

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー

Journal of Credit Theory

第7号 No. 7

(投稿/査読なし)

(論説) バーゼルⅢ最終化案とイギリスにおける対応の検証

北野 友士 (大阪公立大学) 1

(論説) The Basis of Capitalization in the Age of Monopoly:
Thorstein Veblen's Intellectual Formation of the Capitalization
Theory

Yoichi Kawanami (Shimonoseki City University) 12

バーゼルⅢ最終化案とイギリスにおける対応の検証

北野 友士*

Examining the Finalization of Basel III and Its Implementation in the UK

Yuji KITANO*

*大阪公立大学経営学研究科・商学部（〒558-8585 大阪市住吉区杉本 3-3-138）

*Osaka Metropolitan University, Graduate School of Business. (0 3-3-138 Sugimoto Sumiyoshi-ku, Osaka-shi, 558-8585, JAPAN)

抄録/概要/要旨 イギリスでは、バーゼルⅢ最終化案としてバーゼル 3.1 の導入が進められている。本稿では、The Banker Database のデータを基に、イギリスの対応状況をヨーロッパ各国と比較して検証した。その結果、イギリスの銀行と EU の銀行との違いが明らかになり、コア Tier 1 比率、資本／資産比率、流動性カバレッジ比率の 3 つの指標において、イギリスの銀行が有意に高いことが示された。また、銀行の貸出先の構成比についての分析では、リテール向けの貸出割合がイギリスで有意に高い一方、法人向け貸出の割合は EU が有意に高いことが確認された。このような貸出先の構成比の違いは、アウトプットフロアの導入時の標準的手法におけるリスク計測にも影響を与える可能性がある。

キーワード : バーゼルⅢ最終化案、バーゼル 3.1、アウトプットフロア、CRD V、CRR II

1. はじめに

サブプライムローン問題に端を発するグローバル金融危機から 15 年以上が経過した。バーゼルⅢはグローバル金融危機への反省から 2010 年に合意された大幅な金融規制強化であったが、未だに最終化案の完全な実施には至っていない。バーゼルⅢが完全実施に至っていない要因として、(1) 2010 年に成立した当初から 2019 年までという長い歳月をかけて段階的な導入が図られてきたこと、(2) 2017 年に最終化案がまとめられてから移行期間が改めて設定されたこと、(3) 2020 年以降に新型コロナウイルス感染症が猛威を振ったことで完全実施が延期されたこと、という主に 3 つが挙げられる。ただいずれにせよ、過去のバーゼル I やバーゼルⅡにおける成立からの移行期間と比較しても、バーゼルⅢの移行期間が異様な長さになっていることは間違いない。バーゼルⅢがいかに急造であり、かつ多くの論点を持っており、各国にとって導入が難しいものであるかを物語っている。

バーゼルⅢは自己資本の質と量の両面での強化のみならず、レバレッジ規制や、流動性規制、カウンターシクリカル・バッファなどの内容を含む大幅な規制強化である。流動性規制が含まれているということは、金融機関の抱えるリスクを計測して自己資本充実を図るという自己資本比率規制に依存する規制体系の限界を露呈としたいえる。バーゼルⅢは 2017 年に最終化案が公表され、2028 年までの移行期間を設定して段階的に実施される予定である。バーゼルⅢ最終化案は後述するように、イギリスにおいてバーゼル 3.1 と呼称され、EU においては CRD IV と CRR II によって実

施される。バーゼルⅢ最終化案は実施に向けて動いている段階であるが、後述するアウトプットフロアをめぐる動きや実施時期をめぐる各国にばらつきもみられる。

本稿ではイギリスにおけるバーゼルⅢ最終化案であるバーゼル 3.1 の動向を考察し、金融機関による対応の状況を検証する。第 2 節ではバーゼルⅢに関する研究動向およびバーゼルⅢ最終化案の導入過程を考察したうえで、本稿の問題意識を明確化する。第 3 節ではイギリスにおけるバーゼル 3.1 について概観したうえで、今後の導入に向けた動きについて考察する。なおイギリスにおけるバーゼル 3.1 には、EU の同等性評価の問題が大きな論点になるため、あわせて EU におけるバーゼルⅢ最終化案の導入をめぐる動きについても考察する。第 4 節ではバーゼルⅢ最終化案の導入に向けたイギリスにおける対応について、The Banker Database のデータを基にヨーロッパ各国と比較しながら検証する。第 5 節では本稿の内容をまとめたうえで、今後の課題について論じる。

2. バーゼルⅢに関する研究動向

本節ではバーゼルⅢ最終化案の実施に向けた動きを考察する前提として、バーゼルⅢに関する先行研究およびバーゼルⅢの最終化案の実施をめぐる動きについて考察する。

2.1 バーゼルⅢに関する先行研究

まずバーゼルⅢに関する先行研究をまとめておこう。Aiyar *et al.* (2015) は、バーゼルⅢの流動性規制が不適切であり、より銀行のインセンティブを考慮したルールへと置き換えられるべきであるとしたうえで、最低所要自己資本

の引き上げがもたらす社会的なコストを懸念している。また宮内（2015）は、バーゼルⅢおよびマクロプラードンス政策に対する多面的な分析を行ったうえで、大幅な規制強化に伴うレギュラトリー・アービトラージの存在を指摘し、バーゼルⅢやマクロプラードンス政策について否定的である。なお宮内（2015）は一連の金融危機時にはバーゼルⅡは導入されたばかりであったため、金融危機を防げなかったのはバーゼルⅠの枠組みである点を指摘している。いずれにせよ、Aiyar *et al.* (2015) や宮内（2015）はバーゼルⅢを過剰で不適切な規制と指摘しているといえる。

これらに対し、Meeks (2017)は、イギリスにおけるデータを分析し、最低所要自己資本の引き上げが貸出を低下させることを指摘し、住宅価格に対するマクロプラードンス政策の有効性を示唆している。また Gomez and Ponce (2019) は、最低所要自己資本、自己資本バッファ、流動性規制、および貸倒引当金による銀行のインセンティブへの影響を検証し、自己資本バッファが最も強力な手法であると結論づけている。さらに Bace (2016) は、2014 年から 2015 年の世界各国の預金取扱金融機関 13000 行のデータを分析し、自己資本の充実が収益性にポジティブな影響を与えていたことを指摘している。自己資本比率規制と流動性規制の関係については、Scip *et al.* (2019) が、EU の大手銀行の CDS データを分析し、自己資本が CDS スプレッドに相対的に大きな影響を与える一方で、流動性リスクは規制上の基準を下回った場合のみ価格に反映されることを指摘している。

自己資本比率規制と経済成長との関係については、Casu *et al.* (2019) が 1999 年から 2013 年の期間のユーロ圏の銀行等を分析し、自己資本比率の引き上げ（銀行の健全性）と流動性の創出（経済成長のための資金の供給）とはトレードオフの関係にあることを示唆している。

以上のように大幅な規制強化を行ったバーゼルⅢは、銀行の収益性もしくは効率性を低下させるものであり、その結果として得られる銀行の健全性が経済にとって望ましいものなのかは賛否両論である。そうした規制がもたらす非効率性や、バーゼルⅢそのものの複雑さもあいまって、バーゼルⅢの導入には各国間にばらつきもみられる。Fratianni and Pattison (2015) は、バーゼルⅢの複雑さが各国での実施に際しての非対称性を助長しうることを指摘している。なお Fratianni and Pattison (2015) によると、イギリスは米国などと並んでより高い（厳しい）水準でのバーゼルⅢの導入をしようとしているという。いずれにせよ、バーゼルⅢが実際に各国で導入される際には、

各国に与えられた裁量によってばらつきがみられるということである。

2.2 バーゼルⅢ最終化案の導入過程

バーゼルⅢの最終化案と実施に向けたバーゼル銀行監督委員会の動きをまとめたうえで、先行研究を整理していきたい。周知のとおり、バーゼルⅢは金融危機後の 2010 年に合意されたが、バーゼルⅡからの大幅な規制強化となったこともあり、2019 年までの段階的な移行期間が設けられた。またその間には、バーゼルⅢの実施をめぐるさまざまな議論があり、2017 年により早く最終化案がまとめられた^{†1}。バーゼルⅢ最終化案の論点は多岐にわたるが、主には第 1 の柱で最低所要自己資本に関する内容が大半を占めている。普通株式等 Tier1（CET1 もしくはコア Tier1）の充実を重視し、質と水準の両面で自己資本の充実を図り、標準的手法に基づくリスクの補足も行い、レバレッジ規制も追加した。また第 2 の柱である監督上の検証プロセスと、第 3 の柱である市場規律においても充実を図っている。さらに流動性カバレッジ比率（LCR）や純安定調達比率（NSFR）という流動性充実も要求するなど、バーゼルⅢがもはや単なる自己資本比率規制でないことがわかる。加えて、システム上重要な銀行（SIBs）については自己資本比率やレバレッジ比率において追加的な負担を求められるなど、マクロプラードンス政策としての性格も持ち合わせている。

表 1 バーゼルⅢ最終化案の導入過程

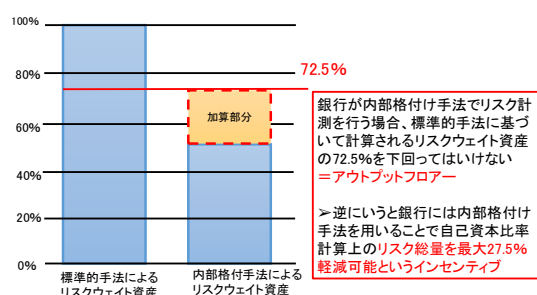
項目		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
資本	レバレッジ比率		2014 年の定義					G-SIB/バッファの修正					
	資本保全バッファ	1.25%	1.875%	2.5%									
	最低株主資本 + 資本保全バッファ	2.75%	6.375%	7.0%									
	最低自己資本比率 + 資本保全バッファ	9.25%	9.875%	10.5%									
	株主資本からの控除	80%	100%										
	非中核ティア1またはティア2資本として認められない資本性の金融商品	2013 年から段階的に廃止											
リスクカバレッジ	ファンドへ持分および OCFs 向けエクスポージャーへの資本要求	導入											
	カウンターパーティーリスクに対する標準的手法	導入											
	改訂された証券化フレームワーク		導入										
	銀行勘定の金利リスク		導入										
	大口エクスポージャーフレームワーク			導入									
	改訂された信用リスクの標準的手法							導入					
	改訂された内部格付手法フレームワーク							導入					
	改訂された GVA フレームワーク							導入					
	改訂されたオペレーショナルリスクフレームワーク							導入					
	改訂された市場リスクフレームワーク							導入					
流動性	アウトプットフロア							50%	55%	60%	65%	70%	72.5%
	流動性カバレッジ比率 (LCR)	80%	90%	100%									
	純安定調達比率 (NSFR)		100%										

（出所）Basel Committee on Banking Supervision (2017) より筆者訳出。

バーゼルⅢ最終化案の導入過程について、表 1 で確認してみよう。表 1 のとおり、バーゼルⅢ最終化案は 2017 年から段階的に導入され、2028 年までに完全実施が予定されている。そして表 1 からわかるとおり、2023 年時点ですべての項目が既に導入済みであり、今後の焦点はアウトプットフロアの段階的な引き上げのみとなっている。

それでは今後のバーゼルⅢ最終化案の導入を考えるうえで最も重要なアウトプットフロアについて図1で確認してみよう。図1のように、アウトプットフロアは内部格付手法を用いて計測したリスクについて、標準的手法で計算したリスク総量の72.5%まで、リスク量を増やす措置を講じるものである。アウトプットフロアを導入する背景には、金融危機を経て、内部格付手法を用いてリスクウェイトを過度に低く見積もることを抑止するとともに、標準的手法と内部格付手法というリスク計測手法ごとに算定される自己資本比率の違いのギャップを縮小させ、比較可能性を高めるという意味が込められている。一方で、内部格付手法を用いることで、標準的手法を用いる場合よりもリスク量を最大で27.5%低く計測できるということも意味する。つまり、バーゼル銀行監督委員会は、統計的にリスク量を把握する先進的なリスク管理手法の導入を推奨しているという側面もある。

図1 アウトプットフロアのイメージ



(出所) Basel Committee on Banking Supervision (2017), p.7 を参考に筆者作成。

2.3 本稿の問題意識

以上でみてきたとおり、バーゼルⅢについては銀行経営や経済に非効率性をもたらす過度な規制なのか、金融危機の反省を踏まえたマクロプルーデンス政策に資する規制なのか、賛否が分かれているといえる。そのうえで、バーゼルⅢ最終化案は自己資本の質と量の両面の充実のみならず、レバレッジの抑制や流動性充実も要求しているうえ、アウトプットフロアも導入するなど、どちらかといえば金融システムの効率性よりは健全性を重視していることは間違いないであろう。そして、レバレッジ規制や流動性規制を含むバーゼルⅢ最終化案が適用されるということは、銀行に資産選択の自由を与えたうえで自己資本充実によって倒産リスクを低下させるという金融自由化後の金融規制体系^{†2}について、大きな転換を図ることを意味する。さらには、そのような金融規制環境下で意思決定を行う銀行の行動にも大きな変容を迫るものとなる可能性が高い。

ところでイギリスはバーゼルⅠやバーゼルⅢの成立において、主導的な役割を果たしたといわれる^{†3}。さらに、イギ

リスは大手銀行に対してリテール預金を扱う銀行部門を切り離すリテールリングフェンス構造も導入している^{†4}。こうしたイギリスの動きは、銀行に資産選択の自由を与えたうえで自己資本充実によって倒産リスクを低下させるという金融自由化後の自己資本比率規制中心の規制体系から、流動性規制や一定の業務分野規制を併用する規制体系への変化をも意味している。そこで本稿ではイギリスにおけるバーゼルⅢ最終化案（後述するバーゼル3.1）導入の動きと今後の論点を考察し、金融機関の対応状況について検証する。

