

金融革新の源流

坂本, 正

<https://doi.org/10.11501/3147778>

出版情報 : 九州大学, 1998, 博士 (経済学), 論文博士
バージョン :
権利関係 :

第10章 資本信用とターム・ローン

1. 問題の所在

資本信用という信用範疇については、必ずしも十分な定説がなく、各論者の用語法も極めて多義的である。このような混乱した事態を招来したのは、資本信用範疇の提唱者が、R. ヒルファディング (Rudolf Hilferding) であり、そのなじみの少ない用語法への反発が勝ちすぎたためであろう¹⁾。

長く黙殺された後、資本信用という用語法が信用理論研究の領域で使用されはじめるのだが、その理由はこれまでの商業信用——銀行信用という論理上向の範囲内では捉え難い、中・長期信用をどのように把握すべきかという理論的課題が次第に鮮明になってきたからであった。しかしその場合においてさえ、理論上の先行者であるR. ヒルファディングの用語法との関連は必ずしも明らかにされることなく、各論者の独自性が強調されることになった。

本章では、このような状況を踏まえながら資本信用範疇の現在的意義を再検討することにした。

その場合、筆者が念頭に置いているのは、R. ヒルファディングが資本信用範疇を展開しえたドイツの兼営銀行業務と、1930年代に開発され、近年特に1960年代以降急速な発展を示しているアメリカの商業銀行によるターム・ローンの業務内容の比較検討である。

商業銀行が中・長期貸付へと業務を拡張することは信用形態の展開を意味するが、それはすでに商業銀行の構造変化を内包するものである。とすれば、このような商業銀行の構造変化を可能にした条件は一体何であろうか。

ドイツの兼営銀行において固定資本部分への貸付を可能にしたのは、商業

銀行業務と証券業務との有機的結合であった。中・長期貸付債権を出資に転換し、株式市場での流動化機構によって創業者利得を得て貸付債権相当額を回収するというのがここでの特徴である。証券業資本の引受業務が銀行信用に支えられ、引受業務による貸付債権の転嫁流動機能が商業銀行の構造変化を可能にしたのである。

他方アメリカのターム・ローンは兼営銀行と同時期頃、20世紀初頭以降にすでにみられた短期貸付の更新＝回転による長期貸付化傾向を制度的に追認したものであるが、開発時点で認識されていたのは、社債との代替性であった。この場合商業銀行は金融市場の発展を背景に、金融市場の転嫁流動性に依存した商業銀行の構造変化をとげていったのである。商業銀行業務の金融市場への内在化である。

以下、このような対比においてターム・ローンの資本信用性がどのような理論的意義をもつかについて考察することにした。

2. 資本信用の2つの形態

(1) 商業銀行と資本信用

資本信用は、再生産過程の側が銀行信用を受けることによって追加資本を供与される信用形態であるといつてよい。その場合、商業銀行はどのようにしてこの資本信用を供与できるのであろうか。

① 資本信用と第二次商業銀行業務

再生産＝蓄積過程での資本規模の拡大に対応して銀行制度の側に流入する減価償却基金、蓄積基金が貸付可能貨幣資本の源泉を拡大し、商業銀行は再生産の側から追加資本供与の要請に応えることができる。これが、商業銀行による資本信用の供与である。

このように減価償却基金、蓄積基金という蓄蔵貨幣の第二形態が再生産の拡大と共に析出され、商業銀行の貸付可能貨幣資本の源泉になることによって、商業銀行は有価証券担保貸付、不動産担保貸付へと業務を拡大すること

ができる。実は資本信用はこのような有価証券担保貸付、不動産担保貸付を内実とするものであり、その限りでは商業銀行の業務拡大に対応したものといてよい。

その場合、資本信用は形式的には、商業銀行の特徴である短期融資の形態をとり、その端緒において追加資本の供与は、商業銀行の業務拡大の中でそれ自体として矛盾を顕在化させるものではなかった。

つまり、ここで注意すべきことは、資本信用を銀行信用の本来的な形態から区別して追加信用の供与として規定することは、商業銀行における資本信用の形態規定であり、資本信用が具体的に展開するための論理的端緒にすぎないという点である。

確かに、資本信用はこの論理的端緒の段階においてすでに、有価証券担保貸付、不動産担保貸付にみられるように、貸付けた資本の回収の面に制約が認められる。だが、ここから直ちに貸付債権の固定化という資本信用供与の制約条件を強調すべきではないであろう。

商業銀行は、蓄蔵貨幣の第二形態の流入を貸付可能な貨幣資本の源泉拡大のことであり、資本信用を展開させていく。短期融資形態をとった上での短期貸付のころがし、更新・継続を通じて短期貸付の長期貸付化が遂行されるのである。固定資本部分についてもその一部分までは商業銀行の資本信用供与能力はあるというべきであろう²⁾。

商業銀行は資本信用供与能力を獲得することによって、再生産過程の側からの資本所有の量的制限の打破という要請に一定程度まで応えることができるということである。

だが本来的商業銀行業務とは区別された拡大された商業銀行業務、即ち第二次商業銀行業務である資本信用が、その論理上に展開されるにつれて貸付債権の長期固定化という矛盾が顕在化されてくる。資本信用が内包している貸付債権の固定化という制約条件が累積され、矛盾として表出してくるに至ると、商業銀行の業務拡大はすでに商業銀行業務の範囲を越え、商業銀行の業務変化あるいは商業銀行の構造変化を要請する段階に到達したといわねばならない。

このような資本信用展開の制約条件のもとで、しかし、商業銀行は資本信用供与の要請に対応しようとする。その場合、資本信用が全面的に展開するためには、長期貸付債権流動化機構の存在が前提となろう。そして長期貸付債権流動化機構を備えた、正確には長期貸付債権流動化機構を信用制度上に保障された資本信用の供与は、商業銀行の構造変化という高次の展開を意味するのである。また、いいかえれば信用制度の展開上にどのように長期貸付債権流動化機構が形成されるかによって、商業銀行の信用供与形態は制約されることになる。つまり商業銀行の構造変化に至る展開は長期貸付債権流動化機構の整備と密接不可分なのである。

② 資本信用の第一形態と第二形態

さて、資本信用の形態規定ですでに明らかな貸付債権の固定化という制約条件の論理延長線上に長期貸付債権の固定化が容易に展望されるにもかかわらず、商業銀行の業務拡大としての資本信用の展開形態を追跡したのは、商業銀行業務に包摂された短期信用の繰りのべによる長期貸付化こそが、商業銀行による資本信用供与の基本形態に他ならないからである。資本信用の第一形態である。

他方、資本信用のもうひとつの形態は、貸付債権の長期固定化を流動化させる機構のもとで、当初から長期信用を供与する段階において現われる。資本信用の第一形態が短期信用の繰りのべによって実質的に長期化されたのに対して、それを明確に長期信用として供与するのが、資本信用の第二形態である。

この資本信用の第二形態は第二次商業銀行業務である資本信用の論理系譜上に析出されるものであるが、他面商業銀行の構造変化を要請するものであり、本来的な商業銀行業務との異質性が顕在化してくる。また信用制度の発展は金融仲介機関による長期信用の供与という形で、商業銀行を基軸にした金融機関の多様化を可能にするから、ここでは資本信用の第二形態は金融仲介機関の長期信用と形態的に類似することになり、資本信用の第二形態の把握がますます困難になる。

資本信用が金融仲介機関にひき寄せられて理解されたり、商業銀行業務か

ら排除されてしまったり、その位置づけに苦慮するのはこのためである³⁾。

もちろん、このような商業銀行の構造変化を本来的商業銀行との関連においてどう規定するかが問題となるが、銀行制度の展開上にもみ導出されてくるものではない。産業構造の変化や金融市場の具体的展開に規定されてのことである。ここでは資本信用の形態規定とその展開過程についての関連でのみ問題の所在を指摘するにとどめたい。

(2) 兼営銀行と資本信用

① 商業銀行と証券業資本

資本信用はこれまで兼営銀行との関連で展開されてきた。資本信用の具体的な展開が兼営銀行においてみられたからであるが、この資本信用の展開を可能にした兼営銀行とはいかなる金融機関なのであろうか⁴⁾。

ここでは資本信用の展開を軸に商業銀行から兼営銀行への移行という論理的脈絡で兼営銀行の特徴を理解することにした。

さて、商業銀行から兼営銀行への移行という脈絡でみると、先にみたように、資本信用の供与は商業銀行業務においてその形態規定と論理的端緒が措定され、短期貸付の繰りのべ、更新の形態をとって長期貸付化が遂行されるであろう。第二次商業銀行業務としての資本信用の展開である。

このように繰りのべ、更新によって長期化された銀行の貸付債権を出資に転換し、株式引受＝発行業務の媒介によって流動化し投下資本の回収を図るのが兼営銀行の特徴的な機能である。というのも兼営銀行は商業銀行業務に加えて証券引受＝発行業務をも兼営するものであり、この有機的結合によって同一銀行業務として上述の長期貸付債権の回収が可能になるからであった。

すでに明らかのように、兼営銀行は銀行とはいふものの単なる商業銀行ではない。証券引受＝発行業務を営む証券業資本と商業銀行資本との結合が兼営銀行なのである。

しかし、兼営銀行それ自体の把握はそう容易なことではなく、したがって、資本信用の考察において商業銀行から兼営銀行への移行、即ち、より内容に即して言うとするれば、商業銀行業務の拡大から証券業資本への関連、結合が

考察課題となることもなかった。というのも、資本信用展開の暗黙の前提が兼営銀行であったり、証券業資本の存在そのものへの認識はなされているものの、信用制度の展開上に証券業資本を位置づける、あるいは商業銀行との関係で証券業資本の特質を考察するという段階にまだ至っていないためである。

商業銀行から兼営銀行への移行それ自体を取りあげれば、それは制度論の議論にすぎないが、資本信用の展開、とりわけ商業銀行業務の異質化として表出してくる論理内容の具体化に向けて、証券業資本の位置と関連を確認しておくことがまず必要であろう。

だがその前に、なぜ証券業資本が理論的考察の背後に押しやられたかについて一言しておきたい。

先にあげた理由の具体的な内容の問題としていえば、商業信用——銀行信用という論理上向を更に信用論体系として上向的に論理構築しようとする試みは、「資本所有の量的制限の打破」の系譜上に擬制資本を措定し、信用範疇としての擬制資本信用を構想した。これによって信用制度の展開を理論的に把握するための有力な分析用具が提供されることになり、それは信用制度上に株式市場（金融市場）が位置づけられる理論的根拠ともなった。

だがここでの株式市場は株式流通市場であり、商業銀行との関連でいえば貸付債権流動化のための理論的前提となるものであった。株式所有名義の変更を通じて短期貨幣資本を長期資本へと転換する市場である株式流通市場は、その資本転換メカニズムを商業銀行の貸付債権の固定化（資本負担）からの解放＝流動化（資本負担の転嫁）機構として取りこまれることによって信用制度論上に積極的位置を与えられたといつてよい⁵⁾。

資本信用との関連でいえば、資本信用供与に伴う銀行貸付債権の回収困難という制約条件打開の前提条件として株式流通市場の展開が要請され、擬制資本信用の措定が体系的に試みられたのである。

この議論と方法は、それまでの通説的理解、即ち、商業銀行と兼営銀行との理論的区別もないまま、銀行が資本信用＝固定資本信用を供与した結果、貸付債権が生産過程に長期固定化され、回収困難となるため、出資に転換し

て流動化を図るという単線的な理解に対して、出資に転換して流動化を図るためには、まず株式流通市場が論理的に前提されねばならないことを提起したのである。これによって長期貸付が商業銀行業務として無媒介的におこなわれうるものではないことも合わせて明らかになり、商業銀行業務と資本信用＝固定資本貸付との理論的課題が改めて鮮明化されることにもなった。

だが逆に、商業銀行の本来的業務の枠組が限定化され資本信用の流動性＝回収低下の制約面と流動化のための株式流通市場の意義が強調されすぎると、資本信用は商業銀行業務として認められたとしても、そこではせいぜい資本信用の論理的端緒が析出されるにすぎず、流動化機構のもとで資本信用を供与する信用制度の側の主体はそのまま不問に付されてしまうことになった。つまりその限りでは通説と同様に兼営銀行という金融機関総体の中で資本信用が供与されていることになり、論理的に商業銀行が獲得した第二次商業銀行業務としての資本信用展開への途が閉ざされたのである。無媒介的に銀行が資本信用＝固定資本信用を供与できると想定していた通説的理解への批判が、逆に商業銀行が制度として資本信用供与能力を増幅させていく信用能力の拡大側面を過小評価してしまうことになったように思われる⁶⁾。

以上が第1の問題点であった。

第2の問題は長期貸付債権を出資に転換し株式の流動化を通じて回収する際に発生する創業者利得の取り扱いである。

長期貸付債権の流動化の観点から言えば、創業者利得の発生は付随的なものにすぎず、流動化との関連では特に重要な位置を与えられることはない。このことは、流動化の舞台が株式流通市場であり、ここに擬制資本信用範疇が成立するとしても、現実資本の擬制資本への転化の市場である発行市場の機能は信用制度の展開上に析出しにくい側面があることを明瞭に示すものである。しかし擬制資本信用範疇への上向のためにも、信用制度の展開上に商業銀行を基軸とする金融仲介機関の多様化＝分化を析出する必要がある。特に、兼営銀行においては、株式の引受＝発行業務における創業者利得の取得は、資本信用の供与＝流動化の脈絡上において付随的な、したがって異質なものであることが明らかであるから、商業銀行業務とは異質な金融仲介機関

としての証券業資本の指定が要請されるといわねばならないのである⁷⁾。

さて、ここで証券業資本とは株式の引受＝発行業務を軸に現実資本から擬制資本への転化を媒介する証券取扱資本のことである。

株式の引受＝発行業務において一括引受は危険負担も大きい、引受資金吸収のために証券業資本も預金吸収機能をもつことになろう。その意味で貨幣仲介機関であるといつてもよいがその資金源泉は産業企業からの大口預金とか発行企業からの発行代わり金の一部などが預金形態をとって滞留される。また危険負担が大きいとはいえ莫大な創業者利得を取得しうることからそれでもって危険負担の大きさに対応した担保として自己資本の増強を図り、金融仲介機関としての資本力を強化することができる。単なる貨幣仲介機関でありながら信用制度上に商業銀行を軸とした金融機関体系の分化形態として大きな位置を持ちうるのは発行市場の発展とともにその株式仲介機能の役割が増大するからに他ならない。

だが、金融機関の規定としてみる限り証券取引資本は預金を吸収する貨幣取引資本の分化形態にすぎない。この証券業資本が信用制度の展開上に指定されうるのは、商業銀行が証券業資本の引受けた株式を担保に貸付をおこなうからであり、基本的には引受＝発行業務それ自体が商業銀行の信用によって支えられているからに他ならない。

いいかえれば、預金として貨幣吸収機能をもつとはいえ、商業銀行による発行業務への信用、発行信用への支持がなければ、証券業資本は十分にその業務を遂行しえないであろう。いうまでもなくここでの発行信用の内実は株式担保貸付であり、それは第二次商業銀行業務である資本信用の系譜に属するものである。つまり商業銀行は一方において資本信用を短期貸付の繰り返り形態で供与しつつ、他方において、短期貸付形態での発行信用を供与するのである。商業銀行の業務拡大は、資本信用＝固定資本信用供与に伴う貸付債権の固定化を流動化させる機構として、信用制度上に貨幣取引資本の分化形態としての証券取引資本の形成を要請し、その資本運動の基軸である引受＝発行業務へ銀行信用＝資本信用を供与することで信用制度上に証券業資本を指定することになったといつてもよい。

だが、この証券業資本は現実資本を擬制資本に転化する仲介業務によって創業者利得を取得するものであり、株式市場経由による特有な利得源泉の上に立脚するものである。商業銀行の業務拡大＝資本信用の展開が流動化確保の面で要請し、単なる株式発行・仲介の技術的諸操作の専一的機能の分化、独立を発行信用＝資本信用供与の支持機構を通じて信用制度展開の機能分化として包摂したにもかかわらず、証券業資本は商業銀行とは異質な金融仲介機関として株式市場部面での固有な上部構造的利得の取得者として立ち現われるのである。

さて、証券引受＝発行業務は引受けた証券を短期間に売却し、現実資本の擬制資本への転化を仲介するものであるが売却しえなければ保有することになり実質上は「貸付」的な内実をもつ。つまり証券業資本はその潜在的可能性として、——危険負担の形態において——預金の集中と「貸付」という貨幣仲介業務的側面をもつことになる。他方、商業銀行にとって、証券業資本の存在は長期貸付債権の流動化と回収のために不可欠な環であるが、上述の証券業資本がもつ単なる貨幣仲介業務の側面は商業銀行にとっても異質業務に対して形態的類似性をもちうる側面である。

したがって一時的な危険負担に耐えうるとすれば資本信用展開の論理系譜上に商業銀行が証券業資本を取り込む行動に出ることは可能である。その推進動機となるのは創業者利得の取得である。

本来の商業銀行が貨幣取引資本を業務体系内に包摂したように、第二次商業銀行業務は貨幣取引資本の分化形態である証券取引資本を包摂しようとする。これが商業銀行から兼営銀行への移行論理の内実なのである。

