の役割を果たし、各種金融機関に対する流動性補給・決済機構の中心点となるだけでなく、他方で金融業務をいちじるしく多様化して他のさまざまな金融媒介機関と直接競争しているのである（商業銀行の役割の二重性）。

ところで、銀行に固有な本源的業務である支払決済業務は情報収集・伝達業務に転化するものであり、したがって、支払決済制度の頂点に立っているニューヨーク等金融中心地の市中大銀行は、国の内外の資金決済＝情報収集・伝達ネットワークの少なくとも最重要部分を掌握しているものであり、いわば情報とコネクションの世界的規模での一大集積所となっている。

2. 金融資本と独占

産業資本と銀行資本が「結合」するのは、産業部門と金融部門の双方で独占が形成されていると同時にそれぞれの部門で資本間の熾烈な競争が展開されているからである（競争と独占の観点が重要）。

金融・資本市場がどうみても寡占的・独占的とはいええないものであり、自由競争的＝原子競争的なものであるとすれば、独占的産業資本（大手産業企業）と独占的銀行資本（大手金融機関）の「結合」といったことは、およそ深刻に取り上げるほどの価値をもたないであろう。というのは、もし金融・資本市場が自由競争的なものであれば、大手産業企業は大手金融機関と排他的に（緊密に）結びつく必要はなく、むしろ融資等の金融サービスを必要とするたびごとに多数の金融機関を相互に競争させて自らに有利な条件を相手に押しつけるほうが得だからである。

しかし、少数の大手金融機関に金融業務がいちじるしく集中しており、しかも大手金融機関間に緊密な協調体制が存在する（もちろん金融機関間

に厳しい競争・対抗関係が存在する)ならば、大手産業企業といえども特定の金融機関(複数の場合も少なくない)と「結合」することによって、協調体制をもつ(「銀行独占」を構成する)大手金融機関グループとの協力関係を保持しなければ、同業他社(同じ業種のライバル企業)との競争上いちじるしく不利になるだろう。だからこそ、大企業といえども、その所属業種での独占的地位を保持するためには特定の大手金融機関と緊密に結びつくことが不可欠となるのである⁽⁴⁾。

かくして、産業資本と銀行資本の「結合」の根拠を示すためには、産業部門の独占的構造と併せて、金融・資本市場の重層的・独占的構造が具体的に明らかにされねばならない(従来の金融資本論には若干の例外を除いて、この観点が欠如していたのである)。また、この点の解明のためには、証券引受シンジケート、融資シンジケート、協調融資体制、メインバンク・システム、等々の分析が必要となる。

たとえば、協調融資体制(および、それと裏腹の関係にあるメインバンク・システム)は、すでに銀行業務の圧倒的部分を掌握している少数の大銀行による独占支配体制が確立している場合には、メインバンクがたちどころに巨額の資金をかきあつめて顧客の大企業の資金需要を賄うことにより当該企業との関係を保持・強化し、同企業と銀行との関係において主導的地位を保持・強化するための格好の手段となるだけでなく、企業側にとっても、メインバンクに頼みさえすれば、同行だけではとても賄いきれないような巨額の資金需要をたちどころに充してくれるまことに便利な制度である。また、巨額の融資でも、NY、シカゴ、カリフォルニア等金融中心地の大銀行が数行組めば、たちどころに融資枠の過半を賄うことができるし、逆にこれらの大銀行が協力を拒否すれば、巨額の融資シンジケートを組むことはむずかしくなるのであり、この協調融資体制は銀行間の競争を排除させるための有力な手段ともなっているのである。

注(1) 以上述べた点については、かつてつぎのように述べたことがある。

「大銀行が大企業に、流動資金だけでなく、設備(中長期)資金まで貸付けてその資金を大企業に長期固定化するようになると、大銀行と大企業はいわば、運命共同体となり、関係がより緊密かつ永続的になるという見方が有力な見解としてあるが、両者の関係を緊密化させる最も基本的な要因は、産業部門と銀行部門の双方に独占が成立していることである。早い話が、もし金融・資本市場が自由競争的な市場であり、ある銀行から中長期(設備)資金を借りていても別の銀行が簡単にそれを肩替りしてくれるなら、大企業が特定の大銀行に持続的に依存する必要はさらさらないからである。ところが銀行独占が成立しており、大銀行間の協調体制が確立しておれば、大企業といえどもこれらの銀行のうちのいずれかと排他的に結びつき、そのことをつうじて大銀行間の協調体制や独占体制と結びつかなければ、これらの大銀行間の協調体制の外においやられ、これらの大銀行のいずれの協力も得られず、同業他社との競争上いじめるしく不利になるからである。

また、大銀行の短期融資と中長期融資とのどちらが大企業との持続的關係にとって重要かといえば、より重要なのは短期融資のほうである。なぜなら、大銀行が取引企業との結びつきを日常的・持続的にするのは支払の決済業務を中軸とする預金—短期貸付業務のほうであり、この業務をつうじて大銀行は取引先の企業の資金の流れや営業内容の詳細をつかむことができるのである。上と同じことは、商業銀行と長期金融機関である生保会社や年金基金(銀行信託部がそのうちの大きな部分を管理下においている)等との関係についてもいえるのであり、もし長期資金を貸している機関の方が「銀行資本」と「産業資本」を融合・癒着させるうえで重要な役割を果たすというのであれば、金融資本グループのなかで基軸的地位につくのは大銀行ではなく、大生保とか年金基金(または信託部)ということになろう。しかし、現実には、アメリカでも日本でも金融資本グループ(企業集団)で基軸的な地位にあり産業企業と金融機関を緊密に結びつける最も重要な環となっているのは大手商業銀行(日本の場合は都市銀行)であり、信託部(信託銀行)や生保会社等は補完的役割を果たしているにすぎないのである。」(松井和夫「現代アメリカ金融資本にかんする一考察」『季刊経済研究』第11巻第2号、大阪市立大学経済研究所、1988年9月、pp. 36—37)。

3. 金融資本の変貌の問題

近年、大企業の外部金融依存度が低下し、しかも外部金融に占める証券

金融の比重増大のため、いわゆる「大企業の大銀行離れ」なるものが起きているといわれる。もしこのことが事実であり、大企業が大手金融機関のサービスをほとんど必要としなくなっているのであれば、大企業が大手金融機関と緊密に結びつくことの意義は、ほとんどなきに等しいであろう。したがって、事実の検討が必要となる。

ここで数字をあげて大企業の外部金融依存度低下の問題や、外部金融に占める証券金融の比重増大の問題を検討することはできないが、こうした問題と関連していくつかの論点を指摘しておきたい。

(1) いわゆる「大企業の大銀行離れ」というのは、より正確にいうと、大企業に対する大銀行からの融資の相対的重要性の低下ということである。しかし、大企業は自社の貸借対照表上にのらない事実上の借り入れである「オフ・バランスシート・ファイナンス」(プロジェクト・ファイナンス、リース、レバレッジド・バイアウト<LBO>等)の盛行という点を考慮すれば、資金調達面での大企業の大銀行への依存度は大企業の貸借対照表から想像されるものよりも大きいはずである。

また、近年ローン・セール(貸付債権の転売)や貸付予約が盛んになっているが、こうした現象は、一見融資をつうじての大企業と大銀行との関係が弱まっていることを示しているようにみえる。しかし、実際には、かならずしもそうではない。

事実、融資予約の利用度が高まると借手側の企業はいつでもこの融資予約を利用して必要な資金を調達できるので、利回りの低い手元流動性を減らすことができることになり、他方、銀行は資金コストのかかる融資を実際に行うことなしに手数料を稼ぐことができると同時に、企業との関係を保持しつづけることができる。

また、ローン・セールの大手は金融中心地の大銀行であるが、ローン・セールによって大銀行は融資をオリジネートする力を大幅に増大させるこ

とができるうえに、転売に当って手数料を稼ぐこともできる。また、融資の主要な売手（大銀行）による買手（中小銀行）とのある種の系列化が、ローン・セールの盛行によってできる可能性もある（資本集中機構）。

(2) 近年、本来相対取引であるべき企業と銀行との取引が市場取引化し、銀行取引が従来のリレーションシップ志向のものからトランザクション志向のものに変わりつつある、といった現象がクローズアップされ、この現象が大企業と大銀行間の関係の流動化の証拠としてあげられるようになっている。

だが、現実には、relationship banking と transactional banking は並存しているのであり、また、transactional な取引も継続して行われると relationship banking に転化する。そして、金融資本分析との関連で重要なのは、大企業との relationship banking と transactional banking との双方を少数の大銀行が独占しているということなのである。

なお、大企業が relationship banking と transactional banking を併用するようになった背景には、金融側に対する産業側のニーズが高度化・多様化するなかで、大手の金融機関といえどもすべてのニーズを高い水準で充すことはむずかしくなった、という事実がある。

(3) 商業銀行・投資銀行と大企業との関係が one-bank model → dominant bank model → core group model（リードバンクが複数の場合）へ移行しつつあるという事実が、金融資本分析にとってもつ含意は何かという問題がある。この問題は報告者自身まだ検討中であり、なにがしかの結論を引き出しうる段階に至っていないので、ここでは問題の所在に言及するだけにとどめる（なお、この問題について詳しくは、cf., Robert G. Eccles and Dwight B. Crane, *Doing Deals, Investment Banks at Work*, Harvard Business School Press, 1988 [松井和夫監訳『インベストメント・バンキング——米国投資銀行銀行業の実際（仮題）』日本経済新聞社近刊予定]）。

(4) 支払決済機構＝情報収集・伝達ネットワークが大企業にとってもつ含意の問題。大手商業銀行は支払決済システムのなかで基軸的役割を果たしており、無借金経営を誇る巨大企業といえども、支払決済システムの外にすることはできないのである。また、世界的な規模での情報とコネクションの一大集積所となっている大銀行の助力なしに、巨大企業といえども競争相手に対してその競争的地位を保持することはむずかしいのである。

(5) プライムレート・システムからスプレッド・バンキング・システムへの移行の問題。産業論や産業組織論の研究では、管理価格 (administered price) とか独占価格とか、独占利潤等の問題が重大な関心事になるのに対し、奇妙なことに、信用論＝金融論ではこういった分析視角によるアプローチはほとんどみられない。そこで、信用論における管理価格の問題の1つであるプライムレート・システムについて一言触れておこうと思う。