3. バーゼルⅢ最終化案の実施に向けたイギリスの動向

本節ではバーゼルⅢ最終化案の実施に向けたイギリスの動向と実施に向けた論点について考察する。

3.1 イギリスにおけるバーゼル3.1

まずはイギリスにおけるバーゼルⅢ最終化案の実施に向けた動きをみてみよう。イギリスでは、バーゼルⅢ最終化案の国内的な実施について、バーゼル3.1という名称を用いている。なおバーゼル3.1という名称は、バーゼル銀行監督委員会などが正式に用いているものではない。イギリスは、現行のバーゼルⅢについてEUから離脱する前に、EUの自己資本要求指令（CRD IV）に基づいて2014年～2015年に導入済みである。そのため、EU加盟国時代に導入したバーゼルⅢと区別する意図があるのかもしれない。

イギリスにおいては、2017年にバーゼルⅢ最終化案がまとめられてから、最終化案をどのように国内で導入するか検討が進められてきた。そして、2022年11月30日にPrudential Regulation Authority (PRA) が Consultation paper (CP) 16/22 “Implementation of the Basel 3.1 standards” を公表した。これはバーゼル3.1のおおよその内容をまとめた協議案であり、この協議案に対して市中からのコメントを収集した。PRAによると、この協議案には市中から126の回答が寄せられたとのことである。それらの回答を踏まえて、2023年12月12日にPRAはPolicy Statement (PS) 17/23 “Implementation of the Basel 3.1 standards” を公表した。ただし、PS17/23はNear-final part 1 policy statement 17/23となっており、後半部分の公表はPS9/24としてNear-final part 2 policy statement 9/24として2024年9月12日に公表された。なお、CP16/22、PS17/23、およびPS9/24の3つの文書すべてについて詳細を論じることは、筆者の能力を超える作業であり、かつ紙幅の制約もある。そのため、本稿ではCP16/22を概観したうえで、適宜PS17/23やPS9/24の内容にも触れるにとどめる。

まず市中からのコメントとコメント内容の反映状況を概観するため、CP16/22の主な構成項目から確認してみよう。

表 2 のとおり、オペレーショナル・リスクや信用評価調整（CVA）リスクにおいて、内部モデルを廃止して新しい標準的アプローチを設定している。そして、信用リスクについては標準アプローチのみならず、内部格付モデルの改訂も行い、市場リスクについても改訂を行っている。そのうえで、アウトプットフロアを 5 年間にわたって段階的に 72.5% という目標値を導入する計画となっている。

表 2 CP16/22 の主な構成項目

項目	内容
信用リスク	<ul style="list-style-type: none"> ・改訂された標準アプローチ（SA） ・内部格付けベース（IRB）アプローチの改訂 ・信用リスク緩和（CRM）技術の使用に関する改訂
オペレーショナル・リスク	<ul style="list-style-type: none"> ・オペレーショナル・リスク資本要件の計算における内部モデル（IMs）の使用の廃止 ・既存のアプローチに代わる新しい標準アプローチの導入
市場リスク	市場リスクに対する改訂されたアプローチ
信用評価調整（CVA）リスク	<ul style="list-style-type: none"> ・内部モデル（IMs）の使用の廃止 ・新しく標準化されたアプローチと基本アプローチに置き換え
アウトプットフロア	内部モデル（IMs）を使用し、フロアに対する規制を受ける金融機関の総リスク加重資産額（RWAs）が、標準アプローチ（SAs）に基づく RWAs の 72.5% を下回らないようにする集約的な「アウトプットフロア」の導入（5 年間の段階的な導入を予定）

（出所）Prudential Regulation Authority (2022) に基づいて筆者作成。

表 2 を一見すると、オペレーショナル・リスクや信用評価調整モデルにおける内部モデルの廃止というのが目立ち、全体的に内部モデルの信用を制限しようとしているようにみえる。しかしながら、ここで重要となってくるのは、アウトプットフロアの導入である。つまり、アウトプットフロアとは内部格付モデルと標準的手法とのギャップを軽減するものであった。そのギャップの埋め方として、標準的手法に基づくリスク計測を所与として、内部格付手法に基づくリスク計測にリスクを上乗せする方法もあれば、標準的手法に基づくリスク計測を精緻化して軽減する方法も考えられる。PRA のアプローチはどちらかといえば、標準的手法に基づくリスク計測を精緻化して、信用リスク計測における内部格付手法を利用しやすいように仕向けている可能性がある。たとえば、PRA は PS9/24 において信用リスク計測における標準アプローチの改訂について、リスク感応度を高めるための変更であることを説明している。標準的手

法のリスク感応度を高めるということは、標準的手法によって過大評価されていたリスクを適正化することにつながる。換言すると、標準的手法のリスク感応度を高めることは、アウトプットフロア導入の文脈では、標準的手法から内部格付手法に歩み寄るアプローチといえる。

既述のとおり、CP16/22 には市中から 126 の回答が寄せられたという。それらの回答を踏まえて公表されたのが、PS17/23 と PS9/24 である。PS17/23 も PS9/24 も英文のタイトルは CP16/22 と全く同じものとなっており、ほぼ原案である CP16/22 を踏襲したかたちであるが、以下のような場合に修正を行うという。

- ・CP16/22 がリスクを適切もしくは比例的に反映できていないという回答者の提供した根拠が示唆される場合に提案を修正するため
- ・回答者からのフィードバックが注意深くより負担の少ない代替アプローチとして利用可能な場合に政策の導入を容易にするため
- ・国際的に活動する企業が運営する場としての英国の相対的な地位を向上させるため
- ・ルールの明確さを向上させるため

基本的には回答者の示した修正案等がより適切であれば柔軟に応じるという考えである。また国際金融センターとしての地位の向上に資するかどうかも重要であり、そのためにルールを明確化する狙いもある。なお CP16/22 では 2025 年 1 月 1 日からバーゼル 3.1 を導入予定であったが、PS17/23 を公表した時点で 2025 年 7 月 1 日への延期を決め、PS9/24 の公表時点では 2026 年 1 月 1 日へと再延期している（その後、さらに 2027 年 1 月まで延期）。ただし、その分、移行期間も短縮されるため、2030 年 1 月 1 日に完全実施する方針は変更されていない。

3.2 バーゼル 3.1 の導入における論点

BOE のベイリー総裁は 2024 年 2 月 12 日のスピーチにおいて¹⁵、イギリスの主要な銀行の株主資本収益率（ROE）が金融危機以前のピーク時には約 27% であったが、金融危機後の低金利の時期には約 6% まで低下し、2023 年第 3 四半期の最新の数値では 13% であったと述べている。そして、ROE 低下のほとんどは、銀行が適切に自己資本を充実させた結果がもたらしたレバレッジの低下に起因しているという。また要求払預金の金利よりも定期預金の金利の上昇幅が大きく、その要因として純安定調達比率などの流動性規制フレームワークの作成を受けて、急激に流出する可能性の低い定期預金をより調達している、という銀行の変化も述べている。そのうえで、現在、バーゼル 3.1 を金融危機後の資本改革の最後の段階であるとしつつ、世界金融危機後のイギリス当局が銀行システムの安全性と健全性を向上させた

進歩を考慮すると、バーゼル 3.1 はイギリスの銀行の全体的な資本レベルに比較的限定的な影響にとどまると予想している。さらに、重要なのは、各国がバーゼルⅢを忠実に、過不足なく導入することであるとも述べている。

ベイリー総裁のスピーチから、現行のバーゼルⅢの下で起きているイギリス銀行部門の変化は、自己資本の充実およびレバレッジの抑制による ROE の低下（もしくは適正化）、ならびに流動性規制を背景とした定期預金の重視である。これらの変化は、短期・小口の預金で資金調達を行い、長期・大口の貸出で資産を運用する、という伝統的な銀行のビジネスモデルに対して変化をもたらし始めているといえる。そしてバーゼル 3.1 の導入は、その変化をより確実なものにしようとする動きである。さらにベイリー総裁は他国もバーゼルⅢ最終化案を厳格に適用することを求めている、ここで意識されている他国には当然 EU も含まれている。

そこで以下では、EU におけるバーゼルⅢ最終化案についてみていこう。EU におけるバーゼルⅢ最終化案は、2019 年 6 月 7 日に公布された CRD V (Capital Requirements Directive V) および CRR II (Capital Requirements Regulation II) に基づいて導入される。CRD V と CRR II の主な内容については、表 3 のとおりである。筆者の能力と紙幅の制約もあるため、複雑かつ多岐にわたる CRD V と CRR II の詳細な内容は論じることはできない。しかしながら、EU においてバーゼルⅢ最終化案を全面的に導入しようとしている一方で、EU 内での調整や小規模銀行（ひいては中小企業等）への配慮から、さまざまな緩和策もとられていることが表 3 からわかる。たとえば、「インフラへの投資に対する資本要件の新しい割引、および中小企業へのエクスポージャーに対するより寛大な資本要件の割引」というのは、中小企業等に対するエクスポージャーを自己資本比率規制におけるリスク評価について、一定額までは 25%削減し、それを超える部分も 15%削減するという措置である。こうした措置は、EU の中小企業政策と整合させる対応と考えられるが、中小企業向けエクスポージャーの本来のリスクをゆがめる対応ともいえる。またこのような形で標準的手法に基づくリスクエクスポージャーが軽減されれば、アウトプットフロアにおける先進的手法とのギャップも結果的に縮小することにもつながり、アウトプットフロアを導入する上でも有利となる点である。

表 3 EU における CRD V および CRR II の概要

項目	内容
バーゼルⅢ最終化案に関連する内容	<ul style="list-style-type: none"> すべての金融機関に対するレバレッジ比率規制、およびすべての G-SIFIs に対するレバレッジ比率バッファー NSFR 規制の導入 カウンターパーティー信用リスクと中央清算

	<p>機関へのエクスポージャーに対する資本要件の改訂ルール</p> <ul style="list-style-type: none"> 改訂されたピラー2 フレームワーク G-SIFIs およびトップティア銀行と呼ばれるその他の大規模銀行に対する強化された自己資本および適格負債 (MREL) の下位化ルール 報告目的のための新しい市場リスクフレームワーク グローバルに重要な金融機関に対する新しい全損失吸収能力 (TLAC) 要件
バーゼルⅢ最終化案に対する EU の調整	<ul style="list-style-type: none"> 一部の銀行を CRR と CRD の適用範囲から除外すること 報告および開示要件に関連する管理負担を軽減するための複数の措置、および小規模で非複雑な銀行に対する簡素化された市場リスクおよび流動性ルール インフラへの投資に対する資本要件の新しい割引、および中小企業へのエクスポージャーに対するより寛大な資本要件の割引 不良債権の処理を容易にするためと、EU の特殊性を反映するための信用リスクフレームワークへのターゲット修正
その他 EU における金融規制等	<ul style="list-style-type: none"> EU 内で重要な活動を行っている第三国金融機関が EU の中間親会社を持つことを要求する規定 更新されたマクロブルーデンスツール 環境、社会、ガバナンスの側面をブルーデンシアル規則に組み込むためのターゲット修正 マネーロンダリングに関連する強化されたブルーデンシアル規則 精算機関に対する新しいモラトリアム権限 MREL (minimum requirement for own funds and eligible liabilities) 違反の場合の配当制限 ホームホスト関連の措置

(出所) European Commission (2019) を基に筆者作成。

3.3 バーゼル最終化案をめぐるイギリスと EU との論点

本節では、ここまでイギリスと EU におけるバーゼルⅢ最終化案の導入について考察してきた。第 2 節で確認したとおり、バーゼルⅢ最終化案の実施スケジュール上、今後の大きな論点となるのはアウトプットフロアと考えられる。そこで、アウトプットフロアの導入という観点からみたイギリスと EU におけるバーゼルⅢ最終化案について、論点を整理しておきたい。まずアウトプットフロアの導入による標準的手法と内部格付け手法の調整方法の根本的なアプローチが異なる。イギリスにおいてはアウトプットフロアの導

入によって内部格付手法の利用が制約されすぎないように、標準的手法の精緻化、つまりリスク感応度の向上を目指している。ただし、小規模企業向けの融資や不動産担保融資の扱いが厳しくなるため金融業界から反発もある^{†6}。一方で、EUにおいても標準的手法を精緻化する方向は共有しているが、中小企業融資や、不動産融資、ソブリン向けエクスポージャーなどについては現状の優遇措置の維持を志向しているといえる。こうしたアプローチの違いは、イギリスとEUの規制における「同等性評価」の問題へ発展する可能性をはらんでいる。

次にバーゼル最終化案の導入時における追加的な自己資本と、既存のピラー2資本との調整も論点となる。バーゼルⅢ最終化案はアウトプットフロアの導入などもあって銀行に対して追加的な自己資本を要求することになる。一方で監督当局が個別の各金融機関に対して、現行の規制監督の下でも追加的な自己資本(ピラー2資本)を課しており、バーゼル3.1の導入による追加的な自己資本要求が二重の負担になるという懸念がある。イギリスのPRAは二重の負担とならないように調整するとしている。PRAによる試算では、イギリスではTier1資本の追加的な負担が平均約3%で済むのに対し、EUの銀行では約10%(EBAの試算)、アメリカの銀行では約16%(FRBの試算)と推定されると指摘している。ただし、この試算は当然ながら各国におけるアウトプットフロアの導入がどのように進むかに左右される。