② 兼営銀行と資本信用の優位性

以上のように兼営銀行は商業銀行業務と証券業資本の有機的結合として現われる。この有機的結合の環となっているのは資本信用の展開である。いいかえれば第二次商業銀行業務の展開が、証券取引資本の形成、分化を要請し、いまや証券業資本は単なる貨幣仲介機関の側面で商業銀行の業務拡大の分化形態に包摂されることになった。

しかし、このような商業銀行業務と証券業資本の有機的結合はおのおの独

立した業務内容のまま結合するという分業あるいは業務分担の形態をとるのではなく、証券業資本が商業銀行の業務拡大の中で業務分化形態を取るという意味で有機的結合なのである。

つまり前者の場合、商業銀行業務と証券業資本の業務内容上の相違から利益の相反が考えられるが、後者のように証券業資本が商業銀行業務の一構成部門に編成されると、そこでは業務遂行の推進原理は商業銀行業務である。つまり資本信用展開のための業務編成であり、資本信用優位の構成がとられることになろう。これは信用制度展開の枢軸点である商業銀行が貨幣取引資本の分化形態である証券取引資本を業務内に包摂したことからくる当然の帰結である。

その結果、証券業資本が株式の引受＝発行のための原資として集中する預金吸収機能は商業銀行の預金形態＝貨幣の集中として包摂され、貸付可能な貨幣資本の源泉となり資本信用供与の源泉に付加されるであろう。

また証券業資本の本来の業務である株式の引受＝発行業務についていえば、先行する資本信用、即ち短期貸付の繰りのべ、更新による貸付債権の長期固定化部分について出資に転換する限りでは流動化機構として機能するわけであり、貸付債権の長期固定化の負担に比べれば、引受けた株式が売れ残るといふ危険負担の方がはるかに低いというべきであろう。

では資本信用の流動化と関わりのない、本来の株式の引受＝発行業務についてはどうであろうか。

株式の引受もいまでは「貸付」の一変形、資本信用の一形態とみなしうる。つまり売れ残りによる長期保有＝「貸付」の変形という危険負担の面において、引受業務に必要な資金負担をここでは資本信用の展開上に包摂することが可能になる。

株式引受に対する株式担保貸付という信用関係に支えられて信用制度上に析出された証券業資本の業務は、兼営銀行内での業務としてはむしろ資本信用の展開上に位置づけられることになった。そして株式担保貸付は株式流通市場でのブローカー、ディーラーに対する流通市場機能維持の信用としてより重要な意味をもつことになろう。なぜなら流通市場機能こそが発行業務遂

行の不可欠な条件だからである。

証券の引受＝発行という業務自体に変わりはないけれども商業銀行の信用に支えられて引受＝発行業務の経済的機能が変化するというべきであろう。

こうして、株式の引受＝発行業務が資本信用の一形態に包摂され、引受行為が融資＝貸付の一変形と観念されることによって、創業者利得の経済的位置も大きく変化する。

本来、創業者利得の意義は株式会社に最初に出資した産業資本家が、株式を売却し貨幣資本家に転化した後も産業資本家としての果実、即ち企業者利得相当額を年々取得しうる点にあった。創業者利得が企業者利得を資本還元した額として現われるのはそのためであった。

だが証券取引資本が一括引受けをおこなうことによって創業者利得の経済的機能に変化が生じる。現実資本から擬制資本への転化の仲介によって創業者利得は単なる貨幣仲介業務にすぎない証券取引資本に帰属する。株式の引受＝発行という株式発行の単なる技術的操作の代理、専門業務が株式市場において創業者利得を取得しうることから、この新たな利得は、引受＝発行の危険負担の大きさの度合との関係で観念される。つまり危険負担の大きい引受業務に対する担保の源泉として創業者利得が位置づけられたのである。

したがって、兼営銀行にあっても創業者利得は株式の引受＝発行業務に帰属するものとして、引受の危険負担に対する担保の源泉として、具体的には自己資本の増強の源泉として現われる。

しかし、兼営銀行の形式において、商業銀行が証券業資本を包摂しようとした動機は、信用制度の展開上に析出された新たな利得、創業者利得を単なる貨幣仲介資本にすぎない証券業資本が取得していることであり、第二次商業銀行業務の展開が貸付債権の長期固定化傾向をもち、資本信用供与に対応する担保を必要としていたことに求められる。

しかも、引受業務自体が資本信用展開上の一分化形態として位置づけられるようになれば、引受業務に帰属するはずの創業者利得は資本信用展開のための担保として共有されることになり、資本信用供与のための積極的な理論的根拠が与えられることになったのである。こうして、創業者利得を源泉と

する自己資本の増強は、引受＝発行業務の危険負担に見合った担保としてだけでなく、資本信用展開のための担保としても位置づけられることになった。

このように資本信用展開のための担保が措定され、引受＝発行業務による資本信用の流動化＝回収機構が前提になれば、資本信用供与の形態自体も変化するであろう。つまり、短期貸付形式のもとでの繰りのべ、更新形態の資本信用（資本信用の第一形態）ではなく、当初から長期の資本信用を供与することができる。即ち資本信用の第二形態の供与であり資本信用の全面化である。この段階に至ると商業銀行はすでに明確な構造変化をとげている。

兼営銀行は構造変化をとげた商業銀行業務の分化形態として証券取引資本を包摂する形態においてその機能を十分に展開することができるといえるだろう。

3. 商業銀行とターム・ローン

(1) 商業銀行と資本信用の第一形態

兼営銀行ではまず、交互計算勘定（当座勘定）を通じて短期貸付の繰りのべ、更新の形態で資本信用（＝追加資本の供与）を与えた。そして更に進んで当初から長期信用を供与しうる機構をも確保するに至ったのである。しかし、ここでは株式の引受＝発行業務を軸にした転嫁流動性機能が前提とされているため、資本信用の第一形態である短期貸付の繰りのべ、更新についてもその前提に転嫁流動性の必要があるのではないかという点が問題とされてきた。貸付債権の長期化が遂行されるためには論理的に流動化機構が前提とされねばならないことは当然である。だが、そのような流動化機構が十分に保証されてなくても、商業銀行が一定程度（中期信用）まで資本信用を供与できる点に注意を払うべきであろう。これは資本信用供与のためには転嫁流動機構が前提とされねばならないという論理関係と必ずしも矛盾するものではない。

商業信用の系譜上に商業信用の限界を克服するものとして措定された商業銀行は、商業信用の代位を貨幣信用の供与によって遂行する。商業銀行の独自の機能がこの貨幣信用であり、この系譜上に商業銀行の更に自立的な信用供与能力が付加される。これが資本信用である。そしてこの資本信用の考察にあたっては、転嫁流動機構の必要性を前提にした上で、資本信用の展開過程とそのような業務拡大に一定程度まで対応しうる商業銀行自体の主体的な信用供与能力の拡大化について何よりも留意しなければならない。というのも商業銀行のこの主体形成力という点にこそ本来の商業銀行業務とは異質な第二次商業銀行業務とも呼ぶべき資本信用展開の特徴があるからであった。

さて兼営銀行のみならず、アメリカにおいても実際は、短期貸付の繰りのべによって貸付債権が中・長期化する傾向にあったことがモルトン (H. G. Moulton) によって指摘されている⁸⁾。これは、伝統的な商業銀行の理論が一般的にもかかわらず、現実には再生産過程からの要請に応じて短期貸付の形式のもとで実質的な中期貸付を商業銀行がおこなっていることについてのすぐれた洞察である。また彼は商業銀行と証券業務との関係に十分な注意を払い、証券引受業者の引受業務が商業銀行による証券担保貸付によって可能になることを関連づけている⁹⁾。

すでに述べたように、証券担保貸付こそが資本信用の展開を軸に証券業資本を信用制度上に分化形態として編成するものであるが、商業銀行が証券業資本を資本信用業務の分化形態として包摂しない場合には、商業銀行による短期貸付の繰りのべ、更新による中期信用化は商業銀行業務内に転嫁流動機構をもつことはできない。そこでモルトンは従来の伝統理論に対して、転嫁流動性を問題としなければならなかったのである¹⁰⁾。彼の場合アメリカの金融市場構造の事情から産業向貸付の流動化については良質のコマーシャル・ペーパーへの依存度が高いが、ここでは資本信用の第一形態の展開のために転嫁流動機構の存在が要請されている点が明らかになればそれで十分である。

(2) ターム・ローンと資本信用の第二形態

ターム・ローン (Term Loan) という長期信用が一般化しはじめ、商業銀行の機能変化が話題になりかけていた1950年代の半ばに、ターム・ローンについての簡潔なレポートが提出されている。

それによれば、ターム・ローンは形式上は1920年代～1930年代にかけてすでに明らかであった、短期貸付の更新、繰りのべ形式による中期信用化をそのまま継承したものである。ただ違いは、以前の繰りのべされた短期貸付の初発の期間が3ヶ月であったのに、この当時では1年以上である点である。また以前の場合は転嫁流動性が証券市場の機能に依存するものであったのに、ターム・ローンの場合は所得からの割賦払いに依存するものとなっていて借手の「期待所得」(“anticipated income”) に依存する形へと変化しているという¹¹⁾。

興味深い内容であるが、これによってターム・ローンが短期貸付の繰りのべ形式を踏襲し、追認したものであることが明らかである。しかし初発の貸付期間がターム・ローンでは1年以上となっている点に決定的とでもいべき質的变化がある。即ちターム・ローンにおいて初発の貸付期間3ヶ月が1年以上へと拡大したことは、短期貸付の繰りのべによる実質的な中期信用を当初から追認したことを意味するものであり、これはまさしく資本信用の第一形態から第二形態への質的変換である。

さて、最初のターム・ローンは1934年 First National Bank of Boston がおこなったといわれているが¹²⁾、ターム・ローンがおこなわれ始めた頃の状況についてはシティバンクの社史がよくその性格を伝えている。それによれば、ターム・ローンは満期が1年から10年の「市場性のない債券」に近いものと受け止められた。SEC はわざわざターム・ローンは証券でないとして規定しており、明らかに社債に代替するものであったが、このことにより SEC への届出義務が免除され、満期が同じ債券に対してかなり有利にもなったのである。1937年当時の不況のもとで、短期融資の更新が円滑にいかないことを企業は懸念し、シティバンクは従来型の短期貸付の更新に代替し、証券市

場での社債発行の低迷に代替する一時的手段としてターム・ローン積極的に活用したのである¹³⁾。

他方、財務省レポート「公共政策の観点からみた銀行の証券業務」(1975年)は、商業銀行のターム・ローンによる中・長期貸付に言及して、これを証券引受に代替するものとみなしている¹⁴⁾。つまりターム・ローンを商業銀行による実質的な証券業務への参入とみたわけである。その理由は、商業銀行が中・長期貸付をおこなうことが、長期資本供給業務である証券引受業務と競合するためである。

前者の場合、ターム・ローンは形態的に債券に類似的であり、後者では、実質的に証券引受業務に代替するとされている。特に前者の場合、流動性の低い債券を引受ないし保有するとそれは実質上「貸付」の変形となるけれども、ここでは最初から市場性のない債券として長期「貸付」化がなされているのが特徴であろう。

さて、付言しておくとしてターム・ローンは復興金融公社(RFC)、各連邦準備銀行、連邦住宅局(FHA)などが1930年代にモデル化したことによって民間の銀行の側にも普及していったのである¹⁵⁾。連邦政府信用計画による金融革新の成果だとするゆえんでもある¹⁶⁾。これはターム・ローン普及の端緒にすぎないが、管理通貨制度下での公信用が金融市場、金融技術の展開の下支えになっていることの証左である。

公信用に支えられてターム・ローンの展開は資本信用の第一形態から第二形態への質的变化をその内容とするものであった。

ターム・ローンは流動性を借り手のキャッシュ・フローに依存するが、キャッシュ・フローは借手企業の利益や減価償却にもとづくものである。資本信用供与の資金源泉である減価償却基金を事前に先取りする形で銀行は資産の流動化を予測・計画する。証券市場にその流動性を依存する形態から、金融市場の発展を背景に企業内部の留保基金をも取りこんで事前に貨幣形態化するという流動性機構の展開がここにはみられる。

資本信用の第二形態として展開したターム・ローンはその十分な展開のために更に新たな流動性機構を要請するのである。商業銀行の中・長期貸付と

してターム・ローンが定着した時、商業銀行の機能変化、構造変化が問題にされるのはこのためである¹⁷⁾。

注

1) ヒルファディングの資本信用範疇の特質とその意義については、拙稿「『資本信用』と商業銀行——ヒルファディングにおける商業銀行機能の把握(2)——」(熊本商科大学経済学部開設十周年記念論文集『現代経済学の諸問題』1978年11月30日、所収)参照のこと。

2) 貨幣資本蓄積を背景に貨幣信用の新しい形態として資本信用を積極的に位置づけられる深町郁彌氏の場合も資本信用の展開にあたっては、主として資本信用供与の前提となる流動化機構としての株式市場の形成の解明に力が注がれ、資本信用を供与する商業銀行の側の構造即ち貨幣信用の新しい形態としての資本信用が商業銀行にとってどのような理論的な意味をもつかについては、まだ十分に述べられていないように思われる。

重要な論点なので少し長くなるが煩をいとわず引用することにしよう。

資本信用は、「手形割引をはじめとする短期の流通資本金」という意味での銀行信用との対比で、固定資本金、株式会社制度そして私的独占の形成にかかわるものとして位置づけられてきている。それ自体出資による資本結合の制度である株式会社は、証券(株式)市場での株式売買の展開によって、信用・銀行制度との『資金』の交流関係を確立する。資本の有機構成の高度化、生産過程での固定資本の巨大化は、大量の資本(設備資金)が要請されるにもかかわらず、資本拘束が長期化するという資本調達上の矛盾をもたらした。周知の個別資本の『資本所有の量的制限』である。この制限を打開するのが、証券市場での株式売買への銀行の貸付可能な貨幣資本の参加・流入である。この場合、銀行が直接証券市場に参入するか、銀行から証券担保で借り入れた企業・個人が参入するかは、問わないでおこう。いずれにしろ、銀行の貨幣資本が、株式企業に投下され拘束されている資本を肩代り・代位することになる(証券代位)。

さてこうした信用・銀行制度に形成される貸付可能な貨幣資本が、本来の銀行信用のような貸付——返済の部面をこえて、証券市場という新たな投下部面を開拓していくためには、貸付可能な貨幣資本の形成源泉が対応していなければならない。一般的には、固定資本の巨大化にともなって増大する減価償却基金、そして剰余価値(利潤)から控除される蓄積基金をあげることができよう。だがさらに19世紀から20世紀への移行期を念頭におくと、いわゆる不況局面の長期化により、再生産に充用されていた資本元本が遊休貨幣資本を形成することになろう。『資本論』で産業循環にともなって周期的にあらわれるとされていた、現実資本蓄積の収縮・停滞の結果としての資本元本の遊離に基づく貸付可能な貨幣資本の過多、その長期化にはかならない。

ところで、このような形成源泉を基礎にした、証券市場を媒介とする資本信用も、銀行は、本来の銀行信用の場合と同様に、当座勘定への預金設定という支払約束の貸付の形態で供与していくことになるから、前述した銀行間の振替・相殺メカニズムによる貨幣節約が行われることになる。資本信用も銀行の貨幣信用のかたちをとるかぎり『信用創造』の外被のもとに展開していくといわなければならない。(深町郁彌

「商業信用と銀行信用」深町郁彌・浜野俊一郎編『資本論体系第6巻、利子・信用』有斐閣、1985年4月15日、所収、311-312頁。）

みられるように、蓄蔵貨幣の第二形態である減価償却基金、蓄積基金それに現実資本から遊離した貨幣資本をも加えて形成される貸付可能な貨幣資本は証券市場に商業銀行が参入するための資金源泉として述べられている。これは資本信用の供与による貸付債権の固定化という制限を打開するためには流動化機構が前提とされねばならないためであろう。基本的にはその通りで異論はない。だがここで資本信用供与の制限が強調されすぎると商業銀行が独自に資本信用を供与する新たな貨幣信用形態の意義が必ずしも明らかにならないのではなかろうか。

後段で氏が主張されている資本信用供与の形態は示唆に富むもので、資本信用も本来の銀行信用に包摂されて展開されることになろう。だが問題は「証券市場を媒介とする資本信用」が、証券市場に媒介されるまでにどの程度資本信用を供与できうるかという点である。これは論理的な前提に対応するまでの単なる論理上のズレに関わるものではなく、商業銀行の主体的な信用力強化＝商業銀行の機能強化の中味に関わる論点なのである。