「大銀行が最も信用のある顧客（大企業）への貸付につける最優遇金利がプライムレートであるが、金融中心地の大銀行がプライムレートの変更を発表すると直ちに他行が追随する、という形をとるプライムレート慣行が出現するのは、1933年のことである。33年銀行法制定による要求払預金の付利禁止と相まって、プライムレート慣行は補償預金制度と統合された形で出現した。プライムレートは公定歩合の変更に対応して改訂されるのが普通で、市場実勢の変化に対して弾力的に対応するものではなかったが、その非伸縮性を補うものとして補償預金システムが利用され、プライムレートと市場実勢のズレはプライムレートの適用範囲の変更や補償預金の調整によって補われたのである。そして、このような補償預金制度と結びついたプライムレート慣行は、銀行貸付金利体系の根幹をなしてきたのであり、商業銀行業における『販売価格』面での銀行間の協調の一形態として重要な意味をもつものだった。他方、『仕入価格』面での協調の一形態はさしずめ預金金利上限規制（公的規制）であり、販売と仕入の双方の『管

理価格』administered price により安定した利鞘が保持されていたのである。また、こうした利鞘の安定的な保持を可能にしたのが大銀行間の協調体制、とりわけ協調融資システムの存在である。協調融資体制は貸手間で統一した金利（当然借手の信用力などにより差別的金利となる）を押しつけるための一手段となる。この協調融資体制に支えられたプライムレート・システムによって一流企業に対する貸付でも安定した利鞘が保持されるのであれば、一流企業以下の大企業や中小企業に対する貸付ではより大きな利鞘が確保されることになるのであり、かくて、上述のプライムレート・システムは大銀行に対して安定した利潤を保証するシステムとなっていたのである。

ところが、60年代後半に入って大銀行が市場実勢に敏感に反応して資金コストが変動する市場性資金への依存度を高め、しかも、市場実勢がめまぐるしく動くようになってくると、銀行の貸付金利が資金コストの変動を反映したものにならないかぎり、銀行収益が大きな変動を示すようになる。

そのためにプライムレート・システムがその変容を迫られることになり、70年代に入るとCPやCDのレートに一定のスプレッド（利鞘）を上乗せするという形で貸付レートがきまるようになり、こうして、銀行にとっての資金コストに一定のスプレッド（利鞘）を加えた金利で貸付けるという、いわゆる『スプレッド貸付』の比重が高まることになるが、このスプレッド貸付システムも大銀行にとっての利鞘安定システムであることに変わりない。プライムレート・システムからスプレッド貸付システムに変わってこうした貸付システムの目的（つまり、利鞘安定）がストレートな形で表に出てきたのである。」（松井和夫「現代アメリカ金融資本にかんする一考察」『季刊経済研究』第11巻第2号、大阪市立大学経済研究所、1988年9月、pp. 20—21）。

4. M&Aブームと産業・金融再編（M&Aブームにおける金融機関の役割）

アメリカにおける企業合併運動は、歴史的なパースペクティブのなかでみると、以下のようになる。

第1次合併運動（19世紀末頃から20世紀初頭の独占＝金融資本成立期）——証券引受シンジケートのなかで、大手商業銀行・信託会社と個人銀行＝マーチャント・バンク＝投資銀行と生命保険会社が役割分担しながら、一部のM&Aで主導的役割を果たす。U. S. Steel は J. P. Morgan & Co. 主導の下に大合併の所産として誕生。資本主義は自由競争の段階から独占の段階へ移行（資本一般の支配から金融資本の支配へ）する。

第2次合併運動（1920年代）——新興産業部門での独占の形成と既成の部門での再編成。投資会社（信託）の生成・発展と、それらをつうじての新興勢力の興隆と既成勢力＝新興勢力間の対抗が展開される。

第3次合併運動（1960年代）——コングロマリットの生成・発展（新興勢力の興隆と没落）。コングロマリットは大銀行の業容拡大のための先兵の役割を果たす。

第4次合併運動（1975年以降）——ジャンク・ボンド市場の生成・発展、LBOの盛行。大手商業銀行と投資銀行のいわゆるマーチャント・バンク化（LBO企業のエクイティ参加やブリッジ・ローンの提供等）。新興勢力と既成勢力との対抗。

こうした産業・金融のドラスチックな再編期（リストラクチャリング restructuring の時代）には、マーチャント・バンク＝投資銀行が脚光を浴びる。

なお、アメリカの歴史を金融史の側面からふりかえってみると、つぎのように言うことができよう。

「すなわち、20世紀への世紀の転換期の独占形成期、1920年代後半の証券ブームの時期、1970年代から80年代に至る時期——これら3つの時期に（とりわけ第3の時期には世界的な規模で）アメリカの再生産構造＝産業構造はドラスチックな変貌をとげる。こうした産業構造の変化に伴って産業側の金融側に対するニーズが多様化・高度化するなかで、金融機関は変化するニーズを充すべく数々のフィナンシャル・イノベーション（金融革新）を生みだし、かつ、金融業務の多様化を図って、積極的に対応してきた。その結果、各種金融機関間での同質化が急速にすすむ。そして、こうした産業構造の激変期には合併運動が大規模な展開をみせて産業のみならず金融の再編をも推し進めることになり、こうした産業・金融再編の過程で投資銀行（または投資銀行的業務）がとりわけ重要で目立った役割を果たしてきた。だが、こうした産業・金融再編の大波のあとには、たとえば1914年の連邦準備制度の成立、1933年と35年の銀行法の制定と連邦準備制度の機構改革・権限強化、1980年の金融制度改革法の制定のような、その後の金融制度の枠組みを大きく変えるような金融制度改革が行われ、信用制度の根幹をなす支払決済システムにまで鋭いメスがあてられるることになった、ということである」（西川純子・松井和夫『アメリカ金融史——建国から1980年代まで』有斐閣、1989年、p. 394）。

5. 大銀行の対産業政策——純粋卸売銀行（pure wholesale bank）の J. P. Morgan & Co. のケース

J. P. Morgan & Co. の抜群の産業的つながり、預貸業務等をつうじての取引先の産業別配置（IBM, DEC, Eastman Kodak, GE 等のようなハイテク部門の企業から GM, USX<U. S. Steel>等の在来的産業部門の企業に至るまで取引先がバランスのとれた産業別配置を示しており、しかも、モルガンの取引先は上記の企業のように所属業界で抜群のトップ企業

であるものが多い——なお、アメリカでは業界トップの企業と2位以下の企業の格差が際立っている場合が多い)、モルガンの際立って優れた「産業政策」が、同行の抜群の業績と勢威を支える重要なファクターとなっている。(また、大銀行が広汎な取引関係をベースにして取引企業間の産業連関を組織し、またそのことによって自行の収益機会を増やす点に留意されたい〈再生産論的アプローチの重要性〉)。

大銀行間の競争と協調の関係を産業とのかかわりのなかで捉えるという観点こそは、まさに金融資本(論)的アプローチの特徴の一つというべきであろう。従来の金融資本論は、産業側の分析が抜けているところに一つの特徴があった。

なお、J. P. Morgan & Co. は近年証券業務に本格的に進出して、Bankers Trust New York Corp. とともにマーチャント・バンク色をいちじるしく強めつつある(両行ともアニュアル・レポートで merchant-banking orientation を強調している)。

6. 金融資本の国際的連繋の強まり

国境を超えた(いわゆる cross-border) M&A や企業提携のケース・スタディを試みてみると、先進資本主義諸国の金融資本の国際的連繋の具体像を捉えることができる。クロスボーダーM&Aでも、米系商業銀行のなかでは J. P. Morgan, Bankers Trust NY, Citicorp, Chase Manhattan Corp. 等の活動(買収資金の提供, M&Aの仲介, LBO企業へのエクイティ投資等多方面にわたる)が特に目立っている。また、買収資金を賄う融資シンジケートには米・欧・日等世界の主要銀行が参加しており、最近では、英 BAT Industries の TOB 劇にみられるように、参加メンバーは国際的に多彩であり、企業・金融機関の国際的ネットワークや国際的な人的ネットワークの広がりを目をみはるばかりのものである。

7. 銀行と産業の関係の国際比較

銀行と産業の関係は、大別すると2類型になる。

第1類型——英・米。商業銀行は産業企業の株式を直接所有しておらず、大企業間の株式の相互持ち合いもほとんどみられない。ただし、アメリカでは最近、LBO企業へのエクイティ投資等をつうじて大銀行が産業企業の株式を所有するようになってきている（大銀行のマーチャント・バンク化の一つの現われ）。

第2類型——欧州大陸（たとえば、西独・仏・伊・スペイン）と日本。銀行が産業企業の大株主となっており、少なくとも日・仏では「株式の相互持ち合い」も広汎にみられる。

また、銀行と産業を結びつけるうえでの各種金融機関の役割分担の具体的な姿は、国によって時期によってかなり差異があるように思われる（検討課題の一つ）。

（注記）学会報告のさいには、大東文化大学の三宅義夫先生をはじめ、東京大学の小野英祐、北海学園大学の小林真之、山口博教、熊本商科大学の坂本正、九州大学の川波洋一、長崎大学の高倉泰夫、大阪市立大学の数阪孝志の諸先生方から貴重なコメントを頂いた。また、司会者の松井安信・飯田裕康の両先生には巧みな司会で報告や質問への回答をしやすい雰囲気をつくっていただいた。ここで謝意を表するとともに、今回の報告で得たものを今後の研究のなかで生かしていきたいと思う。

なお、多数の先生から頂いた質問の内容から、諸先生方のもたれている金融資本のイメージと報告者のそれとの間の懸隔が想像以上に大きいことが分かって、ひじょうに興味深かった。報告者は産業論の方から金融論の方へ研究の重点を移していったということもあり、また、再生産論や集中＝独占理論の延長線上に金融資本論を構築しようとしてきた。ということもあり、報告者のイメージしている金融資本論は、株式会社論や信用論を過度に重視し再生産構造分析を軽視する金融資本論と、著しい対照をなしている。

低成長下の金融資本的蓄積と信用制度

齊 藤 正

(駒沢大学)

金融の肥大化は、マーシャルの k の上昇や金融的連関比率の上昇として現象しているが、低成長下で一層顕著になってきた金融肥大化を資本蓄積との関連でどのようにとらえるべきであろうか。