そして最後の論点は、イギリスにとってはバーゼル3.1がEUから離脱後に初めて導入する金融規制改革となるため、国際金融センターとしてのイギリスの地位に与える影響である。イギリスは今後の一連の金融規制改革をEUから独立して設計しなおすダイナミックな規制枠組みとしたいという意志があるが、バーゼル3.1はバーゼルⅢ最終化案を他国よりも厳格に導入しようとする動きとなっている。しかしながら、イギリスの金融業界は、上記のようなアウトプットフロアの措置を含むバーゼル3.1の提案内容が、中小企業融資や不動産融資においてEUの銀行との競争上不利な影響を与えると批判している(Linklaters, 2023)。それはつまり、ロンドンの国際金融センターとしての地位に悪影響を与える可能性も含んでいるということである。

以上でみてきたように、バーゼルⅢ最終化案はアウトプットフロアの導入を軸にして、イギリスの金融機関や金融市場に大きな影響を与える可能性をはらんでいる。

4. イギリスにおけるバーゼルⅢ最終化案の導入に向けた対応状況の検証

本節では、イギリスにおけるバーゼル3.1の導入に向けた銀行の対応状況について、The Banker Databaseのデータを基にヨーロッパ各国と比較しながら検証したい^{†7}。

4.1 自己資本充実にに向けた対応状況の検証

ここではイギリスを含むヨーロッパ地域におけるバーゼルⅢが求める自己資本充実の状況について、検証してみよう。まず表4はヨーロッパ各国の銀行における規制上のコアTier1比率の達成状況をまとめたものである。ヨーロッパ全域における規制上のコアTier1比率は平均値で23.4%、中央値で17.8%となっており、いずれの数値をみてもバーゼル銀行監督委員会が求めている最低水準である7%を大きく上回る水準となっている。イギリスにおける規制上のコアTier1比率の達成状況については、平均値の30.6%は異常値の影響が強く出ているものの、中央値でみても18.9%となっており、ヨーロッパ全域よりも相対的に高い水準となっている。他の国を確認すると、スペインが平均値で15.4%、中央値で12.9%、トルコが平均値で14.6%、中央値で14.5%、イタリアが平均値で15.7%、中央値で15.2%、といった国がやや低い。またドイツとフランスというEU主要国もヨーロッパ全域の平均をやや下回っている。ただし、それでもバーゼル銀行監督委員会の求める最低水準を2倍以上も上回っている。さらにヨーロッパ全域でみても、The Banker Databaseで報告している銀行でコアTier1比率が7%を下回っている銀行は皆無である。ヨーロッパ諸国の金融機関はコアTier1比率については、既に達成している状況であるといえる。

表4 ヨーロッパ各国の銀行における規制上のコアTier1比率の対応状況

国名	銀行数	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
Andorra	1	15.4	15.4	15.4	15.4	
Austria	23	17.0	16.2	12.5	28.3	3.49
Belgium	6	21.7	18.7	14.1	40.4	9.56
Cyprus	8	19.0	17.9	15.1	27.3	4.04
Denmark	11	20.4	18.9	15.2	35.4	5.69
Finland	5	15.4	17.0	10.8	18.7	3.28
France	6	17.0	16.8	14.7	19.6	2.02
Germany	33	19.9	16.6	11.2	86.8	13.57
Greece	6	46.6	14.9	11.3	208.6	79.41
Iceland	4	20.4	19.9	18.8	22.9	1.97
Ireland	7	23.4	17.9	16.1	38.6	9.49
Italy	22	15.7	15.2	11.0	21.9	3.05
Liechtenstein	4	19.4	19.4	17.3	21.7	1.83
Luxembourg	12	21.6	23.0	10.9	31.6	6.75
Malta	11	18.6	17.8	13.4	34.9	5.89
Netherlands	16	21.1	19.2	12.6	38.3	7.33
Norway	10	18.1	18.0	17.1	19.5	0.76
Spain	13	15.4	12.9	9.7	30.8	5.66
Sweden	10	17.1	17.4	12.3	24.4	3.58
Switzerland	54	21.6	18.2	10.0	55.8	8.96
Turkey	6	14.6	14.5	10.0	19.9	4.03
UK	140	30.6	18.9	10.3	776.3	66.79
合計	416	23.4	17.8	9.7	776.3	40.57

(出所) The Banker Database を基に筆者作成。

続いて表5でヨーロッパ各国の金融機関におけるレバレッジ比率規制の対応状況について、資本／資産比率で確認してみよう。ヨーロッパ全域における資本／資産比率は平均値で10.0%、中央値で7.3%となっており、いずれの数

値をみてもバーゼル銀行監督委員会が求めている最低水準である 3%に対して 2 倍以上の水準となっている。イギリスにおける資本／資産比率については、平均値の 13.0%は異常値の影響が強く出ているものの、中央値でみても 7.7%となっており、ヨーロッパ全域の平均値や中央値よりも若干高い水準となっている。他の国を確認すると、フランスの平均値で 4.7%、中央値で 4.3%という数値の低さが目立つ。なお資本／資産比率が 3%を下回っている銀行は、フランス、イタリア、オランダ、スイス、イギリスの 5 か国で、計 9 行であった。バランスシート上の資本／資産比率と規制上のレバレッジ比率は必ずしも一致しないが、レバレッジを利かせたビジネスモデルからの転換は、コア Tier1 比率の充実よりも時間がかかるのかもしれない。

表 5 ヨーロッパ各国の銀行における資本／資産比率の対応状況

国名	銀行数	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
Andorra	1	6.5	6.5	6.5	6.5	
Austria	24	9.0	8.2	4.7	19.6	3.65
Belgium	8	6.1	6.1	4.0	10.3	1.96
Cyprus	8	8.4	7.4	5.8	14.3	2.67
Denmark	11	8.3	6.3	4.5	16.1	3.88
Finland	5	5.6	5.0	3.2	7.9	1.93
France	9	4.7	4.3	2.0	9.1	1.90
Germany	36	8.7	6.2	3.3	33.1	6.81
Greece	6	9.6	7.5	5.8	22.6	6.43
Iceland	4	12.4	12.4	9.5	15.2	2.33
Ireland	8	10.4	9.2	5.1	17.7	4.66
Italy	26	6.2	5.6	2.5	11.5	2.23
Liechtenstein	4	6.5	7.1	3.6	8.3	2.04
Luxembourg	15	9.5	9.2	4.4	24.3	5.76
Malta	11	8.7	7.4	4.5	20.2	4.55
Netherlands	18	6.2	5.6	0.3	13.4	3.41
Norway	10	9.5	9.6	6.4	13.0	2.28
Portugal	10	9.0	7.3	5.2	19.6	4.73
Spain	15	5.5	5.4	4.2	7.9	0.99
Sweden	10	6.3	5.1	4.0	10.8	2.40
Switzerland	59	10.4	7.7	2.9	58.6	9.61
Turkey	13	10.0	9.3	7.2	13.1	2.17
UK	158	13.0	7.7	1.0	88.4	16.24
合計	469	10.0	7.3	0.3	88.4	10.74

(出所) The Banker Database を基に筆者作成。

以上のように、コア Tier1 比率と資本／資産比率でみたヨーロッパにおける自己資本充実は概ね達成できている状況である。イギリスはコア Tier1 比率と資本／資産比率の両面で相対的に高い水準を達成している。一方で、EU の主要国であるフランスやスペイン、オランダでは資本／資産比率において規制水準は十分クリアーしているもの、ヨーロッパ地域において相対的に低い水準にとどまっている。

4.2 流動性充実に向けた対応状況の検証

続いて流動性カバレッジ比率と純安定調達比率というバーゼルⅢから導入された流動性充実について、ヨーロッパ地域の状況を確認してみよう。表 6 はヨーロッパ各国の

銀行における流動性カバレッジ比率の達成状況をまとめたものである。ヨーロッパ全域における流動性カバレッジ比率は平均値で 296.34 %、中央値で 210.0%となっており、いずれの数値もバーゼル銀行監督委員会が求めている最低水準である 100%を大きく上回っている。イギリスにおける流動性カバレッジ比率の達成状況については、平均値の 407.0%は異常値の影響が非常に強く出ているものの、中央値でみても 265.3%となっており、ヨーロッパ全域よりも高い水準となっている。他の国を確認すると、平均値と中央値の双方で相対的な低さが目立つのは、ベルギー、フィンランド、フランス、トルコといった国である。逆に平均値や中央値の高さで目立つのが、キプロス、デンマーク、マルタ、ポルトガルといった国である。なお流動性カバレッジ比率が 100%未満であったのは、イギリスの 1 行のみであった^{†8}。ただし、流動性カバレッジ比率については The Banker Database においても、かなり欠損値が多く 471 行中 385 行しか掲載されていなかった。流動性カバレッジ比率への対応や進捗状況については、国あるいは銀行ごとの対応に大きなばらつきがあるようである。

表 6 ヨーロッパ各国の金融機関における流動性カバレッジ比率の達成状況

国名	銀行数	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
Andorra	1	157.7	157.7	157.7	157.7	
Austria	20	206.0	172.1	118.8	591.1	106.37
Belgium	5	162.0	173.0	126.0	181.8	23.10
Cyprus	7	318.2	281.0	191.7	544.4	127.95
Denmark	11	308.2	254.0	170.0	901.2	204.97
Finland	5	174.7	165.0	144.0	217.0	27.41
France	6	169.6	157.4	147.0	232.0	31.23
Germany	30	218.9	170.2	126.4	612.7	116.74
Greece	6	185.2	177.5	135.0	259.2	42.41
Iceland	4	204.3	181.5	134.0	320.0	82.61
Ireland	6	197.1	193.0	146.8	251.0	35.79
Italy	18	266.0	195.7	161.0	786.9	162.98
Liechtenstein	4	199.2	201.0	162.2	232.6	36.79
Luxembourg	12	242.2	164.6	133.9	838.9	198.01
Malta	11	426.6	325.0	127.6	1013.5	280.42
Netherlands	15	266.0	211.0	144.0	753.8	161.59
Norway	10	182.1	171.0	146.0	263.0	38.81
Portugal	8	400.1	272.8	210.0	1212.4	341.75
Spain	11	252.1	234.0	181.4	414.7	68.00
Sweden	9	228.7	248.0	140.0	304.7	61.53
Switzerland	53	227.3	170.0	123.0	1362.0	195.05
Turkey	6	171.4	167.0	151.5	197.6	18.02
UK	127	407.0	265.3	59.0	2983.0	462.25
合計	385	296.3	210.0	59.0	2983.0	307.42

(出所) The Banker Database を基に筆者作成。

次に表 7 でヨーロッパ各国の銀行における純安定調達比率の達成状況を検証してみよう。ヨーロッパ全域における純安定調達比率は平均値で 173.8%、中央値で 139.6%となっており、いずれの数値もバーゼル銀行監督委員会が求めている最低水準である 100%を上回っている。イギリスにおける純安定調達比率の達成状況については、やはり平均値の 229.80%は異常値の影響が非常に強く出ているものの、中央

値でみても 151.8%となっており、ヨーロッパ全域よりも高い水準となっている。他の国を確認すると、平均値と中央値の双方で相対的な低いのは、フィンランド、フランス、ドイツ、アイスランド、ノルウェー、スウェーデンといった国である。逆に平均値や中央値が高いのは、キプロス、アイルランド、リヒテンシュタイン、マルタといった国である。なお純安定調達比率が 100%未満となっている金融機関はなかった。ただし、流動性カバレッジ比率と同様に純安定調達比率についても The Banker Database において、かなり欠損値が多く 471 行中 334 行しか掲載されていなかった。純安定調達比率については未対応の金融機関がまだ一定数存在し、公表を控えているのかもしれない。

表 7 ヨーロッパ各国の銀行における純安定調達比率の達成状況

国名	銀行数	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
Austria	17	129.8	129.0	103.1	174.6	19.09
Belgium	5	144.6	142.8	119.0	163.1	18.92
Cyprus	7	184.9	184.0	164.0	209.9	18.52
Denmark	9	157.2	132.0	123.0	282.9	54.34
Finland	5	129.5	126.0	118.7	151.4	13.02
France	6	122.3	119.9	106.3	141.0	11.76
Germany	29	139.0	122.3	106.8	447.5	63.46
Greece	6	188.5	132.5	108.4	491.4	148.96
Iceland	4	123.4	118.5	116.6	140.0	11.11
Ireland	6	156.9	156.6	149.0	164.0	6.20
Italy	18	149.6	130.5	116.3	352.8	55.32
Liechtenstein	4	174.5	174.7	158.4	190.2	16.98
Luxembourg	8	135.6	124.2	115.7	199.0	27.11
Malta	11	183.4	139.8	100.2	417.2	91.75
Netherlands	13	150.7	141.0	108.5	226.0	31.61
Norway	8	122.0	123.0	112.0	130.0	6.48
Portugal	8	142.7	136.1	113.0	182.6	24.02
Spain	11	168.1	143.0	119.9	361.9	68.96
Sweden	9	123.1	123.7	112.0	133.0	6.89
Switzerland	46	152.2	142.2	115.0	250.0	31.49
UK	104	229.8	151.8	111.0	5429.2	529.45
合計	334	173.8	139.6	100.2	5429.2	299.78

(出所) The Banker Database を基に筆者作成。

以上、現行のバーゼルⅢにおける流動性充実に対する対応状況について検証した。流動性カバレッジ比率および純安定調達比率について、イギリスは高い水準で対応できていた。一方で、EU 主要国であるフランスは流動性カバレッジ比率および純安定調達比率について、最低水準は十分にクリアできているものの、ヨーロッパ全域と比較してやや低い水準にとどまっていた。ドイツも純安定調達比率については相対的に低い水準にとどまっている。こうしたイギリスと EU 主要国であるフランス・ドイツとの流動性充実の違いは、バーゼルⅢ最終化案への対応にも影響する可能性がある。