- 3) 川合一郎氏は資本信用——銀行信用——株式会社と上向して金融資本に到達する論理系譜を示された。その意味するところは必ずしも明らかではないが、氏の説明では資本信用が媒介するものは現金による預金—貸付で資本信用は純粋に媒介機関によって供与される。商業銀行と資本信用との関係は発生根拠の相違の故に論理的に切断され、資本信用を担う媒介機関は必然的に成立してくるものではないとされる。「日本興業銀行や長期信用銀行などの債券発行銀行がうまれるのは論理上の要求ではなく歴史的な事情による。」「この媒介機関はもちろん単独でも成立しうるが、歴史的にはさきに成立している商業銀行によって兼営されることも多い。この場合商業銀行は発生原因の異なる二つの信用形態（商業信用と資本信用）を媒介していることになる」という叙述から判断すれば債券発行によって貸付資金の集中を図る金融仲介機関を資本信用の担い手と想定しているようである。（川合一郎『管理通貨と金融資本』有斐閣、1974年11月、38-40頁、『川合一郎著作集』第6巻、有斐閣、1982年4月、40-42頁。）

また、次のようにも述べられている。「まず遊休資金がふえるにつれて、商業信用代位の必要をこえた資金はそこからあふれて漸次資本信用にむかうようになってくる。銀行に資金があまってくるとその資金は商業信用の事後的な代位である手形の割引からすすんで買手である産業資本家に前以て貸し付けられ、この買手が小切手をふりだして原料供給者から原料を買い入れるようになる。銀行の信用供与は売手にたいする事後的な信用代位から買手に対する事前的な貸付にうつってゆくからである。これは商業信用そのものが資本信用に質的变化をするのではなく、商業信用代位の必要分をオーバーした資金が商業信用代位の外被をのこしながらその下で資本信用に流れてゆくことをさす。商業銀行内部においてもこのことはおこりうるけれども、これが金融媒介機関の成立のかたちで分化、独立すれば事態はもっと明白になる。この資本信用の供与が、証券流通のたすけによって長期資金の供給を可能にすることはのちにみることで、…」(同上、51-52頁『著作集』52-53頁。)

資本信用は商業銀行においては遊休資金の増大によって偶然的にひきおこされる余分な異質物にすぎない。論理系譜的には資本信用はむしろ金融媒介機関に属するもの

として商業銀行からは分化、独立すべきことが指示されているのである。

- 4) 兼営銀行について構造分析、論理的分析の両面から詳細な考察をされているのは、生川栄治氏である。本章の展開にあたって、氏の議論からは実に多くの示唆を受けている。生川栄治『信用理論の体系』有斐閣、1985年1月、同「ドイツ大銀行の産業関係——古典から現代へ——」『証券研究年報』（大阪市立大学証券研究センター）第1号、1986年9月〔生川栄治『ドイツ金融史論』有斐閣、1995年1月、第1章に所収〕、を参照されたい。
- 5) 擬制資本のサーベイについては拙稿「擬制資本」（前掲『資本論体系第6巻』第III部 研究と論争4）を参照されたい。
- 6) 擬制資本と資本信用との関連についてはまだ十分な検討がなされていないように思われる。例えば深町郁彌氏とともに擬制資本信用範疇を提唱された飯田裕康氏は、「信用の形態の一つとして資本信用を措定しようとする試みは理論的に問題がある」と疑義を呈しておられる（飯田裕康『貨幣と信用の理論』三嶺書房、1985年5月、142頁。）。
- 7) 飯田裕康氏は証券業資本について次のように言及されている。

「擬制資本の大量的な形成は、その運動の固有の担い手を生みだす。それが、証券業者・証券業資本である。この証券業資本は、証券流通ないし発行の仲介者にとどまるものではなく、貨幣資本蓄積の担い手として擬制資本信用の代行者なのである。金融資本のもとでの産業独占と銀行独占との融合・癒着の構造の信用制度的側面は、証券市場を前提としての擬制資本の運動の担い手たる証券業資本を中核とするものである。それは具体的には諸々の形態で存在し銀行とよばれることもあれば、証券会社とよばれることもある。証券業資本は、証券の大量的供給に貨幣資本を結びつけると同時に、自らも、発行利得、売買利得（ヒルファディングの『創業利得』）を入手し、それをさらに証券業務に投ずる。それによって資本集中のいっそうの拡大を準備し、実施させるのである。」（飯田裕康、前掲書、245-246頁。）

擬制資本信用代行者としての証券業資本である。しかし信用制度上に析出されてくる論理的内容についてはまだ述べられていない。

- 8) H. G. Moulton, *The Formation of Capital*, The Brookings Institution, 1935, (Arno Press, 1975) pp. 92-95. 甲斐太郎訳『アメリカの資本形成』博文館、1943年12月、98-102頁；H. G. Moulton, "Commercial Banking and Capital Formation II," *Journal of Political Economy*, XXVI (June 1918), pp. 644-645; "Commercial Banking and Capital Formation III," *Journal of Political Economy*, XXVI (July 1918), pp. 713-31.
- 9) H. G. Moulton, *The Formation of Capital*, pp. 104-105. 邦訳、110-111頁；"Commercial Banking and Capital Formation II," pp. 651-53.
- 10) H. G. Moulton, "Commercial Banking and Capital Formation III," pp. 723, 730-1. なおモルトンを含めた初期の転嫁流動性理論の形成の背景とその分析については、数阪孝志「戦間期アメリカの商業銀行と転嫁流動性理論」『経済論究』（九州大学大学院）67号、1987年4月、を参照されたい。
- 11) "Continuous Borrowing Through 'Short-Term' Bank Loans," *Monthly Business Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, September 1956. なお

- これと関連して cf. "Loans to Business By Member Banks," *ibid.* May 1956 ; "Business Loans : Interest Rates and Loans to Small Borrowers," *ibid.*, June 1956.
- 12) Martin Mayer. *The Bankers*, Weybright and Talley, 1974, p. 56. ここには最初にターム・ローンをおこなった Serge Semenenko の談話が紹介されている。なおターム・ローンの起源については、Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, Euromoney Publications, 1982年。もメーヤーの説を採っている (*Ibid.*, p. 24.)。
- 13) Harold van B. Cleveland and Thomas F. Huertas, *Citibank, 1812-1970*, Harvard University Press, 1985, pp. 204-205. この点については松井和夫氏の確な紹介がある。参照されたい (松井和夫「米国におけるターム・ローンの発展過程——シテイの社史に学ぶ(4)——」『証研レポート』1387, 1987年2月16日, 6-7頁。)
- 14) Department of the Treasury, "Public Policy Aspects of Bank Securities Activities," November 1975 in *Securities Activities of Commercial Banks : Hearings before the Subcommittee on Securities of the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, Ninety-Fourth Congress, December 1975, pp. 33-34, 49-50.
- 15) G. E. Moore, "Term Loans and Interim Financing," in *Business Loans of American Commercial Banks*, B. H. Beckhart ed., The Ronald Press Co. 1959, p. 212 ; R. J. Saulnier, Harold G. Halcrow, Neil H. Jacoby, *Federal Lending and Loan Insurance*, Princeton University Press, 1958, p. 284.
- 16) *A Study of Federal Credit Programs*, Subcommittee on Domestic Finance, Committee on Banking and Currency, House of Representatives, 88th Congress, 2nd Session Vol. 1, February 28, 1964, pp. 71-73.
- 17) ターム・ローンについて体系的な把握を試みられたのは深町郁彌氏である。極めて詳細な先駆的労作であるが、氏の理論体系上、重要な意義をもつものは、ここで氏がターム・ローンの資本信用性を強調されていることであろう。

この点について氏はこういわれる。「すでに筆者は、ターム・ローンを『資本信用』性の貸付である、と述べておいた。それは借手の非銀行企業にとっては証券発行に代わって新規設備をはじめ追加資本の調達を可能ならしめるものであった。また借手銀行にとっても証券購入・保有に大きく代替するかたちで、しかも借手企業との連携・支配関係を強化できる投資銀行タイプの貸付形態として定着してきたのであった。こうした点からみれば、ターム・ローンは古典的な商業銀行業務の枠を大きくはみ出すものであった、と言いうるのである。」(深町郁彌「商業銀行のターム・ローンと金融市場」『経済学研究』(九州大学)第52巻第1~4合併号, 1987年2月10日, 165頁。)

「問題は、このターム・ローン化を信用理論の体系のうえでどう位置づけるか、である。今日ではターム・ローンを商業銀行の非本来的業務と規定することには大きな抵抗があろう。それはすでに銀行業務のなかにしっかり定着してしまっているからである。しかし、手形割引や商品担保貸付などの流動資産金融を行うことを本来の古典的商業銀行業務とみるという視座に立つと、ターム・ローンは、固定資産あるいは追加資本の供給という『資本信用』性のもので、前者の枠から大きくはみ出していた。

筆者はここで少くとも『商業銀行』業務の貸付面での非本来化・異質化を確認すべきだと考えている。ターム・ローンが『投資銀行タイプの信用』といわれていたことを想起されたい。(同上, 208頁。)

ターム・ローンに「資本信用」性を確認するという点は全く異議はない。しかし、古典的商業銀行業務との対比において、管理通貨制度下で公信用に支持された金融市場の展開のもとではじめて「商業銀行」業務の非本来化、異質化を析出される点に疑念が残るのである。

それは、氏自身が論文の随所で指摘されているような、ターム・ローンに先立つ短期貸付の更新・継続形態を資本信用との関係でどう位置づけるべきか、という問題と密接に関わる論点である。つまり資本信用範疇の系譜的展開の問題である。

第11章

ターム・ローンと信用論体系

——資本信用範疇の展開——

1. 問題の所在

本章ではアメリカの商業銀行の中・長期貸付であるターム・ローン(Term Loan)を取りあげ、その信用理論上の規定を中心に考察することにした¹⁾。

その考察に際して念頭においていることは、ターム・ローンの「資本信用」性を信用論体系上にどのように位置づけることができるか、という問題である。いいかえれば、資本信用範疇の展開上にターム・ローンを析出し措定するために、ターム・ローンの形態的特質を明らかにすること、これが本章での課題である。

以上の観点からいえば、ターム・ローンは商業銀行業務の展開上に位置する資本信用形態である。さらに資本信用範疇の展開という理論系譜に即して規定すると、ターム・ローンは資本信用の第二形態に位置するものである。

ターム・ローンの展開以前にアメリカの商業銀行は短期貸付の更新・継続による中・長期貸付を現実には供与しており、すでにここに資本信用の具体的な展開がみられる。これが資本信用の第一形態である。

ターム・ローンはこの資本信用の第一形態である短期貸付の更新・継続を通じてこの実質的な中・長期貸付化を形態上継承・追認したものに他ならない。つまりターム・ローンは短期貸付の更新・継続という資本信用の第一形態の限界を克服し、その中・長期貸付の形態をさらに展開・確立したものであった。

したがって資本信用の第一形態から資本信用の第二形態への上向、展開に

あたっては、貸付の技術的側面に特にその継承性が強く認められることもあり、ターム・ローン導入に際しては当初この継承性の面が強調されもしたが、両者の間には内容的にみて格段の質的な相違がある。

それはまず第1に何よりもターム・ローンが当初から1年以上という貸付形態をとるという資本信用の第二形態の性格規定そのものに関わる点である。

この貸付期間の長期化に加えて、返済が借入れ企業の利益や減価償却に依存した賦払い形式をとることもターム・ローンの大きな特徴である。

資本信用の第一形態の場合は、貸付債権の流動化は証券市場に依存するものであったが、資本信用の第二形態であるターム・ローンは銀行の長期貸付債権の流動化を貸付先の企業のキャッシュ・フローに依存することになる。そのため、銀行がターム・ローンを通じて企業の経営・管理内容に深く関わりをもつ点にも注意が払われるべきであろう²⁾。

ところで本章で問題としたい点は、ターム・ローンを契機に形成される銀行と企業との緊密化の中味について信用理論の面から検討を加えることであり、銀行の長期貸付債権の回収＝流動化が企業のキャッシュ・フローに依存している点について信用論的な形態規定を与えることである。

ターム・ローンはその端緒において社債に代替するものとして現われ、市場性のない債券形式をとることで社債と競合する関係にあった。つまり貸付の「債券」化であり、貸付の「社債」化である³⁾。これは、形式的には貸付が証券市場へ上向して展開されていることを意味するが、この貸付形態は債券形式のもつ流動性に依存していないことが、ここでの特徴となっている。「債券」形式をとって貸付の新展開、長期貸付の新展開がなされるわけで、貸付の証券部面への形態的浸透化といってよい。ここにターム・ローンの形態的特質がみられるのである。

以下、資本信用範疇の展開としてターム・ローンを信用論体系上に位置づけるために、資本信用の第一形態である短期貸付の繰りのべ・更新方式の特徴とその限界、資本信用の第一形態の克服形態として措定される資本信用の第二形態としてのターム・ローンの形態的特質を析出し、その信用論的意義を探ることにしよう。

2. 資本信用の第一形態と転嫁流動性理論

(1) ターム・ローンと短期貸付更新方式

ターム・ローンはアメリカの商業銀行において1930年代後半から本格化された中・長期貸付形態である。だが商業銀行による中・長期貸付＝資本信用はターム・ローンが初めてではなく、短期貸付の更新・繰りのべの形式を通じて19世紀末から慣行的に実施されていた。特に1920年代に入るとこのような短期貸付更新形式と商業銀行の伝統的理論との乖離が問題にされるようになった。ターム・ローンはこのような背景のもとで短期貸付更新方式を追認、継承したものであったのである。

アメリカにおいてもイギリスと同様、商業銀行業務の典型は古典的商業銀行業務であり、伝統的理論として真正手形理論、商業貸付理論がそれを体現する理念型であった。だがそのような伝統的な理念にもかかわらず、すでに19世紀の末頃からアメリカの商業銀行は、古典的商業銀行として自らの業務を限定することなく、本来的商業銀行業務から資本信用を展開軸とする第二次商業銀行業務へと業務の拡大を図っていた。

1893年にチェイス・ナショナル・バンク頭取のヘップバーン (A. Barton Hepburn) は、教科書で定式化されたり、法廷で制定されているような純粋な商業銀行機能では、今日の銀行を十分に捉えることはできない、と述べている。特にここで主張されている商業銀行業務の変質の中心は、商業銀行による証券保有の増大であった⁴⁾。そして、この証券市場に依拠した商業銀行業務の拡大、即ち証券担保貸付、証券投資の拡大の脈絡上に短期貸付更新方式による中・長期貸付化、つまり資本信用の第一形態が展開されることになったのである⁵⁾。

ところでこの資本信用の第一形態の特徴は、短期貸付の形式を踏襲する方法でなされた点にある。しかも商業貸付理論に即して1年ごとに清算をする clean up rule を商業銀行が適用すると、借入れの企業は債務を清算する

ために別の銀行から借り入れる形で借り継ぎをおこなうことになり、結局数行にまたがって中・長期借入れがおこなわれることになったといわれる⁶⁾。資本信用の第一形態の展開を促進する再生産過程からの要請がここらにみとれるであろう。

(2) 資本信用の第一形態の展開と転嫁流動性メカニズム

このようにして短期貸付の形式のもとに資本信用が展開されると、伝統的な商業貸付理論が妥当する古典的商業銀行業務と資本信用を供与する現実の商業銀行業務との間に当然乖離が生じてくる。このギャップが認識され問題とされるのは1910年代以降、特に1920年代に入ってからであった。

だがすでにアンダーソンは1917年に、モールトンは1918年に、アメリカの商業銀行が実際には短期貸付の更新による中・長期貸付をおこなっている実態を報告するとともに、このような商業銀行の業務内容は伝統的な商業貸付理論の妥当しえない信用領域の拡大を意味しているわけであるから、現実の貸付業務に即応した新たな銀行理論が必要であるとして、転嫁流動性理論を提起したのである⁷⁾。

転嫁流動性理論の先駆的役割を担ったアンダーソン (B. M. Anderson, Jr.) は、通常用語法とは違って、コマーシャル・ペーパー (commercial paper) を満期までに還流する流動性の高い短期貸付の総称であると定義し⁸⁾、この観点から合衆国における国法銀行、州法銀行、信託会社全体のコマーシャル・ペーパー、即ち短期貸付は全貸付のわずか18.2パーセントにすぎないと結論した⁹⁾。

彼の分析によれば、銀行資産の「その他貸付・割引」項目にコマーシャル・ペーパーが含まれるが、その項目全額が彼のいうコマーシャル・ペーパーではない。そのうちの多くは実際には定期的に更新され、製造業者達はそれらを生産設備のような固定形態の資本財向けに使用しており、流動的とはいえないからであった¹⁰⁾。こうして彼は「商業銀行」の場合でさえ、銀行信用の大部分は商業貸付 (commercial credit) ではなく、特に大都市部では産業界への恒久的金融への貸付部分が大きくなると、商業銀行の構造的特徴を摘

出している¹¹⁾。

さて、ここで彼が注目する流動性の観点からいえば、重視すべきは株式市場での証券担保貸付であり、これこそが「最も完全に満足のゆく種類の銀行貸付」である¹²⁾。そしてこれは量的にはないにせよ、質的に「銀行貸付全体の流動性の最大部分を供給している」ものに他ならなかった¹³⁾。また更に銀行資産の証券項目特に債券に「もうひとつの高度に重要な流動性の源泉を見出す」という¹⁴⁾。

かくて流動性の面での彼の結論は明瞭である。ここで彼が強調した点は、「合衆国の現代銀行業は証券市場とはなほだ密接な関係にあり、現代の銀行信用はその流動性を主としてこの源泉から得ている」という事実であった¹⁵⁾。まさしく、証券市場に依存した銀行資産の転嫁流動性の主張である。