ケインズが活躍した時代、とりわけ1930年代も低成長の時代であり、現実的蓄積の停滞と金融の肥大化が併存し、現象的には今日の状況との類似性が認められる。そこでケインズは有効需要論を主張し、管理通貨制度を提唱することによって低成長からの脱却を図ろうとした。しかし、今日の低成長というのは、いわゆるケインズ主義的有効需要政策の結果としてもたらされているのであって、同じく低成長といってもケインズの時代と今日の状況とは資本蓄積メカニズムに変化があるのではないかという疑問が生じてくる。もし変化があるとするならば、それはどういう点においてであるのか。また、今日の低成長から資本はどのようにして蓄積の限界を乗り越えようとしているのか。さらに、ケインズの有効需要論の制度的土台をなす管理通貨制度の今日的役割とは何か。

1. ケインズと現代資本主義

ケインズは低成長を新古典派とは異なり、不完全雇用均衡としてとらえた。そして不完全雇用均衡の原因は金利生活者階級の「貨幣愛」にもとづく有効需要の不足にあり、需要の不足による生産物の相対的過剰という点

にあると考えた。そこから有効需要の創出による投資の拡大が乗数効果を通じて所得の増加をもたらすという考えが生まれた。投資の拡大については二つの方法が指摘されている。一つは貨幣量の増加が金融的流通において金利水準を低下させ（金利生活者階級の「安楽死」）、利子率が低下した分だけ資本の限界効率が相対的に高くなるため、産業的流通における投資需要の拡大につながるというものであり、一つは「流動性のワナ」が存在するばあいにおける財政支出の拡大である。ケインズはいずれの方法をも「投資」の拡大とみなしているが、彼は、金利生活者階級によって金融的流通に拘束されている貨幣をいかにして産業的流通に回流させるかという点に低成長からの脱出の糸口を見いだそうとしていた。有効需要創出のために管理通貨制度が提唱されているが、それは金準備の制約から解放され、裁量的政策を可能とする追加的信用供給体制を意味するものであった。

このような有効需要論を主張するとき、ケインズは企業を「機能」主体たる活動者階級としてとらえていた。すなわちケインズは「機能」主体（企業）と「所有」主体（金利生活者階級）との分離を前提したうえで、「機能」の復位を主張したのであった。なお、マルクスは利子生み資本の運動の考察にあたって、可能的資本としての貨幣の所有者が機能資本家に貨幣を前貸しするところから出発しているが、本報告でも同様に、「機能」とは産業資本や商業資本として運動するという意味で、「所有」とは可能的資本、平均利潤を生む能力をもつ貨幣の所有、という意味で用いる。

こうしたケインズ・モデルにしたがって第二次大戦後の資本主義経済は展開されたが、高度成長期はケインズの成長経路が一定具現した時期であった。しかし、その時期はまた矛盾の累積過程でもあり、ケインズの成長の枠組みが変化した時期でもあった。すなわち、ケインズ主義的成長体制は、基本的には追加的信用供給による過剰資本の吸収体制であり、生産能力の拡大を過剰生産として顕在化させないためには、絶えず「投資」の拡

大が求められ、投資需要が存在するかぎり、追加的信用供給は成長通貨の供給として現れたわけであるが、過剰蓄積が一定限度に達し、投資意欲が低下したために、その主要な契機の一つがオイル・ショックであったが、有効需要政策は空転し、追加的信用は成長通貨の供給からインフレマネーの供給に転化したのであった。スタグフレーションという事態である。

スタグフレーションに対しては、レーガノミクスに代表される強力な引き締め政策がとられたが、その結果は、失業率の上昇であり、低成長への移行であった。とりわけアメリカの場合、「双子の赤字」が急拡大し、深刻な問題となってきた。そうした状況を打開すべくとられたのが、85年9月の「プラザ合意」以後の「国際的協調」体制下におけるドル安（円高）、低金利政策であり、これが現局面の資本蓄積の枠組みを規定している。

2. 低成長下の金融資本的蓄積

1) 「所有」に基づく蓄積

こうした枠組みの下での資本蓄積のあり方と、一層顕著になってきた金融の肥大化の関連を解くためには、「機能」主体から「機能」+「所有」主体への産業企業の性格の変化を考慮する必要がある。すなわち、現代の企業行動については、「機能」と「所有」との一体化モデルでとらえることが必要である。現代の支配的企業はケインズが想定していたような「企業家」、すなわち活動階級として「機能」のみを行う資本ではなく、遊休貨幣資本を「所有」し、「投資家」としての側面を有する主体でもある。「所有」主体でもある現代企業にとっては、企業者利得すなわち利潤も、金融収益すなわち利子も資産選択としては無差別であり、その投資部面には金融過程も含まれており、現代の企業はその時々々の経済状況に応じて、保有資産をどのように運用すれば最大の利潤を上げうるかを考慮して行動している。その結果、財務戦略が経営戦略の重要な一環をなし、金融収益

が資本蓄積の不可欠の部分となすに至っている。

そうした企業の性格の変化が、ケインズが想定していたのとは異なる企業行動として現出せしめ、追加的信用供給の効果を高度成長期やスタグフレーション期とは違ったものに行っていると考えられる。つまり、「機能」と「所有」を同時に担っている現代の企業については、現実資本の過剰を抱え、「機能」が阻害されている低成長下においては、市場利子率の低下は金融資産価格を上昇させるため、第一次的には「所有」に基づく金融収益の確保によって、「機能」にかかわる生産的利潤率の低下を補完しようとするのが「合理的」行動であって、追加的信用供給によって市場利子率がたとえ低下したとしても、生産的投資が拡大するというケインズ効果が発揮される保証がなくなっているのである。

金融収益を追求するいわゆる「財テク」の方法は多様である。まず、要求払い預金や低利回りの規制金利預金から現先市場、CD、MMC、大口自由金利預金へのシフトにみられる遊休資金の効率的運用が確認できる。また、市場利子率の低下は金融資産価格を上昇させるため、その値上がり益を求めて擬制資本市場、近年はとりわけ株式市場に貨幣資本が投下されている。事業法人は、特金やファントラなどの節税効果の高い手段をも活発に利用しながらキャピタル・ゲイン獲得目的の貨幣資本の運用を行っている。株式売買回転率や投資部門別株式売買状況によっても、銀行と並んで事業法人の株式投資の活発化がうかがえる。ケインズ政策の持続的展開は公債をはじめとする金融資産を累積させ、「所有」主体でもある現代の企業に恰好の利潤機会を提供している。本来的に再生産過程において、資本は絶えず貨幣資本の拘束と遊離を繰り返すが、このような「財テク」の活発化の背景には、再生産過程における貨幣資本の一時的・循環的遊離だけでなく、低成長下において現実的蓄積面に有利な投資先を見いだせない貨幣資本の構造的過剰の存在がある。すなわち企業部門には高度成

長期以来巨額の内部留保と減価償却基金が蓄積されてきたが、企業は現実資本の過剰が存在し、生産的投資意欲が停滞しているもて、それらの資金を現実資本の拡大に向けることなく、貸付資本として金融的流通に増殖基盤を求めて投下し、収益を確保しようとしている。「財テク」は、経営合理化の一環としての遊休資金の効率的運用という意味にとどまらず、金融資産への投資を目的とした債務の積極的拡大によっても図られており、企業の資産・負債両面で金融資産の蓄積が進む結果となっている。低金利は近年のエクイティ・ファイナンスの盛行にみられるように、自社株の上昇を利用した時価発行増資によるプレミアムの獲得や、転換社債、ワラント債等の低コスト資金の調達を可能としている。

こうした「機能」を予定しない信用連鎖の拡大、そこでは貨幣資本が商品の姿態変換の契機を表すこともなければ、資本の再生産の契機を表すものでもないという、利子生み資本の運動が純粋なかたちで現れている。その主要な部分が、マルクスのいう、「利子生み証券に投下されてこの形態で蓄積される部分」の運動であり、商業流通や産業的流通から自立した金融的流通内部における自己完結の運動である。それは「所有」主体でもある現代企業の行動によってもたらされたものであり、現実的蓄積の停滞の下での金融の肥大化をもたらす主因となっていると考えられる。

2) 「所有」に基づく蓄積を通じた「機能」の再生

久留間健氏らは金融の肥大化現象を詳細に分析され、本来実体経済の拡大のために果たされるべき金融活動が、価値の生産に結びつかない、実体経済から遊離した金融の一方的展開になっているとして、「無内容性」を強調されており、こうした事態を「金融の空洞化」と規定されている。そして金融の一方的肥大化の「転倒的性格」は永続するものではなく、「金融の空洞化」は金融恐慌による直接的整理か、インフレによる間接的整理か、いずれにせよ崩壊せざるをえないと結論づけられている。

たしかに、金融的利得は本来、社会的・総資本的には生産過程における剰余価値生産を前提しており、価値増殖に結びつくことのない金融活動がそれだけでいつまでも永続しないことは当然である。また、マネー・ゲームのために投下されていた資金が金融的流通から引き揚げられ、産業的流通において一般商品に買い向かえば、一方で激しいインフレを引き起こし、他方で金融資産価格の下落を惹き起こすことも十分考えられることである。現代の資本主義はそうした問題性や不安定性を抱えつつ進行していることは事実であろうと思われる。

しかし、「金融の空洞化」論における、現代の金融活動の「無内容性」の強調が、社会的・総資本的には金融収益（利子）は剰余価値（利潤）の生産を前提する、すなわち信用の基礎は現実資本の還流に依存しているという理由で、金融の肥大化の崩壊の必然性を主張し、またそこに現代資本主義の矛盾をみる視角については検討が必要であると思われる。産業資本主義、資本一般の論理次元で妥当した命題が現局面でもそのまま妥当するか否かということが問われる必要があるのである。

産業資本主義段階においては、過剰信用が過剰生産恐慌によって強力的に収縮するメカニズムが働いており、現実的蓄積から乖離した金融の一方的肥大化は循環の一局面を除けば生じなかった。信用が「機能」を前提に取り結ばれていたからである。それゆえ、現実資本の運動が停止すれば、現実資本の過剰とともに貨幣資本の過多が生じるが、貨幣資本の運動も停止した。貨幣資本が有利な充用部面を見いだせないということは、恐慌後の低利率において表され、それがまた次の循環における「機能」の回復の条件をなしていた。高度成長期もまた信用が「機能」を前提として取り結ばれていたという意味では同様であったと言える。しかし、現局面においては、現実的蓄積の停滞は貨幣資本が同様に利子生み資本としての運動を停止することを意味しないし、低利率が貨幣資本が充用部面を見いだ

せないということの表現でもなくなっている。むしろ、「機能」が阻害されているがゆえに、「機能」を前提しない信用関係が、「所有」主体でもある現代企業によって擬制資本市場を主な舞台として広範に取り結ばれているのである。