表 1 で確認したとおり、バーゼルⅢ最終化案の導入スケジュールでは流動性カバレッジ比率は 2017 年から、純安定調達比率は 2018 年からそれぞれ導入されており、比較的新

しい規制比率である。流動性カバレッジ比率と純安定調達比率はいずれも最低水準が 100%と設定されているが、金融市場にストレスがかかる状況で適切に機能する規制なのかについては定かではなく、今後も継続的に検証する必要がある。

4.3 イギリスと EU の主要な指標の比較

本節はここまでイギリスにおけるバーゼルⅢの主要な規制比率の達成状況について、ヨーロッパ各国と比較しながら検証してきた。ここでは今後のイギリスのバーゼル 3.1 の導入に向けて、EU の同等性評価の問題と、アウトプットフロアの導入について、データから検証してみたい。そのため、EU 圏内の銀行を一つのグループとして、イギリスの銀行グループとの比較を試みたい。なお対象となる EU の銀行は 220 行であり、イギリスは引き続き 158 行が分析の対象となる。

表 8 バーゼルⅢの主要比率等のイギリスと EU との平均差の検定結果

主要指標	地域	度数	平均値	標準偏差	平均値の標準誤差
BIS Capital Adequacy Ratio (Core Tier1 %) †	EU	197	19.451	15.5211	1.1058
	UK	140	30.588	66.7866	5.6445
Capital Assets Ratio ***	EU	220	7.703	4.4665	0.3011
	UK	158	13.019	16.2387	1.2919
Liquidity Coverage Ratio ***	EU	180	253.935	165.4824	12.3343
	UK	127	407.047	462.2508	41.0181
Net Stable Funding Ratio	EU	168	148.664	55.9750	4.3186
	UK	104	229.766	529.4484	51.9167
Return on Equity	EU	220	5.100	15.7862	1.0643
	UK	158	3.299	36.6622	2.9167

注) イギリスと EU の数値について独立したサンプルの t 検定(両側)を行った。なお、***:p<0.001, †:p<.01 である。

(出所) The Banker Database を基に筆者作成。

まず表 8 はバーゼルⅢの主要規制指標および ROE について、平均差の検定(独立したサンプルの t 検定)結果をまとめたものである。表 8 のとおり、イギリスと EU を比較すると、コア Tier1 比率、資本／資産比率、流動性カバレッジ比率、純安定調達比率というすべての規制指標においてイギリスの数値の方が高くなっている。それらの結果、とりわけ資本／資産比率の違いが大きいと思われるが、ROE の数値は EU の銀行の方が高い結果となっている。高い規制水準を達成しているイギリスの銀行が、収益性の面で不利な影響を受けている可能性がみとれる。ただし、統計的に有意な差が認められたのは、コア Tier1 比率(10%水準)、資本／資産比率(0.1%水準)、流動性カバレッジ比率(0.1%水準)という 3 つの指標であった。現時点では、純安定調達比率への対応状況についてイギリスと EU の間には統計的に有

意な差は認められず、ROE に関してもイギリスが EU に対して有意に低いともいえず、継続的な検証を行う必要がある。

次にアウトプットフロアについてであるが、各銀行における先進的手法と標準的手法の差を直接的に検証することは困難である。そのため、本稿では The Banker Database のデータにおける自己資本比率規制上のリスクウェイト付け資産の数値を使って、各銀行が抱えているリスクの状況について、イギリスと EU との比較を行う。表 9 は各銀行のバランスシート上の総資産に対する自己資本比率計測上のリスク資産の割合について、イギリスと EU との違いを検証したものである。表 9 のとおり、総資産に対するリスク資産の割合は、総リスク資産、信用リスク資産、市場リスク資産といういずれでも、イギリスの方が EU よりも若干ながら高い数値となっている。総資産に対するリスク資産の割合が高いということは、バランスシート上の総資産と、規制上の自己資本比率計測時のリスク資産とのギャップがイギリスの方が小さいということを意味する。これらのギャップの違いが、そのままアウトプットフロアの導入時に影響を受けるわけではないであろうが、EU の方がリスクウェイト設定の恩恵を被っている可能性がある。ただし、イギリスと EU との間に統計的に有意な差は認められなかった。

表 9 総資産に対するリスク資産

総資産に対する規制上のリスク資産	地域	度数	平均値	標準偏差	平均値の標準誤差
Total Risk-Weighted Assets	EU	204	40.832%	19.2348%	1.3467%
	UK	145	43.163%	21.7179%	1.8036%
Credit Risk-Weighted Assets	EU	168	35.509%	16.2275%	1.2520%
	UK	128	36.201%	18.6793%	1.6510%
Market Risk-Weighted Assets	EU	127	1.390%	2.6999%	0.2396%
	UK	45	1.951%	3.7861%	0.5644%

- (注1) 各金融機関のリスク資産についてデータのないものはその都度除外している。
- (注2) それぞれのリスク資産の割合について独立したサンプルの t 検定 (両側) を行ったが、統計的に有意な差が認められたものなかった。
- (出所) The Banker Database を基に筆者作成。

表 9 では統計的に有意な差こそ認められなかったものの、バランスシート上の総資産と規制上の自己資本比率計測時のリスク資産とのギャップがイギリスの方が小さかった。それでは、イギリスと EU の銀行との間で総資産とリスク資産とのギャップはどのように生まれているのであろうか。表 10 はイギリスと EU の銀行について、総資産に占める貸出先の割合の違いを検証したものである。表 10 のとおり、金融機関向けとリテール向けの貸出の割合についてはイギリスの方が高く、法人向けと公的機関向けの貸出の割合に

ついては EU の方が高かった。特にリテール向けと法人向けの貸出における違いは顕著である。なお、銀行の貸出先の割合に関してイギリスと EU には、リテール向け貸出の割合については 0.1% 水準、法人向け貸出の割合については 1%、金融機関向け貸出の割合については 10% 水準でそれぞれ統計的に有意な差が認められた。

アウトプットフロアの導入に向けた標準的手法におけるリスク計測の精緻化という点でみると、イギリスでは法人向けや公的部門向けエクスポージャーの標準的手法におけるリスクウェイトが高く設定されても影響は相対的に小さいが、リテール向けのエクスポージャーのリスクウェイトが高く設定された場合は影響が非常に大きい。これに対し、EU においては法人向けエクスポージャーの標準的手法におけるリスクウェイトが高くなってしまうと、相対的に大きな影響を受ける。EU としても域内各国の政策的な調整から、CRD V および CRR II の下でも、中小企業向けエクスポージャーのリスク評価について軽減措置を維持したいであろう。一方で、イギリス国内においてバーゼルⅢ最終化案を厳格に適用しようとするバーゼル 3.1 が、EU 銀行との競争上不利であるとの批判が出てくる背景にもなっている。

表 10 総資産に対する貸出先の割合

総資産に対する貸出先	地域	度数	平均値	標準偏差	平均値の標準誤差
Loans and Advances to Financial Institutions †	EU	199	8.065%	12.0515%	0.8543%
	UK	139	11.552%	19.1353%	1.6230%
Loans and Advances to Corporate Customers **	EU	151	26.596%	16.5736%	1.3487%
	UK	74	19.002%	21.6030%	2.5113%
Loans and Advances to Public Institutions	EU	108	3.905%	8.4005%	0.8083%
	UK	13	2.933%	4.2057%	1.1664%
Loans and Advances to Retail Customers ***	EU	146	30.479%	21.1189%	1.7478%
	UK	98	51.070%	30.5948%	3.0905%

- (注1) 各金融機関の貸出先についてデータのないものはその都度除外している。
- (注2) それぞれの貸出先の割合について独立したサンプルの t 検定 (両側) を行った。なお、***: $p < 0.001$ 、**: $p < 0.01$ 、†: $p < 0.01$ である。
- (出所) The Banker Database を基に筆者作成。

5. むすびにかえて

本稿では、イギリスにおけるバーゼルⅢ最終化案として現在導入に向けて動いているバーゼル 3.1 について、The Banker Database のデータに基づいてヨーロッパ各国と比較しながら、対応状況などを検証してきた。イギリスにおいてはバーゼルⅢ最終化案で重視されているコア Tier1 比率、資本／資産比率、流動性カバレッジ比率、および純安定調達比率という 4 つの主要な規制指標について、いずれも相対的に高い水準を達成していた。一方で、EU の主要国であるフ

ランスはいずれの規制指標も最低水準は十分にクリアしているものの、ヨーロッパ各国と比較しても相対的に低い水準にとどまっていた。こうしたことはイギリスにおけるバーゼル 3.1 と、EU における CRD V および CRR II との違いにも表れている可能性が示唆される。そこで、イギリスの銀行と EU の銀行との違いを検証したところ、コア Tier1 比率、資本／資産比率、および流動性カバレッジ比率という 3 つの指標について、イギリスの銀行の方が有意に高いことが示された。さらに今後のアウトプットフロアの導入に向けて、銀行の貸出先の割合について検証したところ、金融機関向けとリテール向けの貸出の割合はイギリスの方が有意に高い一方で、法人向け貸出の割合は EU の方が有意に高かった。このような貸出先の構成比の違いは、バーゼルⅢ最終化案における標準的手法のリスク計測、特に中小企業向けのエクスポージャーの扱いにも影響を与えているものと思われる。

バーゼルⅢは一連の金融危機への反省から成立した金融規制強化案であるが、最終的にまとまったバーゼルⅢ最終化案は、質と量の両面での自己資本充実や、レバレッジの抑制、流動性充実といった内容から構成されており、伝統的な銀行業務に対して大きな制約を加える可能性がある。さらにアウトプットフロアの導入は、リスク計測において先進的手法によるリスクの過小評価を制約する一方で、標準的手法と比較すると先進的手法の方が自己資本算定上のリスクを軽減できる効果もあって、今後の銀行業務に影響を与えうる。イギリスの銀行によるリテール向けの貸出の割合が EU と比較して有意に高いのは、もとよりイギリスの銀行がリテール業務に力を入れていたという背景もあるが、バーゼル 3.1 がそうした傾向をさらに強める可能性もある。またその結果として、EU における CRD V および CRR II との乖離が生じ、金融規制に関する同等性評価の問題とならう。バーゼルⅢ最終化案の導入をめぐるイギリスと EU との駆け引き等が、その過程において銀行業務ひいては金融市場にどのような変化をもたらすのかについて、今後も継続的に注視する必要がある。

謝 辞

本稿は 2024 年 2 月 17 日に開催された信用理論研究学会西日本・関西合同部会における研究報告「イギリスにおけるバーゼル 3.1 をめぐる動き」、および 2024 年 3 月 20 日に開催された関西 EU 研究会における研究報告「バーゼルⅢ最終化案をめぐるイギリスと EU の論点の検証」の内容を加筆修正したものである。両研究会に参加された先生方からいただいた多くの質問や助言のおかげで、本稿の内容は飛躍的に改善された。先生方のお名前は列挙しきれないが、ここに記して感謝したい。なお本稿において誤りがあればすべて筆者の責任である。

(2025.3.17 投稿, 2025.5.19 受理)

文 献

- 池尾和人 (2006) 『開発主義の暴走と保身—金融システムと平成経済—』 NTT 出版。
- 斉藤美彦 (2020) 「リングフェンス銀行の形成と経営」『証研レポート』 1721 号、pp.34-46。
- 秀島弘高 (2021) 『バーゼル委員会の舞台裏—国際的な金融規制はいかに作られるか』 金融財政事情研究会。
- 宮内惇至 (2015) 『金融危機とバーゼル規制の経済学—リスク管理から見る金融システム』 勁草書房。
- 渡部訓 (2012) 『バーゼルプロセス—金融システム安定への挑戦』 蒼天社出版。
- Aiyar, S., C. W. Calomiris, and T. Wieladek, (2015), “Bank Capital Regulation: Theory, Empirics, and Policy,” *IMF Economic Review*, Vol.63, No.4, pp.955-983.
- Bace, E., (2016), “Bank profitability: Liquidity, capital and asset quality,” *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, Vol.9, No.4, pp.327-331.
- Baily, A., (2024), “Loughborough lecture: Banking today - speech by Andrew Bailey,” (<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2024/february/andrew-bailey-lecture-at-loughborough-university>(2024 年 2 月 13 日閲覧)。
- Basel Committee on Banking Supervision, (2017), “Basel III transitional arrangements, 2017-2028,” (https://www.bis.org/bcbs/basel3/b3_trans_arr_1728.pdf(2024 年 1 月 15 日閲覧))。
- , (2017) , “Basel III: Finalising post-crisis reforms,” Bank for International Settlements.
- Britton, K., L. Dawkes, S. Debbage, and T. Idris, (2016), “Ring-fencing: what is it and how will it affect banks and their customers?” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol.56, No.4, pp.164-172.
- Casu, B., F. di Pietro, and A. Trujillo-Ponce, (2019), “Liquidity Creation and Bank Capital,” *Journal of Financial Services Research*, No.56, pp.307-340.
- European Commission, (2019), “Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRR II/CRD V) and resolution (BRRD/SRM),” (2024 年 3 月 27 日閲覧)
- Fratianne, M. and J. C. Pattison, (2015), “Basel III in Reality,” *Journal of Economic Integration*, Vol.30, No.1, pp.1-28.
- G’omez, F. and J. Ponce, (2019), “Regulation and Bankers’ Incentives,” *Journal of Financial Services Research*, No.56, pp.209-227.
- Linklaters, (2023), “PRA proposals in respect of the UK implementation of Basel 3.1: Key revisions and market impact,”

(<https://www.linklaters.com/en/insights/publications/2023/january/uk-proposals-on-basel-3-1-basel-iv> (2024 年 2 月 7 日閲覧))

- Meeks, R., (2017), “Capital regulation and the macroeconomy; Empirical evidence and macroprudential policy,” *European Economic Review*, No.95, pp.125-141.
- Parker, G., J. Brunsden, and M. Dickie, (2021), “EU ‘not punishing’ UK financial sector, London envoy insists,” *The Financial Times*, 20th January 2021. (<https://www.ft.com/content/d6dd6f88-410e-4ced-923d-dc01b29dcb6f> (2021 年 2 月 12 日閲覧))
- Prudential Regulation Authority, (2022), “Implementation of the Basel 3.1 standards”, Consultation paper 16/22, Bank of England.
- , (2023), “Implementation of the Basel 3.1 standards”, Policy statement 17/23, Bank of England.
- , (2024), “Implementation of the Basel 3.1 standards”, Policy statement 9/24, Bank of England.
- Scip, A., C. Girardone, and S. Miani, (2017), “Large EU banks’ capital and liquidity: Relationship and impact on credit default swap spreads,” *The British Accounting Review*, No.51, pp.438-461.