他方、モルトン (H. G. Moulton) は、転嫁流動性理論を唱えるにあたって、商業銀行と資本形成との関係を考察し、商業銀行が固定資本形成に大きな役割を果たしていることをより積極的に位置づけ評価した点に、その特徴がある¹⁶⁾。

その際、彼が注目するのは商業銀行が貸付を通じて製造業向けにおこなっている固定資本の供給であった¹⁷⁾。この観点から彼は、アンダーソンが商業銀行の「商業」という語に因われて重視した商業と産業という業態的区別を批判して¹⁸⁾、貸付形態の中味を吟味する必要から固定資本 (fixed capital) と流動資本 (circulating capital) とに区別することを提起した¹⁹⁾。そして、無担保貸付のうち少なくとも20パーセントが固定資本向けの貸付となっていることを指摘したのである²⁰⁾。

さて、モルトンによれば、短期貸付が繰り返し更新されるのは、何ら珍しいことではない。現実は何年にもわたって繰り返しのべされておられ、彼は17年繰り返しのべされた例さえあることを報告している²¹⁾。そして彼は、これらの更新された貸付のかなりの部分は商業的でない使われ方をされていて、情報に精通した銀行家達は大都市では無担保貸付の少なくとも40パーセントから50パーセントは満期日に更新されていると推測している、と述べたのである²²⁾。

モルトンの指摘では、銀行は顧客の期間延長の申し出を受けて大抵は短

期貸付の更新を認めている。もっともその際、1年に1度は顧客は必ず債務を弁済しなければならないという留保条件がつけられていて、このことは商業貸付理論全体にとって重要な意味をもつものであった。だが実際にはこの留保条件は必ずしもそれ程効力をもつものではなく、清算することは直ちに借り入れをすることを意味し、銀行間の競争のもとで短期貸付の更新が進められたのである²³⁾。

しかし、モルトンの考えでは、このような商業銀行による短期貸付の更新を通じての中・長期貸付化は、今や何ら不都合なものではない。預金や自己流動的な貸付資金の還流によって形成される現金準備に加えて、需要がある時に「売りや他行からの借り入れによって現金に転換されうる優良な第二線準備がある限り、立派に組織され、注意深く管理された事業に恒久的性格の貸付を銀行がすべきではない十分な理由などないようにみえる。²⁴⁾」からであった。

かくして「流動性の問題は貸付の満期の問題というよりはむしろ現金と引きかえに他の銀行に資産を転嫁する問題である。²⁵⁾」この意味で「流動性 (Liquidity) は転嫁性 (Shiftability) と同義なのである。²⁶⁾」

ここで第二線準備を形成するのは、コマーシャル・ペーパー・ハウスを通じて買い入れたコマーシャル・ペーパーと債券および株式で、債券および株式が担保貸付の担保としても投資証券としても最も流動性が高いものであるとされた²⁷⁾。

このようにモルトンは、短期貸付更新方式による中・長期貸付化という資本信用の第一形態との明確な関連のもとに銀行資産の転嫁流動性理論を展開した。

商業銀行は資本信用の第一形態による固定資本信用の供与をおこなうが、銀行資産の転嫁流動性によって、固定資本信用供与も可能になる、これがモルトンの主張する転嫁流動性理論の理論内容であった²⁸⁾。

以上、簡単に初期転嫁流動性論者の議論の特徴をみてきた。そこで次にこのような転嫁流動性理論が信用論体系上にもつ意味について考察しておくことにしよう。

(3) 転嫁流動性理論と信用論体系

アメリカにおいて、イギリスの商業銀行を典型とする古典的商業銀行業務に基づく自己流動性理論とは異質な証券市場に立脚した転嫁流動性理論が展開された理由の第1は、商業銀行による資本信用の第一形態の展開であり、第2として短期金融市場の未発達があげられよう。

さて、古典的商業銀行業務における銀行資産の自己流動性は、銀行の短期の貸付債権が満期日に還流してくるメカニズムに立脚したものであった。だがこの自己流動性に基づく商業貸付理論は、個別銀行レベルのみで完結するものではなく、現実には銀行間の資金の過不足を調整する短期貨幣市場によって補完されねばならなかった。短期的な貸付資金の不足に際して銀行は資産として保有する割引手形を売却することで必要とする貸付資金を入手することができる。つまり再生産過程からの順調な資金の還流に依存する商業貸付理論は、個別銀行レベルの資金の還流に生じる部分的な遅延を銀行間の資金の過不足の調整によって制度的に保証することを暗黙の前提としていた。短期貸付債権の拘束を解放する市場である短期貨幣市場を商業銀行制度の部分市場、あるいは補助市場に包摂した信用制度体系のもとで商業貸付理論は展開されたのである。これは信用理論体系の論理系譜でいえば「流通時間の止揚」に属するものといつてよい。

他方、これに対してここでのアメリカの商業銀行の特徴は、再生産過程からの固定資本への信用供与の要請に対して、短期貸付の更新・繰りのべによる資本信用の第一形態によって固定資本信用の供与をおこなう点にあった。古典的商業銀行の本来の業務とは異質な第二次商業銀行業務の展開である。論理系譜的にいえば、これは「資本所有の量的制限の止揚」に属するものといわねばならない。

しかもアメリカの場合、短期貸付債権の拘束を解放する資本負担転嫁の市場としての短期貨幣市場が未発達である。短期貸付更新方式による中・長期貸付は短期貸付の形式をとるため、イギリスの場合と比べていっそう短期貨幣市場の未発達の難点が顕在化することになる。短期貨幣市場の整備の必要

性が強く認識されるのはこのためであった。

短期貨幣市場の未成達は短期資金の過不足調整機構不在のまま、その代替市場として証券市場を位置づけることになろう。商業銀行の貸付業務との関連でいえば、証券担保貸付、コール・ローンの比重の増大がそれである。第二次商業銀行業務の中軸をなす資本信用の論理的端緒はこの証券担保貸付であるから、アメリカの信用制度の独自の構造は第二次商業銀行業務の展開を要請する制度的な規定要因ともなったのである。

こうした信用構造のもとで、短期貸付更新方式による中・長期貸付は、貸付債権の長期固定化という資金の拘束をひきおこすことになろう。このような矛盾・限界は銀行資産の他の項目、即ち銀行保有の債券、株式を証券市場で他の銀行に売却するという銀行資産の転嫁流動性によってはじめて打開可能となる。かくて、証券市場を支点とした転嫁流動性のメカニズムが保障されることによって、資本信用の第一形態もまたその展開が保障されるのであった。

信用理論体系における「資本所有の量的制限の止揚」の系譜上に位置して資本信用の第一形態の展開を保障する理論が転嫁流動性理論であるといえよう。

証券流通市場での資本運動を信用制度の側に包摂した擬制資本信用範疇は、銀行信用の上向系譜上に位置づけられた。だが擬制資本信用の展開を商業銀行の側から支持する信用形態は証券担保貸付を内実とする資本信用である。これを論理的端緒として析出されてくる信用形態が、短期貸付形式を保持した中・長期貸付、即ち資本信用の第一形態であった。ここに古典的商業銀行業務とは区別された第二次商業銀行業務の展開がみられることになる。本来の古典的商業銀行業務から第二次商業銀行業務への業務拡大であり、商業銀行の構造変化である。この資本信用の第一形態の展開を保障するものが証券市場に依拠した転嫁流動性メカニズムであり、その理論化が転嫁流動性理論だったのである。

3. ターム・ローンの特質と信用制度の構造変化

ターム・ローンは、商業銀行による短期貸付の更新による中・長期貸付という資本信用の第一形態の限界を克服し、それを発展的に継承する形で当初より中・長期貸付を意図した信用形態である。アメリカの商業銀行による中・長期貸付業務の顕在化であり、これはまさしく商業銀行の構造変化に対応したものであった。

このように形成されたターム・ローンの展開が信用理論上いかなる意味をもつのか、以下その形態的特質を中心に考察することにしよう²⁹⁾。

(1) ターム・ローンの生成とその金融革新性

1930年代末から普及しはじめるターム・ローンはレベニュー債とともに金融技術上の金融革新の産物で、連邦政府の信用計画の成果でもあった³⁰⁾。つまり、1929年の大恐慌以降、連邦政府の信用計画に基づいて、復興金融公社や各連邦準備銀行などの積極的な支持によって推進されたものなのである³¹⁾。もちろん金融技術開発後、その有効性が明らかになるにつれて民間金融業界に普及していく訳で、その後のターム・ローンそのものの展開が公信用の支持に依拠したというものではない。これはターム・ローン普及に際しての金融技術上の端緒にすぎないが、この段階においては信用制度の展開が公信用の支持を背景にしたものであるという点も含めてまず考慮しておくべきものであろう。

ターム・ローン発生の原因としては、1920年代に企業が社債や短期借入れの更新によって調達していた長期資金の調達方法が1930年代には企業にとって桎梏となり返済不能の事態が生じたこと、が企業の側からの大きな要因である。銀行が短期貸付の更新を拒否すれば倒産の恐れがある程に企業の財務状態が悪化していた³²⁾。銀行から言えば1933年からの低金利状態下においてさえ短期貸付の状況が芳しくないため、このことが幾分金利の高いターム・ローンへと移行する誘因となったのである³³⁾。

このように銀行が、短期貸付方式が経験的に必ずしも流動的でないことを学び、銀行、企業双方が返済条件を資金の性格や支払時期と関わらせた新たな金融技術を必要として生まれたのがターム・ローンであった³⁴⁾。

また1930年代後半に銀行が多額の過剰準備を抱え、投資先を見い出す必要があったこと、「銀行制度の構造変化」によって、ターム・ローンの流動性の低下は1934年の連邦預金保険の確立で部分的に相殺されるなどの環境整備がなされたことなどもターム・ローン成立の要因となった³⁵⁾。

ターム・ローン成立の背景としては当時のさまざまな金融事情、制度の変化があげられねばならず、またそれらに規定されるものであるが³⁶⁾、理論的に重要な点は、資本信用の第一形態による中・長期貸付では資金計画上借り手の側も不安定であり、商業銀行の側も転嫁流動性メカニズムをもつとはいえず、企業からの借換要求を拒否しにくいなど貸付債権の流動性の低下という固有の問題が顕在化してきたために、その矛盾・限界を克服するためにターム・ローンが析出された、という論理内容である。

この論点に関連して、ターム・ローンが導入当時どのように受け止められたかをみておくことにしよう。

ある銀行関係者の1939年の論文によれば、伝統的な商業銀行理論が支配的な時期にすでに実際にはターム・ローンはなされていた。以前の貸付と今問題にしている貸付との特徴的な違いは、以前の貸付が短期の満期でなされ、未払いの残高の上に追加的な短期の更新が与えられることになるのに対して、近代的な方法も求める結果は同じだが、異なる技術を採用していること、即ち長期の満期が債務証書に書かれている点である、と³⁷⁾。この近代的な方法がターム・ローンであるが、「流動性には欠けている」のである³⁸⁾。

また別の論者は、企業が資本市場で資金調達をするのが難しい状況なので、銀行からの中期金融が求められている。「根本的には、ターム・ローンをおこなうのに何ら新しいものはない。」ただ現在、個々の銀行の政策は「ターム・ローンは銀行資金の投資のための健全で適切な手段である」と考えてきた、と指摘し³⁹⁾、他の論者はターム・ローンの業務は商業銀行家の観点のみならず、インベストメント・バンカーの観点をも必要とすると述べた⁴⁰⁾。

その少し前、1938年の手形交換所円卓会議でデカー（E. N. Dekker）はターム・ローンについて次のように述べた。

現在、疑いなく中期信用への需要は存在している。この中期信用は1年以上5年未満のものであるが、恒久的資本への前貸しではない。なるほどこの資金は資本目的のために用いられるけれども、このような貸付は返済計画が収益から満たされるような過去の記録と将来の予想が申請者から提示されなければ通常与えられない。こうして貸付期間中の事業状況、即ち販売、収益の趨勢、信用政策、経営管理の全般が審査の対象となる。またターム・ローン賦与に伴うリスクは重要な問題である。通常の商業貸付よりも中期のターム・ローンの方がリスクが大きいからであるが、この点の調査は商業銀行家の、というよりもインベストメント・バンカーの調査というべきものである。そして更に重要な特徴というのは銀行と借り手の間の協定形式であろう。

ただターム・ローンにおいてリスクを過大評価すべきではない。5年間、割賦返済されるターム・ローンは長期債への投資よりもリスクが小さいと思えるからである。中期のターム・ローンは銀行のポートフォリオの一部と代替されて当然であろう。実務上の観点からいえば、割賦返済を保証されたターム・ローンは市況次第では元本割れをすることもある長期債程度の流動性をもっているからである⁴¹⁾。

FDIC 総裁のクロリー（Leo T. Crowley）も、この時期に商業銀行に対してターム・ローンを奨励する観点から、ターム・ローンは「銀行がこれまで資本融資に従事してきた、絶えず更新する短期の手段、即ちなじみ深い“sleeper” loans よりも銀行資産としてすぐれている」と発言している⁴²⁾。

同様に銀行業界の中からも準備市銀行家協会委託の研究報告が提出され、長期のターム・ローンを政府と協力して推進していくことが述べられ、その内容が次のように紹介された。

もちろんターム・ローンは、経験と分析から安全であると示された健全な基礎のうえでなされなければならないが、ターム・ローンをおこなうことは銀行の収益資産の拡大にとって重要な手段となるだろう。「これらの貸付には流動性も市場性もないけれども、それでも多くの銀行はこのような数多く

の前貸しを安全におこなってきている。」この認識に立ってこのような貸付が最上になされる諸条件を明らかにし、この種の銀行信用の利点と固有のリスクについても言及をした。

1929年以降企業による短期借入れが減少してきているが、これに新規発行市場の極度の不振も加わって、現在特に中・小企業が困窮しているのでターム・ローンの必要が最も考慮されている。

また証券市場、店頭市場の規制、証券担保貸付への制限のため、当面1920年代のような証券市場の活況が望めないことも、銀行がターム・ローンに強い関心をもっている理由である。企業の側では1929年以前のように証券市場が長期資本を自由に安価に供給しないこと、政府が経済復興策としてこのような貸付を奨励していること、がターム・ローンへの関心を強めることになった。

さて、ターム・ローンは中期資本信用であるが、基礎的な技術は短期信用の場合とほんのわずかしが違わない。それは力点の違いというほどのものであるが、ターム・ローンでは収益とか管理とかといったような要因が特に重要となるのである。

ところで、この研究によれば、銀行は政府証券以外の投資証券の保有を増やすことができないのであるから、「ターム・ローンは銀行の投資計画への追加とみなされてよい。」今日では銀行の投資ポートフォリオの流動性は以前と比べて格段に増してきているのだから、銀行は相当量のターム・ローンをおこなうことを以前よりも考えやすくなっている。また関連して言えば、この型の貸付には連邦預金保険もあり、預金者による取りつけの危険性も少ないのである⁴³⁾。

またこの報告は次のようにも紹介されている。

短期信用のみが企業に前貸しされるべきだという長く受入れられてきた商業銀行理論にもかかわらず、アメリカの銀行は多年にわたって表向きは認めてはいないのだが、かなり長期間、運転資金を与えてきた。貸付は短期、つまり90日で与えられ、幾度も更新されたのである。

第1次大戦前、商業貸付残高のかなりの部分は今日資本前貸しと呼ばれる

ものから成り立っていた。だがそれらは満期がくるたび毎に更新された短期のペーパーであった。

けれども資本部分にあまりにも大規模に参入するとドイツとイタリアでおこったような結果を招くことになる。

さてここ2～3年ターム・ローンをおこなってきた銀行は数行であったが、近年関心が高まってきた理由のひとつは、この夏の銀行審査の改訂にあった。これまではあまりに満期の長い貸付を批判し、短期の自己流動的貸付の必要を強調していたのに、ここにきて満期がどうであれ返済の見込みを重視するようになったからである。

そして証券市場の不振と規制がターム・ローンへの関心を高めていると指摘したあと、ターム・ローンを供与できうる位置にあるかどうかを金融機関が確かめる責務があるとして、その決定要因の指標を四点示した。(1)預金債務の性格、(2)ポートフォリオの性格、(3)資本源泉、(4)利用可能な貸付のタイプ、である。ターム・ローンは流動性が低いので変動幅の大きい預金をもつ銀行はこの種の貸付の供与には注意を払わねばならないのである。

更に、銀行がターム・ローンの供与に関心を示すようになった主要な理由を四点あげる。(1)収益資産の不足と多額の遊休資金、(2)連邦準備制度が加盟銀行に資金を供給する場合の寛大さが増したこと、(3)ここ2～3年銀行の流動性が急激に増したこと、(4)銀行が政府に協力する好機であり、銀行には安全性ばかりで自由に企業に信用を供与していないという一部の筋からの批判に答えること。

次にターム・ローンは銀行の投資計画への追加とみなされること、ドイツとイタリアでおこった過度の資本拡張の結果に触れたあと、ターム・ローンの危険性について、(1)流動性の減退、(2)かなりの損失のリスク、(3)利用できる経験に限界があること、(4)借り手への逆効果の可能性、(5)過度の競争、をあげる。