さて、擬制資本価格の一方的上昇には限界があるから、こうした低金利下の擬制資本市場の活況が「機能」としての再生の条件を生み出さなければ、金融肥大化はバブルに過ぎず、崩壊せざるを得ないであろうが、強調されるべきことは、我が国のばあい、金融肥大化が「機能」の再生、すなわち企業のリストラクチャリングの条件を作り出していると考えられることである。日本経済は、85年9月のG5以来の円高・ドル安、国際経済摩擦の激化という状況の下で、過剰な現実資本をいかに整理し、いかにして新たな再生産の条件を構築するのかが至上命題となったのであるが、その方向は86年4月の「前川レポート」及び87年4月の「新前川レポート」が示しているように、「輸出指向」型から「国際協調」型への日本経済の構造変革であり、内需主導型の経済成長と産業構造の転換である。そうした方向で企業は研究開発投資、合理化投資、業種転換、多角化、新事業への進出、さらには海外現地企業の買収等多様なかたちで「資本再構築努力」を展開してきたが、金融の活況はそれにとって重要な役割を果たしていると考えられるのである。

すなわち株高を利用した低コストでのエクイティ・ファイナンスによる借入金の返済や自己資本比率の上昇といった財務体質の強化は、景気や需要動向の変動に対する抵抗力を強めるとともに、土地や株式を中心とした膨大なキャピタル・ゲインの発生と相俟って、過剰現実資本の廃棄を進めつつ、ハイテク化、情報化、国際化等への構造転換投資の積極化を可能にしている。こうして金融収益の拡大がたんに現実資本の利潤率の低下を補完するというだけでなく、より積極的に「機能」の再生の条件を作り出し

ているのである。したがって財テクの活発化を反映した金融の肥大化は、無内容な「金融の空洞化」なのではなく、現実的蓄積の拡大にとって不可欠の条件を成すに至っているという、低成長下に特有の蓄積メカニズムの反映と考えられるのである。

このように低成長下では貨幣資本を「所有」していること、あるいは所有する能力を有していることが、「非所有」に比して資本再構築のより有利な条件を作り出し、資本の「機能」すなわち現実資本の蓄積にとって決定的な意義を持つものとなっていると考えられる。いいかえれば、産業資本主義段階のように、「機能」が「所有」を規定しているのではなく、逆に「所有」に基づく蓄積が「機能」の再生の条件を作り出しているという点に現局面の資本蓄積の特質があるのであって、価値の生産に直接結びつかない金融活動の「無内容性」をもってその崩壊・整理を結論づけることはできないと思われる。つまり、資本の所有能力に基づいた金融的流通における投機利潤の取得や債務の拡大が、産業的流通の拡大による生産的利潤の掃蕩を決定づける構造になっているのであり、金融の肥大化こそ、低成長下において支配的企業にとっての資本の機能としての再生の条件を規定づけているといっても過言ではないと思われるのである。このように金融の肥大化が資本の蓄積構造に不可欠のものとして組み込まれている低成長下では、その構造の崩壊は体制の危機につながる性格のものであるがゆえに、国家独占資本主義の総力を挙げて維持されようとしている。そしてそれは一国だけで操作可能な時代ではなく、そこに様々な利害の対立を含みつつも世界資本主義の国際的「協調」の必要という段階に至っている。

3. 低成長下の管理通貨制度

1) 支持的信用

そうした資本蓄積メカニズムに対し、追加的信用供給体制としての管理

通貨制度はどのような役割を果たしているのであろうか。ケインズのばあいには成長通貨の供給という点に管理通貨制度の役割が期待されていたわけであるが、オイル・ショック時の教訓が示しているように、現実資本の過剰が存在している下での総需要拡大政策はスタグフレーションに陥る可能性が強く、低成長下において直面している問題は、変化した枠組みの下でいかにして競争力に富んだ剰余価値の生産条件を新たに構築するかということである。「生産」条件の整備が「実現」問題に先立って解決されねばならないのである。「生産」条件の整備、すなわち「機能」の再生については減量経営等を通じても図られたが、「所有」に基づく蓄積、主として擬制資本市場の活況を通じた意義が大きくなっている。したがって現局面における追加的信用供給の第一次的效果は擬制資本市場を通じた資本の致富要求の充足にあると考えられる。そのばあい、信用を取り結ぶ契機及び、信用の還流を保証する契機が再生産過程内部には存在しないため、金融の流通内部の自己完結的な債権債務関係の形成、主として擬制資本価格を支持するための下支えとして追加的信用供給が再生産過程の外部から求められることになる。それゆえ企業資産に占める擬制資本のウエイトが高まるほど、利潤に占める投機利潤のウエイトが高まるほど、擬制資本価格の維持・上昇の要請が強まるが、現実資本の拡大とその価値実現による還流という途を閉ざされ、信用拡大・還流の再生産的根拠を持たない低成長下では、自己完結的信用関係の発展を支え、金融資産の価格を支えるための転嫁流動性として追加的信用が求められることになるのである。

このように追加的信用の流動化の支点が再生産過程から金融の流通へ移って、追加的信用が成長通貨の供給としてでなく、金融の流通における債権債務関係の流動化を担う支持的信用、いいかえれば「証券流通に必要な通貨」としての性格において供給されているということが、高度成長期とは異なる、低成長期における管理通貨制度に担わされた新たな役割とな

っていると考えられる。すなわち追加的信用供給は企業の「所有」主体としての側面にはたつきかけるのであって、「機能」の再生は企業の「自主的」行動に委ねられているのである（規制緩和、自由化の強調）。それゆえ、マネー・サプライが増加しても土地や株式などの擬制資本市場に吸収され、インフレとして発現しないのである。これによって追加的信用供給体制としての管理通貨制度の本質が変化したわけではないとはいえ、管理通貨制度の再生産に及ぼす作用は大きく変化していると言わざるをえない。すなわち追加的信用が成長通貨として産業的流通に供給されるというケインズ効果とは違って、追加的信用の効果が金融的流通内部にとどまるのが現代企業の資本蓄積動機を充足させ、それが間接的・迂回的に「機能」の再生を可能にしているところに現代の低成長下における管理通貨制度の役割があると考えられるのである。

2) 金融制度の自由化

ところで、近年急速に進行してきている金融制度改革問題は、こうした成長通貨の供給から支持的信用へという管理通貨制度の役割の変化に対応した動きとしてもとらえることができる。出発点は、大企業を中心とする銀行借入依存度の低下である。高度成長期を通じて内部蓄積を進めた大企業は、低成長への移行に伴い、「所有」主体としての性格を前面に押し出すようになったが、それは商業信用—銀行信用という系のウェイトの低下であり、その結果、預金—貸出関係を主軸とする商業銀行業務を通じた銀行と大企業との結合関係が弱体化し、大企業向け貸出という、高度成長期においては都市銀行等の大商業銀行にとって最大であった収益機会が失われることを意味している。ディスインターメディエーションが一時的、循環的なものではなく、構造的なものになったのである。都銀等は自由化の進んでいる国際業務のウェイトを高める一方、国内的には比較的利鞘の高い中小企業向けや個人向け貸出のウェイトを高めることによって対応してい

るが、預金に占める自由金利預金のウェイトが高まり、預貸金利鞘が縮小してきたため、それだけでは収益の回復・強化には不十分である。金融資本の中核を占める都市銀行にとっては、共通の利害を持ち、最大かつ安定的収益の見込める大企業との取引関係の回復・強化こそが最優先されるべき課題であるからである。すなわち、国際化、多様化として要約できる大企業の金融ニーズの変化に能動的に対応するために、総合的金融サービス機関化を目指している大銀行にとって、既存の制度、とりわけ国内の「専門的金融機関制度」が障害となっているのである。とくに、資金調達及び運用の両面で大企業が活発に展開している証券業務や信託業務分野へ、自らディーラーとして関与するか、近年増加している大企業のエクイティ・ファイナンスへ関与すること、とりわけ引き受け業務へ参入することを強く求めているのである。外国の対日金融開放＝自由化要求に積極的に対応しているのも、収益機会の拡大につながるからであり、また、国内の自由化の進展は海外における活動分野の一層の拡大の可能性をもたらすからである。

このように、都銀のような大商業銀行の利害に主導された金融資本的結合の再編成という点に、急速に進行している金融自由化の核心があると思われる。他方、大企業の側にも独自の自由化への動機が存在する。金融機関間の競争の促進や種々の規制の緩和が資金の調達コストを引き下げ、運用利回りを上昇させると期待されるからであり、また大企業も自ら金融子会社を設立するなど金融活動に積極的に参入しようとしているからである。

4. 金融資本的蓄積の問題点

第1に、「所有」主体と「非所有」主体との間の格差、差別構造の拡大という問題である。支持的信用としての追加的信用供給が「機能」としての再生をもたらすのは、「所有」に基づく蓄積を通じてであったが、その

ことは「所有」力の格差が「機能」の再生の可能性についての格差を生じさせることを意味している。すなわち「所有」力に富む大企業に対しては過剰資本の整理を伴う産業構造の転換等の資本再構築を可能とするものであっても、「所有」の機会から排除されている中小資本に対しては、本業の収益性の低下を金融収益によって補うことが困難なため、逆に転廃業を余儀なくさせることになる。大企業と中小・零細企業とのあいだには、外部資金依存度、借入金依存度等について対照的な傾向が示され、資金調達ルートについても、大企業が海外からの取り入れや国内CP等の低コスト資金の調達を増加させているのにたいし、中小・零細企業はそうした途を閉ざされている。その結果、「所有」レベルにおける集中が「機能」レベルの集中につながるのであって、社会的にみると、全体として雇用が増加し、所得増大効果を有していたと思われる高度成長期における追加的信用供給とは違って、産業の空洞化が促進されるおそれがあるのである。

第2に、高度に進展した生産の社会化の果実としての貨幣資本が社会的・共同的に利用されず、金融的術策の「天才」達によってまったく私的な投機利潤を入手するために金融市場に投げ込まれ、擬制資本市場を通じた価値収奪が主要な致富形態の一つになっていることの問題性である。GNPを上回るキャピタル・ゲインの発生は勤労所得との所得分配上の格差を一層拡大するのみならず、勤労所得に基づく零細な大衆資金は、それは最適なポートフォリオを構成する資金力、リスク負担能力、情報力に欠けている零細「投資家」であるが、継承取得者として追加的に資金を市場に投入し、擬制資本価格を維持・上昇させるために、直接あるいは投資信託などによって間接的に擬制資本市場に動員させられ、大企業や機関投資家などのキャピタル・ゲイン獲得の犠牲にされているのである。