† 注

- †1 以下のバーゼルⅢ最終化案の詳細については、Basel Committee on Banking Supervision (2017) を参照されたい。
- †2 金融規制体系、銀行の資産選択、および自己資本比率規制の関係については、池尾 (2006) を参照されたい。
- †3 イギリスが果たした役割に関して、バーゼルⅠについては渡部 (2012)、バーゼルⅢについては秀島 (2021) をそれぞれ参照されたい。
- †4 リテールリングフェンスについては Britton *et al.* (2016) や、齊藤 (2020) を参照されたい。
- †5 以下の詳細については Bailey (2024) の内容に基づいている。
- †6 詳細については Linklaters (2023) を参照されたい。
- †7 The Banker Database ではヨーロッパ地域 (イギリスなど EU 域外の国も含む) の銀行のデータとして 625 行が入手可能であるが、本稿執筆時点で各金融機関の最新データとして、2022 年もしくは 2023 年のデータを入手できたのは 471 行であった。ただし、各指標には欠損値が存在する。
- †8 該当するのは Sonali Bangladesh UK である。Sonali Bank Ltd はバングラデッシュの国有銀行であり、Sonali Bangladesh UK はイギリス国内におけるバングラデッシュ人コミュニティ向けにサービスを展開するなど、通常の商業銀行とはやや性格が異なる。詳細につ

いては Sonali Bangladesh UK の HP (<https://sbuk.com/about/>) を参照されたい。

Abstract

In the UK, the implementation of Basel 3.1 is currently underway as part of the finalization of Basel III. This paper examines the UK’s response in comparison to various European countries based on data from The Banker Database. The analysis reveals significant differences between UK and EU banks, demonstrating that UK banks exhibit notably higher values in three key metrics: Core Tier 1 Ratio, Capital Assets Ratio, and Liquidity Coverage Ratio. Furthermore, an examination of the composition of bank lending indicates that the proportion of loans and advances to retail customers is significantly higher in the UK, while the share of loans and advances to corporate customers is significantly greater in the EU. These differences in lending composition may potentially impact risk measurement methodologies associated with the Standardized Approach during the implementation of the Output Floor.

The Basis of Capitalization in the Age of Monopoly: Thorstein Veblen's Intellectual Formation of the Capitalization Theory

Yoichi Kawanami (Shimonoseki City University)

Abstract

Veblen's theory on loan credit centers on capitalizing earning capacity and credit expansion. Observing American capitalism in his time, Veblen highlighted how competition among enterprises, driven by large-scale, machine-based industry leads to differential gains. The ability to generate such gains constitutes an intangible asset contributing to an enterprise's earning capacity. Monopolistic enterprises, advertising, and collaboration with financial actors enable the profit acquisition and expand the financial sector, which diverges from industrial enterprises in capitalist economies. This study explores Veblen's reasoning behind capitalizing earning capacity, relating it to the socioeconomic basis of capitalism as he observed it.

Keywords

Veblen, Machine Process, Business Enterprise, Differential Gain, Earning Capacity, Loan Credit, Capitalization, Goodwill

Acknowledgments

This study is partly supported by the Japan Society for the Promotion of Science (JSPS) KAKENHI Grant (Principal Investigator: Yoichi Kawanami, Grant Number: 23K01322, Research Topic: "A Historical Study of Theoretical Perspectives on the Formation and Establishment of the Concept of 'Earning Capacity' in the U.S. Financial System"). I am deeply grateful to the editorial committee for its considerable support regarding the procedures involved in the submission of this article.

Table of Contents

1. Introduction
 - 1.1 Issues and Research Perspectives
 - 1.2 Survey of the Research History
2. Veblen and American Capitalism
 - 2.1 Veblen's Interpretation of the Machine Process
 - 2.2 The Capitalist System and the Machine Process
 - 2.3 The Concept of the Interstitial Area in Industrial Processes
3. Veblen's Understanding of Business Enterprise
 - 3.1 Business Enterprises in Machine-Based Industry
 - 3.2 Business Enterprise and Differential Gain
4. Business Enterprise and Goodwill
 - 4.1 Business Enterprise and Monopoly
 - 4.2 The Role of Business Enterprise and Advertising
5. Conclusion

1. Introduction

1.1 Issues and Research Perspectives

Thorstein Veblen (1857–1929), an economist active from the late 19th to early 20th century, analyzed American capitalism from a unique perspective, distinguishing it from the developments seen in Britain and continental Europe. While Britain established a colonial empire in the 19th century and entered a period of economic depression by the 1870s, the United States was in the process of forming an extensive domestic market centered around its railway network. By the late 19th century, demand was emerging for essential goods in addition to relatively expensive consumer goods, including clothing, sewing machines, and luxury books.¹ Automobile manufacturing began in the 20th century. Though initially expensive durable goods, a combination of improved productivity and increased sales volume gradually reduced the prices of automobiles, accelerating their adoption. A distinctive phenomenon of this period was the rise of consumers as economic agents demanding a variety of consumer goods, including durable goods, within the market economy.² Veblen, a keen observer of reality, sought to incorporate this emerging consumer class into his economic analysis. He viewed consumption not only as a means of satisfying material needs but also as a conspicuous social act. Evident in *The Theory of the Leisure Class*,³ this perspective became a defining feature of his economic thought.

Another crucial aspect of American capitalism during Veblen's time was the emergence of monopolistic capital in the heavy chemical industry, characterized by large-scale fixed capital investment and intense competition. Veblen conceptualized the key economic actors in this competition as business enterprises, whose primary objective was the pursuit of "pecuniary profit". In *The Theory of Business Enterprise*,⁴ he identified loan credit as a vital mechanism enabling these enterprises to achieve their objectives. He meticulously observed the conditions facilitating loan credit expansion, including the formation of vast capital markets, the role of investment banks, and the activities of financial promoters.

In a previous article, I analyzed the mechanisms of loan credit expansion and corporate capital accumulation based on the capitalization of earnings capacity in Veblen's theory. At the core of this theoretical framework is the idea that the differential gains generated by business enterprises establish themselves as intangible assets, which, in turn, can be used as collateral to secure even greater access to credit.

¹ On this point, E.R.A. Seligman points out that from the late 19th century, various durable consumer goods, including books, clothing, sewing machines, and furniture, became available for installment sales. However, the financial system for installment sales was not fully established until the 1920s. cf., Seligman (1927), pp. 56–59, 75–77.

² Regarding changes in everyday life from the 1870s onward, Gordon (2016) vividly depicts these developments.

³ Cf., Veblen, T. (1899, 1994 Rep.), in *The Collected Works of Thorstein Veblen*, Vol. I. (*The Theory of Leisure Class*), Routledge/Thoemmes Press. When citing Veblen's articles or books included in this Collected Edition, refer to *The Collected Works* Vol. I–X and, when necessary, indicate the title of the article or book, the volume and page number. In addition, hereafter, only the year of publication of the Collected Works will be indicated.

⁴ Veblen, T. (1904, 1994 Rep.), in *The Collected Works of Thorstein Veblen*, Vol. II (*The Theory of Business Enterprise*). Note that in this collected work, terms used by Veblen should be enclosed in double quotation marks when quoted.

However, while my prior study demonstrated that the capitalization of earning capacity is central to Veblen's loan credit theory,⁵ it did not sufficiently explore the socioeconomic foundations from which differential gains arise in a capitalist economy. In other words, it remains unclear why the unique phenomenon of earning capacity capitalization emerged specifically under American capitalism, as observed by Veblen. To address this gap, this article further examines Veblen's views on the social and economic foundations that give rise to differential gains in the first place. This is the primary objective of the present study.

1.2 Survey of Research History

Thorstein Veblen primarily focuses on diverse issues pertaining to human behavior, institutions, and culture within the context of American capitalism in the late 19th and early 20th centuries, analyzing them through broad perspectives spanning economics, sociology, and philosophy. This article addresses the economic bases underlying Veblen's theory of loan credit and the capitalization of earning capacity, both of which are central themes in his representative work, *The Theory of Business Enterprise*. I previously conducted a detailed survey of existing research on Veblen's loan credit theory, particularly his theory of the capitalization of earning capacity. Accordingly, this article aims to build upon that earlier survey by conducting a more narrowly focused examination of specific aspects of the loan credit theme.

A central concern here is how Veblen perceives the economic basis from which the capitalization of earning capacity emerges. Thus, the present survey focuses on previous research concerning Veblen's perception of the historical context and his views on capitalism. By identifying underexplored elements in previous studies, this approach seeks to further clarify the distinctive characteristics of Veblen's theoretical contributions.

First, this article outlines existing research on Veblen's theory of loan credit, which has been examined from a variety of perspectives. One of the principal issues in evaluating Veblen's theory is explicating the mechanism through which a corporation's ability to generate differential gains becomes fixed as earning capacity, thereby forming the basis for credit creation. Numerous scholars have recognized that the core of Veblen's loan credit theory lies in the capitalization of earning capacity.⁶ Several studies have highlighted how intangible assets, such as goodwill, function as collateral and generate credit based on anticipated earning capacity rather than tangible assets. These studies often link this credit expansion mechanism to theories of economic crisis or the dynamics of mergers and acquisitions, identifying this link as a hallmark of Veblen's thought.

The primary focus of this article is to investigate how Veblen understood the economic foundations that gave rise to phenomena such as the capitalization of earning capacity. Specifically, it surveys prior research from the perspective of how Veblen perceived American capitalism during the late 19th and early 20th centuries,

⁵ Cf., Kawanami (2024).

⁶ Recognizing the relevance of issues such as credit expansion, financial crises, and corporate mergers and acquisitions, the following studies identify the core of Veblen's argument as the capitalization of earning capacity: cf. Hake and King (2002); Raines and Leathers (1992); Hake (1998); Davanzati and Pacella (2014); Baskoy (2003); Cornehl (2004); Hake (2004). For the specific content of these studies, see Kawanami (2024), pp. 5–7.

a period he personally observed. This survey pays particular attention to three aspects that exemplify Veblen's unique analytical viewpoint.

First, we examine how Veblen conceptualized monopoly and the behavior of monopolistic enterprises. Hake (1998) emphasizes Veblen's theory of the capitalization of earning capacity as representing a form of financial innovation, as it enabled the expansion of corporate capital through increased credit utilization. Furthermore, by supporting large-scale corporate mergers, this financial innovation contributed to the restructuring of industrial organizations during the monopoly era. During this period, advances in production technology and the national expansion of transportation networks facilitated the emergence of nationwide business operations and domestic market integration. In the face of intensifying competition, horizontal integration among firms seeking national reach became inevitable. Hake recognizes the validity of Veblen's theory in explaining both industrial restructuring and the nationalization of corporate activity.⁷

Medlen (2017) evaluates Veblen as having partially adopted the framework of J. A. Hobson's monopoly theory, arguing that monopoly power increases discounted expected income, thereby restraining the obsolescence of capital equipment.⁸ Medlen interprets Veblen as positioning monopoly as a source of differential gains or discounted expected income. This study highlights Veblen's recognition of the inseparability of monopoly power and income generation as a crucial insight.

Second, we turn to Veblen's view that the pursuit of pecuniary profit by business enterprises was a defining characteristic of American capitalism.

Raines and Leathers (1992) argue that the core of Veblen's theory of financial markets is the idea that profit-seeking enterprises aim to maximize pecuniary gains and intensify competition amid technological innovation, and that globalization triggers financial innovations while destabilizing financial markets. In contrast to Veblen's skeptical view, Raines and Leathers (1002) acknowledge that the financial system itself evolves, and that, although stabilization may require taxation and regulations, financial institutions can also steer the system toward greater stability.

Argitis (2016) characterizes Veblen's view of finance and financial markets as mechanisms linking liquidity (i.e., credit) and the financial structure of effective demand with the pursuit of pecuniary gain and accumulation of intangible capital. Central to Veblen's argument is the theory of "divergence"—a mechanism whereby the evaluation of future earning capacity is effectively treated as collateral, leading to credit expansion and highly leveraged financial structures. Argitis also emphasizes that manipulation of market expectations, along with the valuation of earnings capacity and goodwill—often involving fraud or deceptive practices—were integral components of this mechanism.

Davanzati and Pacella (2014) compare the views of Veblen and J. B. Clark on capital and the labor market in the early 20th century, highlighting Veblen's distinctiveness in contrast to Clark, a central figure in the rise of neoclassical economics in the United States. Grounded in the concept of marginal productivity, Clark views equilibrium real wages in perfectly competitive markets as just. In contrast, Veblen conceives of capital not only in its physical form but also in its monetary form. In Veblen's view, monetary capital could be expanded many-fold,

⁷ Regarding the movement toward horizontal integration by American corporations, see Lamoreaux (1985).