借り手の返済能力の決定に関しては、「ターム・ローン信用分析の技術は、かくて短期銀行貸付に関するものよりも投資分析に普通用いられる方法に似ている度合がはるかに近いのである。」だが違いもあって、投資証券の大部

分は連続満期でないのに、ターム・ローンは債券よりも満期が短かく、固定連続返済だからである。

そして最後に報告は銀行が不適切な申請者にターム・ローンを供与することに注意を促した⁴⁴⁾。

なおこの準備市銀行による報告はその当時政府の一部で検討されていた産業銀行設立の動きを牽制したもので、報告文の中に政府との協力という言葉が出てくるのはこうしたことを指してのことだったのである⁴⁵⁾。

以上ターム・ローン導入時の関係者の主張をみてきた⁴⁶⁾。すべてターム・ローンを促進する見地からのものであることにまず注意を払っておこう。その中で1938年の準備市銀行報告がターム・ローンについてはじめてのまとまったもので、それだけに興味深い内容となっている。ここですべてを取りあげることはできないが、これらの関係者の議論から理論的に留意すべき点⁴⁷⁾が2つある。

その第1は、短期貸付更新方式の継承・発展としてターム・ローンが位置づけられている点である。その第2は、資本信用の第一形態の継承性の上に、投資銀行業務に近いものとして析出されてきたターム・ローンの独自性であり金融革新性である。

この第2点は準備市銀行報告の中で特に強調され展開されていたものであった。証券市場での長期資本供給の代替物としてターム・ローンが位置づけられ、銀行の投資ポートフォリオの構成部分としてターム・ローンは推奨されたのである。つまり、流動性、市場性に欠けるターム・ローンが投資銀行類似業務として展開され、企業の資金計画を通じて、販売代金、減価償却などを内実とするキャッシュ・フローに依拠してその割賦返済＝「流動性」を確保しようとする点に、この新型金融技術の特徴があったのである。

(2) ターム・ローンの信用規定とその特質

ターム・ローンは1年以上5年未満の銀行によって供与される中期資本信用である。その際割賦返済によって「流動性」が確保されることになるが、満期日に多額の残高 balloon を残しておく方式がその当時の特徴的なやり

方であった。

だが信用理論上注意すべきことはターム・ローンが非流動的な債券形式をとったという点であろう。これは形態上でみる限り、貸付の「債券」化であり、社債との代替を意図した点では貸付の「社債」化である。

これは2つの意味をもつ。その第1は、中・長期の資本調達市場は証券市場であるため、中・長期の貸付をおこなう資本信用もその形態においては先行する証券市場との類似形態を取らざるをえない、という点である。貸付の債券への擬制的転化であり、貸付から証券市場へと論理上向した貸付の証券部面への浸透化に他ならない。

第2は、にもかかわらず貸付形態であり、証券ではない故に流動性は賦与されえない、という論理的区別の明示化である。

ターム・ローンが商業銀行業務よりも投資銀行業務に近い技術が必要とするというのは、ターム・ローンが債券形式をとった貸付だからであり、貸付業務が証券業務へと浸透・参入するという意味において、ターム・ローンは短期貸付更新方式とは異質な、新たな信用形態としての意義をもつものなのであった。

資本信用の第一形態である短期貸付更新方式とは違って、当初から中期信用を供与するという点において、ターム・ローンは資本信用の第二形態と呼ぶべきものである。

さて、アメリカの商業銀行は短期貸付の更新によって実質上の中・長期貸付を遂行していた。即ち資本信用の第一形態の展開である。

だが、この短期貸付更新方式では更新が順調になされる保障がない点で借り手には不安定性が残されており、銀行の側からいえば、借り換えを随時拒否しうる権限を留保していたが、企業の財務状態が悪化しかけた時には更新を拒否しにくいという問題も同時に伏在していた。事実上の中・長期化の容認であり、短期貸付の形式をとるだけに、こうした思わぬ中・長期化という受動性の面にこの方式の矛盾と限界があった。

資本信用の第一形態におけるこうした貸付債権の拘束・固定化の矛盾は商業銀行制度の機構内では解決困難な問題である。拘束された貸付債権の流動

化は本来、証券市場での流動化機構を前提とし、証券業資本、証券業務との結合によってのみ可能となるものであった。

これに対して、アメリカの商業銀行は、資本信用の第一形態における貸付債権の拘束・固定化からの解放、流動化を他の資産項目の流動性によって補完したのである。これが証券市場に立脚した転嫁流動性であった。つまり、ここには商業銀行が流動性の高い資産を保有しているという商業銀行自体における資産構造の変化が前提されている。このように、第二次商業銀行業務は証券市場と密接不可分に結びついている点にその構造上の特徴があったのである。

ターム・ローンは、第二次商業銀行業務の展開上に措定されるものである。したがって中期貸付形態としては資本信用の第一形態を継承・発展させたものであり、その場合貸付債権の拘束・固定化は、短期貸付更新方式の場合と同様、基本的には他の資産項目の流動化によって補完される関係にあるといつてよい。そこにおいてターム・ローンの優越性は、当初から中期貸付を供与するため、過去、将来にわたる財務状況の分析、予測から、返済が企業のキャッシュ・フローに依存した割賦方式でより確実なものとなるという「流動性」が見込めるという点にあった。

短期貸付更新方式における受動性からターム・ローンにおける能動性への転換による返済面での「流動性」の確保である。

このように、ターム・ローンは資本信用の第一形態における矛盾・限界を、将来の販売代金のみならず、減価償却基金をも事前に貨幣化することによって、克服しようとしたのである。

ところが、すでに明らかなように、証券市場が極度に不振で債券の流動性が著しく低い時期に、ターム・ローンは社債の代替物として析出されたのであった。流動性のない債券形式をとる中期資本信用形態であるターム・ローンは、流動性の乏しい債券とは形態上代替可能である。そしてそれに加えてターム・ローンのもつ返済面での確実な「流動性」の意義が強調されることになった。

中期資本信用であるターム・ローンは債券形式へと擬制的に転化し、非流

動的な債券として貸付をおこなった。債券形式をとった貸付であり、貸付部
面から証券市場部面へと形態上論理上向したという意味において、貸付の
「債券」化である。したがって、非流動化が前提であるのに、ターム・ロー
ンの流動化が強調されたのは、債券自体の流動性が乏しい時期に、社債に代
替可能なターム・ローンの返済面での「流動性」が前面に押し出されてきた
からなのである。

4. 結びにかえて

ターム・ローンの信用理論上にもつ意義を明らかにするため、ターム・ロー
ンに先行する資本信用形態である短期貸付更新方式との関連において、ター
ム・ローンの形態的特質を析出することに努めた。

ターム・ローンは資本信用の第一形態の矛盾・限界を克服する信用形態と
して措定されたものである。したがって資本信用の第一形態を継承・発展さ
せた資本信用の第二形態としてターム・ローンは位置づけられるものであ
った。だがターム・ローンは資本信用の第一形態である短期貸付更新方式のも
つ貸付債権の長期拘束・固定化の矛盾そのものを克服しえたわけではなかつ
たのである。資本信用の第一形態の受動的な側面からくる貸付債権回収の不
安定性を、現実性の高い返済方式へと転換できたところにターム・ローンの
意義があった。つまり返済面での「流動性」の確保である。

ところが中期資本信用を能動的に供与する際に、先行する中・長期資本市
場である証券市場での形態に擬制させるために、ターム・ローンは非流動的
な債券形式をとることになった。貸付から証券部面への論理上向であり、貸
付の債券化である。その限りで社債に代替する形態をとったことになる。し
たがって証券市場が不振で債券自体が流動性を著しく欠く場合にはターム・
ローンと債券との形態的同一性、代替性が顕在化してくることになった。そ
こでは更にターム・ローンの返済面での「流動性」の意義が強調されると
ともに、証券の流動性と代替されうるかのような印象を与えることになったと
いえよう。

だが、資本信用の第一形態の展開で明らかのように、資本信用供与に伴う
貸付債権の長期拘束・固定化は商業銀行の他の資産項目によって補完的に流
動化されるものだったのである。基本的にはターム・ローンの場合も資本信
用の第一形態の場合と同様、他の資産項目の流動化によって貸付債権の中
期拘束・固定化の限界を補完されるものだったのである。

そして第二次商業銀行業務においても、資本信用供与の基本形態は短期貸
付の形式を保持した資本信用の第一形態である。この時期に資本信用の第一
形態の一部がターム・ローンへと移行したとみるべきであろう。資本信用の
第一形態から第二形態への移行は、このような質的な新たな信用形態の展開
を意味するものであって、銀行業務上は短期貸付更新方式を基礎にターム・
ローンが展開されるという併存方式をとるものであった。また証券市場の活
性化のもとではターム・ローンは社債発行までのつなぎ融資として利用され
ることにもなり、その形態も多様化するであろう。

だがターム・ローンが債券形式をとった貸付形態であることは、貸付の証
券部面への論理上向であり、浸透化であると同時に、投資銀行業務、証券業
務の長期融資への参入を意味するものでもある。銀行業務の証券業務への参
入として問題となる点でもであろう。

ターム・ローンの展開がこのような点で信用制度上にその後どのような意
味をもつことになったかについては第12章で論ずることにしたい。

注

- 1) 本書第10章「資本信用とターム・ローン」参照。本章は、前章で提起したターム・
ローンの形態規定性について、いづらか詳細に検討を加えたとともに信用論体系上に
資本信用範疇の展開を位置づけようとするものである。
- 2) 貸付債権の確保と流動化を軸にした銀行と企業の緊密性は、ターム・ローンという
資本信用の特徴を際立たせる重要な論点である。資本信用の展開とともに問題になる
銀行の貨幣力による企業との緊密化、企業への支配性といった「緊密化」論、「支配」
論の論理次元でみた場合、ターム・ローンは緊密化への必然性を典型的に表現する信
用形態であるといつてよいのである。

本章ではターム・ローンの緊密化論、支配論的側面については取り扱わない。これ
については、吳天降「アメリカ商業銀行の企業金融(1938-41年)——ニューヨーク
の大銀行を中心とする協調融資活動の分析——」『証券研究』(日本証券経済研究所)
Vol. 77, Feb. 1986, の詳細な研究を参照されたい。また次の文献も参照された

い。

Go, Tian Kang, "Concentration of term loans in the United States, 1933-41," *Research Papers*, No. 8, The Institute of Business Research, Chuo University, Tokyo, Japan, March, 1987; 吳天降「アメリカにおけるターム・ローンの展開過程(1929~41年)——1933年銀行法成立後の商業銀行の中期融資分野進出とその諸影響について——」【証券研究】Vol. 82, Feb. 1988.

なお金融資本と信用制度との関連を考察するに際して、銀行と産業との緊密化論、銀行による産業支配論は、R. ヒルファディングが『金融資本論』において提起して以来、基軸的な分析視角である。だがその考察にあたって、いきなり「支配論」を全面的に打ち出して考察すべきではないであろう。信用理論の見地からいえば、まず重視されるべきは金融資本の形成や金融資本期における産業と信用制度との理論的把握であって、その解明に努めることが必要である。その場合、産業は独占形成および独占下において構造変化をとげており、信用制度の側もそれに対応して商業銀行を核として金融機関の多様化が要請されてくる。前章「資本信用とターム・ローン」において兼営銀行をとりあげ、その理論内容を商業銀行業務による証券業資本の包摂という論理的脈絡で捉えたのは、これが、こうした信用制度の側におこる構造変化を把握するための基本的準備作業として不可欠な結節環を成すと思われるからであった。

銀行と産業との緊密化論、銀行による産業支配論は、このような信用制度と産業との理論構造的関連とその把握に基づいて論じられるべきもので、論理次元を異にするものといわねばならない。なお一言しておけば「緊密化」論と「支配」論は同一レベルのものではない。「支配」論は「緊密化」の関係にどのような「支配」の契機を見出すかということ課題としており、この点で「緊密化」論と「支配」論の異次元性が確認される必要がある。

- 3) ターム・ローンにみられる中・長期貸付の「債券」化および「社債」化に関して、商業銀行の地方債融資業務における形態的類似性を指摘しておきたい。

地方債の場合、地方自治体からの借入れ要求に対して、商業銀行は貸付けではなく流動性の低い地方債を引受け、満期まで保有することで実質上の「貸付」をおこなう。つまり、貸付形態の展開という脈絡でいえば、これは、貸付の「債券」化であり、地方債という債券の側からいえば、債券の引受・保有を通じての実質上の「貸付」化である。

ところで地方債の金融革新形態であるレベニュー債は、公信用である地方債の「社債」化としてあらわれる。レベニュー債は元利償還を当該事業体の収入によってのみ担保されるからである。現在商業銀行によるレベニュー債引受は一部例外的に住宅、大学、寮などしか認められていないが、「社債」化されたレベニュー債引受・保有が長期に及べば、社債類似形態をとった実質上の「貸付」形態をとることになろう。貸付の形態展開からいえば、貸付の「社債」化に他ならない。レベニュー債の発展は公信用部面において、商業銀行の側からみたターム・ローン類似形態の展開基盤が形成されていることを意味する。公信用の私的信用への浸透形態としてレベニュー債は現われるけれども、そのことによって公信用部面での「ターム・ローン」化が進展してきたといつてよい。この点については、本書第13章「レベニュー債の商業銀行引受の信用理論問題——レベニュー債と公信用の多様化——」を参照されたい。

- 4) Waldo F. Mitchell, "The Attack upon the Theory of the Liquidity of Bank Earning Assets," *Journal of Political Economy*, XXXI, 1923, p. 254; H. E. Krooss and M. R. Blyn, *A History of Financial Intermediaries*, Random House, Inc., 1971, p. 134.

なお、この時期は信託会社(トラスト・カンパニー)が急成長した勃興期でもある。信託会社は商業銀行業務に参入し、商業銀行を兼営することになるが、信託会社の形式で商業銀行業務をおこなうことを目的として信託会社が設立され、信託会社による金融のデパート化がおし進められることになったのである。

その際、特に留意すべきことは、信託会社の商業銀行化の重要な契機となったのは事実上の証券担保貸付であったことである。(Martin Mayer, *The Bankers*, Weybright and Talley, 1974, p. 488.)。これは実に興味深い論点でこの時期の信託会社の勃興による第一次金融革新は、証券担保貸付という資本信用を基軸とするものだったのである。この点についての詳細は本書第9章「第一次金融革新と信託会社——資本信用と信託会社——」を参照されたい。

- 5) 短期貸付更新方式による資本信用の供与がおこなわれていたという事実認識については、さしあたり次の文献を参照されたい。

E. A. Goldenweiser, Elliot Thurston and Bray Hammond, eds., *Banking Studies*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1948, p. 180; American Bankers Association, *The Commercial Banking Industry*, Prentice-Hall, 1962, pp. 147-148, 151; Herman E. Krooss and Martin R. Blyn, *op. cit.*, p. 135; 小野英祐『両大戦間期におけるアメリカの短期金融機関』御茶の水書房, 1970年6月, 49頁, 53頁。

- 6) Randall C. Merris, "Business Loans at Large Commercial Banks: Policies and Practices," *Economic Perspective*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1979, p. 16. (reprinted in John R. Brick, ed., *Bank Management*, Reston Publishing Company, Inc., 1980, p. 51.)

- 7) これに関しては、Waldo F. Mitchell, *op. cit.*, pp. 257-261; 川口慎三『銀行流動性論』千倉書房, 1961年2月, 78-107頁; 数阪孝志, 前掲論文を参照されたい。

- 8) B. M. Anderson, Jr., *The Value of Money*, The Macmillan Company, 1917 (2nd ed., 1926), p. 499.

- 9) *Ibid.*, p. 509.

- 10) *Ibid.*, p. 500.

- 11) *Ibid.*, pp. 511-512.

- 12) *Ibid.*, p. 514.

- 13) *Ibid.*

- 14) *Ibid.*

- 15) *Ibid.*, p. 516.

- 16) H. G. Moulton, "Commercial Banking and Capital Formation, I, II, III, IV," *The Journal of Political Economy*, XXVI, (I) May 1918, pp. 485-508; (II) June 1918, pp. 638-63; (III) July 1918, pp. 705-31; (IV) November 1918, pp. 849-81.