第3に、国家の役割についてである。公信用が高度成長期のような積極的な意義を喪失し、大企業に投機利潤を保証するに過ぎなくなっており、

その結果としての財政赤字の拡大が大衆課税の強化や社会保障の劣悪化として社会的弱者に転嫁されていることの問題性である。自由化を志向する金融政策、金融行政も同様と考えられる。こうした国家によって補強され、私利私欲の追求を前面に押し出している金融資本的蓄積に対して、社会性、公共性をいかにして回復するかということが現在問われているのである。

《 討 論 》

小林真之（北海学園大学）

① 産業資本は生産資本、商品資本、貨幣資本の三つの形態をとるので、産業資本主義段階においても産業・商業企業は貨幣資本の預金などを通じて、主張される意味における「所有」的側面があったのではないか。現代とは量的差異はあるが。

② 「金融の空洞化」論にたいする批判は、金融収益による「機能」の再生（生産構造の再編成）によって擬制資本市場が現実資本と対応したものとなっていることを意味しているのか。つまり、現代の株価の形成は、現実資本→利潤率に見合っており、独占の得る巨額の金融収益は価値の再分配に過ぎないと考えているのか。

【答】 ① 論理レベルにおいて、産業資本について「所有」と「機能」の分離モデル（産業資本主義段階）でとらえるのか、一体化モデル（現局面）でとらえるのかということが産業資本主義段階と現局面を区別し、とりわけ現局面における構造的に過剰な貨幣資本の運動の物質を明らかにするうえで重要と考える。

② 貨幣資本の構造的過剰の下で株価が引き上げられ、それを利用して金融資本が現実資本の拡大を図っているという意味では、擬制資本市場の活況、株価の上昇は実体経済と対応している。米国と比較すると例えばPERは非常に高いが、それには持ち合い等の要因もあるのであって、高株価すべてがバブルとは考えていない。また、独占の得る巨額の金融収益は、単に価値の再分配に止どまらず、資本の再構築に結びついていることが強調されるべきである。

高山 満（東京経済大学）

① 「所有」に基づく蓄積が「機能」の再生産の条件を作り出しているという点に「現局面の資本の蓄積の特質がある」と指摘したうえで、これを「金融資本的蓄積」と再規定されているが、「金融資本的蓄積」というのはいかなる点においてか。また、「金融資本的」というのは古典的規定の線上において考えているのか、別の

内容のものか。

② 「機能」の再生差の条件をめぐる大企業と中小企業との格差を「所有」、「非所有」の格差とされるが、これは大企業が多種多様な蓄積活動に基づいて獲得した利益の累積に基づく資本力の格差といえはすむと思われるが、特に「所有力」の格差と言う理由は何か。

〔答〕 ① 独占的産業資本と独占的銀行資本が共通の利害に基づいて、互いに補強し合う関係を金融資本の古典的規定というのであれば、それは今日でも変わっていないと考える。ちなみに公正取引委員会の調査に基づく「六大企業集団の実態について」（『公正取引』89年6月）によれば、銀行の持株比率、融資ウエイトの低下、企業の借入金依存度の低下など一定の変化は見られるものの、銀行は役員派遣、社債の受託、情報提供、相談業務、集団の事務局的役割を通じて依然として企業集団の中核的地位にあり、金融資本の古典的規定は生きていると考えられる。ただし、金融資本が単に生産過程における剰余価値の獲得だけに満足せずに、至るところで金融収益を追及している点に今日の金融資本的蓄積の特質があると思われる。

② 獲得した利益の累積に基づく資本力の格差だけでなく、「機能」を前提しない信用形態が発展してきており、それが「所有」論理に基づいて展開されていることを強調するために「所有力」の格差という表現を用いた。

生川栄治（近畿大学）

過剰貨幣資本の累積のもとでは金融資本の古典的構造は変化したという意見であるか。

〔答〕 今日の金融資本的蓄積を問題にするばあい、依然として独占的産業資本と緊密な結合関係にある独占的銀行資本の役割についても言及する必要があるが、報告ではほとんど触れることができなかつた。今後の課題としたい。

西村閑也（法政大学）

① 金融資本的蓄積の問題点として各種の格差の拡大と不平等の拡大を挙げられたが、格差・不平等の拡大を伴いつつ蓄積は無限に進行しうるということなのか。そこになんらかの限界があると考えなのか。

② 過剰資本と言われるが、過剰の尺度を何に求めているのか。

〔答〕 ① 絶えず蓄積の限界を乗り越えて新たに蓄積条件を再編しようとするのが資本の本性であるが、独占はその矛盾やシワ寄せを中小企業や消費者等弱者に転嫁しつつ新しい再生産軌道を構築しようとする。今日では、とりわけ日本のばあい、独占企業が金融肥大化を巧みに利用して新しく蓄積軌道を形成しつつあると考

えられる。

② 剰余価値を生産できなくなる状態にある資本、マルクスのいう絶対的過剰生産の状態にある資本が過剰資本。その結果、一時的、循環的に遊離しているのではなく、もはや生産過程に充用部面を見いだせない貨幣資本、それが過剰貨幣資本である。

山口義行（東邦学園短期大学）

① 金融肥大がいずれ「金融恐慌やインフレによって崩壊・整理される」というのではなく、現実資本蓄積と相互依存的・調和的に進行して行くというのであれば、なぜ現状を金融の「増大」とか「膨張」とか呼ばないで、「金融の肥大」と呼ぶのか。「肥大」という言葉の中には実体経済とアンバランスな膨張だというニュアンスが含まれていると思われるが。

② 金融肥大がいわゆる「資産効果」などを通じて促進したとされる「『機能』の再生」が長い目でみて「インフレ再燃への道」を歩んでいる状況にあると考えるのは誤りか。

〔答〕 ① 貨幣資本の構造的過剰を強調するために用いている。

② いわゆるインフレ懸念は存在するが、スタグフレーションの学習効果もあって、資本にとっては国際競争力の低下や生産コストの上昇をもたらすインフレを抑えることが前提となって現在の「国際協調」が図られており、それがある程度効果をあげた結果、擬制資本市場の急拡大が生じているのではないか。そして金融資本はそこに増殖の基盤を求めて運動しているのではないか。

藤沢正也（竜谷大学）

「資本市場の活況が資本機能の再生（restructuring）の条件を作り出す」というが、証券ブームが過剰資本を廃棄する（scrapping）メカニズムとプロセスが不明確である。1930年代と1970～80年代を対比して具体的・実証的に説明せよ。

〔答〕 30年代、及び個別企業・産業分野の状況については今後深めたいが、近年の、技術進歩が競争戦上の優劣を決定するという状況の下では、鉄鋼、造船等既存の産業経営において培ってきた、あるいは開発してきた新しい技術を先端分野へ振り向けていく動きが活発に見られる。更に、地価の高騰の下でインテリジェントビルのような土地の高度・有効利用も図られている。また、その際国家が scrap and build を積極的に推進していることもみのがせない。

坂本 正（熊本商科大学）

擬制資本（貨幣資本）の蓄積が現実資本（機能）の再生に不可欠の条件だという

ことであるが、機能の再生の後では擬制資本の蓄積はどうなるのか。現在の状況が適切だとすれば、一層擬制資本の蓄積は構造化されて進行するのか。

〔答〕 擬制資本の蓄積をビルトインして進行していくと考えられるが、そのばあい、急拡大してきたエクィティ・ファイナンスが証券市場に対し、どのような影響を及ぼすことになるのかを見極める必要がある。

〔付記〕 回答は大会当日のテープから整理した。不十分な点については今後の課題としたい。なお、紙幅の制約により、当日配布した統計資料は割愛させていただいた。（齊藤）

部会活動報告

〔北海道部会〕

1989年度の北海道部会は下記の要領で開催された。

- (1) 1989年5月13日（於北海学園大学）

報告者

中浜隆 氏（小樽商科大学）

米国生保の商品変革と資産運用

- (2) 1989年10月14日（於北海道大学）

報告者

- ① 吉田賢一氏（北海道大学）

金解禁の一考察（昭和5～6年）

——物価と為替相場を中心として——

- ② 小林真之氏（北海学園大学）

優先株と資本構造の再編

——1930年代のアメリカ独占企業と擬制資本——

〔関東部会〕

関東部会は以下の要領で開催された。

開催日 1989年12月9日（土）

会場 慶応義塾大学研究室会議室

報告者 渡辺裕一氏（東京経済大学）

報告論題 「世界の多角的決済構造推定」

なお、本報告は同一タイトルで東京経済大学学会誌147号（1986）に発表された。

〔関西部会〕

1989年4月8日

「インフレの発現過程」

木村二郎氏（桃山学院大学）

「明治9年の国立銀行条例改正と公債

——公債による銀行資本金払い込みの意味するもの——」

一ノ瀬篤氏（岡山大学）

1989年10月21日

「金融の証券化と金融再編」

数坂孝志氏（大阪市大・経済研究所）

「アメリカの住宅金融の現状と問題点

——貯蓄金融機関を中心に——

野村重明氏（名古屋経済大学）

〔西日本部会〕

日時 1990年3月30日（金）午後1時30分より

場所 西南学院大学合宿研修所

報告 （報告50分，予定討論15分）

「消費者信用の展開と商業銀行——戦間期のアメリカを中心に——」

九州大学 川波洋一氏

討論

熊本商科大学 坂本 正氏

消費者信用の展開と商業銀行 ——戦間期のアメリカを中心に——

川波 洋一 (九州大学)

- I. はじめに
- II. 近代的賦払方法の発達と消費者信用
- III. 販売金融会社 (Sales Finance Company) の機能と消費者信用
- IV. 商業銀行と消費者信用
- V. むすび

I. はじめに

まずはじめに、本稿の課題を明らかにしておきたい。本稿でとりあげる消費者信用とは、消費者の個人的信用を担保（人的担保）にして供与される信用である。消費者信用は、その形態によって二つに分けることができる。一つは、消費者が購入する商品やサービスに対する支払いの繰り延べを認めるというかたちで与えられる。いわゆる販売信用である。もう一つは、消費者に対して直接商品やサービスの購入資金を貸し付ける、いわゆる消費者金融である。この二つを含めた消費者信用の供与に商業銀行が積極的にのりだしていったのは、1930年代のことであった。時あたかも大不況の経過後のことであり、商業銀行は様々なテクニックを駆使して、収益の機会を見出していかざるをえなかった。消費者信用業務への進出も、これらビジネス・ローンの供与におけるイノベティブな行動と同時に行われたことから、それが商業銀行の収益機会を求めての積極的業務展開であったことは、充分にうかがい知ることができる。

