

証券化・市場化と現代金融

北原 徹
(立教大学)

1. はじめに

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

2. 米国における証券化の動向

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

(1) 住宅ローンの証券化

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

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

(2) 消費者信用の証券化

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

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

(3) 商業不動産ローンの証券化

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

(4) ABCP

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

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

(5) 債務担保証券 Collateralized Debt Obligations

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

3. 市場化

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

資金の調達側である企業のサイドから見ると、企業の外部負債調達の中

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. 証券化と市場化

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

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

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

5. 市場化・証券化の成熟化？

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

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

6. 証券化の問題点

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

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

7. 証券化・市場化の動きと銀行

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

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

8. 日本の証券化

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

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

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

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

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

9. 擬制資本と証券化

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

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

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

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

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

《報告へのコメント：赤川元章氏（慶応大学）》

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

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

《コメントへの回答》

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

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

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

《報告へのコメント：熊野剛雄氏（専修大学）》

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

《コメントへの回答》

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

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

《フローからの質問》

居城 弘（静岡大学）

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

〔回答〕

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

西村閑也（法政大学）

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

〔回答〕

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

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

深町郁彌（熊本学園大学）〔北原・三谷に共通の質問〕

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

〔回答〕

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

片岡 尹（大阪市立大学）

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

〔回答〕

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

岡本恵也（熊本学園大学）

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

[回答]

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

連部正義（中央大学）

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

[回答]

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

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

山村延郎（拓殖大学）〔報告者3人に共通の質問〕

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

〔回答〕

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

アメリカ投資信託と擬制資本の展開

三谷 進
(名城大学)

I 課題と視角

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

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

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

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

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

II ピラミッド・システムの構造と形成の論理

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

た。

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

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

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

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

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

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

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

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

Ⅲ ピラミッド・システムの内部取引の展開

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

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

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

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

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

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

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

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

である。

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

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

IV 終わりに

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

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

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

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

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

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

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

参考文献

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

《三谷報告へのコメント》

赤川元章 (慶応義塾大学)

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

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

[答]

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

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

熊野剛雄（専修大学名誉教授）

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

[答]

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

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

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

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

飯田裕康（帝京大学）

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

[答]

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

居城 弘（静岡大学）

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

[答]

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

岡本恵也（熊本学園大学）

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

〔答〕

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

掛下達郎（松山大学）

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

〔答〕

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

柴垣和夫（新潟産業大学）

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

〔答〕

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

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

建部正義（中央大学）

三谷先生の報告内容を以下のように理解することは可能ですか。

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

〔答〕

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

深町郁彌（熊本学園大学）

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

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

[答]

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

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

山村延郎（拓殖大学）

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

[答]

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

② リスク管理の手法は確かに発展を続けているが、それと同時に、金融技術の

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

吉田 暁（武蔵大学）

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

【答】

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

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

部会活動報告

[北海道部会]

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

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

[関東部会]

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

[関西部会]

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

[西日本部会]

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

2006年度 学会事務局報告

I 春季大会（大東文化大学）

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

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

II 秋季大会（北海学園大学）

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

会員著書・論文目録 (2006年1月至12月)

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

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

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

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

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	規制緩和はビジネスチャン スか?—市場化テストの現 実—	信用組合 第 53 巻第 4 号	2006 年 4 月
	巻頭言「救済融資」	信用組合 第 53 巻第 6 号	2006 年 6 月
	巻頭言「雨天の傘は借りら れるか」	中小公庫マンスリー 7 月号	2006 年 7 月
	書評「新日本の時代」(スティー ヴン K ヴォーゲル著)	中小企業総合研究 第 4 号	2006 年 7 月
	書評「ドイツ証券市場史」 (山口博教著)	Hokkaido University Press	2006 年 8 月
	北海道資本市場構想	開発こうほう	2006 年 10 月
	我が国ベンチャーキャピタ ルの投資実態 (共著)	京都大学大学院経済 学研究科 Working Paper No. J-55	2006 年 10 月
	政策金融機関の見直し	金融ジャーナル社編 金融時事用語集	2006 年 2 月
平岡 賢司	「国際通貨の歴史と多義性」	信用理論研究会編 『金融グローバルイゼ ーションの理論』大月 書店	2006 年 2 月
平田 喜彦	Great Britain's Balance of Payments Crisis in 1931: A Multilateral Settlements Perspective.	Journal of Interna- tional Economic Stud- ies, Hosei Iniver- sity	No. 20, March 2006
福光 寛	「学校債と医療法人債—擬似 債券の理論・歴史・現状—」	成城大学『経済研究』	2006 年 12 月、 第 173 号
古川 正紀	平成大不況の基底的要因と しての資産デフレと不良債 権問題	九州国際大学経営経 済論集	2006 年 3 月、 第 12 巻第 3 号
前田真一郎	「個人金融と金融業」	信用理論研究会編 『現代金融と信用理論』 (大月書店)	2006 年 1 月
前田 直哉	「二極通貨体制に関する一考 察」	「龍谷大学経済学論集」	2005 年 12 月、 第 45 巻第 3 号
	「二極通貨体制の一考察：一 極通貨体制との比較を通じて」	「信用理論研究」	2006 年 6 月、 第 24 号

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

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

信用理論研究 第25号

2007年12月発行

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