- 17) *Ibid.*, II, p. 644.
- 18) モールトンは、商業銀行の貸付業務を分析するにあたって、アンダーソンが通常の用語法とは違ってコマース・ペーパー概念を短期貸付の総称とし、コマース・ペーパーを産業と区別する広義の経済的概念として用いたため、製造業向けのマニファクチュアラーズ・ペーパーがコマースの分類から除外されている点を問題にした。モールトンは商業銀行が製造業に貸付をしているのであるから、これをコマースに分類すべきであるとした (*Ibid.*, pp. 640-41.)。したがって、モールトンの考えでは、アンダーソンは「商業」をもっぱら卸売業、小売業、輸出入業の活動に限定してしまうことになったのである (*Ibid.*, p. 643.)。
- 19) *Ibid.*
- 20) *Ibid.*, p. 648.
- 21) *Ibid.*, III, p. 706.
- 22) *Ibid.* この数字はその後、アメリカ銀行協会が商業銀行業務を論じた書物において、ターム・ローンと銀行流動性に関する項で挙げられており、地方の銀行では恐らくその割合はもっと大きくなると推測している (American Bankers Association, *op. cit.*, p. 151.)。
- 23) H. G. Moulton, *op. cit.*, III, p. 707.
- 24) *Ibid.*, p. 718.
- 25) *Ibid.*, p. 723.
- 26) *Ibid.*
- 27) *Ibid.*, p. 730.
- 28) モールトンがここで析出した商業銀行の中・長期貸付化の実態は、すでに1910年代の前半に指摘されていた。即ち貸付の約三分の二が建設業向けであること、いかに銀行が恒久的設備向けに資本供給をおこなっているか、といった報告はなされておらず、これに関して、他の金融機関が十分な資本供給をしえないため商業銀行が長期貸付をしなければならないとする弁護論も提出されていた (Waldo F. Mitchell *op. cit.*, p. 256.)。彼はこうした議論を受けて、商業銀行が固定資本形成に果たす役割を商業銀行業務発展の基軸に据えて理論化を企てたのである。つまり資本信用の第一形態による固定資本信用の供与という第二次商業銀行業務の析出であった。この点に関する指摘については、Harold G. Moulton, *The Financial Organization of Society*, The University of Chicago Press, 1930 (Reprint Edition, Arno Press, 1975), pp. 360-362; Harold G. Moulton, *Financial Organization and the Economic System*, McGraw-Hill Book Company, Inc., 1938 (Reprint Edition, Arno Press, 1975.), pp. 312-317. も参照されたい。
- 29) ターム・ローンに関する邦語文献としては次のものがある。
日本興業銀行特別調査室「ターム・ローン」昭和34年8月；銀行業専門視察団報告書「アメリカの銀行」日本生産性本部、第2章第2節「中長期の事業金融」昭和33年7月、110-138頁；第2次銀行業専門視察団報告書「米国の銀行業務」日本生産性本部、第4章第3節「ターム・ローンについて」昭和37年12月、213-253頁；日本銀行調査局「欧米資本市場における金融機関の役割」昭和43年1月；日本興業銀行調査部特別調査室「欧米における中期信用」昭和44年3月；日本銀行調査局「欧米諸国の中期信

用」昭和44年6月。

最近の研究としては、次の文献を参照されたい。

- 深町郁彌「商業銀行のターム・ローンと金融市場」『経済学研究』(九州大学)第52巻第1-4合併号、昭和62年2月10日；数阪孝志、前掲論文；松井和夫「米国におけるターム・ローンと協調融資制度の発展(上)、(下)——最近の『証券化』の動きとの関連で——」『証研レポート』(日本証券経済研究所)No. 1431, 昭和63年2月8日, No. 1433, 昭和63年2月22日。
- 30) 本書第13章「レベニュー債の商業銀行引受と信用論問題」389頁、注3)を参照されたい。
- 31) R. J. Saulnier, Harold G. Halcow, Neil H. Jacoby, *Federal Lending and Loan Insurance*, Princeton University Press, 1958, pp. 281-85; G. E. Moore, "Term Loans and Interim Financing," in *Business Loans of American Commercial Banks*, B. H. Beckhart, ed., The Ronald Press Co., 1959, pp. 211-12. なお、復興金融公社(RFC)と各連邦準備銀行による事業への貸付についての詳細については、cf. John Desmond Glover, *Public Loans to Private Business*, Arno Press, 1979, pp. 318-88.
- 32) Edward W. Reed, *Commercial Bank Management*, Harper & Row Inc., 1964, pp. 301-2.
- 33) Randall C. Merris, *op. cit.*, p. 17. (reprinted in John R. Brick, ed., *op. cit.*, p. 52.)
- 34) American Bankers Association, *op. cit.*, pp. 147-48.
- 35) *Ibid.*, p. 148. そのほか、ターム・ローンがもはや"slow"に分類されなくなったことも重要な点であろう。Cf. Randall C. Merris, *op. cit.*, p. 17. (reprinted in John R. Brick, ed. *op. cit.*, p. 53.)
- 36) この点については、1930年代の金融構造を中心にターム・ローン展開の歴史的背景を分析した、数阪、前掲論文、50-62頁、を参照されたい。そこでの結論として次のように述べられている。「全般的な不況下での企業の運転資金需要の落ち込みと銀行貸付の継続性に対する危惧の中で、これまでみてきた企業側の資金調達選好の変化から、ターム・ローン形式の中長期銀行貸付は、1933-34年頃から注目され始め、低利子率状態の発生による企業の社債借換・銀行貸付切替要求を満たすファイナンス形式として伸びたのであった。銀行側は、証券(政府証券)投資を積極的に進める一方で、過剰滞留資金の長期的かつ安定性を加えた運用先として、ターム・ローン形式での貸付を展開していったのであった。」(同上、62頁)。
- またターム・ローン発生の原因の詳細については、次の基本文献を参照されたい。
Neil H. Jacoby and Raymond J. Saulnier, *Term Lending to Business*, National Bureau of Economic Research, 1942, p. 2, pp. 15-28; Herbert V. Prochnow, *Term Loans and Theories of Bank Liquidity*, Prentice-Hall, Inc., 1949, pp. 169-216; George S. Moore, *op. cit.*, pp. 208-12.
- 37) J. C. Minshull, "Term Loan Essentials," *The Bankers Magazine*, Vol. CXXXIX, No. 9, September, 1939, p. 251.
- 38) *Ibid.*, pp. 251-52.

- 39) Daniel H. Blizzard, "Analyzing Industrial Term Loans," *The Bankers Magazine*, Vol. CXL, No. 1, January 1940, p. 34.
- 40) Walter W. Schneckenburger, "Term Loans," *The Bankers Magazine*, Vol. CXXXVIII, No. 5, May 1939, p. 394. また彼は、ほんの4~5年前には審査官から長期の貸付は slow とか capital loan とか言われて厳しく批判されたが、今ではターム・ローンについてはそのようなことはなく、相当長いものであっても手続きがしっかりしていれば何ら批判されることはない、とこの間の劇的な環境の変化について述べている (*Ibid.*, p. 391.)。
- 41) E. N. Dekker, "Intermediate Credit for Industry," *The Commercial and Financial Chronicle*, Vol. 147, No. 3832, Sec. 2, December 3, 1938, pp. 58-59. この内容については E. N. Dekker, "Term Loans for Industry," *Banking*, January 1939, p. 90. も参照されたい。またデカーは同趣旨の講演 "Intermediate Credit for Industry" を翌1939年2月9日におこなっている。これについては、*The Commercial and Financial Chronicle*, Vol. 148, February 11, 1939, pp. 821-22. を参照されたい。
- 42) "Crowley Urges Longer Term Lending By Commercial Banks," *The Wall Street Journal*, Vol. CXII, No. 98, October 25, 1938, p. 10; Leo T. Crowley, "Term Loans as Bank Assets," *Banking*, December 1938, p. 76. なお【コマーシャル・アンド・フィナンシャル・クロニクル】の記事ではこの観点からの講演の紹介はなされていない。Cf. "Need for Uniform State Banking Codes Emphasized by Leo T. Crowley — FDIC Head Tells Indiana Bankers Scarcity of Income Is Greatest Problem," *The Commercial and Financial Chronicle*, October 29, 1938, p. 2620.
- 43) "Care in Making — Term Industrial Loans Urged In Study Prepared Under Direction of Association of Reserve City Bankers By New York University of International Finance," *The Commercial and Financial Chronicle*, Vol. 147, October 29, 1938, pp. 2611-12.
- 44) "Bankers Favor Business Loans On Longer Terms," *The Wall Street Journal*, Vol. CXII, No. 98, October 25, 1938, p. 1 & p. 10.
- 45) *Ibid.*, p. 1.
- 46) この時期のターム・ローンに関する記事、論説、論文には次のようなものがある。参照されたい。Edward E. Brown, "How to Make Capital Loans," *Banking*, July 1938, pp. 20-21; J. M. Conway, "Term Loans for Small Business," *Banking*, December 1938, p. 26; H. H. Griswold, "Long Term Credit," *Banking*, December 1938, p. 86; B. H. McCormack, "Term-Loans Providing New Source For Restoring Bank Earning Power," *The Wall Street Journal*, February 27, 1939; B. H. McCormack, "Following The News," *The Wall Street Journal*, April 29, 1939, p. 4; "Longer Term Loans," *The Wall Street Journal*, August 18, 1939, p. 1 & p. 9; "New York City Banks Resume Term Loans After Brief Suspension," *The Wall Street Journal*, September 27, p. 1 & p. 11; Alexander Wall, "Longer Term Loans," *Banking*, December 1939,

p. 89; Harry H. Sivright, "Intermediate Credit For Industry," *Monthly Bulletin of Robert Morris Associates*, Vol. 22, No. 7, December 1939; "Some Facts About Term Loans," *Banking*, February 1940, p. 83; "Insurance officials Oppose 'Venture Capital' Loans," *The Wall Street Journal*, February 28, 1940, p. 2; H. H. Sivright, "Intermediate Credit for Industry," *The Bankers Magazine*, Vol. CXXXVIII, No. 6, June 1939, pp. 527-28; A. A. Berle, Jr., "Capital Credit Banking," *The Bankers Magazine*, Vol. CXXXIV, No. 1, July 1939, pp. 26-29; William Leavitt Stoddard, "Small Business Wants Capital," *Harvard Business Review*, Vol. XVIII, No. 3, Spring 1940, pp. 265-74.

第12章

ターム・ローンの流動性と証券市場

——資本信用と信用制度——

1. 問題の所在

これまでの検討から明らかなように、アメリカの商業銀行によって1930年代後半から展開されたターム・ローン (Term Loan) はつぎのような特徴をもつものであった¹⁾。

第1は、それまで商業銀行によって慣行的に供与されていた資本信用の第一形態、即ち短期貸付更新方式による中・長期貸付を継承・発展させるものとして導入されたのが、ターム・ローンであり、当初より中・長期貸付を供与する点において資本信用の第二形態に属するものである。

第2に、ターム・ローンは社債の代替物として提出され、形態的には非流動的な債券形式をとるものであった。これは貸付が債券へと擬制的に転化されたことを意味するものであり、貸付形態が証券市場部面へと上向していることを示すものであった。

第3に、ターム・ローンは貸付債権の回収を貸付先の企業の資金計画を通じて、販売代金や減価償却などのキャッシュ・フローに依存するものであった。つまり、ターム・ローンは流動性、市場性には欠けるものであったが、企業のキャッシュ・フローに依拠して割賦返済形式で部分的な「流動性」を確保するものだったのである。

ところで、商業銀行にとって長期的な貸付債権の固定化は流動性の低下を招くことになるので、資本信用の第一形態の展開に対応して、流動化を他の資産項目の流動化によって補完する、証券市場に依存、立脚した転嫁流動性

理論が提出されることになった。ターム・ローンの展開もその限りではこの転嫁流動性理論の展開上にその供与が可能になるといってよい。ところが、ターム・ローンの展開は期待所得理論 (the Doctrine of Anticipated Income) という新たな流動性理論の提唱をもたらした。

そこで本章ではターム・ローンの展開がいかにして可能になり、保障されたのかという観点から、貸付債権の長期固定化からの解放・流動化のメカニズムについて検討を加えることにしたい。

またターム・ローンは形態的には非流動的な債券形式をとるものであったが、それ自体は債券化するものではなく、あくまでも貸付が債券へと擬制的に転化したものである。この点について、信用論体系上に析出された、擬制的債券形式をとる資本信用が証券市場とどのような関係をもつかを中心に、その理論的な意味を探ることにしたい²⁾。

以下、これらの点についてみていくことにしよう。

2. ターム・ローンの流動性問題

(1) 転嫁流動性理論の展開と連邦準備銀行信用

資本信用の第一形態である短期貸付の更新による中・長期貸付化は、その普及・展開にともなって古典的商業銀行業務での自己流動性理論との乖離をひきおこすことになった。短期貸付更新という慣習的な中・長期貸付業務の実態に即して提起されたのが転嫁流動性理論 (the Shiftability Theory) であった。「資本所有の量的制限の止揚」の論理系譜上に位置する第二次商業銀行業務の展開に対応した新たな流動性理論といつてよい。

初期の転嫁流動性理論は、アンダーソン (B. M. Anderson, Jr.) やモールトン (H. G. Moulton) によって主張され、さらにミッチェル (W. F. Mitchell) によって理論展開が図られた³⁾。

この議論の特徴は資本信用の第一形態の展開にともなう貸付債権の長期化・固定化という拘束を商業銀行の他の資産項目の売却によって補完的に解放す

るという点にあった。銀行保有の債券・株式を証券市場を通じて他の銀行に売却するという銀行資産の流動性が、ここでの議論の核をなすものである。

ところでこの転嫁流動性理論の展開は2つの方向でおし進められることになった。

その第1は、銀行資産の転嫁流動性が、経済状態の平常時だけでなく、不況期のような時期においても十分可能である、という景気循環過程をも包含した、理論の拡大・一般化である。

第2は、連邦準備制度を含めた銀行制度の全体系内における銀行資産の転嫁流動性の問題である。連邦準備銀行への商業銀行資産の売却の可能性のルートが開かれることによって、商業銀行が中・長期貸付を供与する信用基盤が拡大され、保障されることになろう。これはその後のターム・ローンの展開を公信用の側から支持する契機となるものであった。

第1の展開過程を理論的におし進めたのはミッチェルであったが、彼はこの議論において連銀信用に一定の意義を認めている。

恐慌期にも適用可能な銀行資産の流動化が証券市場を支点としておこなわれていることをミッチェルは主張するが、その際彼は連銀を頂点とする銀行制度体系のもとで、マネーセンターであるニューヨーク市の銀行と地方銀行の資金系列と移動、農村地域と工業地域の間での資金移動、その場合の連銀の役割に言及した。

例えば1920—21年の恐慌期に、地方銀行はマネーセンターにあるコルレス先の預金を引き出し、それで不十分であると政府証券を処分し、他行から借入れ、連邦準備銀行で再割引を受けた。他方ニューヨークの銀行は、かなり再割引を受け、証券を処分せねばならなかった⁴⁾。

このように恐慌期においても銀行の資産流動性は金融制度に依存することが述べられ、この理論の特徴は、緊急時に収益資産が移転するという仮定にあることが強調された⁵⁾。

ミッチェルの主張点は、モールトンが恐慌時に資産売却ができないとしていたのに対して、恐慌時にも資産流動性の可能性を認めた点にあるが⁶⁾、他

面でアンダーソンとともに一定程度、連銀信用の役割を評価していることにも留意しておきたい⁷⁾。もっとも後者の論点は彼の議論においては付随的な系論にすぎないが、ここでは銀行資産の転嫁流動性が証券市場での銀行間の横の運動から連邦準備銀行へという縦への上位転嫁の方向として示唆されていることが分かれば十分であろう。

ところで、このような転嫁流動性理論の一般化の試みにもかかわらず、1929年の大恐慌を契機に1933年にかけて、転嫁流動性理論は機能できなかった。

そのため1933年の緊急銀行法と1935年の銀行法を通じて連邦準備法の修正がおこなわれ、転嫁流動性理論はこれまで以上に現実的に機能できるようになった。というのも、これによって商業銀行は連邦準備銀行からの借入れが容易になったからである⁸⁾。

こうして転嫁流動性理論の展開は、証券市場での流動性の確保という銀行間の横への転嫁運動から、連邦準備銀行での借入れという縦への上向転嫁を辿ることになった⁹⁾。

ターム・ローンとの関係でいえば、このように1935年銀行法以降、連邦準備銀行が従来採用していた伝統的な商業貸付理論から転嫁流動性理論へと銀行理論の転換を図ったことが重要な制度要因として指摘されている¹⁰⁾。なぜなら、これによって商業銀行は連銀信用に支えられて銀行資産の流動性維持の枠組を拡大することが可能になり、ターム・ローンへの業務拡大が促進されることになったからである。

転嫁流動性理論の展開とそれを支えた金融制度の進展が1930年代後半のターム・ローン普及の理論的、制度的な前提を用意するものであった。

ではこのような脈絡上にターム・ローンの流動性はどのように理論的に位置づけられることになったのであろうか。

次にこの点のみてみることにしよう。

(2) ターム・ローンと期待所得理論

ターム・ローンの進展とともに、銀行の流動性に関する新たな理論が唱え

られることになった。伝統的な商業貸付理論、証券市場に立脚した転嫁流動性理論に代わる第三の理論、期待所得理論がそれである。

期待所得理論は、ターム・ローンがこの返済を借り手の企業のキャッシュ・フロー、即ち将来の予想収益に依拠する関係にあることを明示的に理論化したものといってよい。だが問題は、どの点に新たな流動性理論の展開がみられるかということであろう。

この理論の提唱者であるプロクノー (H. V. Prochnow) はこれについて次のように規定している。

「銀行は通常ターム・ローンを流動性に関する商業貸付理論や伝統的理論のように、借り手の資産の売却によって流動化させるのではなく、流動性に関する転嫁性理論のように、ターム・ローンがある他の貸し手に転嫁することによって流動化させるのではなく、借り手の期待所得によって流動化させるのである。¹¹⁾」