本稿では、このような消費者信用の生成と展開の過程を追跡し、商業銀行業におけるその意味について考えてみることにしたい。そのさい、1910～20年代における販売金融会社等の消費者信用専門機関を中心とする消費者信用の展開と、1930年代

における商業銀行による消費者信用業務への進出の時代とを分けて考察することが重要である。

II. 近代的賦払方法の発達と消費者信用

割賦信用を賦払いという方法で返済がなされる信用取引というごく広い意味に解釈するならば、それは古い時代から行われていた。アメリカにおいても、とくに消費財の割賦取引は20世紀初めに一般的に普及するに至るまで長い発展段階を経過している。

19世紀に割賦販売の対象となった消費財が比較的高級・高額な部類に属するものであったことは興味深い。すなわち、高級家具にしてもピアノにしても、まずそうした消費財に対する支払能力をたとえ賦払いという方式であっても、もちうる消費者しか割賦取引の対象とはなりえないであろう。そこで、まず割賦取引の対象となりうる顧客の選別が行われる。このような原始的な方法がとられざるをえなかったのは、この初期の時代における消費者への掛売りが小売業者あるいは製造業者によって直接的になされたことによる。そして、このことからさらにもう一つ支払不能のリスクに対する方法が出てくる。すなわち、割賦販売の対象となった商品に対する所有権を売り主の手に留保するというのが、その方法である。いわゆる、留置権(Lien)の問題である。売り主は、支払不能が生じた場合には、賦払いで支払われた代金を返済することなしにその物品を差し押さえることができるというわけである。さらにまた、割賦販売の契約を結ぶにあたって一定率の頭金を要求するという方法もとられた。そこで頭金の率をいろいろと変更することによって顧客の選別が行われるというわけである。たとえば、ピアノの割賦販売においては3分の1というかなり高い頭金率が課されていた。そのほか、割賦返済の期間について一定の基準(約18ヶ月)が設けられたり、消費財の販売が事実上リース契約の下でなされたりという方法もとられた¹⁾。

この様なリスク対策にもかかわらず、19世紀の段階では終に消費者向けの割賦信用が一般的に普及することはなかった。その理由として、2点だけ指摘しておきたい。まず第一は、割賦販売の対象となる商品があまりにも高価すぎたということである。第二に、ミシンや書物販売の場合にみられたように顧客の支払能力や信用度

の分析が行われる十分な態勢ができていなかったということである。

別の言い方をすれば、ここにあげた二つの障害がクリアーされることが消費者信用の普及にとって必要な条件だということになる。そこでまず、この二つのうちの前者すなわち、割賦販売の対象となる商品が高価すぎるという問題について考えてみたい。

結論をさきどりすれば、この障害をクリアーするのに与かって力があつたのは大量生産体制の確立であつた。アメリカ経済は、世紀転換期の企業合同運動というドラスティックな独占化によって、産業部門における巨大な生産力と支配力をもつビッグ・ビジネスを生み出した。その過程で、まず資本設備を供給する工作機械工業、さらには鉄鋼・石油精製といった基礎産業が発達する。こうした基礎的生産力と技術進歩が結びつくことによって、工業の機械への依存→機械生産の普及→新式機械の導入→旧式機械の入れ替え→生産力の発展というプロセスがドラスティックに進められる。その結果が大量生産体制の確立である。この大量生産によって可能となるのは、均質かつ規格化・標準化された、しかも低廉な商品を生産することである。こうした大衆消費にかなりような耐久消費財生産におけるリーディング・インダストリーは自動車産業であつた。そしてまたこの比較的廉価な大衆車の嚆矢として登場したのがフォードのT型車であつた。フォードは、とくに部品が組立工のところまで運ばれるいわゆる移動式組立方式を採用することによって、時間と経費の大幅な削減に成功した²⁾。

III. 販売金融会社 (Sales Finance Company) の機能と消費者信用

次に、消費者信用普及の第二の障害であるリスクの内容について考えてみたい。まず第一は、割賦債権の信用度の問題である。1910年代、自動車は専門のディーラーを通じて販売されるようになっていた。ディーラーは、購入者から受け取ったノート(割賦手形)で販売されるようになっていた。ディーラーは、購入者から受け取ったノート(割賦手形)をその地方の銀行に割り引いてもらってメーカーに対する代金支払いにあてようとした。しかし、この割賦手形の信用力を評価し保証するような機構は存在しなかつた。もしこの割賦手形の信用度が不安定で、銀行がそれを継続して割り引くというファシリティを与えることができないならば、ディー

ラーが自動車を割賦形式で売ることには大きな限界があることになる。

第二は、割り引かれるべき割賦手形の流動性の程度である。これらの割賦手形は、割賦販売された自動車の代金に対する債権をあらわしている。しかし、その割賦期間は数10ヶ月に及び、したがって債権そのものの流動性はきわめて低いというわけである。割賦手形を割り引いた銀行の立場からみれば、このような債権の回収が長引くこと、すなわち、流動性の不足は大きな障害になるというわけである。

第三の問題は、未払金回収の問題である。自動車の割賦販売が普及していくということは、その顧客が不特定多数の人々に拡大していくことを意味している。各人の所得水準や経済状態はまちまちであるから、支払不能や延滞がでてくることは充分考えられる。信用を供与する側にとってはそれをいかにして防ぐかということが死活問題になってくる。

消費者信用がこれらの障害を克服し、定着していくためには、何らかの信用機構と結びつく以外にない。ここで問題にする信用会社 (Credit Company) または金融会社 (Finance Company) がそれである。

売掛債権 (Account Receivables) あるいはその他債権を担保にして借り入れるという金融の方法は古くからあった。初期の金融会社はこのような広い意味の債権を買い取る機関として発達してきた。そしてこのファイナンス・カンパニーが自動車の販売金融にかかわりをもつようになり、販売金融会社 (Sales Finance Company) として発達してきたのである。1910年代のことであった。すなわち、販売金融会社はディーラーが購入者から受け取った割賦手形の買取を集中して行うようになり、さきに述べたようないろいろな障害は一応クリアされたのである。しかし、そのことは、さきの障害が完全に除去されたことを意味するのではなく、別のかたちで止揚されたにすぎない。すなわち、ディーラーが割賦手形に裏書きをするというシステムは次第に廃止され、販売金融会社が遡及権なしに (non-recourse) それを買取るというやり方が出てくると、販売金融会社自体がそのリスクを被らなければならぬ機なる。そこで、販売金融会社も含めた信用機構の中でなんとかその問題に対処する方法がとられざるをえなくなる。

それが形式をととのえた顧客の信用調査であった。その調査は、消費者の保有資産、所得水準、支払実績、人格等広範な内容に及ぶものであり、またそれはその地

域に存在する小売信用調査機関に委託するという客観的な方法によって行われた。これによって、消費者信用の締結そのもの、したがって販売金融会社が買取る割賦手形の質自体が厳しく吟味されることになる³⁾。

IV. 商業銀行と消費者信用

消費者信用の仕組みは、以上述べたように1920年代にはほぼ基本的な骨格ができあがったといえる。ただ1930年代に入ってくると若干様相が異なってくる。すなわち、1930年代に入って、商業銀行は販売金融会社に資金供給することによって間接的に消費者信用にかかわるのではなく、直接消費者信用を供与するようになったのである。

そこで次に、消費者信用の供与が具体的にどのようなかたちでなされていたかについて、商業銀行を中心にみてみることにしよう。ここではとくに商業銀行が消費者個人と直接かかわりをもつ直接的貸付、割賦手形の買い取りに限定して考察することにしたい。

まず第一に個人貸付についてであるが、これは文字通り商業銀行が個人を相手に直接資金を貸し付けるものである。とくにこの業務を中心的に担う部門が商業銀行内に組織されるようになったことがこのいわゆるパーソナル・ローンの伸びに貢献した。個人金融部 (Personal Loan Department) がそれである。NBER の調査では、1939年の時点で調査の対象となった1222行のうち80%にあたる1095行が個人金融部を有しており、しかもその設立は1932年以降に集中していた。また、1934年から37年というきわめて限られたデータしか示すことができないが、こうしたパーソナル・ローンの供給残高は年率30~40%の高い伸びを示した。パーソナル・ローンの全体の傾向をみると大銀行ほどその取り組みが積極的である(個人金融部をもつ比率が高い)が、その収益資産としての貢献度は低く(貸付と投資の合計額5000万ドル以上の銀行で全貸付の2%)、小銀行になるほど逆である⁴⁾。

商業銀行が消費者信用業務にかかわるもう一つの方法は、耐久消費財のディーラーから割賦手形を買い取るというものである。これは、さきにも述べたように従来から消費者信用専門機関によって営まれていた業務であり、商業銀行はこの分野における後発の機関としてのりこんでいった。そして、とうぜんこの割賦手形の買い取

り業務は個人金融部の業務の一つとして付け加えられることになったのである。その意味で、この時点でさきのパーソナル・ローンとも合わせて、信用の小売業務とでもいえるようなものが商業銀行の手で独自に営まれるようになったのである。1930年代の後半には、こうして買い取られた割賦手形は自動車、家庭電化製品、家具を対象にしたものが多かった。このようなかなり中心的な耐久消費財の割賦販売にかかわっていたことからみても、この割賦手形の買い取りがパーソナル・ローンの供与という業務に対しても決してネーベンな位置にあるものではなく、個人金融部のかなり中核的な業務としての地位を押さえつつあったといえることができる。

ところで、消費者信用は信用度も保有財産も所得水準も異なる不特定多数の個人を相手にしているのであるから、そこから発生してくるリスクを正しく評価し回避する手段が講じられていなければ、消費者信用は伸びていかない。そのためにとられた方法は、貸付の対象となる個人の信用調査を徹底的に行うことであった。

こうして、商業銀行による消費者信用業務は、個人金融部の活動が中心となって、それに精度の高い信用調査・分析のテクニックが加わらなければ発展しえなかった。すでに19世紀の末から銀行において組織されはじめたクレジット・デパートメントさらには第三者的な機関として、信用情報の収集を専門的に行う代理機関である credit exchange agencies が、個人金融部の活動と合体することによってそれが可能となったのである。