⁸ Cf., Medlen (2017), pp. 127–128, 138.

depending on the use of credit, financial market valuations, and the velocity of capital turnover. According to Veblen, because firms pay workers in money, real wages are not determined by labor supply and demand, but rather by the relative bargaining power between workers and employers.

While affirming the validity of Veblen's theory of the business enterprise, Jo and Henry (2015) argue that certain elements must be revised to reflect changes in modern capitalism. They emphasize that the growing involvement of non-financial firms in financial activities has weakened the real-side supply functions of the economy. This trend reinforces the tendencies of what they term money-manager capitalism, where the pursuit of pecuniary profit dominates.

Hake (2004) acknowledges that finance based on intangible assets supported large-scale corporate mergers but also highlights the destruction of asset value during periods of contraction. From a contemporary perspective, he notes that the expansion and subsequent contraction of goodwill and balance sheets among IT firms from the 1990s to the early 2000s exemplify the continued relevance of Veblen's theory. Hake further contends that Veblen's ideas, particularly regarding accounting standards, should inform contemporary debates on institutional reform.

Third, we focus on Veblen's economic perspective, which views capitalism through the dichotomy between the real economy and the monetary economy.

Davanzati (2014) emphasizes that Veblen's analysis of business enterprises is grounded in a dichotomous framework: he distinguishes between business managers who engage with the financial aspects of corporate activity, and engineers who oversee the production process. Business managers aim to maximize pecuniary gains through expanded credit use, while engineers strive to increase sales volumes and working capital by shortening capital turnover periods and raising turnover rates. Credit usage facilitates the expansion of working capital. Davanzati interprets Veblen's theoretical structure through this lens.

As discussed earlier, Davanzati and Pacella (2017) evaluate Veblen's uniqueness in capturing the capitalist economy from both its monetary and real dimensions. Veblen not only conceptualized capital in monetary terms but also integrated technical knowledge and institutional experience into his framework. This perspective highlights Veblen's recognition of technical capitalization and knowledge accumulation as key sources of differential gains. Such an understanding represents a significant contribution to the treatment of intangible assets in his theory.

Furthermore, this article notes that, based on his dichotomous understanding of the monetary and real economies, Veblen also acknowledges the autonomous expansion of the monetary economy beyond the real economy. That is, through the capitalization of earning capacity and the expansion of loan credit secured by such capitalization, pecuniary profit-seeking behavior—including speculative trading—advanced without corresponding real economic growth, ultimately culminating in financial crises.⁹ The dynamic mechanism by which whereby monetary transactions expand through continuous interaction with real economic activities—often surpassing them—is regarded as central to Veblen's theoretical framework.

Building on their understanding of the core of Veblen's theory—involving the capitalization of earning capacity and the expansion of credit in corporate capital

⁹ Dimand (1998) and Dimand (2004) identify similarities between Veblen's theory of financial crises and that of I. Fisher.

accumulation—Raines and Leathers (1996) argue that Veblen identifies the mechanism through which expected returns diverge from actual earnings, ultimately leading to economic crises. During such crises, debt expansion collapses, corporate liquidation occurs, and stock markets crash. The divergence between expected and actual earnings in stock markets aligns with post-Keynesian critiques of the Efficient Market Hypothesis and serves as a theoretical counterpoint.

This dichotomous view of the monetary and real economies constitutes a distinctive economic outlook that Veblen developed to analyze the monopoly era. Argitis (2016) evaluates Veblen's interpretation of the dynamic relationship between the two spheres as a product of the specific sociological structures of his time. The pursuit of pecuniary profit by corporate managers and bankers was not solely driven by impersonal economic mechanisms but was also shaped by prevailing behavioral norms within the economic society, characterized by practices such as information manipulation, fraud, and deceit. These behaviors characterized not only the emerging class of corporate and banking executives but also the rising leisure class and absentee owners. Thus, Veblen's views must be interpreted from a sociological perspective, reflecting culturally embedded forms of behavior. Argitis's study strongly conveys this interpretation of Veblen's thought.

In line with other studies, Dillard (1987) situates Veblen's theory within a dichotomous framework of monetary and real economies. According to Dillard, Veblen views the fundamental purpose of business enterprises as the pursuit of pecuniary profit, and distinguishes between the industrial use of money and the expansion of credit in financial markets.¹⁰ Dillard evaluates this distinction as akin to Keynes's differentiation between money as a function of real output in the industrial sphere and financial transactions. He further notes similarities between Keynes's notion that the marginal efficiency of capital is determined by the interest rate and Veblen's recognition that current income and future monetary gains are linked through the interest rate.

From the standpoint of comparative intellectual history, some studies have assessed Veblen's loan credit theory in contrast to Irving Fisher's contemporaneous capital and interest theory in light of J. M. Keynes's later theories on financial circulation and effective demand, or in comparison to H. P. Minsky's theories on financial crises and cash flow dynamics.¹¹

Moreover, other studies have evaluated Veblen's theory in terms of its contemporary relevance. These include reappraisals of his thought from the perspective of neoclassical growth theory, with particular emphasis on the role of knowledge stocks, as well as interpretations of his theory of earning capacity as a precursor to modern mechanisms such as securitization and the restructuring of cash flows in derivative markets. These studies attempt to illuminate distinctive phenomena in contemporary finance using Veblen's theoretical framework.¹²

¹⁰ Dillard (1987) emphasizes that Veblen's theory highlights the autonomy of monetary capital and the fictitious nature of credit.

¹¹ For evaluations of Veblen's theory from the perspective of comparative economic thought, see Wray (2007); Argitis (2016); Medlen (2003); Davanzati (2014); Ganley (2004); McCormick (2002); Dillard (1987). For the specific content of these studies, see Kawanami (2024), pp. 7–8.

¹² For studies that point to the relationship between Veblen's theory of earning capacity and securitization or derivatives, see Medlen (2003). For the specific content of these studies, see Kawanami (2024), p. 8.

Considering the issues addressed in this article, the findings derived from a survey of prior research on Veblen's theory of loan credit can be summarized in three main points:

First, a key feature of Veblen's loan credit theory is his concept of the capitalization of earning capacity. This has been widely acknowledged by numerous scholars. Each has evaluated Veblen's theory in connection with related discussions, including those on economic crises, competition theories, and the movement toward corporate consolidation.

Second, Veblen's theory of the capitalization of earning capacity—which constitutes the core of his loan credit theory—holds a unique position compared to other schools of economic thought, such as the British Classical and Neoclassical Schools, the German Historical School, and the American Neoclassical School.

Third, Veblen's theoretical framework remains relevant today as an effective analytical tool for examining distinctive phenomena under modern capitalism.

As this survey demonstrates, Veblen's theory has been studied from a variety of perspectives, with active efforts made to evaluate it from both a historical-theoretical standpoint and in terms of its modern applicability. In particular, the broad consensus that the core of Veblen's theory lies in the capitalization of earning capacity constitutes a shared understanding among scholars.

However, a notable shortcoming in the existing body of research is the lack of in-depth examination regarding why the capitalization of earning capacity constitutes the theoretical core of Veblen's thought. This omission stems from insufficient analysis of the specific socioeconomic conditions under which this phenomenon of earning capacity capitalization emerged. Few studies have sufficiently explored how Veblen perceives the socioeconomic circumstances that gave rise to this phenomenon in *The Theory of Business Enterprise*.

Accordingly, it is necessary to clarify how Veblen understood the socioeconomic bases that led to the emergence of earning capacity capitalization. While considering the significance of Veblen's loan credit theory—both in relation to contemporaneous and later economic theories and as a potentially valuable tool for contemporary analysis—this article is guided by that specific concern.

To address this issue, it is essential to clarify how Veblen interpreted the characteristics of capitalism during his lifetime, and how he believed the phenomenon of earning capacity capitalization arose from that context. This inquiry also aims to elucidate the logical structure underlying the phenomenon of earnings capacity capitalization.

2. Veblen and American Capitalism

2.1 Veblen's Interpretation of the Machine Process

The essence of *The Theory of Business Enterprise* is captured in its Preface, where Veblen describes his objective as an “inquiry into the nature, causes, utility, and further drift of business enterprise.”¹³ Here, “nature” refers to the essential characteristics that business enterprises inherently possess, namely, their essence. “Causes” pertain to the fundamental reasons why business enterprises emerge in the first place. “Utility” concerns the functional role of business enterprises in modern society. “Further drift” indicates their future evolution and development.

¹³ Veblen (1994), *Preface*, in *The Collected Works of Thorstein Veblen*, Vols. II (*The Theory of Business Enterprise* [1994]).

The distinctiveness of Veblen's study lies in its analytical perspective rather than in any particular methodology. His research is characterized by a distinct analytical viewpoint: "the aims, motives, and means"¹⁴ of business enterprises. "Aims" refer to the objectives that business enterprises pursue. "Motives" indicate the incentives that drive enterprises toward these objectives. "Means" represent the methods and strategies employed to achieve them.

In *The Theory of Business Enterprise*, both the research objective and analytical perspective are explicitly centered on business enterprises. In other words, the research focus itself aligns with the subject of study—business enterprises. This approach reflects Veblen's belief that the realities of capitalism in his time could only be understood through an analysis of business enterprises and the broader ramification of business principles. Given this focus, his research diverges from traditional economic theories, extending into a broader analysis of business enterprises' influence on cultural development. Thus, Veblen's study does not merely remain within the realm of economic theory; it extends beyond economics into sociology, examining the broader cultural dynamics shaped by business enterprises.

Veblen focuses on business enterprises because they serve as the agents that activate and direct the industrial structure within the "capitalistic system."¹⁵ He argues that two dominant forces govern capitalism and modern culture: the machine process and investment for profit.¹⁶

A defining characteristic of capitalism is the central role of machinery. Here, machinery does not merely refer to individual mechanical devices, but to the broader technological framework that governs industrial production and distribution. Modern industry cannot function without the use of machinery and the systems that control production and distribution. In some industries, the use and implementation of such machinery is relatively limited, while some sectors rely more heavily on direct human labor. Alternatively, in some industries, large-scale equipment and machinery dominate—known as a capital-intensive industrial sector—while other sectors achieve their results predominantly using human labor—known as a labor-intensive industrial sector. Over time, capital-intensive industries have increasingly come to define modern capitalism.

Another key feature of capitalism is that business enterprises operate under the principle of pecuniary profit.¹⁷ Veblen describes the business man's role as follows:

The business man, especially the business man of wide and authoritative discretion, has become a controlling force in industry, because, through the mechanism of investments and markets, he controls the plants and processes, and these set the pace and determine the direction of movement for the rest.

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ He also refers to it as the "modern industrial system". cf., Veblen (1994), p. 1. In a broader sense, he also uses terms such as "modern civilization," "modern culture," and "modern industry," which directly overlap with the capitalist system of his time.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ Veblen acknowledges the existence of non-profit-based activities, such as household labor and certain handicrafts. These include self-sufficient forms of work that do not take the shape of business operations managed by entrepreneurs. cf., Veblen (1994), p. 2.

(Veblen [1994], *The Theory of Business Enterprise*, In *The Collected Works*, II, pp. 2–3)

According to Veblen, business managers act as the controlling force in industry because they finance, organize, and manage enterprises. The larger the enterprise, the greater its control over supply chains and production, thereby exerting significant influence over both society and the economy.

Veblen asserts that two forces—the dominance of the machine process and the pursuit of pecuniary profit—define modern industry. He further argues that understanding economic phenomena requires adopting the perspective of business managers. By doing so, one can analyze the motives, objectives, methods, and consequences of business traffic.¹⁸

2.2 The Capitalist System and the Machine Process

Veblen further examines the two defining characteristics of modern industry: the dominance of the machine process and the role of business enterprises. He explores these topics in Chapters 2 and 3 of *The Theory of Business Enterprise*, respectively. First, he addresses the dominance of the machine process.

Veblen does not perceive the machine process as merely a collection of mechanical devices; rather, he considers it an integrated system comprising various elements necessary for the operation of these devices. A machine process is understood as a comprehensive system consisting of various components assembled together.

First, there is the mechanical movement of a single machine device, which enables tasks to be performed with precision and perfection. Various types of mechanical devices have been designed to perform these tasks.

Second, multiple machine devices are connected such that each individual task and operation functions as part of a unified flow or process.

Third, within this process, humans are positioned as essential components, working in coordination with the machines and animating the system. These are not just ordinary individuals, but professionals with specialized skills.

Fourth, the machine process includes not only those who operate and manage existing mechanical devices but also those who invent new machines and those, such as machinists, who oversee the proper functioning of these devices.

Fifth, the machine process is not limited to mechanical devices alone; it also includes processes in which materials undergo transformations through chemical reactions and other means, aided by machinery. Specific examples include the refining of petroleum, oil, and sugar, as well as work conducted in chemical laboratories utilizing wind, water, and electricity.

Sixth, even when complex machinery is not used, human capabilities are harnessed, and knowledge accumulated from practical experience—including systematic understanding of climatic and natural conditions and their regular variations is applied to manage and operate production. This ensures consistent and reliable outcomes. In such processes, systematic and structured knowledge

¹⁸ Cf., Veblen (1994), p. 4.

underpins production, leading to the successful introduction of goods into the market. This, too, is encompassed within the machine process.¹⁹

Furthermore, the machine process is neither self-contained nor isolated. The entire industrial process—an infinite chain of interdependent operations—incorporates and utilizes knowledge from all fields of the physical sciences. In doing so, it constructs a complex system based on interconnected fundamental production processes, continuously integrating, applying, and utilizing scientific knowledge across various disciplines.

In modern industrial processes, sectors and businesses operating within them are organized and coordinated with one another. Regarding this series of industrial processes, Veblen identifies two key characteristics from the perspective of standardization.