「ターム・ローンを拡張する銀行は明らかに銀行信用を流動化させる以前の型からははずれていた。ターム・ローンの拡張を通じて、銀行はアメリカの銀行界に第三の主要な銀行信用流動化の方法を打ち立てたのである。われわれは、この第三の商業銀行流動化理論を『流動性に関する期待所得理論』(an "anticipated income theory of liquidity") と呼ぶことにしよう。¹²⁾」

彼はターム・ローンと呼ばれているもののうち、貸付けのある部分はある流動性理論に従い、別の部分は他の流動化理論に従っているというケースがあることを指摘した上で、「一般に、ターム・ローンは借り手の収益によって流動化されることが期待されている¹³⁾。」と、ターム・ローン独自の流動化の特質を析出し、これを期待所得理論と命名したのである¹⁴⁾。

ところで、期待所得理論が第三の銀行流動性理論だとする積極的な見解はどこにあるのであろうか。期待所得理論に触れる論者が、この理論について説明する論点はほぼ次の2点に集約されるといってよい。

ターム・ローンの展開に伴って期待所得理論が提唱されるようになったこと。期待所得理論の特徴とでもいべき骨格は、ターム・ローンの貸付債権が定期的に割賦返済されるという、返済面での流動性を析出し、強調した点

にあること。

これ以外、特に注目すべき説明は与えられていないようである¹⁵⁾。

つまり、ここで示されているのは、銀行流動性理論の新たな展開としての期待所得理論の呈示というよりも、転嫁流動性理論の展開上に析出された新たな長期貸付形態の返済方法の革新性が指定されているというべきであろう。

期待所得理論は、流動性理論の系譜に照らしてみると、確かにかなり異質な理論構成をとっている。転嫁流動性理論においては、銀行資産が証券市場を支点として転嫁可能であることを通じて、商業銀行の実質的な長期貸付化が可能になるものであった。これに対して期待所得理論の場合は、長期貸付の債権が定期的な割賦返済を通じて部分的に還流されることが、「流動性」と読みかえられているのである。

ではなぜこのような「流動性」概念の拡張がおこったのであろうか。

すでに指摘したことであるが、ターム・ローンは証券市場不振の時期に社債との代替として、擬制的に債券形式へ転換することを通じてなされた中・長期貸付形式である。したがって形態的には非流動的な債券とほぼ類似したものと見てよい。しかもこうした時代背景においては社債自体が流動性に乏しく、元本割れの恐れもあるほどであったから、社債の代替物として創出されたターム・ローンは非流動的という点においてすら、社債と形態的類似性をもつものであった。

そうした中であって、ターム・ローンの特徴は、優良な企業においては企業の将来収益、キャッシュ・フローから確実に返済が見込めるといふ、割賦返済方式に基づく返済の確実性の保障面にあった。この返済の確実性が、返済面での「流動性」、貸付債権の部分的還流という意味での「流動性」として強調されることになったのである¹⁶⁾。

プロクノーが第三の銀行流動性理論を提唱しながら、転嫁流動性理論に代わりうる積極的な理由を呈示していないのも、彼が着目したのが返済面での「流動性」であり、この点では証券市場を介しての銀行資産の転嫁流動性の限界を克服するものではなかったからであろう。むしろここでは転嫁流動

性理論の展開上に、ターム・ローンという新たな返済技術を備えた長期貸付形式が発展している点を、異質の「流動性」によって画し、注意を喚起しえた事に意義を認めたいと思う。

ターム・ローンの展開は理論的には銀行資産の転嫁流動性によって可能になるものであり、その限りでは転嫁流動性理論の展開上に位置づけられるべきものである。だが、それだけでは短期貸付の更新・継続による中・長期貸付化という資本信用の第一形態に対応して展開されてきた転嫁流動性理論上に、資本信用の第二形態としてのターム・ローンが導入され、発展しうる契機が明らかではない。期待所得理論はこの点を明らかにしたものではないが、銀行流動性の系譜上にターム・ローンの展開を位置づけようとしたことによって、転嫁流動性理論上に新たな返済技術をもつ金融革新的な中・長期貸付形式を析出可能にしたのである。

ところで、プロクノーの議論によれば、第三の銀行流動性理論としての期待所得理論の提唱にもかかわらず、転嫁流動性理論と期待所得理論の流動性上の顕著な相違についてもあまり触れる必要はなかった。なぜならば、この2つの理論とも恐慌のような緊急時には何ら効力をもつものではなく、1935年銀行法以降の連邦準備銀行信用の拡大によってはじめて商業銀行の流動性が保障されるものであったからである¹⁷⁾。連邦準備銀行信用に支えられたターム・ローンの展開が、信用制度の構造変化の新段階において遂行されているというべきであろう。

(3) ターム・ローンと短期貸付更新方式の併存

短期貸付の更新による中・長期貸付化という資本信用の第一形態の展開に対応して転嫁流動性理論が議論されることになった。これによれば証券市場を媒介に銀行の保有する他の資産項目の売却＝転嫁によって銀行資産の流動化が可能になり、その範囲内において商業銀行が中・長期貸付という資本信用の供与をすることができる。

つまり、ここにおいて証券担保貸付を理論的端緒とする資本信用は、再生産過程に対しては、短期貸付の更新によって追加資本の供与形態をとり、証

証券市場においては擬制資本信用展開の推進軸となって資本信用から擬制資本信用への上向的展開をおしすすめることになった。資本信用の二重性である。

この商業銀行が資本信用を軸とする第二次商業銀行業務を包摂する段階において、銀行の資本構成は有価証券を取りこむことで変化し、流動性の維持も高められることになった。そして、この証券市場部面での資本信用の展開に支えられて、再生産過程に対する資本信用の第一形態の供与が可能になったのである。

このように資本信用の二重性は、一方において証券市場部面での資本信用——擬制資本信用の論理上向として展開され、他方においてはこの資本信用——擬制資本信用の展開関係に支持されて、再生産過程での資本信用の第一形態の展開がなされうるといふ、「貨幣資本と現実資本」の両面に関わるものとして現われることになった。

かくして、転嫁流動性理論は「資本所有の量的制限の止揚」の論理系譜上に「貨幣資本と現実資本」論を信用制度面で展開する、その起点に位置することになったのである¹⁸⁾。

ところでターム・ローンは当初から中・長期信用を供与することを定めた資本信用の第二形態であるが、理論構成上は転嫁流動性理論の展開上に証券市場を媒介とした量的な流動性拡大によって維持しうるものである。だが現実には連邦準備銀行信用という質的な信用供与枠の拡大という特典に支持される形でターム・ローンの普及・拡大の途が開かれることになったのである。これは中央銀行と資本信用との関係を理論的に問うものであるが、1930年代後半以降の公信用に支持されたアメリカ信用制度の展開を特徴づける端緒を示すものといつてよい。つまりここで連邦準備銀行は信用制度の展開の中にビルトインされ、資本信用供与を背後において支持し、転嫁流動性理論の限界を質的に補完する位置を占めるものなのである。他方で、理論的にいえば、この関係を基礎に連邦準備銀行が直接ターム・ローン供与にのりだすことで商業銀行のターム・ローン分野への進出を促すことにもなったのである¹⁹⁾。

これらは、ターム・ローン展開のための制度的要因であるが、信用制度論の視野からいえば中央銀行を基軸とした公信用の支持機構の形成というべきであろう。

このように短期貸付更新方式をとる資本信用の第一形態から、非流動的債券形式と割賦返済による「流動性」確保を特徴とする資本信用の第二形態としてのターム・ローンへの展開がなされるのであるが、このことは短期貸付更新方式がなくなることを意味するものではなかった。

1956年のクリーブランド連銀の論文は、過去30年間にわたって、ターム・ローンの重要性が増してきたことで銀行信用の性格が根本的に変化したこと、更に名目的な短期貸付の継えざる更新によって固定資産目的のための信用供与が一定程度なされていることを指摘した²⁰⁾。

この議論によれば、短期貸付更新方式に加えて当初から満期が長期化する貸付が出現し、この結びつきによって古典的な短期の自己流動的な信用の伝統と現実の貸付とが齊合しなくなった。そして銀行の投資証券保有の重要性が増大するにつれて1920年代から1930年代に新たに転嫁流動性理論がうまれることになった。さらにターム・ローン形式が大規模になると借り手の「期待所得」に基づく第三の銀行流動性概念がうまれた。

けれどもこれらの3つの銀行流動性理論、即ち商業貸付理論、転嫁流動性理論、期待所得理論のいずれもすべて正常な時期には一定の効力をもつけれども、恐慌の時期には妥当しえない。

そこから1935年の銀行法で連邦準備制度が加盟銀行によって提供される「健全な」資産を購入するか、貸付の担保として受けとることができるようにした。さらに1938年の銀行検査基準の変更、銀行貸付についての「延滞」分類の放棄がおこなわれ、これ以降、長期貸付が当初からの長期の満期を通じて形式のうえでも、また名目上は短期貸付の絶えざる更新業務を通じて実質的にも、拡張されることになったのである²¹⁾。

連邦準備銀行信用に支持されてターム・ローンのいっそうの展開が可能になったという指摘はすでにみた通りであるが、ここで強調されているのは、名目上は短期貸付であるものの実質的に絶えざる更新を通じて中・長期貸付

化するという資本信用の第一形態もまた、いや資本信用の第一形態こそが、連邦準備銀行信用支持のもとでさらに拡大していくことになったという点である。

つまり、商業銀行による長期貸付の供与は資本信用の第一形態によって開始され、ついでターム・ローン形式をとる資本信用の第二形態へと展開されるのであるが、長期貸付の基礎にあるのは資本信用の第一形態である。この資本信用の第一形態の基礎の上にターム・ローンが展開され、1935年銀行法以降は連邦準備銀行信用に支えられて、資本信用の第一形態と第二形態が併存することを通じて長期信用の供与がなされることになったのである。

ところで、このような併存形態はターム・ローンの利便性が増大することによってはじめて短期貸付更新形式の必要性を引き下げるといふ形となって現われる。1970年代末に至ると、ターム・ローン独自の柔軟性が取りあげられることになる。だが、基本線は資本信用の第一形態とそれを基礎にした資本信用の第二形態との併存と展開にあるのであり、その脈絡上の変化としてターム・ローンの優越的展開は捉えられるべきであろう²²⁾。

3. ターム・ローンと証券市場

ターム・ローンは非流動的な債券形式をとる長期貸付形態であり、このことは貸付が証券市場へと論理上向して債券へと擬制的な転化をとげていることを示している。貸付の「債券」化である。そこで、ターム・ローンが証券市場といかなる関係にあるのか、信用理論の展開上、問題となると思われる論点を取りあげ、若干その内容を検討することにした。

(1) ターム・ローンと公募証券

ターム・ローンは社債の代替として信用制度上に措定されたものである。証券市場の不況に際して流動性の著しく低下した社債に代わるものとしてターム・ローンはその普及をみた。したがって、ターム・ローンは債券への擬制的転化を通じて証券市場へ参入、浸透した貸付形態であり、これは先行する

証券市場での中・長期融資業務の側からいえば証券業務への参入といってもよい意味をもつことになろう。

このようにターム・ローンと社債業務および証券業務とは本来、競争・対立的関係にたつものであった。だが、この点についてムーアは、「逆説的な言い方になるのだが、銀行のターム貸付けと公募証券の発行の間にはほとんど競争はない。実際、この2つの便益業務はしばしば互いに補足的で補完的なのである。²³⁾」と言う。

それによれば、多くの場合銀行のターム・ローンは企業が必要とするまでの「つなぎ」(“insurance”)としておこなわれ、公募証券の発行を通じて返済されるのである。

公募証券の発行は諸手続きのために2～3ヶ月が必要で、その期間中に、通常引受業者は発行直前まで引受確約をおこなわない。そのため借り手はこの「待機」期間中に銀行のクレジット・ラインや貸出約定に頼ることになる。そしてまた金融緩和期に、多くの企業は低金利で調達した資金で銀行借入金を返済することができるのである²⁴⁾。

特に大企業はこのような形で、証券発行までの「つなぎ融資」として比較的短期間ターム・ローンを利用するといわれている²⁵⁾。

こうしたことは、ターム・ローンの普及の過程で現実に利用される際のターム・ローンの多様化の一形態であるとみてよいであろう。

けれどもターム・ローンの展開がすべてこのように証券業務と協調的に進展してきたとばかりはいえないのである。ターム・ローンと証券業務との理論的關係に関わるものとして、次に私募仲介業務との関連をみておこう。

(2) ターム・ローンと私募仲介業務

私募(private placement)は社債についてはターム・ローンとはほぼ同じ頃に発生してきたものであり²⁶⁾、形態的類似性も指摘されている²⁷⁾。したがってターム・ローンと社債の私募は、貸付業務と証券業務の理論的關係をみていくうえで重要な論点となるものである。

だが、ここでは商業銀行がターム・ローンと私募仲介業務を組みあわせておこなうことで証券引受業務に代替しているという議論を取りあげることにはしたい²⁸⁾。

商業銀行がターム・ローンの供与によって長期融資業務をおこない、時にはこれと私募仲介を組みあわせることによって、事実上の証券引受業務をおこなっている、との見解を提出したのは、財務省レポート「公共政策の観点からみた銀行の証券業務」(1975年11月)であった²⁹⁾。

これについての財務省関係者の証言では、「商業銀行の長期貸付が企業金融の手段としての企業証券引受を——補完するというよりもむしろ——代替する程度においては、投資銀行業者に不利な影響がはたらきうるであろう³⁰⁾。」と端的に述べられている。

ところで、このような観点から財務省レポートで問題とされた論点は次のようなものであった。

——商業銀行は企業への長期融資を、中・長期のターム・ローンの供与や私募債の仲介、又はこれらをいくらか組みあわせることによって、おし進めてきた。これらは証券引受や私募証券の仲介を通じて融資をおこなってきた投資銀行家と直接に競争しているものと考えられる。

1974年末には大銀行の商業貸付と産業貸付の全体の37パーセントは、1年以上の満期のターム・ローンであった。このようなターム・ローンに加えて、銀行は企業に代わって証券の私募の仲介をおこなうのである。

ある場合には、商業銀行は中期のターム・ローンと証券の私募を組みあわせることによって顧客の長期融資への需要を満たすのである。このようにして銀行は顧客のキャッシュ・フロー要件を満たすのである³¹⁾。——

これを受けて証券業協会(SIA)は、銀行が長期資金を供給するだけでなく、手数料のために長期債から株式まであらゆる種類の証券の私募を仲介する業務を活発におこなっていること。ある場合には銀行は、発行される証券の一部を、銀行の管理するポートフォリオのために購入することによって、私募に参入していること。また、時には銀行自身からの中期のターム・ローンと私募とから成る融資パッケージを組みたてることで、究極的に長期融資

をおこなっていること、を指摘した³²⁾。

彼らによれば、これらの金融サービスは伝統的には投資銀行業者によって供給されてきたものである。そしてこれらのことから、商業銀行が証券業務の領域に参入してきていることを問題にしたのである³³⁾。

翌年の公聴会においても証券業協会はほぼ同様の見解を繰り返し提出している³⁴⁾。

このようにターム・ローンが証券引受業務と実質的に代替するものとみなされ、ターム・ローンと私募債仲介業務の組みあわせによって供与される長期融資業務が投資銀行業務への参入として強調されている点に留意されたい。グラス＝ステイーガル法によって規定された銀行業務と証券業務の分離のもとで進行している、銀行による証券業務への進出のひとつの形態がターム・ローンの展開であり、ターム・ローンと私募債仲介業務の組みあわせであったのである。

非流動的な債券形式（証書形式）をとるターム・ローンは証券市場へと上向した中・長期貸付形態であるが、証券引受業務の側からいえばここに経済的機能の類似性が問題となるというのである。

いうまでもなく、問題となっているのは貸付による長期融資業務と証券市場での長期的な資本調達業務との競合性であり、ターム・ローンと引受業務との技術的な機能の類似性ではない。だが、貸付と証券引受の機能は本質的には相違するものとはいえ、非流動的な債券の引受＝長期保有は実質的な長期貸付に類似するものである。しかもターム・ローンは当初から投資銀行業務に類似した業務であると指摘されていた。貸付の側が証券市場へと上向する際には、先行する中・長期の資本調達業務に自らを適合させる必要がある。かくして業務内容は投資銀行業務に類似することになるし、形態的にも非流動的な債券へと擬制的な転化をとげねばならなかったのである。したがって、ターム・ローンは経済機能的に証券引受業務を通じての資本調達業務と競合できるようになり、技術的にも証券業務へ接近しうる接続点をもつことになったといえよう。

また私募債の仲介業務は商業銀行業務と証券業務との境界領域に位置する

ものであり、商業銀行による業務拡大が貨幣信用の展開系譜上に証券業務を部分的に包摂したものとってよい。したがって、ターム・ローンと私募債仲介業務の結合は、長期融資業務を拡大し強化する形式であると同時に、他面では私募債仲介業務を導入部として証券業務への類似性を強め、証券業務への接近を図る方向を示唆するものである。かくて、ターム・ローンの展開およびターム・ローンと私募債仲介業務との結合は、銀行による証券業務参入への論点となるものなのであった。