V. む す び

さいごに、これまで述べたところをまとめてむすびとしたい。

消費者信用は最終消費財の生産者あるいはディーラーとその購買者との間の小売取引にかかわる信用である。小売流通は本来現金でなされなければならない。そこに信用が注入されることは、商品流通上画期的なことである。したがって、このことを実現しうるためには、消費者信用を供与する金融機関の側に何か画期的なイノベーションがなければならなかった。それをあらわすのは、まず販売金融会社や個人金融会社といった消費者信用専門機関の存在であった。これらの機関が消費者という信用度も所得水準もまちまちな不特定な個人に対して信用を供与することができたのは、膨大な信用情報を集め、その客観的な分析によって借り手の支払能力

を正確に算定したことによる。1920年代までは、商業銀行による短期資金の供給というバック・アップがあったことも大きかった。1930年代に入ると、大不況後の特殊な事柄の中で商業銀行が消費者信用業務にのりだすことによって、その市場はさらに厚みをます。商業銀行は、1930年代に消費者信用業務への進出のほか、中長期貸付や新しいタイプの担保貸付の供与といったイノベティブな行動に出ていく。とくに消費者信用の供与は、それまで商業銀行の内部で培われてきたクレジット・デパートメントの信用調査機能と消費者信用専門機関の実績にならった個人金融部の機能とが合体することによって可能となったものである。これによって商業銀行は、自らの活動領域に大きな変革をもたらすことができるようになった。すなわち、商業銀行は従来までのような卸売取引を媒介する信用のみでなく、小売取引を媒介する信用にまで業務展開の足場を築くに至ったのである。いいかえれば、ここに商業銀行は信用の卸売業者としてだけでなく、信用の小売業者としても活動するワン・ステップを踏み出したことになる。戦後アメリカの商業銀行におけるリテール・ビジネスの展開とその盛行は、1930年代のこのような革新的な行動がその出発点になっていたのである。

〔注〕

- 1) cf., Seligman, E.R.A., *The Economics of Instalment Selling*, Vol. I, Harper & Brothers Publishers, New York, 1927, pp. 14-23.
- 2) 1910~'20年代にかけて、個人消費者はその実質所得および貯蓄を増加させるのに合わせて、負債も増加させている。消費者はこの時期、所得の増加にもとづいて耐久消費財を取得するのではなく、負債を負うことによってそれを手に入れたのである。cf., Board of Governors of the Federal Reserve System, *Consumer Instalment Credit*, Part I. Vol. I Growth and Import, U. S. GPO, 1947, pp. 7-18.
- 3) 債務不履行に対処する方法としては、販売金融会社がディーラーに対して償還請求することができる完全償還請求契約 (full recourse system), 償還請求できない非償還請求契約 (non-recourse system), 両者の中間形態である買戻契約があった。この点、矢島保男『消費者金融論』東洋経済新報社, 1963年, 227-229頁参照
- 4) cf., Chapman, J. M. and Associates, *Commercial Banks and Consumer Instalment Credit*, NBER, New York, 1940, pp. 27-33.

学会報告記事

1. 1989年5月28日(日)、午後5時30分より、学士会館において、理事会を開催し、以下の議題を審議した。①次期大分(テーマ、開催校、等)の件(秋季大会を10月30日〈月〉に阪南大学において開催し、統一テーマは「ディスイインターメディアーション下の金融資本」とする、また、アメリカ、西ドイツおよび日本の立場から問題提起のできる報告者を予定する)、②理事選出(今大会まず10名選出)の件(選挙管理委員は、竹村篤一〈委員長〉、谷田庄三、小沢光利〈西村閑也の代理〉および小林真之とし、午前の受付で投票用紙を配布、会場入口に投票箱を設置、午後1時投票締切とする、残り10名〈前後〉の理事は、秋季大会前日の理事会で選出し、また、秋季大会当日の新理事で代表理事を選出する)、③学会運営についての意見交換(『信用理論研究』第6号の編集について、会員の著書・論文目録の掲載について〈各部会でピー・アールのこと〉、会費滞納者にたいする督促と長期滞納者の除籍について、学会名の変更の当否について〈秋の理事会で検討する〉、各大学図書館への会誌の配布について)。

2. 1989年度春季大会は、5月29日〈月〉、「貨幣資本の国際的移動と銀行制度」を統一テーマに、法政大学多摩キャンパス百周年記念館国際会議場において、開催された。研究報告・報告者・司会者は以下のとおりある。

〈研究報告〉

(1) 多国籍銀行の収益性比較——米銀と邦銀——

報告者 中尾茂夫氏(大阪市立大学)

(2) 国際資金移動と国際資本市場

報告者 小林襄治氏(青山学院大学)

(3) ユーロ市場の基本的性格について

報告者 今宮謙二氏(中央大学)

〈司会者〉

西村閑也氏(法政大学)

村岡俊三氏(東北大学)

当日、12時より、百周年記念館2階会議室において、理事会を開催し、①新入会

員4名の承認の件、②決算・予算の承認の件、③会員総会議事次第、その他の議題を審議した。なお、会員総会において、竹村選挙管理委員長より、理事当選者10名が以下のとおり発表された。飯田裕康、生川栄治、小野朝男、竹村脩一、酒井一夫、西村閑也、深町郁彌、松井安信、三宅義夫、村岡俊三。

3. 10月29日(日)、午後6時30分より、ホテル「エコーオーサカ」において、理事会を開催し、以下の議題を審議した。①次期大会(テーマ、開催校、等)の件(1990年6月1日〈月〉に東京経済大学において開催し、統一テーマ・報告者については、各部会の推薦もうけて、関東部会で決定する)、②学会運営についての意見交換(学会名は当面変更しない、顧問制・名譽会員制についてはひきつづき検討する、代表理事の選出方法については、今回は従来どおりとし、事務局強化策を含めて次期理事会で検討する、理事選挙にあたっての同得票者の取扱い方法については次回選挙までに検討する、10月30日の理事会は新旧理事合同とする、大会翌日の会員によるグループ討論の可能性を検討する、大会当日の質問表は報告者にもコピーを配布する)、③会費滞納者の処理(会費は毎年度請求し、3年間滞納者については理事会に資料を提出のうえ会員名簿から氏名を削除する)、④追加理事選出(春季大会会員総会で選出された理事10名での選出)の件(飯田繁、居城弘、磯村隆文、岩野茂道、岡橋保、小野英祐、海保幸世、久留間健、佐々木仁、下平尾照、高山満、建部正義、谷田庄三、長幸男、浜野俊一郎、を理事に選出、小西一雄、高山洋一、を会計監事に選出)。

4. 1989年度秋季大会は、10月30日(月)、「ディスインターメディエーション下の金融資本」を統一テーマに、阪南大学8号館において、開催された。研究報告・報告者・司会者は以下のとおりである。

〈研究報告〉

(1) 現代西ドイツ金融資本の存在形態

報告者 相沢幸悦氏(日本証券経済研究所)

(2) 現代アメリカ金融資本論の若干の論点と分析視角

報告者 松井和夫氏(日本証券経済研究所)

(3) 低成長下の金融資本的蓄積と信用制度

報告者 斉藤 正氏(駒沢大学)

〈司会者〉

松井安信氏（札幌学院大学）

飯田裕康氏（慶応義塾大学）

当日、12時より、8号館会議室において、理事会（新旧理事合同）を開催し、①新入会員3名の承認の件、②会員総会議事次第、その他の議題を審議すると同時に、代表理事に酒井一夫、常任理事に飯田裕康、生川栄治、深町郁彌、松井安信、三宅義夫を選出した。

（建部）

会員著書・論文目録（自1989年1月至12月）

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名
青野正道	擬制資本 その1 ——金融経済の基礎理論(4)——	北海学園大学『経済論集』第36巻第4号
	擬制資本 その2 ——金融経済の基礎理論(5)——	北海学園大学『経済論集』第37巻第1号
	金融システム理論の再検討, (上, 下)	『証券経済』 168, 169号
	号世界経済の構造変化と金融革新	『金融ジャーナル』 1989年10月号
浅田政広	北の王金山 ——北海道産金史研究(8)——	旭川大学『紀要』第29号
飯田晶夫	資本信用と証券市場	国学院大学栃木短期大学紀要 第23号
飯田裕康 (田中秀親と共同)	銀行と証券	『金融学会報告』67号
石垣今朝吉	「ベトナム戦争と世界経済」(上)	『社会労働研究』第36巻第1号
	” (下)	同上誌 第36巻第2号
一ノ瀬 篤	明治9年の国立銀行条例改正と公債	岡山大学『経済学会雑誌』第20巻第4号
	イギリス貨幣・金融史 年表(5)：1931—1945年	同上 第21巻第2号
伊藤 誠	「フランス革命からマルクス主義へ」	季刊『クライシス』 No. 38 社会評論会
	『資本主義経済の理論』	岩波書店
	「グラムシの学際的問題性」	『生きているグラムシ』石堂清論+いいだもも+片桐薫編社会評論社
	「自民党政治の危機と日米構造協議の意義」	『国際労働運動』 No. 221 国際労働運動協会
	「社会主義が問われている」	『クライシス』No. 40

		社会評論社
	「自民党の長期支配崩壊の経済的基礎」	『明日を拓く』No. 5 『明日を拓く』編集委員会
井上 伊知郎	書評 山本栄治著『基軸通貨の交替とドル』	『証券経済第167号』
今宮 徹二	東京国際金融市場の問題点 為替の諸問題と円相場 国際金融不安の「政治学」と「経済学」 「レギュレーション理論」の国際金融危機論	『都市問題』 『経済』 『経済』 『科学と思想』
岩見 昭三	西ドイツ企業、家計の「過剰資本」——80年代の対外証券投資と関連して——	奈良産業大学『産業と経済』第4巻1・2号
植田 欣次	中京財閥	渋谷隆一他編『地方財閥の展開と銀行』 日本評論社
大泉 英次	『戦後日本の土地問題』（山田良治氏と共編著） 「金融資本の蓄積と現代の土地問題——分析視角についての試論——」	ミネルヴァ書房 財政政治経済研究所 『政経研究』第58号
大谷 禎之介	Drei Probleme der Geldbildung im „Kapital“ 「利潤の分割」（『資本論』第3部第23章）の草稿について 「利子と企業者利得」（『資本論』第3部第23章）の草稿について 「資本関係の外面化」（『資本論』第3部第25章）の草稿について Fragestellung und-lösung über die Geldbildung im „Kapital“ 『資本論』第2部および第3部の執筆時期の関連についての再論 貨幣生成論の問題設定とその解明	“Sozialismus” (Hamburg), Jg. 14, Nr. 12 『経済志林』第57巻第4号 『経済志林』第57巻第1号 『経済志林』第57巻第2号 „Beiträge zur Marx-Engels-Forschung“ (Berlin), Nr. 27 『経済志林』第57巻第3号 『マルクス・エンゲルス・マルクス主義研