First, every industry, including the enterprises operating within it, must always engage in interstitial adjustments whenever their business transactions intersect. This means adjusting discrepancies that arise between different stages and sectors of production and trade, including differences in timing, sequencing, production volume, material reduction, and the physical properties of machinery and equipment.

The second characteristic is the necessity of ensuring quantitative precision and accuracy in these adjustments. This includes mechanical precision, as well as the standardization and regulation of quantity, timing, quality, raw material grading, tools, and units of measurement. These elements form concrete aspects of thorough standardization and systematization.²⁰

Measurement systems existed before modern industrial society. However, in pre-industrial times, they were primarily used to prevent confusion in commercial transactions and to facilitate smooth social and economic activities. In contrast, with the development of machine-based production and trade, it became increasingly necessary to strictly standardize the size, shape, and weight of materials and goods. The precise implementation of standardization and regulation contributed to greater efficiency in production and economic activities, leading to the rationalization and increased efficiency of labor. Consequently, labor savings were achieved, ultimately boosting labor productivity.

Based on these considerations, Veblen examines why standardization and normalization are necessary. The work and results achieved through artisan skills are seen as deviations from regularity and standard measures, making them immediately impractical. In an industry based on mechanization, such irregularities are regarded as flaws. Delays, inconsistencies, and variations in quality disrupt the interconnected relationships of the machine process, rendering mechanical operations impossible. Thus, in modern industrial machine processes, or in any industry operating based on the machine process, it is imperative to eliminate irregularities and non-standardization. Industrial raw materials, power sources

¹⁹ Cf., Veblen (1994), pp. 5–6. In this sense, Veblen considers industries such as dairy farming, livestock breeding, and grain cultivation as part of modern machine-based industries, provided that their products are demanded by consumers and linked to the market.

²⁰ Cf., Veblen (1994), p. 8.

such as hydraulic, steam, and electric power, and even human labor must conform to uniform standards of type, format, classification, and grading.²¹

The impact of standardization and regulation based on the machine process extends to final consumer goods. In modern society, consumers satisfy their desires through goods standardized in weight, size, classification, and quality. Goods that comply with standardized criteria are generally accepted by consumers, whereas deviations from such standards often lead to rejection.

Uniqueness and individuality are minimized as much as possible, with the highest priority placed on achieving maximum standardization. During the monopoly phase dominated by the machine process, as described by Veblen, the concepts of industrial standards and quality control gradually emerge. Veblen identifies two key consequences resulting from the standardization and regulation of consumer goods.

The first is the impact of standardization and regulation on production and transportation processes. Every stage of economic activity—from the procurement and purchase of raw materials to production and sales—becomes standardized. Business activities must ensure certainty and speed, which enables inventory minimization and labor savings. Although each sector is operated independently by different enterprises, the spatial, temporal, and structural discrepancies between them are minimized.

The second consequence is the standardization of labor. This refers to the necessity of standardizing human labor operations within production and transportation processes based on the machine process. For communication systems, such as telegraphs and postal services, as well as transportation systems like railways, steamships, and air routes to function efficiently, the labor involved in operating them must be carefully planned and standardized.²²

Moreover, in order to use these standardized consumer goods and services, customers themselves must adapt to the regulated and standardized conditions of the market. Thus, individual lives are inevitably affected by the mechanical regularity imposed by standardization and regulation across a wide range of areas. Because companies within industries and industries themselves are continuously engaged in various transactions, the standardization of industrial methods and processes inevitably becomes more uniform.

2.3 The Concept of the Interstitial Area in Industrial Processes

Veblen's era was characterized by a highly industrialized economy shaped by the machine process, where standardization and regulation dominated production, distribution, and consumption. However, in practice, these adjustments were not always successful.

Individual enterprises compete independently, and consumers act as diverse economic agents. This independence and competition create misalignments between production, distribution, and consumption, leading to market inefficiencies.

Veblen describes this phenomenon as “interstitial adjustment”—the process of coordinating and bridging gaps between different industrial sectors.²³ If “interstitial

²¹ Veblen notes that, while human labor is difficult to standardize, continuous efforts are made to establish uniform labor standards. Cf., Veblen (1994), pp. 10–11.

²² Cf., Veblen (1994), pp. 12–14.

²³ Cf., Veblen (1994), p. 16.

adjustments” fail, disruptions occur, leading to economic inefficiencies and financial losses. Conversely, successful adjustments maximize efficiency and profitability. In other words, it is necessary to make appropriate adjustments to minimize losses and maximize gains by avoiding disruptions between industrial sectors or within the machine process, as well as inconsistencies and deviations in quality.

From Veblen’s perspective, the industrial system is based on advanced social division of labor and functional interdependence. Business enterprises play a central role in coordinating interstitial adjustments—not merely responding to market conditions, but actively influencing and regulating industrial processes.

Veblen’s insights align with institutional economics, as he highlights the importance of institutional structures in capitalist economies. His focus on “interstitial adjustments” suggests that business enterprises shape economic stability and efficiency through institutional mechanisms. This perspective reinforces his broader critique of capitalism and underscores his significance as a foundational thinker in institutional economics.

3. Veblen’s Understanding of Business Enterprise

3.1 Business Enterprises in Machine-Based Industry

Building on his understanding of the machine process, Veblen further explores the nature of business enterprises. The fundamental principle of a business enterprise is the pursuit of pecuniary profit, which serves as its primary motivation. These enterprises operate alongside and within the framework of the machine process. Veblen outlines the theoretical relationship between the principles and methods of business enterprises and machine-based industry, and how this relationship shapes social and cultural conditions.

A crucial aspect of this analysis is the monopolistic phase of capitalism that Veblen observed during his time. Before this phase, business enterprises derived profits under commercial conditions, where profitability depended heavily on natural and seasonal factors including climate variability and shifting supply and demand. In the pre-industrial era, profitability was shaped more by external circumstances and chance than by strategic foresight.

However, in the machine-based industrial system, businesses no longer rely on seasonal fluctuations or unpredictable conditions. Instead, they navigated economic cycles shaped by the industrial processes they controlled. Before the establishment of capitalist production methods, machine-based industries were fragmented and isolated, as observed in Britain’s cottage industry system. In such a decentralized industrial landscape, markets were not yet fully integrated and business activities centered on subsistence rather than profit maximization.²⁴

As capitalism incorporates market mechanisms and advances mechanized industry, profit and loss opportunities emerge within corporate activity. To maximize profits—a fundamental aim of business enterprises—firms invest to either avoid or exploit economic fluctuations. Moreover, capital may be redistributed to pursue higher returns. As capitalism develops, the profit motive becomes increasingly dominant.

Ideally, business operations in machine-based industries should operate in a balanced and orderly manner. However, in practice, economic fluctuations, industrial

²⁴ Cf., Veblen (1994), pp. 22–23.

crises, and strategic interventions disrupt this balance. Veblen identifies economic depressions and wartime demand surges as examples of such disruptions.

During downturns, business enterprises suffer losses, whereas during wartime booms, certain industries experience artificial demand surges. These disruptions create differential gain opportunities, favoring some businesses while others struggle. Veblen highlights that industrial adjustments are driven less by economic stability than by the pecuniary motives of individual business enterprises. As industrial fluctuations and interstitial areas (gaps in coordination between sectors) are inevitable, enterprises develop strategies to manipulate market conditions to their advantage, thereby creating artificial economic distortions.

This gave rise to a new class of business managers specializing in financial strategies rather than direct industrial production. Veblen refers to these figures as "captains of industry"—business leaders²⁵ who seek to control industrial infrastructure, not for efficiency, but for financial leverage. Typically, they are executives of large corporations with broad strategic visions, seeking control over significant sectors of the industrial system. They aim to design corporate structures that operate efficiently and sustainably while ensuring stable profits from the industrial assets under their control. However, these transactions often serve the short-term goal of securing temporary control over assets.

Their efforts often prioritize capturing indirect gains from asset price fluctuations over maintaining long-term industrial efficiency. Their interests are thus transient and, in a sense, fictitious.

For Veblen, a "captain of industry" refers to a salaried manager skilled in corporate strategy, increasingly detached from the founder's intentions or broader societal interests. Their attention is focused on maximizing short-term financial gains with maximum efficiency. The central issue is how and under what conditions such objectives are pursued and realized.

3.2 Business Enterprise and Differential Gain

Veblen defines business enterprises as entities that recognize interstitial adjustments in industry as opportunities for pecuniary gain and strategically seize these opportunities. These opportunities do not merely exist objectively; rather, enterprises deliberately create disruptions to generate differential gain, such as through corporate mergers.

When production and distribution processes are managed by multiple independent enterprises, inefficiencies and obstacles arise in coordinating the machine-based modern industrial system. Therefore, the necessity for interstitial adjustments arises. By consolidating these responsibilities into a single enterprise through corporate mergers, interstitial adjustments are facilitated, thereby preventing disruptions and inefficiencies.

Modern corporate mergers go beyond consolidating production and trade; they are complex processes tied to stock markets and financial institutions. Those driving mergers seek to maximize their own profits using strategies such as spreading false information, circulating rumors about competitors' financial troubles, or manipulating markets to exclude competitors.

Such manipulative tactics often disrupt industrial operations and foster unethical practices. These practices thrive primarily in the stock market, driven by

²⁵ Cf., Veblen (1994), p. 30.

financial institutions, particularly investment banks. The pursuit of pecuniary gain extends beyond industry into the financial sector, particularly within the stock market, and is a normalized and recurring aspect of financial capitalism.

Veblen examines the incentives and initiators of corporate mergers, observing that business entrepreneurs actively create conditions favoring corporate consolidation. These entrepreneurs, alongside inventors, engineers, and other specialists involved in industrial operations, identify advantages from corporate mergers and strategically maximize the pecuniary benefits derived from them.

Large-scale corporate mergers, require extensive negotiations and strategic planning. The larger and more complex the merger, the greater the emphasis on financial gain rather than industrial efficiency.

Consequently, mergers prioritize monetary gain over production improvement. Even when all parties recognize the potential benefits of consolidation, negotiators seek to weaken competitors, often causing "chronic derangement, duplication, and misdirected growth of the industrial equipment."²⁶

Even when merger agreements are reached, significant costs are incurred to adjust to the disruptions created during the negotiation process. Prioritizing pecuniary over industrial outcomes can thus hinder, rather than promote, industrial advancement.²⁷

Before analyzing business enterprises, differential gain, and goodwill, Veblen explores the true nature of enterprises and entrepreneurs. In the pursuit of usefulness through craftsmanship and production, entrepreneurs may paradoxically produce outcomes that contradict efficiency—what Veblen refers to as "the instinct of workmanship."²⁸

From a craftsmanship perspective, gaining wealth through exploitation or unearned profits would be morally reprehensible. However, even entrepreneurs who adhere to the principles of integrity and sincerity may still be perceived as dishonest or harmful to society. Despite being financially successful and operating efficiently, some enterprises may still deviate from ethical norms. In such cases, business conduct is not regulated by legal systems alone but also by corporate ethics based on fairness and justice.

These ethical principles operate within a profit-driven framework, where entrepreneurs' profit-seeking behavior and corporate ethics coexist in a state of ambiguous balance. The role of entrepreneurs is multifaceted, but their primary function is to drive profit-centered industrial expansion through strategic decision-making—most evident in corporate mergers. Veblen highlights cost reduction as a key outcome when addressing the effects of corporate mergers. Specifically, he notes

²⁶ Cf., Veblen (1994), p. 39.

²⁷ Veblen cites railroads and the steel industry to illustrate how corporate mergers prioritize financial gains over industrial efficiency. While consolidation could improve service and efficiency, actual railroad mergers were delayed by financial conflicts. Similarly, while large-scale mergers in the steel industry could enhance efficiency, they often failed to materialize. Veblen argues that corporate mergers are driven less by industrial rationalization and more by financial profit motives. In other words, mergers occur primarily in industries where financial gains can be maximized. cf., Veblen (1994), pp. 39–40.

²⁸ Cf., Veblen (1994), p. 41. For his theory of the instinct of workmanship, see Veblen (1914), *The Instinct of Workmanship and the State of the Industrial Arts*, The Macmillan Company, in *The Collected Works of Thorstein Veblen*, Vol. X.

that, beyond reducing production costs, mergers also lead to "a saving of the costs of business management and competitive costs of marketing products and services."²⁹

Operating as a unified entity reduces personnel expenses, optimizes facility utilization, and lowers procurement and distribution costs. This aligns with Veblen's broader argument that large-scale corporate restructuring further reinforces standardization in production, labor, consumer goods, and business operations. By eliminating redundant administrative processes, transactions, and operations, mergers improve efficiency. As decision-making authority and responsibility become concentrated in a central entity, cost reduction can be achieved.

According to Veblen, this is the rationale underlying corporate consolidation. The interstitial adjustments necessary for industrial efficiency drive corporate mergers and large-scale business reorganization.

4. Business Enterprise and Goodwill

4.1 Business Enterprise and Monopoly

Corporate mergers are often justified as a means of eliminating inefficiencies and reduce costs, thereby improving the interstitial adjustments of the industrial system. However, this is merely an incidental effect. Corporate mergers were not originally undertaken with this goal in mind. Instead, they emerged as a means of creating opportunities for differential gains by adjusting interstitial areas or disrupting industrial processes. In this sense, business enterprise theory applies to activities that generate profit opportunities through interstitial adjustments.

What, then, are the specific business activities involved in interstitial adjustments to the system of industries? Veblen explains as follows:

The theory of business enterprise sketched above applies to such business as is occupied with the interstitial adjustments of the system of industries. This work of keeping and of disturbing the interstitial adjustments does not look immediately the output of goods as its source of gain, but to the alterations of values involved in disturbances of the balance, and to the achievement of a more favorable business situation for some of the enterprises engaged. This work lies in the middle, between commercial enterprise proper, on the one hand, and industrial enterprise in the stricter sense, on the other hand. It is directed to the acquisition of gain through taking advantage of those conjunctures of business that arise out of the concatenation of processes in the industrial system.