4. 結びにかえて

ターム・ローンの展開について2つの点からその信用制度論的な意義について検討を試みた。

その第1は、ターム・ローンは再生産過程に対する中・長期貸付けであるが、それを可能にする信用制度論的な展開は何か、という点である。資本信用の第一形態の進展に対応して転嫁流動性理論が提出され、その展開が図られたが、ターム・ローンの供与もその理論系譜上にほんらい位置するはずのものである。だが現実には証券市場を流動拠点とした銀行間の資産項目の移転運動だけでは資本信用の本格的な供与は十分ではなかった。連邦準備銀行信用に支持された、信用制度の展開のもとでターム・ローンの本格的な展開が可能になったのである。と同時に短期貸付更新方式も進展をみせ、両者の併存という形をとって資本信用の供与がなされることになった。

基本的には資本信用の第一形態の基礎の上に第二形態が展開され、併存して資本信用の供与がなされたといつてよい。だがそのためには転嫁流動性理論が証券市場を拠点とする銀行間の横への資産転嫁の構成から、連邦準備銀行信用への縦への上向転嫁という質的な転換を示したように、信用制度の展開の中に連邦準備銀行がビルトインされた、中央銀行と資本信用との新たな関係が展開されねばならなかった。しかもその背景には連邦準備銀行を軸にした公信用による信用制度の支持という質的な構造変化が対応していたのである。

ターム・ローンという資本信用の第二形態が、再生産過程で固定資本信用を供与することから生じる資本拘束を基礎に、そうした信用供与を可能にした信用制度の質的な構造変化を析出することが第1の課題であった。

第2は、ターム・ローンが資本信用の第二形態として非流動的債券形式をとることで証券市場へと論理上向した部面で展開される、貸付と証券との関係をいかに信用論的に把握するか、という問題であった。

社債に代替する非流動的債券形式の貸付として、ターム・ローンは証券市場不振の時期に普及しはじめるが、ターム・ローンに比べて社債が有利な局面においては、ターム・ローンが社債発行までのつなぎ融資として利用されることに示されているように、この短期的な利用の面においては資本信用の第二形態としての特徴に乏しいものとなっている。ターム・ローンの多様化の一形態といったのはそのため、ここではターム・ローンの社債への代替的性格が、逆に社債の側に包摂される形であらわれているのである。

このことはターム・ローンが形態的に債券形式をとったことからくる、証券市場への接近化の途を示唆するものであろう。

このような観点からいえば、ターム・ローンの進展が証券引受業務に代替するものという見解を手がかりに、ターム・ローンを商業銀行による証券業務への進出の脈絡の上で信用論的に検討することは、商業銀行業務の多様化と証券業務との関係を問うためにも必要であるといわねばならない。ターム・ローンと私募債仲介業務の結合による長期融資業務の拡大を証券業務への進展との関係で考察すること、これが第2の論点であった。グラス＝ステイガル法撤廃の動きの中で、銀行と証券の垣根問題を捉えるための、ひとつの視座の呈示である。

注

- 1) この点については、本書第11章「ターム・ローンと信用論体系——資本信用範疇の展開——」を参照されたい。
- 2) これは資本信用と擬制資本信用との関係を問ううえで重要な論点である。資本信用と擬制資本信用との理論的關係については、本書第8章「金融革新と資本信用——資本信用と擬制資本信用——」を参照されたい。
- 3) ミッチェルは転嫁流動性理論を体系化するにあたって、銀行資産の流動化を可能に

する証券市場、銀行制度の発展を重視した。彼によれば、「資産の流動性は資産の形態の問題ではなくむしろ制度的発展の問題である。」(Waldo F. Mitchell, *The Uses of Bank Funds*, The University of Chicago Press, 1925, p. 15.)

ところで、彼が転嫁流動性理論の序節であげた7項目の前提条件は、次のようなものであった。

1. 銀行準備を保護するのは、銀行保有手形の自己流動的性格よりも銀行制度の発達である。
2. 銀行はさまざまな経済的な必要を満たすために独自の信用を展開するのであり、短期の商業的貸付政策だけをおこなうものではない。
3. 伝統的理論には反して株式、債券への投資をおこなうが、これらは健全な経済的基礎のうえになされる。
4. 景気循環の局面次第では、投資活動は拡大され、銀行の流動性状態は改善されることになる。
5. 株式取引所やその他の機関の発展によって、非商業的貸付と投資が市場性を付与され、非常にすぐれた流動証券となる。
6. 銀行保有の債券によって、銀行制度に非常に高度の流動性が与えられることになった。
7. 銀行保有の債券は法的基礎が極めて確実で政府によって積極的に育成されている (*Ibid.*, p. 19.)。

みられるように、ここでミッチェルは銀行資産の転嫁流動性を可能にする制度的、技術的な諸条件を網羅的に呈示した。資本信用の第一形態の供与に対応した転嫁流動性理論の制度的枠組の析出といつてもよいが、重視されているのは資本信用の第一形態との関係ではなく、証券市場での銀行資産の流動化メカニズムの解明である。即ち証券市場を資産流動化の支点とする銀行行動の展開が理論的課題なのである。

4) W. F. Mitchell, *The Uses of Bank Funds*, pp. 71-72, pp. 165-66.

5) *Ibid.*, p. 166.

6) モールトンは、連邦準備法成立以前の銀行の経験では恐慌時に銀行資産は流動化していないこと、また銀行制度全体の観点からみた場合、銀行資産の流動化がなせないことを強調した。なぜならすべての銀行が担保としている証券を売ろうとする時にはどの銀行も買いたくないからであった。モールトンは1907年恐慌の経験からこれを指摘し、銀行資産の流動性を維持するための追加準備資金は外国からの取りこみか、新たな形態の準備貨幣の創出以外にはないと主張した (H. G. Moulton, "Commercial Banking and Capital Formation, III," *The Journal of Political Economy*, XXVI, July 1918, pp. 723-731.)。

この点については川口慎二『銀行流動性論』千倉書房、1961、98頁、の簡潔な指摘を参照されたい。

またモールトンとミッチェルとの比較対照を試み、その相違を理論的に検討したものととして、数阪孝志、前掲論文を参照されたい。

7) この点での連邦準備銀行に対するアンダーソンの要請については cf. B. M. Anderson, Jr., *The Value of Money*, The Macmillan Company, 1926, pp. 518-20.

8) George S. Moore, "Term Loans and Interim Financing," in *Business Loans of American Commercial Banks*, Benjamin Haggott Beckhart, ed., The Ronald Press Company, 1959, p. 256.

ところで、この1935年銀行法の審議において問題とされたのは、連邦準備銀行の担保となりうる適格性 (eligibility) の再検討であった。連邦準備局総裁のエクルズ

(Marriner S. Eccles) は、この観点から緊急時に商業銀行の「健全な資産」が連邦準備銀行によって流動化されうることを主張したのである。Cf. U. S., Congress, House, Committee on Banking and Currency, *Banking Act of 1935: Hearings on H. R. 5357*, 74th Cong., 1st Session., March 4-19, 1935. [*Banking Act of 1935*, (1), Gozando Books, Inc., 1987.] pp. 183-84. このように、商業銀行の資産の流動性が非常時に中央銀行信用に依存する点は繰り返し強調された。Cf. *ibid.*, pp. 194-5, 221, 224-25, 270, 300, 406.

またこの点については、cf. Walter A. Morton, "Liquidity and Solvency," *The American Economic Review*, Vol. XXIX, No. 2, June 1939, pp. 272-85.

ここで問題となっている1935年銀行法については本章注19)も参照されたい。なお、詳細は本書第6章「1935年銀行法と転嫁流動性理論」参照。

- 9) 転嫁流動性理論が証券市場に依存した商業銀行間の資産転嫁という横の流動性運動から、中央銀行信用への縦の関係へと転嫁流動メカニズムが上向する内容については、狭義の理論から広義の理論への展開という形で整理がなされている。

「狭義の理論においては、銀行資産自体の具備すべき性質として問題となるのは、いわゆる『市場性』(marketability)のみである。換言すれば、銀行資産の転嫁はもっぱらその市場性のみによって行われねばならない。これに対して、広義の理論においては、中央銀行による再金融のためのいわゆる『適格性』(eligibility)が重要な性質となる。換言すれば、銀行資産は、たとえ、市場性をもたなくても、適格性を有するならば、中央銀行への転嫁によって流動化が可能となるのである。」(川口, 前掲書, 94頁。)ただこれは中央銀行による恣意的な「適格性」というべきであろう。

これに関して、政策当局の側からはほぼ同様に次のようにも言われている。

商業銀行業務について重要なことは、「いわゆる『転嫁性理論』の考え方が発展してきたことである。すなわち、商業銀行の資産が商業貸付理論の主張するような“自己流動性”を持っていなくても、市場で売却、あるいは、他の金融機関からこれを担保にして資金を調達できるならば、つまり他の金融機関へ転嫁できるという“転嫁流動性”(shiftability)を持っているならば、商業銀行業務の健全性すなわちその支払能力と流動性は維持されると考えられるようになってきた。転嫁流動性とは、その資産がどの程度確実にまた短期間のうちに他へ転嫁できる、ないしは回収できるかということによって決まるが、具体的には、その資産の中央銀行に対する再割引あるいは貸付担保の適格性(eligibility)、ならびに市場での換金が可能であるという市場性(marketability)を意味するであろう。」(日本銀行調査局『欧米主要国の商業銀行』1969年12月, 10頁。)

だがこのような転嫁流動性理論の展開に際しては、中央銀行信用の供与による信用理論上の段階を画しておくことが必要であろう。中央銀行信用に支えられた転嫁流動性理論の展開上に、中央銀行信用の直接的発動を契機とする公信用に支持されたターム・ローンの展開が析出されることになるのである。

いずれにせよ、1935年銀行法以降、転嫁流動性理論は季節的変動や緊急時に要請される中央銀行信用による資産の転嫁を強調するようになった。Cf. H. G. Moulton, *Financial Organization and the Economic System*, McGraw-Hill Book Company, Inc. 1938 (Reprint Edition, Arno Press, 1975), pp. 319-20. モール

トンの初期の議論においても、正常時においては「連邦準備制度のもとで、流動性が連邦準備銀行への転嫁性の問題であることはもちろん明らかである」と注記されている(H. G. Moulton, "Commercial Banking and Capital Formation," III, July 1918, p. 723.)。ただこの時期には制度上の関連が指摘されたにすぎないとみるべきであろう。

- 10) W. A. Morton, *op. cit.*, p. 276; H. V. Prochnow, "Bank Liquidity and the New Doctrine of Anticipated Income," *The Journal of Finance*, Vol. IV, No. 4, December 1949, p. 307; H. V. Prochnow, *Term Loans and Theories of Bank Liquidity*, Prentice-Hall, Inc., 1949, p. 182; H. V. Prochnow and Roy A. Foulke, *Practical Bank Credit*, Prentice-Hall, Inc., 1950, p. 511; Edward W. Reed, *Commercial Bank Management*, Harper & Row, Inc., p. 313; 川口, 前掲書, 142頁。
- 11) H. V. Prochnow, "Bank Liquidity and the New Doctrine of Anticipated Income," p. 308.
- 12) *Ibid.*
- 13) *Ibid.*
- 14) ほぼ同様の議論として、cf. H. V. Prochnow, "Theory of the Liquidation of Term Loans," in *Term Loan and Theories of Bank Liquidity*, H. V. Prochnow, pp. 397-411.
- 15) G. S. Moore, *op. cit.*, p. 256; Edward W. Reed, *op. cit.*, pp. 305-6.
- 16) 本書第11章「ターム・ローンと信用論体系」参照。
- 17) H. V. Prochnow, "Bank Liquidity and the New Doctrine of Anticipated Income," p. 314; H. V. Prochnow, "Theory of the Liquidation of Term Loans," p. 411, また、この点に関して、川口, 前掲書, 143-149頁を参照されたい。
- 18) この点については、第8章「金融革新と資本信用——資本信用と擬制資本信用——」を参照されたい。
- 19) ムーアは商業銀行のターム・ローン業務への進出の原因として、次の4点をあげている。

1. 1935年銀行法第204条による連邦準備法の修正によって、銀行のバランス・シートの実用上すべての健全な資産に連邦準備銀行の再割引の特典が拡張されたこと。これは、満期が90日を超える貸付に対してそれ以前は再割引の可能性がなかったために提出されていた流動性問題への部分的な答である。

そしてこれらの非適格証券に対する追加的な再割引については適格証券の再割引率の0.5%高で信用を供与できること。

2. 連邦預金保険によって預金構造の安定性が増し、銀行取りつけの可能性が減ぜられ、その結果、ターム貸付による流動性低下もすすんで受け入れられるようになったこと。

3. 通貨監督官、連邦準備制度検査官、その他の監督機関が「延滞」("slow")の分類を除去することになり、ターム・ローンはもはや単に満期の期間だけに基づいて「延滞」としてえりすぐられることはなくなったこと。

これらに加えて、4番目に復興金融公社と連邦準備銀行が第13条bのもとで、直接

企業にターム・ローンを提供し、銀行によって拡大されたターム・ローンの保証や保険をつけたり、銀行と協調してターム・ローンをおこなったこと、などがあげられた。

但し、第1番目の「健全な資産」という説明は誤りである。これについては本書第6章を参照。

Cf. G. S. Moore, *op. cit.*, p. 212. また『米国の銀行業務』日本生産性本部, 1962年, 214-15頁, も参照されたい。

なおプロクノーは連邦準備法第10条(b)を検討している。Cf. Herbert V. Prochnow, *Term Loans and Theories of Bank Liquidity*, pp. 206-9.

- 20) "Continuous Borrowing Through 'Short-Term' Bank Loans," *Monthly Business Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, September 1956, p. 6.
- 21) *Ibid.*, pp. 10-11. なお、「健全」な資産という説明は誤りである。
- 22) Randall C. Merris, "Business Loans at Large Commercial Banks: Policies and Practices," *Economic Perspective*, FRB of Chicago, November/December 1979, p. 18. 1970年代末においても短期貸付更新方式とターム・ローンとの関係がなお問題とされている点にむしろ注目をしておきたい。ターム・ローンの量的、質的な展開と短期貸付更新方式との関係を追跡し、考察することが今後の課題である。ここでは問題の所在を指摘するにとどめておきたい。
- 23) G. S. Moore, *op. cit.*, p. 258.
- 24) *Ibid.*, また前掲, 『米国の銀行業務』253頁, も参照されたい。
- 25) Roland I. Robinson, *The Management of Bank Funds*, McGraw-Hill Book Company, Inc., 1951, p. 181; E. W. Reed, *op. cit.*, p. 306.
- 26) 私募は1933年証券法によって公募と区別されることになり, 同法第5条に基づいて登録届出書の提出の義務, 販売の際の目論見書の使用義務が免除されることになった。他方, 1933年証券法, 1934年証券取引所法によって会社の証券発行手続きが厳格になったため社債の私募がさかんになったのである。この背景については, 日本銀行調査局『欧米資本市場における金融機関の役割』1968年1月, 21-22頁, を参照されたい。ターム・ローンもほぼ同様の理由で借り手から求められたのであった。Cf. G. S. Moore, *op. cit.*, p. 210. この点については, 前掲, 『欧米資本市場における金融機関の役割』56-57頁; 日本興業銀行特別調査室『ターム・ローン』1959年8月, 18頁, も参照されたい。
- 27) 「ターム・ローンは貸付機関によって事業体に直接に供与される信用で, 法的にはその一部が一年以降に返済されるべきものである。債務証券の私募は, 取引が譲渡可能な証券の売買という技術的な形態をとるということを除けば, ターム・ローンである。両方の信用形態とも公開された貨幣市場とびこえるものであり, 貸付機関による販売によって容易に転嫁しえないものである。」(Neil H. Jacoby and Raymond J. Saulnier, *Business Finance and Banking*, National Bureau of Economic Research, 1947 [Reprint Edition, Arno Press, 1980], pp. 139-140.)
またこれに関連して, cf. N. H. Jacoby and R. J. Saulnier, *Term Lending to Business*, 1942, pp. 10-11.
- 28) ムーアによれば, 多くの投資銀行が「私募部」をもっていて, ターム・ローンの斡旋に対して借り手から斡旋手数料をとるため, 競争が激化される傾向がある, という。

Cf. G. S. Moore, *op. cit.*, pp. 258-59.

また前掲, 『米国の銀行業務』252-253頁, も参照されたい。

ここでは投資銀行が私募部を通じてターム・ローンを仲介, 斡旋する関係が問題となっているのである。

- 29) *Public Policy Aspects of Bank Securities Activities: An Issues Paper*, Department of the Treasury, November 28, 1975, in *Securities Activities of Commercial Banks: Hearings before the Subcommittee on Securities of the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, 94th Cong., 1st Sess., 1975, pp. 22-87.
- 30) *Securities Activities of Commercial Banks: Hearings*, pp. 19-20.
- 31) *Public Policy Aspects of Bank Securities Activities*, pp. 33-4.
- 32) *Securities Activities of Commercial Banks: Hearings*, p. 261.
- 33) *Ibid.*, p. 262.
- 34) *Brokerage and Related Commercial Bank Services: Hearings before the Subcommittee on Securities of the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, 94th Cong., 2nd Sess., 1976, pp. 468-474.