- 大 島 重 衛 銀行・証券・保険をめぐる北陸地域金融の現状と問題点——金融自由化が及ぼす地域金融への影響を念頭において—— 『金沢経済学経済研究所年報』第9号
- 金融の自由化・商業銀行の変容・新たな公的規制 『信用理論研究』第6号
- 大 矢 繁 夫 第1次大戦前におけるドイツの銀行の国際業務 西南学院大学『商学論集』第35巻第4号
- 西独における金融規制・再規制と銀行 『証券経済学会年報』第24号
- 岡 本 啓 男 生産的労働とサービス労働 『経済論集』(東洋大学)第15巻第1号
- 金 井 雄 一 イギリスにおける金融政策の萌芽とその消滅 名古屋大学『経済科学』36—4
- 『イングランド銀行金融政策の形成』 名古屋大学出版会
- 河 村 一 大恐慌、金本位停止そして中央銀行の創設——「カナダ銀行」の成立過程(1)—— 釧路公立大学『紀要・社会科学研究』第1号
- 神 沢 正 典 債務累積と銀行行動——支払保証を中心に 谷田庄三編『現代資本主義と金融経済』第五章
- 木 村 二 郎 『銀行信用と貸付可能な貨幣資本』 「桃山学院大学経済経営論集」
- 工 藤 章 Kao Corporation's Direct Investment and Adaptation in Europe K. Shibagaki et al. (eds.), Japanese and European Management, Univ. of Tokyo Press
- 対 ASEAN 経済関係 馬場宏二編『世界経済IV日本』御茶の水書房
- I. G. Farben's Japan Strategy Japanese Yearbook of Business History 1989
- ハーバー・ボッシュ法技術の吸収 東京大学『社会科学研究』第41巻第2号
- 日本企業によるドイツへの技術移転の先駆的試み 『経営史学』第24巻第3号
- 熊 野 剛 雄 銀行と証券 講談社

- 証券業務の国際化
- 平和経済計画会議独占
白書委員会編「国民の
独占白書」第12号「証
券会社の対外進出」第
II章
- 小林 真之 優先株と資本構造の再編(1)(2)
——1930年代のアメリカ独占企業と
擬制資本—— 『北海学園大学経済論
集』37巻1号, 2号
- 坂口 明 義 マルクス貨幣生成論における叙述変
更とその方法的含意について
——G・ゲラーの所説の紹介—— 高須賀義博編『シンポ
ジウム「資本論」成立
史』
- 管理通貨制度批判の一論点——S・
H・フランケルの問題提起を中心
に—— 『一橋論叢』第102巻
第6号
- 坂本 忠 次 『日本における地方の行財政の展開
——大正デモクラシー期地方財政史
の研究——』 お茶の水書房
- 坂本 正 地域金融のアジア化と地場金融機関
1988年度 九州経済白
書「アジア時代と地域
経済」
- 資本信用と商業銀行の構造変化 『信用理論研究』第6号
- 真田 哲也 信用制度の基本問題(1) 『商学論集』第58巻第
2号
- 柴 垣 和 夫 "Japanese-American Economic Fr-
iction: Its Causes and Historical
Significance" Annals of the Instit-
ute of Social Science :
Special Issue
- 同上邦訳 『社会科学研究』
Vol. 41, No. 1
- 「重層構造もつ八〇年代の日米経済
摩擦」 『エコノミスト』
Vol. 67, No. 45
- 「高橋亀吉・経済理論と思想の原
型」 『証券研究』Vol. 89.
- 鈴木 芳 徳 信用理論の基本構造(三) 神奈川大学『経済貿易
研究』第15号
- 鈴木 勝 男 実現恐慌論について 『東北学院大学論集』
経済学第111号
- 資本の絶対的過剰生産に基づく恐慌
論について 『東北学院大学論集』
経済学第112号
- 高 懸 雄 治 「円パワー」の政治経済学
途上国債務危機と債務棒引論 『経済』1989年9月号
『国際経済』第40号

- | | | |
|-------------------|--|--|
| 高倉泰夫 | 『生産諸関係論としての経済学の成立』
利子生み資本と拡大再生産 | 九州大学出版会
長崎大学『経営と経済』
第68巻第4号 |
| 高山洋一 | 手形交換所と中央銀行
——Fedの設立と関連して—— | 大東文化大学
『経済論集』 |
| 高山満 | エンゲルス論一断片
——「社会化」・「独占」論を中心に—— | 『社会労働研究』36巻
1号 |
| 建部正義 | イギリスのインフレーションと低成長とにたいするM・フリードマンの処方箋 | 『中央大学企業研究所
年報』第10号 |
| 田中秀親
(飯田裕康と共同) | 銀行と証券——銀行信用と金融市場—— | 『金融学会報告』No.
67 |
| 中野廣策 | 商業信用の限界と貨幣取扱業務 | 『山形大学紀要(社会科学)』第19巻第2号 |
| 春田素夫 | アメリカにおける金融取引の新形式について——証券市場動向を中心に——

1920年代アメリカの支店銀行制——マクファデン法制定前後の事情—— | 『経済集志』(日大経済学部)

日本大学経済学研究会
編『現代経済の分析と課題』勁草書房 |
| 谷田庄三 | 『現代資本主義と金融経済』
三井銀行と太陽神戸銀行の合併問題 | (編著) 大月書店
『経済』 |
| 平勝廣 | 外国為替と貨幣取引資本

金融政策——マネー・サプライ・コントロール政策の展開—— | 『同志社商学』第40巻
第6号

内田勝敏編『イギリス
経済——サッチャー革命の軌跡——』世界思想社 |
| 平岡賢司 | モルガン=ベルモント・シンジケートと金本位制防衛 | 『証券経済学会年報』
第24号 |
| 落谷硯児 | BIS銀行自己資本規制へのインパクト | 『桃山学院大学経済経営論集』第30巻第4号 |
| 福田豊 | 経済成長と情報技術者

「ソフト化・サービス化」の社会的 | 『2000年における情報技術者の需給予測に関する予備的研究』

『電気通信大学紀要』 |

- なコンテキスト
第2巻第1号
- 福光 寛 証券税制の見直しと証券市場の構造変化
『レファレンス』(国会図書館調査局)第459号
- アメリカにおける反企業買収の動向—RJRナビスコ社買収の波紋—
『調査と情報』(国会図書館調査局)第98号
- 藤井 速 爽 蓄積論の構造とその帰結
『東京経済学会誌』第163号
- 藤田 暁 男 戦後日本の「産業構造ビジョンと産業構造政策」の問題点
金沢大学経済学部論集第9巻第2号
- 藤田 幸 雄 シュムペーター「新結合と信用」の一考察—信用の機能と本質—
金融学会編『金融学会報告』第67号
- パジャット「単一準備銀行制度」の構造と背景—イギリス銀行業の原理の発展—
九州経済学会『九州経済学会年報』
- 藤塚 知 義 アダム・スミス支配労働価値説考
大東文化大学「経済論集」47号
- T・トウツク著
W・ニューマーチ著
『物価史』第5巻上
東洋経済新報社
- J・G・キニア著
恐慌と通貨
(竹内洋と共訳)
日本経済評論社
- 星野 富 一 発券の根拠と限界(2)
『盛岡大学紀要』
景気と恐慌
馬渡尚憲編『経済学の現在』
- 前畑 雪 彦 インフレーションの進行過程について—有効需要政策の意義と限界—
『立教経済学研究』第43巻第1号
- 松尾 隆 国際通貨と国際金融市場—木下教授の所説をてがかりに—
『生活文化研究』(熊本女子大学)第8巻第1号
- 三宅 義 夫 MEGA(メガ)についての雑記(三)
大東文化大学『経済論集』第47号
- MEGA(メガ)における「5剰余価値にかんする諸学説」の範囲誤認について—メガについての雑記(四)—
大東文化大学『経済論集』第49号

- 宮田 美智也 第2合衆国銀行と外国為替取引 『金沢大学経済学部論集』第9巻第2号
 アメリカにおける1837年恐慌と信用制度 同上誌 第9巻第2号
 1830年代初期アメリカにおけるベアリング商会の金融業務——南北戦争前・アメリカの対イギリス貿易金融および決済制度の分析(1)—— 同上誌 第10巻第1号
- 毛利 明子 「信用論と原論体系」——揚枝嗣朗貨幣・信用・中央銀行の検討をとおして—— 『桜美林エコノミクス』
- 毛利 良一 カジノ資本主義の世界化は何をもたらすか——第58次『国際決済銀行年次報告』を読む—— 『経済』3月号
 2つの債務危機とドル危機・証券恐慌——80年代複合金融危機についての覚書—— 谷田庄三編『現代資本主義と金融経済』大月書店
 2つの債務危機と日米関係 『世界経済危機の基本的性格・経済理論学会年報第26集』青木書店
 ASMANの経済発展と日本の経済協力 『日本福祉大学社会科学研究所報』第48号
 [アジア・太平洋時代をどうみる]累積債務問題——各国の現状と対応 『経済』9月号
 債務累積と国際信用危機——基軸通貨国アメリカの純債務国化との関連で—— 『信用理論研究』第6号(9,1989)
 債務累積 小野朝男・西村閑也編『国際金融論入門・第3版』有斐閣
- 山田 喜志夫 経済のサービス化 『国学院経済学』第36巻4号
 金 有斐閣 小野朝男・西村閑也編『国際金融論入門(第3版)』第13章
- 山本 栄治 (共著——野村和夫編)現代の世界経済(第IV章国際金融のグローバな展開) 実教出版
 独占期アメリカ信用制度の構造と再 『金融学会報告』68号

編の論理

- | | | |
|--------|--|---------------------------------|
| 山田 弘 史 | 金融自由化再検討(上) | 名古屋経済大学『社会科学論集』第47号 |
| 山本 孝 則 | J・G・キニア著・『恐慌と通貨』
解説 | 日本経済評論社 |
| 吉田 晁 | ペイメント・システムのリスクをめぐって

ペイメントシステムから銀行システムを考える | 『金融学会報告』68

『信用理論研究』No. 6 |

信用理論研究 第7号

1990年6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
〒192-03	八王子市東中野742-1 中央大学商学部21215号室 TEL 0426 (74) 3602
印刷所	本郷印刷株式会社
〒101	東京都千代田区神田錦町1-19 TEL 03 (295) 4800