(Veblen [1994], *The Theory of Business Enterprise* in *The Collected Works*, II, p. 49)

Here, industrial enterprises refer to businesses directly engaged in machine processes, such as manufacturing. In contrast, commercial enterprises operate in distribution and marketing, including advertising and sales promotions. According to Veblen, commercial enterprises may be interested in mergers; however, these mergers do not significantly alter the industrial structure or its overall direction. Furthermore, when industrial enterprises engaged in the machine process undergo mergers, they fundamentally alter the industrial structure and create new profit opportunities.

²⁹ Cf., Veblen (1994), p. 46.

What, then, are the business enterprises operating between industrial and commercial enterprises? Veblen identifies these as financial enterprises specializing in corporate mergers and restructuring to generate profit opportunities based on economic fluctuations. Although Veblen does not elaborate on the specifics, his discussion suggests that these include investment banking and organizing and executing corporate merger initiatives in the capacity of a founder involved in corporate consolidation and restructuring.

This discussion highlights the role of "interstitial adjustments"—which involve eliminating barriers that disrupt smooth business transactions among independent enterprises. Business enterprises make these adjustments to address inefficiencies, and corporate mergers represent one such approach. However, mergers are not simply agreements between companies; they are often facilitated by financial institutions such as investment banks.

Why do financial institutions engage in corporate mergers? The rationale lies in their pursuit of differential profit-gain opportunities that financial actors deliberately seek to exploit. Veblen's analysis assumes that for industrial processes to operate efficiently, final consumer goods must not only be produced but also successfully sold, and the resulting revenues must be realized. Thus, profit generation depends on transforming manufactured goods into marketable commodities. To illustrate the distinctiveness of profit mechanisms in modern machine-based industries, Veblen contrasts them with those of the pre-industrial handicraft era. Back then, producers and consumers were directly connected; a craftsman's reputation and personal interactions with clients often determined business success. These relationships were characterized by sincere dealings and strategic calculations.

However, in modern large-scale enterprises, business owners no longer have direct personal contact with consumers. Instead, they interact with a general mass of consumers as abstract entities. This shift results in impersonal market transactions, where profit motives outweigh personal trust and honesty.

In a non-monopolistic market, prices are determined by competitive interactions between supply and demand. Conversely, under monopolistic conditions, prices are set based on the consumer's ability to pay. In practice, business enterprises seek to establish monopolistic conditions whenever possible because monopolies enable the creation of differential gains.

Various circumstances may lead to the emergence of a monopoly. For example, a monopoly may be established through control of geographic location or natural resources. Alternatively, it may arise from custom or reputation. Although the conditions and forms under which monopolies are created are diverse, they share a common feature: the potential to generate differential gain. Moreover, when differential gain is generated in a stable and sustained manner, the factors responsible for profitability tend to be evaluated as having monetary value. In this context, the ability to generate differential gain is recognized as a monetary asset.

In this context, the specific factors that establish a monopoly—such as favorable geographical conditions, control over natural resources, customs, or reputation—are not the primary concern. What is crucial is that a monopoly enables the continuous generation of differential gains. Veblen refers to monopolies that regularly yield monetary benefits and the underlying factors that sustain them as goodwill. This concept of goodwill encompasses elements such as trademarks, brand

names, and product labels and is recognized as a monetizable asset that generates consistent differential profit.

In business enterprise operations, goodwill holds a significant position as an intangible asset alongside tangible physical assets. Unlike Fisher, Veblen emphasizes the importance of such intangible assets. The concept of goodwill plays a crucial role in developing his theory of credit.³⁰

4.2 The Role of Business Enterprise and Advertising

After establishing the economic importance of goodwill—defined as the intangible value derived from a firm’s reputation and consumer trust—Veblen turns his attention to the role of advertising in modern business practices. He contends that advertising is not merely a tool for disseminating product information but a strategic mechanism for generating differential gain, which refers to the excess earnings a firm can achieve by distinguishing itself from competitors.

Within this framework, Veblen argues that advertising creates a monopolistic perception of a product. By fostering consumer beliefs about a product’s uniqueness, prestige, or superiority—regardless of its objective utility—firms can charge premium prices and secure higher profits. Once established, this perception-based advantage becomes an economic asset that reinforces the firm’s market position.

As advertising cultivates brand prestige and shapes public sentiment, it influences consumer behavior, making choices more passive and less critically informed. The repetition of such campaigns normalizes differential gain as a structural feature of market economies. In a consumer society where symbolic value can outweigh functional merit, advertising not only sustains demand but also fosters brand loyalty, which becomes difficult to reverse once entrenched.

Advertising was originally intended to help consumers make informed purchasing decisions. However, in highly competitive markets, it has evolved into an essential corporate strategy for survival. Firms that fail to invest in advertising risk falling behind, prompting a continual escalation in promotional spending. This advertising arms race is a central component of business competition.

Veblen further observes that when a firm attains monopolistic dominance—whether through branding, market control, or access to exclusive resources—the nature of advertising begins to shift. Rather than focusing solely on competition, advertising may increasingly emphasize the utility or functionality of a product. However, competitive differentiation and informational communication often coexist, jointly shaping the evolution of advertising practices in capitalist economies.

In his analysis of advertising costs, Veblen notes that while advertising significantly increases the total cost of production, it does not necessarily enhance the inherent utility of the good itself. Instead, it raises market valuation, thereby increasing potential revenue. This is particularly evident for final consumer goods marketed to a broad and undefined public. In contrast, intermediate goods exchanged within established business networks require far less promotional effort.

Thus, advertising expenditure is treated as an investment aimed at securing differential gain. When such expenditures constitute a large share of production costs, it becomes evident that advertising plays a decisive role in determining a firm’s profitability. From this perspective, Veblen views advertising not as a peripheral

³⁰ Cf., Veblen (1904), pp. 54–55.

activity but as a central force in the capitalization of goodwill—the process by which intangible assets are assigned financial value.

The more advertising contributes to generating differential gain, the greater the monetary value of goodwill becomes. Veblen links this development to his broader critique of modern business enterprise by questioning the sources of profit. He distinguishes between profits derived from competitive business activity—which arguably reflect a firm's contribution to the economy—and those stemming from speculative or financial manipulation, often orchestrated by financiers and corporate elites.

As modern capitalism evolves, Veblen observes a growing discrepancy between the social usefulness of labor and the remuneration workers receive. This divergence challenges the classical assumption that labor compensation reflects productive contribution. He categorizes economic activities into two types: those that are substantively useful, such as manufacturing and commerce, and those that are unproductive, notably in the financial sector. He refers to the financial sector as "unproductive work," because it generates no tangible goods yet still claims a share of economic surplus.

Although these unproductive sectors do not materially contribute, they are sustained through institutional legitimacy and extract income. Veblen labels them parasitic industries because they draw resources without adding real economic value. He warns that the unchecked growth of these sectors could erode the foundation of a productive economy.

Nevertheless, Veblen acknowledges a paradox: the high productivity of machine-based industry creates room for wasteful or conspicuous consumption. Although such consumption may seem inefficient, Veblen argues that it can be socially functional under certain conditions. When guided and limited, it may contribute indirectly to production or social cohesion and should not be dismissed outright as mere economic waste.

5. Conclusion

This article examined a core dimension of Veblen's theory—the socioeconomic underpinnings of capitalization. Central to Veblen's analysis is the observation that the expansion of business capital—representing the operational resources of business enterprises—cannot be explained solely by conventional economic mechanisms. Instead, he frames capitalization as an institutional process that facilitates and sustains this expansion.

Veblen conceptualizes corporate capital as comprising both tangible and intangible elements. While tangible assets such as machinery and infrastructure are essential, Veblen emphasizes intangible assets—such as goodwill, trademarks, and brand reputation—which, although lacking physical form, nonetheless possess revenue-generating capacity and are thus treated as economically valuable.

In contrast, Rudolf Hilferding, writing in early 20th-century Europe, developed a theory of capitalization centered on the transformation of periodic income into interest-bearing capital. Hilferding emphasized financial mechanisms such as capital valuation through interest rates and the rise of fictitious capital, which yields entrepreneurial profits. However, Veblen focused on the structural and institutional settings that make such profits possible—particularly the emergence of differential gain, or income derived from monopolistic or privileged market positions.

In Chapters 1–3 of *The Theory of Business Enterprise*, Veblen explores how the machine-based industry led to increased inter-firm transactions and, eventually, corporate mergers. These mergers, in his view, served as mechanisms of "interstitial adjustment"—where organizations adapt to structural tensions within a mechanized industrial system. Over time, such adjustments produced monopolistic or semi-monopolistic conditions that enabled certain firms to realize differential gains.

Importantly, Veblen underscores how control over strategic resources or geographic advantages enhances a firm's ability to extract such gains. Furthermore, he highlights advertising as a deliberate strategy to cultivate and secure these advantages—particularly in the realm of intangible assets. Businesses actively invest in advertising not merely for visibility but to reinforce the perceived value of their brands and sustain their differential position.

Ultimately, by emphasizing the institutional features of modern industry—the need for interstitial adjustment, function of differential gain, and financial valuation of intangible assets—Veblen lays the foundation for a distinct theory of capitalization. This theory is grounded not only in financial arithmetic but also in the broader socio-institutional dynamics that shape business enterprise. It is within this context that Veblen formulates his original concept of the capitalization of earning capacity.

References

1. Argitis, Giorgos (2016), 'Thorstein Veblen's Financial Macroeconomics', *Journal of Economic Issues*, Vol. 50, No. 3, September.
2. Baskoy, Tuna (2003), 'Thorstein Veblen's Theory of Business Competition', *Journal of Economic Issues*, Vol. 37, No. 4, December.
3. Cornehl, James V. (2004), 'Veblen's Theory of Finance Capitalism and Contemporary Corporate America', *Journal of Economic Issues*, Vol. 38, No. 1, March.
4. Davanzati, Guglielmo Forges and Andrea Pacella (2014), 'Thorstein Veblen on Credit and Economic Crises', *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 38, March.
5. Davanzati, Guglielmo Forges (2014), 'Credit Production and Wages in Thorstein Veblen's Economic Thought', *International Journal of Political Economy*, Vol. 43, No. 1, Spring.
6. Dillard, Dudley (1987), 'Money as an Institution of Capitalism', *Journal of Economic Issues*, Vol. 21, No. 4, December.
7. Ganley, William T. (2004), 'The Theory of Business Enterprise and Veblen's Neglected Theory of Corporate Finance', *Journal of Economic Issues*, Vol. 38, No. 2, June.
8. Gordon, R. J. (2016) *The Rise and Fall of American Growth: the U.S. Standard of Living since the Civil War*, Princeton University Press.

9. Hake, Eric R. and Martin Bruce King (2002), 'The Veblenian Credit Economy and the Corporatization of American Meatpacking', *Journal of Economic Issues*, Vol. 36, No. 2, June.
10. Hake, Eric R. (1998), 'Financial Innovation as Facilitator of Merger Activity', *Journal of Economic Issues*, Vol. 26, No. 1, June.
11. — (2004), 'The Appearance of Impairment: Veblen and Goodwill-Financed Mergers', *Journal of Economic Issues*, Vol. 38, No. 2, June.
12. Hilferding, R. (1955), *Das Finanzkapital; eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus* mit einem Vorwort von Fred Oelsner, Dietz Verlag, Berlin.
13. Hobson, J. A. (1896), *Problems of the Unemployed*, London, Methuen & Co.
14. Jo, Tae-Hee and John Henry (2015), 'The Business Enterprise in the Age of Money Manager Capitalism', *Journal of Economic Issues*, Vol. 49, No. 1, March.
15. Kawanami, Y. (2024), 'The Capitalization of Earning Capacity and T. Veblen's Theory of Loan Credit', *The Journal of Credit Theory*, Vol. 6.
<https://credit-theory.jp/wp/wp-content/uploads/2024/12/Journal-of-Credit-Theory>.
16. Keynes, John Maynard (1936) *The Collected Works of John Maynard Keynes*, Macmillan Co.
17. Lamoreaux, Naomi R. (1985), *The Great Merger Movement in American Business, 1894–1904*, Cambridge University Press.
18. McCormick, Ken (2002), 'Veblen and the New Growth Theory: Community as the Source of Capital's Productivity', *Review of Social Economy*, Vol. 60, No. 2, June.
19. Medlen, Craig Allan (2003), 'Veblen's Q—Tobin's Q', *Journal of Economic Issues*, Vol. 37, No. 4, December.
20. — (2017), 'Veblen's Discounted Expected Earnings Stream: Monopoly and Market-Believe', *The European Journal of the History of Economic Thought*, Vol. 24, No. 1, April.
21. Minsky, H. P. (2008), 'Securitization', *Policy Note*, The Levy Institute of Bard College.
22. Raines, J. Patrick and Charles G. Leathers (1992), 'Financial Innovations and Veblen's Theory of Financial Markets', *Journal of Economic Issues*, Vol. 36, June.
23. Seligman, E.R.A. (1927), *The Economics of Installment Selling: A Study in Consumer Credit with Special Reference to the Automobile*, 2 Vols., Harper and Brothers.

24. Veblen, Thorstein (1994), *The Collected Works of Thorstein Veblen*, Vol. I–X, Thoemmes Press.

ジャーナル・オブ・クレジット・セオリー
(Journal of Credit Theory)

2025 年 7 月 15 日 第 7 号 発行

発行・編集：信用理論研究学会
〒558-8585 大阪府大阪市住吉区杉本 3-3-138
大阪公立大学商学部 西尾圭一郎研究室内

ISSN 2436-0414

Printed in Japan